

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 8 de septiembre de 2016, el Consejo de Gobierno analizó los datos económicos y monetarios obtenidos desde la reunión de julio y examinó las nuevas proyecciones macroeconómicas del BCE.

Las amplias medidas de política monetaria que se han adoptado continúan procurando unas condiciones de financiación favorables y respaldan el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro. En consecuencia, el Consejo de Gobierno sigue esperando que el PIB real crezca a un ritmo moderado, pero constante, y que la inflación en la zona del euro aumente gradualmente en los próximos meses, en línea con la senda ya implícita en las proyecciones de junio de 2016. En general, mientras que la evidencia disponible hasta la fecha sugiere que la economía de la zona del euro mantiene su capacidad de resistencia en un entorno de continua incertidumbre económica y política mundial, el escenario de referencia sigue estando sujeto a riesgos a la baja.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de septiembre de 2016

El crecimiento mundial continuó siendo moderado en la primera mitad de 2016. De cara al futuro, se espera que este crecimiento se recupere gradualmente. Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas de las economías avanzadas, aunque la incertidumbre generada por el referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE afectará a la demanda en dicho país. En cuanto a las economías emergentes, se prevé una ralentización de la actividad económica en China, al tiempo que las perspectivas de los grandes países exportadores de materias primas continúan siendo débiles, pese a observarse algunas tímidas señales de estabilización. Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica mundial se mantienen a la baja.

Entre principios de junio y comienzos de septiembre, los mercados financieros de la zona del euro y mundiales permanecieron relativamente tranquilos, al margen del período inmediatamente anterior y posterior al referéndum del Reino Unido. En el período anterior al referéndum del 23 de junio, en los mercados financieros mundiales se observó una creciente volatilidad, que alcanzó su máximo el día siguiente al referéndum. Desde entonces, la volatilidad ha remitido y la mayoría de las categorías de activos han recuperado sus pérdidas. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron muy por debajo de los niveles alcanzados antes del referéndum, y los valores bancarios continuaron registrando un comportamiento peor que el índice de mercado más amplio.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2016, tras crecer un 0,5 % en el primer trimestre. El crecimiento se vio respaldado por la demanda exterior neta, así como por la continua contribución positiva de la demanda interna. Los últimos datos apuntan a un crecimiento sostenido en el tercer trimestre de 2016, a un ritmo más o menos similar al del segundo trimestre.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la recuperación económica avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna sigue estando apoyada por la transmisión de las medidas de política monetaria a la economía real. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de las perspectivas de la demanda y de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, y unos precios del petróleo aún relativamente bajos prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y, por tanto, al consumo privado. Además, se prevé que la orientación de la política fiscal en la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2016 y prácticamente neutral en 2017 y 2018. No obstante, las previsiones apuntan a que la recuperación económica de la zona del euro se verá frenada por una demanda exterior todavía débil, en parte como consecuencia de la incertidumbre generada tras los resultados del referéndum en el Reino Unido, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016, del 1,6 % en 2017 y del 1,6 % en 2018. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja. De acuerdo con el análisis del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con el entorno exterior.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,2 % en agosto de 2016, sin variación con respecto a julio. Aunque la inflación interanual de la energía continuó aumentando, la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios fue ligeramente inferior a la registrada en julio. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación sigan siendo bajas en los próximos meses y que comiencen a repuntar hacia finales de 2016, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar incrementándose en 2017 y 2018.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,2 % en 2017 y el 1,6 % en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de

2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 se están transmitiendo a las condiciones de financiación de las empresas y los hogares y, por tanto, están favoreciendo cada vez más los flujos crediticios en toda la zona del euro. El agregado monetario amplio siguió aumentando a un ritmo sólido en julio de 2016 y el crecimiento de los préstamos continuó recuperándose gradualmente. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos y han relajado los criterios de concesión, sustentando así la recuperación del crecimiento del crédito. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó en el segundo trimestre de 2016.

Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que continúen en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos por parte del Eurosistema. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras mensuales de activos por valor de 80 mm de euros continúen hasta el final de marzo de 2017, o hasta una fecha posterior si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación.

El Consejo de Gobierno se mantendrá alerta y preparado para actuar, en caso necesario, para lograr su objetivo de estabilidad de precios.

Dada la incertidumbre reinante, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de la evolución de la economía y de los mercados financieros. Mantendrá el grado tan considerable de apoyo monetario que incorporan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE y que es necesario para asegurar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Si procede, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato. Mientras tanto, el Consejo de Gobierno ha encomendado a los comités relevantes que evalúen las opciones para lograr la aplicación fluida del programa de compras de activos por parte del Eurosistema.

1 Entorno exterior

El moderado crecimiento mundial registrado en torno a finales del año pasado continuó en el primer semestre de 2016. De cara al futuro se espera una recuperación gradual del crecimiento. Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y la sólida confianza sostienen las perspectivas de las economías avanzadas, aunque la incertidumbre generada por el referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE afectará a la demanda en dicho país. En cuanto a las economías emergentes, se prevé una ralentización de la actividad económica en China, al tiempo que las perspectivas de los grandes países exportadores de materias primas siguen siendo débiles, pese a observarse tímidas señales de estabilización. Los riesgos para las perspectivas de actividad económica mundial se mantienen a la baja.

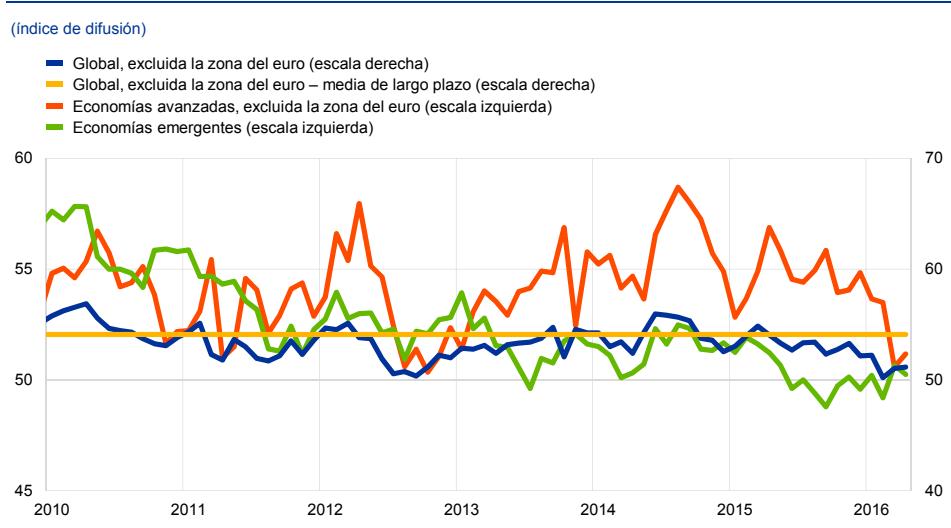
Actividad económica y comercio mundiales

El crecimiento económico mundial continúa siendo moderado. Tras una leve desaceleración en el primer trimestre, el crecimiento del PIB de Estados Unidos solo experimentó un ligero avance en el segundo trimestre, reflejo de un importante lastre asociado a los inventarios y a una nueva caída de la inversión, impulsada principalmente por la reducción de los gastos de capital en el sector energético. Mientras tanto, el crecimiento económico del Reino Unido mostró mayor capacidad de resistencia en el segundo trimestre. En cambio, en Japón, el ritmo de expansión económica se ralentizó, después de que los efectos del año bisiesto impulsaran el crecimiento en el primer trimestre. En China, el crecimiento del PIB se stabilizó en el segundo trimestre, en consonancia con el objetivo de crecimiento anual del Gobierno, aunque la actividad económica se sostuvo en gran medida en el apoyo del Gobierno, a través de inversiones en infraestructuras, y en el crecimiento continuado del crédito. Si bien los indicadores de corto plazo sugieren que las tasas de crecimiento están empezando a remontar en Brasil y en Rusia, la producción de estos países volvió a disminuir en el segundo trimestre. En conjunto, los indicadores de opinión recientes apuntan a que la actividad económica mundial continuará su expansión a un ritmo moderado. El índice PMI compuesto de producción global se mantuvo moderado en agosto (véase gráfico 1).

El resultado del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE sorprendió a los mercados financieros, aunque la volatilidad fue transitoria y se vio contenida, en parte, por las expectativas de respuestas anticíclicas en las principales economías avanzadas. La libra esterlina se depreció después del referéndum, pero el impacto en la mayoría de los mercados internacionales de fuera de Europa ha sido transitorio. Los flujos de capitales a las economías emergentes han mostrado capacidad de resistencia, en un contexto de mejora general de las condiciones financieras en estas economías, posiblemente vinculada a la búsqueda de rentabilidad fuera de las economías avanzadas. El Banco de Inglaterra redujo los tipos de interés y anunció nuevas medidas de expansión cuantitativa en su reunión

de agosto. Asimismo, el Gobierno británico ha indicado que prevé que el ritmo de consolidación fiscal sea más lento de lo planeado anteriormente. En Estados Unidos, las expectativas de los mercados de subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal en 2016 disminuyeron en los días inmediatamente posteriores al referéndum, antes de aumentar de nuevo tras la publicación de datos mejores de lo esperado sobre el mercado de trabajo. El Banco de Japón también adoptó medidas de estímulo monetario adicionales en su reunión de julio, al tiempo que el Gobierno japonés anunció que incluiría medidas de estímulo fiscal en su presupuesto suplementario para el ejercicio fiscal 2016-2017.

Gráfico 1
Índice PMI compuesto de producción global



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde a agosto de 2016.

No obstante, el resultado del referéndum británico ha provocado un aumento de la incertidumbre macroeconómica. En el Reino Unido se incrementó la incertidumbre en torno a la política económica. El impacto en otros países ha sido más moderado, lo que sugiere que el referéndum sobre la pertenencia a la UE ha generado una perturbación regional, más que global. Sin embargo, es posible que otros factores también estén contribuyendo a los mayores niveles de incertidumbre política y en torno a las políticas observados en otros países, en particular en Estados Unidos y China.

La debilidad observada en el comercio mundial en 2015 persistió en la primera parte de este año. Según datos del CPB, las importaciones mundiales de bienes en términos reales se redujeron un 0,8%, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2016 (véase gráfico 2). El comercio mundial fue particularmente débil el año pasado, debido, en parte, a la acusada caída de las importaciones resultante de las profundas recesiones de Brasil y de Rusia. A medida que remitan estas perturbaciones, el lastre sobre las importaciones mundiales debería disminuir y su crecimiento debería recuperarse ligeramente. Los indicadores de opinión que miden el comercio mundial también apuntan a una modesta recuperación. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó de nuevo en agosto, superando el

umbral de 50 puntos. No obstante, como se señala en el recuadro 1, se espera que el comercio mundial crezca a un ritmo bastante moderado en el medio plazo. Es probable que la reducción de la elasticidad del comercio mundial observada desde 2012 persista, ya que no se prevé que los factores estructurales que impulsaron el comercio en el pasado —la disminución de los costes de transporte, la liberalización del comercio, la expansión de las cadenas globales de producción y el desarrollo financiero— respalden el comercio en la misma medida en el futuro. Por consiguiente, a medio plazo es probable que el crecimiento del comercio mundial continúe en niveles bastante por debajo de los observados antes de la crisis financiera.

De cara al futuro se espera que el crecimiento económico mundial siga siendo moderado. En las economías avanzadas, se prevé que la combinación de la persistencia de bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y de la vivienda, y los sólidos niveles de confianza sostengan la actividad económica, aunque cabe esperar que el aumento de la incertidumbre observado en el Reino Unido frene la inversión. Mientras tanto, es probable que el reequilibrio gradual de la economía china lastre el crecimiento. Los flujos de capitales a las economías emergentes se han recuperado recientemente, pero muchos países todavía están abordando el endurecimiento de las condiciones de financiación externa asociado a las expectativas de retirada de la orientación acomodaticia de la política monetaria en Estados Unidos. El alivio gradual de las profundas recesiones en dos grandes países exportadores de materias primas contribuirá en cierta medida al crecimiento mundial en los próximos años, aunque las perspectivas siguen siendo moderadas, ya que muchos de los países exportadores de materias primas afrontan dificultades para ajustarse al entorno de bajos precios de estas materias. Por último, el aumento de la incertidumbre política y de las tensiones geopolíticas también está afectando a la demanda en algunas regiones.

Si se analizan los países individuales con más detalle, se espera una recuperación de la actividad económica en Estados Unidos. Se prevé que los sólidos fundamentos económicos internos —reflejados en un vigoroso crecimiento del empleo y en aumentos moderados de los salarios nominales al tiempo que la economía se acerca al pleno empleo, y los efectos positivos en la riqueza de los hogares (en su mayor parte derivados de la subida de los precios de la vivienda)— sostengan el consumo privado, así como que las reducciones de los tipos de interés a largo plazo y el final de la contracción del sector energético también estimulen la inversión en el horizonte de proyección. Por otra parte, el fortalecimiento del dólar estadounidense y el moderado crecimiento de la demanda externa afectarán a las exportaciones.

Las perspectivas para Japón siguen siendo débiles. A corto plazo, las interrupciones en la cadena de suministro tras el terremoto de abril frenarán la producción. Sin embargo, a más largo plazo, se espera una recuperación del consumo privado en un contexto de incrementos de la renta real, al tiempo que la holgura en las condiciones financieras debería propiciar un aumento de la inversión. El aplazamiento de la subida del IVA, prevista para abril de 2017, favorecerá la actividad económica, al igual que las medidas adicionales de estímulo

anunciadas en el presupuesto suplementario. Además, la política monetaria sigue siendo muy acomodaticia. Se prevé que las exportaciones se beneficien de la mejora paulatina de la demanda externa, aunque se verá atemperada por la recuperación que experimentó el yen el año pasado.

Se espera que el aumento de la incertidumbre en el Reino Unido afecte al crecimiento económico. Cabe esperar que la incertidumbre institucional y política en torno a las negociaciones para abandonar la Unión Europea modere la demanda interna, particularmente la inversión (aunque datos recientes sugieren que el impacto a corto plazo del referéndum ha sido relativamente moderado hasta ahora). A más largo plazo, el tono acomodaticio de la política monetaria y la reducción del ritmo de consolidación fiscal deberían contribuir al sostenimiento de la actividad económica.

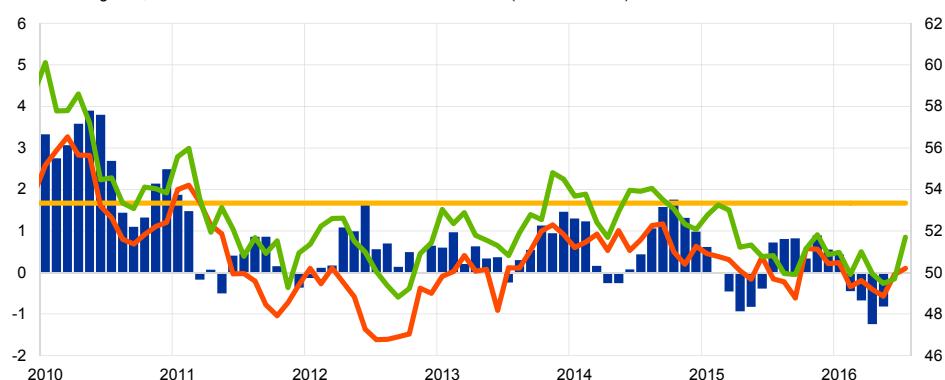
Según las proyecciones, la actividad económica real seguirá mostrando una capacidad de resistencia relativa en los países de Europa Central y Oriental.

Se espera que el consumo privado se vea favorecido por aumentos de la renta disponible real y por los bajos niveles de inflación. No obstante, se prevé que la incertidumbre generada por el referéndum del Reino Unido y su impacto potencial en la economía británica y en la de los países de la zona del euro (los principales socios comerciales de esos países) afecten a la producción en los próximos trimestres.

Gráfico 2
Comercio mundial de bienes

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)

- Comercio mundial (escala izquierda)
- Comercio mundial, media 1991-2007 (escala izquierda)
- PMI global nuevos pedidos exteriores (escala derecha)
- PMI global, excluido sector manufacturero de la zona del euro (escala derecha)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2016 para los PMI y a junio de 2016 para el comercio mundial.

Se espera que la tasa de crecimiento de la economía china se modere gradualmente. A corto plazo, la solidez del consumo y las mejoras observadas en la demanda de viviendas, junto con la persistencia de una orientación acomodaticia de la política monetaria y de los estímulos fiscales, deberían sostener la economía. Sin embargo, a más largo plazo, se prevé que la continuación del énfasis en el proceso de reequilibrio de la economía, que incluye reducciones del exceso de

capacidad productiva en algunas industrias pesadas y medidas para abordar la cuestión de los préstamos morosos, se traduzca en una ralentización del ritmo de crecimiento económico.

Aunque la producción de grandes países exportadores de materias primas está mostrando señales de estabilización, las perspectivas siguen siendo moderadas. En Rusia, las condiciones financieras han mejorado tras la decisión del banco central de recortar los tipos de interés, pero la incertidumbre continúa siendo elevada y la confianza empresarial débil. Mientras tanto, en Brasil se espera que la combinación de niveles elevados de incertidumbre política, de una política monetaria y unas condiciones de financiación restrictivas, y de las medidas de consolidación fiscal previstas, se traduzca en una moderación adicional de la actividad económica.

En general, las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2016, el crecimiento anual del PIB real mundial, excluida la zona del euro, se incrementará desde el 3 % en 2016 hasta el 3,5 % en 2017 y el 3,7 % en 2018. Al mismo tiempo, se prevé que la tasa de crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro aumente desde el 1,6 % en 2016 hasta el 2,6 % en 2017 y el 3,5 % en 2018. El moderado repunte de la actividad y del comercio previsto en este escenario de referencia refleja un crecimiento resistente en las economías avanzadas y un alivio progresivo de las profundas recesiones que están experimentando algunas grandes economías emergentes (concretamente, Rusia y Brasil), compensando la paulatina desaceleración de la economía china. En comparación con las proyecciones de junio, las perspectivas de crecimiento del PIB mundial se han revisado ligeramente a la baja. No obstante, la revisión a la baja de las perspectivas de demanda externa de la zona del euro ha sido más significativa, reflejo, en gran medida, de las expectativas de crecimiento mucho más débil de las importaciones del Reino Unido.

Los riesgos para las perspectivas de actividad económica mundial continúan situados a la baja, especialmente en el caso de las economías emergentes.

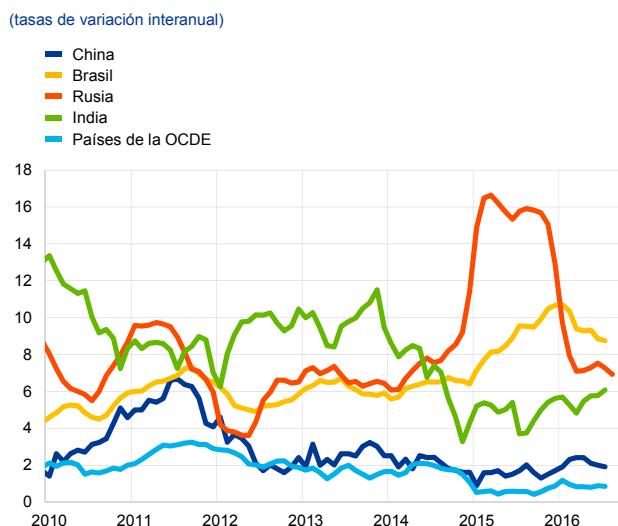
Un importante riesgo a la baja está relacionado con una desaceleración más pronunciada de estas economías (incluida China). El endurecimiento de las condiciones de financiación y la intensificación de la incertidumbre política podrían exacerbar los desequilibrios macroeconómicos existentes, lo que minaría la confianza y podría llevar a una desaceleración inesperadamente pronunciada. La incertidumbre en torno a las políticas en el contexto de la transición económica de China podría provocar un aumento de la volatilidad financiera a escala mundial. Los riesgos geopolíticos también siguen afectando a las perspectivas. Además, las repercusiones económicas de la salida del Reino Unido de la Unión Europea podrían ser peores de lo esperado, acrecentando la incertidumbre e influyendo negativamente en el comercio, la confianza empresarial y la inversión.

Evolución mundial de los precios

Los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo continúan afectando a la inflación mundial. En los países de la OCDE, la inflación media interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 0,8% en julio, frente al 0,9% del mes anterior (véase gráfico 3). El componente energético ha continuado afectando a la inflación, al tiempo que, en los países de la OCDE, la inflación media, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,8% en julio. En cuanto a las grandes economías emergentes, la inflación disminuyó en China, Brasil y Rusia, y registró un aumento moderado en la India.

Gráfico 3

Inflación de los precios de consumo



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a julio de 2016 para los países individuales, excepto Rusia, y a agosto y julio de 2016 para los países de la OCDE.

Los precios de petróleo han aumentado en los últimos meses.

La dinámica de los precios ha estado determinada por la evolución de la oferta, con importantes interrupciones en algunos países de la OPEP (Libia, Nigeria y Venezuela) y en uno no perteneciente a esta organización (Canadá), moderando el exceso de oferta. Sin embargo, más recientemente, la producción de Arabia Saudí ha registrado un máximo histórico, la caída de la oferta de petróleo no convencional (*shale oil*) de Estados Unidos se ha moderado y la producción de crudo canadiense se ha recuperado antes de lo esperado. Al mismo tiempo, la demanda mundial de esta materia prima siguió siendo superior a lo previsto en el primer semestre de 2016. En los próximos meses, los precios del petróleo se verán favorecidos por el reequilibrio de las condiciones de oferta y de demanda. Mientras tanto, los precios agregados de las materias primas no energéticas prácticamente no ha variado en los tres últimos meses.

De cara al futuro se prevé un aumento gradual de la inflación mundial. A corto plazo, los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo y de otras materias primas se atenuarán, reduciendo el lastre sobre la inflación. A más largo plazo, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo apunta a que los precios del crudo se incrementarán durante el horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se espera que la abundante capacidad productiva sin utilizar a escala mundial continúe afectando a la inflación subyacente en el medio plazo.

2

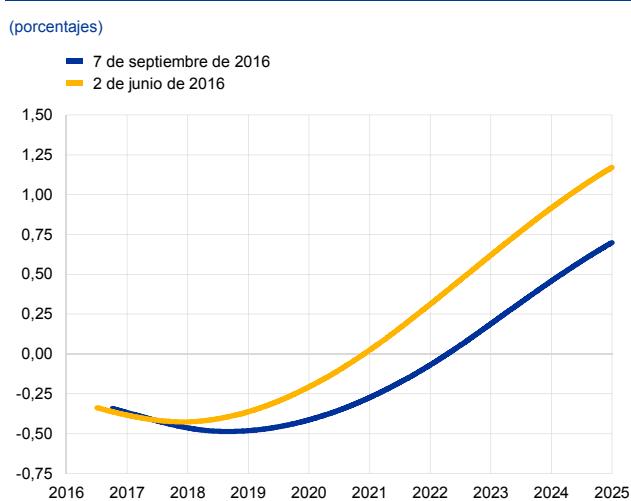
Evolución financiera

Al margen del período inmediatamente anterior y posterior al referéndum del Reino Unido, los mercados financieros de la zona del euro y mundiales permanecieron relativamente tranquilos entre principios de junio y comienzos de septiembre.

En el período anterior al referéndum del 23 de junio, en los mercados financieros mundiales se observó una creciente volatilidad, que alcanzó su máximo el día siguiente al referéndum. Desde entonces, la volatilidad ha remitido y la mayoría de las categorías de activos han recuperado sus pérdidas. Las principales excepciones a esta normalización son los rendimientos de la deuda a largo plazo de la zona del euro, que se mantienen muy por debajo de los niveles registrados antes del referéndum, y los valores bancarios, que continuaron registrando un comportamiento peor que el índice de mercado más amplio.

La evolución relativamente tranquila de los mercados financieros durante el segundo trimestre de 2016 ha continuado. Con el trasfondo de una tímida mejora de las perspectivas económicas mundiales, impulsada fundamentalmente por la evolución de la economía estadounidense, los mercados financieros de la zona del euro y mundiales capearon bien el impacto inmediato del resultado a favor de abandonar la UE del referéndum celebrado en el Reino Unido. En la zona del euro, la reacción inicial fue una acusada depreciación del euro frente al dólar estadounidense, un aplanamiento de la curva de tipos *forward* del eonia y un aumento de los diferenciales de la deuda soberana y de los valores de renta fija privada, así como de las volatilidades implícitas, y una caída de los valores de renta variable, especialmente de los valores bancarios. Desde entonces, la volatilidad de los mercados financieros ha remitido, los diferenciales de la deuda soberana se han reducido y la mayoría de las demás categorías de activos han recuperado sus pérdidas. Aunque no puede descartarse que los mercados financieros vuelvan a reaccionar cuando se conozcan con más certeza los aspectos de la relación del Reino Unido con la UE, el impacto inmediato adverso de esta votación en los mercados financieros fue transitorio.

Gráfico 4
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo estable durante el período considerado (comprendido entre el 2 de junio y el 7 de septiembre), mientras que la curva de tipos *forward* se aplano, principalmente a raíz del referéndum en el Reino Unido (véase gráfico 4).

Las expectativas basadas en indicadores de mercado sobre los futuros tipos del eonia han disminuido gradualmente. El 2 de junio se esperaba que el tipo de interés del eonia se situara en niveles positivos en 2021, pero al final del período analizado esta previsión se había retrasado al menos un año. La trayectoria prevista para este tipo también se ha revisado. En el gráfico 4 se muestra que la curva de tipos *forward* del eonia se retrasó en el tiempo y se desplazó de nuevo a la baja durante el período de referencia. Esta evolución indica que los mercados pueden estar esperando un tono más acomodaticio de la política monetaria. El tipo

de interés del eonia fluctuó entre –32 y –35 puntos básicos, excepto al final del segundo trimestre de 2016, cuando experimentó un aumento transitorio y se situó en –29 puntos básicos. El exceso de liquidez se incrementó alrededor de 192 mm de euros, hasta situarse en unos 1.040 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el BCE en el marco del programa ampliado de compra de activos. En el recuadro 3 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez y operaciones de política monetaria en la zona del euro.

Mientras que los rendimientos a largo plazo de la zona del euro se movieron, en general, de forma similar a los rendimientos a largo plazo a escala global antes del referéndum del Reino Unido, en el período posterior se observó una ligera ampliación de la brecha existente entre los tipos de Estados Unidos y los de la zona del euro, y los rendimientos a largo plazo del Reino Unido también experimentaron un acusado descenso (véase gráfico 5). Es probable que esta evolución sea atribuible a la percepción de los mercados de diferencias en la situación económica y las políticas monetarias de estas áreas económicas. En un entorno de escasa volatilidad en los mercados de deuda pública, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda pública a diez años de la zona del euro fluctuó en niveles reducidos entre finales de junio y el 7 de septiembre. Las diferencias entre países continuaron, registrándose rendimientos negativos en la deuda alemana a diez años y nuevas reducciones, aunque marginales, de los rendimientos de la deuda a diez años de Portugal, España e Italia. Estos desarrollos también deben considerarse en el contexto del actual programa de compras de valores públicos del BCE.

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años en la zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido

(porcentajes)

- Zona del euro
- Estados Unidos
- Reino Unido



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: «Zona del euro» muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. «Estados Unidos» muestra el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años. «Reino Unido» muestra el rendimiento de la deuda pública británica a diez años. La observación más reciente corresponde al 7 de septiembre de 2016.

Gráfico 6

Rendimientos de los valores de renta fija privada en la zona del euro

(porcentajes)

- Sector financiero
- Sector no financiero



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: La observación más reciente corresponde al 7 de septiembre de 2016.

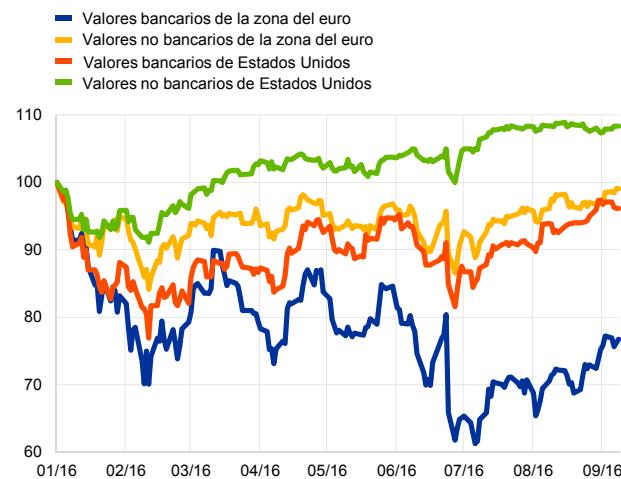
El programa de compra de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) continúa influyendo positivamente en los rendimientos de los bonos emitidos por las sociedades no financieras. Tras registrar una tendencia a la baja, parece que los rendimientos de estos bonos se estabilizaron en torno al 0,45 % hacia finales de julio. Los niveles actuales son más de 80 puntos básicos inferiores a los observados a principios de año y pueden atribuirse, en gran medida, al CSPP (véase también el recuadro 2 del Boletín Económico de agosto de 2016). Los rendimientos de los bonos bancarios siguieron un patrón similar, aunque su retroceso ha sido menos pronunciado.

El resultado del referéndum del Reino Unido provocó una enérgica reacción de los mercados internacionales de renta variable, y las entidades de crédito de la zona del euro fueron las más afectadas. Los índices bursátiles de valores no bancarios de la zona del euro y de valores bancarios y no bancarios de Estados Unidos se han recuperado de los descensos iniciales de los precios observados después del referéndum británico. Las cotizaciones de estos valores al final del período de referencia superaron a las observadas a principios de junio. Aunque los precios de los valores bancarios de la zona han experimentado un aumento considerable desde el mínimo registrado el 6 de julio, continúan siendo sustancialmente inferiores a los del índice de mercado más amplio, especialmente desde una perspectiva de más largo plazo.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2016 = 100)



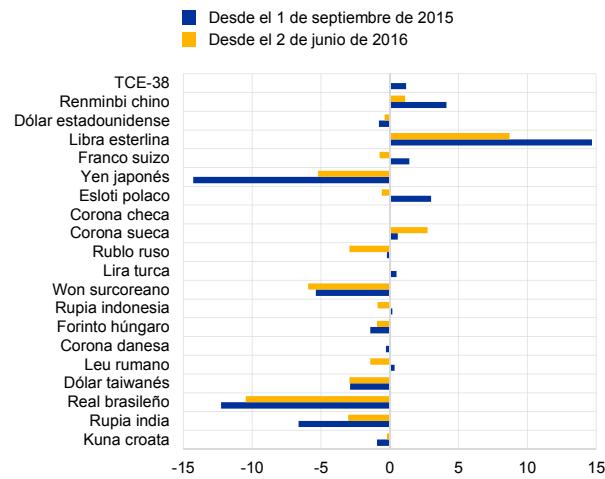
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 7 de septiembre de 2016.

Gráfico 8

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: TCE-38 representa el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido prácticamente invariable en términos efectivos. Esto se debió, fundamentalmente, a que la moneda única se apreció un 9,3 % frente a la libra esterlina, en un contexto de aumento de la incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido, que se vio contrarrestado por el debilitamiento del euro frente a la mayoría de las principales monedas, con la excepción del dólar estadounidense. En particular, la mayor volatilidad y la disminución del apetito por el riesgo favorecieron al yen japonés, lo que se plasmó en una depreciación del euro frente a la moneda japonesa de alrededor del 5,9 %. El euro también se debilitó ligeramente frente al franco suizo y, en mayor medida, frente a las monedas de la mayor parte de las economías emergentes y de los países exportadores de materias primas (véase gráfico 8).

3

Actividad económica

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se normalizó en el segundo trimestre, tras registrar un sólido resultado en el primero. El crecimiento se sustentó en la demanda exterior neta, así como en las continuas y pequeñas contribuciones positivas de la demanda interna. Los indicadores de opinión más recientes han mostrado capacidad de resistencia y apuntan a la continuación de un crecimiento moderado en el tercer trimestre. De cara al futuro, se espera que la recuperación económica de la zona del euro avance a un ritmo discreto, pero constante. La demanda interna sigue viéndose impulsada por la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real. Las favorables condiciones de financiación, la reducción de las ratios de apalancamiento y la mejora de la rentabilidad empresarial siguen estimulando la inversión. El aumento sostenido del empleo, que también se está beneficiando de las reformas estructurales acometidas en el pasado, y unos precios del petróleo aún relativamente bajos deberían proporcionar un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Además, se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2016 y se torne básicamente neutral en 2017 y 2018. La debilidad del entorno exterior, el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, así como el ajuste de los balances en algunos sectores, continúan afectando a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. Además, se espera que el resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido en relación con la UE siga frenando la demanda externa de la zona del euro. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016 y del 1,6 % en 2017 y 2018.

La expansión económica de la zona del euro continúa, observándose una normalización del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2016,

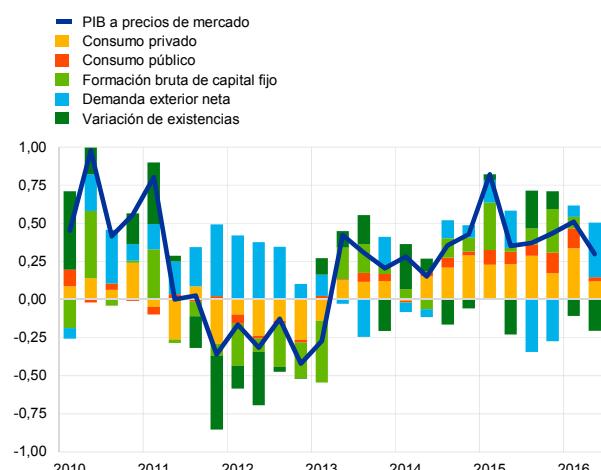
tras los fuertes incrementos registrados en el primero. En el segundo trimestre de 2016, el crecimiento del PIB real se redujo hasta el 0,3 %, en tasa intertrimestral, desde el 0,5 % del primer trimestre. Por el lado de la producción, el valor añadido experimentó un incremento intertrimestral del 0,3 % y se vio impulsado por la industria (excluida la construcción) y los servicios, mientras que el valor añadido de la construcción disminuyó. Por países, el avance del PIB real superó al del trimestre anterior en Alemania, España y Países Bajos, mientras que fue nulo en Francia y en Italia. En general, la actividad estuvo respaldada por una contribución positiva de la demanda exterior neta y por la persistencia de una contribución positiva, aunque menor que en el trimestre anterior, de la demanda interna.

El consumo privado, el principal factor impulsor de la recuperación económica en los últimos años, solo aumentó ligeramente en el segundo trimestre.

Gráfico 9

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones intertrimestrales, en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

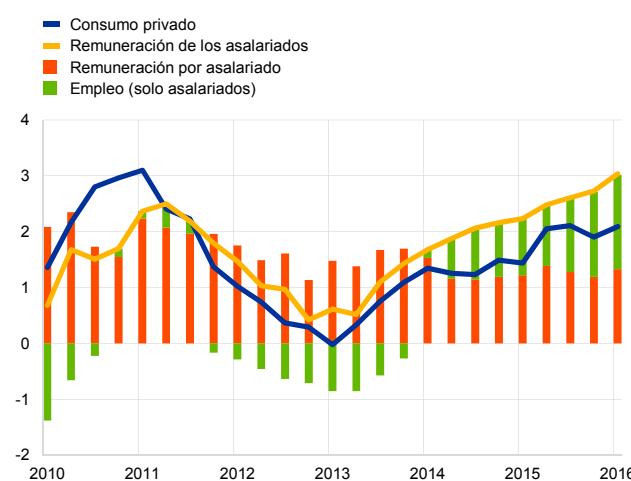
Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016.

Esta desaceleración puede reflejar cierta normalización con respecto al primer trimestre tras el fuerte crecimiento registrado por el consumo en ese período. No obstante, se espera que el consumo continúe siendo uno de los principales motores de la recuperación actual, especialmente porque los mercados de trabajo siguen recuperándose y la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados.

Gráfico 10

Rentas del trabajo y consumo privado en términos nominales

(tasas de variación interanual y contribuciones interanuales, en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016. Tanto el consumo privado como las rentas del trabajo se expresan en términos nominales.

El reciente avance del consumo privado de la zona del euro ha sido consecuencia en gran parte del aumento del empleo. Aunque los bajos precios del petróleo han favorecido el consumo privado durante los dos últimos años, las rentas del trabajo se han ido convirtiendo en el principal factor impulsor de la renta disponible de los hogares. Dado que la contribución del crecimiento de los salarios nominales al crecimiento de la renta disponible total se ha reducido ligeramente durante la recuperación, la contribución del empleo, más que los salarios, ha impulsado las rentas del trabajo en términos nominales recientemente (véase gráfico 10). Esto refleja las continuas mejoras en los mercados de trabajo de la zona del euro, que se han recuperado con mayor fuerza de lo que cabría esperar atendiendo a la evolución del PIB real (véase el artículo titulado «La relación entre el empleo y el PIB desde la crisis» en este número del *Boletín Económico*). La mejora de las condiciones de concesión del crédito bancario, reforzada por las medidas de política

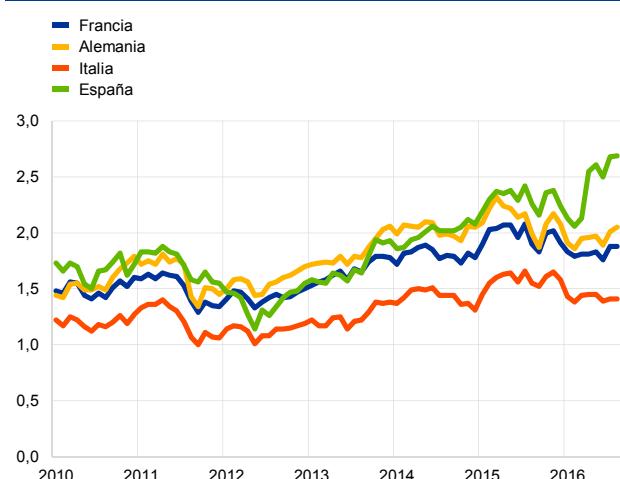
monetaria del BCE, debería seguir respaldando el crecimiento del consumo privado en el futuro. Aunque los bajos tipos de interés han tenido un impacto sobre los ingresos por intereses generados, también se han dejado sentir en los pagos por intereses, lo que ha hecho que, en promedio, los ingresos netos por intereses de los hogares de la zona del euro apenas se hayan visto afectados. Habida cuenta de que los prestatarios netos suelen mostrar una mayor propensión marginal al consumo que los ahorradores netos, esta redistribución de ingresos/pagos por intereses debería prestar un apoyo adicional al consumo privado agregado (véase también el recuadro titulado «Bajos tipos de interés e ingresos netos por intereses de los hogares», publicado en el *Boletín Económico* de junio de 2016).

Los mercados de trabajo de la zona del euro han continuado mejorando, como ponen de manifiesto la caída de las tasas de paro, el aumento del empleo y las elevadas expectativas de empleo. En el primer trimestre de 2016, el empleo siguió creciendo, a una tasa intertrimestral del 0,3 %. En consecuencia, el empleo en la zona del euro se situó un 1,4 % por encima del nivel registrado un año antes, lo que representa el mayor ritmo de avance interanual registrado desde la primera mitad de 2008. Información más reciente, como la procedente de las encuestas, sigue apuntando a la persistencia de mejoras moderadas en los mercados de trabajo de la zona del euro. Sin embargo, el total de horas trabajadas en la zona ha ido a la zaga del crecimiento del empleo, lo que en parte se debe al aumento del trabajo a tiempo parcial (véase el recuadro titulado «Factores determinantes de la evolución de las

horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008» en este *Boletín Económico*). La tasa de paro de la zona del euro siguió la tendencia descendente iniciada a principios de 2013 y se situó en el 10,1 % en el segundo trimestre de 2016, la más baja desde mediados de 2011. En julio, la tasa de paro se mantuvo en ese nivel. Los indicadores más amplios del grado de holgura del mercado de trabajo, que también tienen en cuenta a sectores de la población en edad de trabajar que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial o que se han retirado del mercado laboral, se mantienen en cotas elevadas, y están disminuyendo a un ritmo más lento que el desempleo.

El crecimiento de la inversión se ralentizó considerablemente en el segundo trimestre, debido a la caída de la producción industrial de bienes de equipo y de la actividad en la construcción. Es probable que la evolución relativamente débil de la inversión total en el segundo trimestre esté reflejando una menor inversión en vivienda, tras las favorables condiciones meteorológicas del trimestre anterior, que llevaron a una producción de la construcción relativamente mayor en ese trimestre. La escasa producción de bienes de equipo, relacionada en parte con la debilidad del entorno exterior, también fue un importante factor limitador de la inversión empresarial, junto con la menor utilización de la capacidad productiva.

Gráfico 11
Ratio valor de mercado/valor contable



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: La ratio valor de mercado/valor contable se usa para comparar el valor de mercado de una acción con su valor contable. El valor de mercado de una acción es una medida adelantada que refleja los flujos de efectivo futuros de la empresa. Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2016.

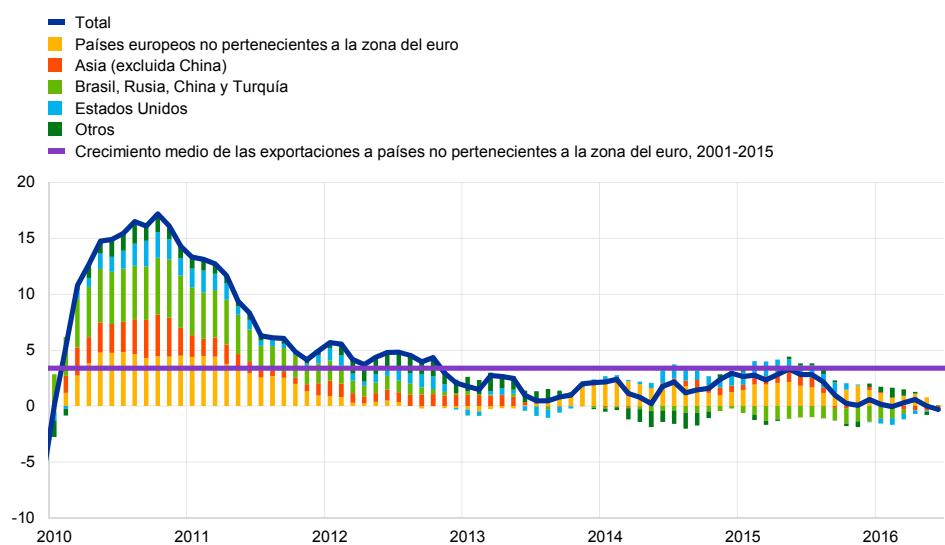
Habida cuenta de la mejora de la situación interna de la zona del euro, es probable que la inversión, tanto empresarial como en construcción, se recupere a corto plazo. En general, la mejora de las condiciones de financiación, el aumento de la confianza en el sector de la construcción y el número creciente de visados de obra nueva concedidos apuntan a una recuperación del crecimiento de la inversión en el tercer trimestre. Además, según la encuesta de la Comisión Europea, el efecto limitador de la demanda sobre la producción de bienes de equipo se habría ido reduciendo continuamente desde 2013, y en el tercer trimestre registró niveles no observados desde principios de 2012. La recuperación de la demanda, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la mejora de las condiciones de financiación deberían seguir estimulando tanto la inversión empresarial como la inversión en construcción. La mejora de los beneficios en los últimos meses (véase gráfico 11) y la necesidad de reemplazar el capital tras años de escaso

dinamismo en la formación de capital fijo también deberían favorecer la inversión total en adelante. Sin embargo, la incertidumbre relativa a las futuras relaciones de la UE con el Reino Unido y las posibles implicaciones para la economía de la zona del euro podrían afectar a las perspectivas de inversión. Además, las necesidades de desapalancamiento y el lento ritmo de aplicación de las reformas, especialmente en algunos países, así como las débiles perspectivas de crecimiento potencial, también podrían moderar el avance de la inversión.

La persistente debilidad del entorno exterior ha continuado lastrando las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro en 2016 (véase gráfico 12). Los factores determinantes de la debilidad del comercio internacional son múltiples (véase el recuadro 1 de este *Boletín Económico*), y uno de ellos está relacionado con la creciente producción local en los mercados nacionales como resultado de cambios en los patrones de la demanda global, de cuestiones relacionadas con los costes laborales y de requisitos de contenido nacional (véase el recuadro 4 de este *Boletín Económico*). El débil crecimiento de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro en el segundo trimestre se debió fundamentalmente al descenso de las exportaciones a Asia (excluida China), a los países productores de petróleo pertenecientes a la OPEP y a América Latina. La contribución al crecimiento de las exportaciones de bienes de Estados Unidos y de Rusia fue básicamente neutral, mientras que China y los países europeos no pertenecientes a la zona del euro contribuyeron positivamente. Pese a ser todavía muy débil, el crecimiento de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro superó al de las importaciones globales de bienes en la primera mitad de 2016 y llevó a un aumento de las cuotas de exportación en comparación con el segundo semestre de 2015, en parte debido a algunos efectos retardados, todavía positivos, de las variaciones del tipo de cambio efectivo del euro. Es probable que estos factores favorables se desvanezcan gradualmente, y las señales procedentes de las encuestas, los pedidos exteriores y la producción industrial apuntan a la persistencia del débil dinamismo de las exportaciones a corto plazo. A más largo plazo, se prevé que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro crezcan con mayor fuerza, tras un repunte gradual del comercio internacional.

Gráfico 12 Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación interanual de la media móvil de tres meses; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2016 para los países europeos no pertenecientes a la zona del euro y a junio de 2016 para el resto. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se expresan en términos reales.

Los riesgos para las perspectivas del comercio continúan situados a la baja y están relacionados fundamentalmente con los efectos adversos derivados del referéndum celebrado en el Reino Unido en relación con la UE. El crecimiento de las exportaciones de bienes al Reino Unido ya empezó a perder impulso a comienzos de 2016. A ello se ha sumado la considerable depreciación de la libra frente al euro. Es probable que la mayor debilidad de la demanda de importaciones en el Reino Unido tenga un impacto directo adverso sobre el comercio de la zona del euro, ya que este país es uno de los mayores socios comerciales de la zona, aunque también uno indirecto, por los efectos de contagio sobre el comercio a través de otros países.

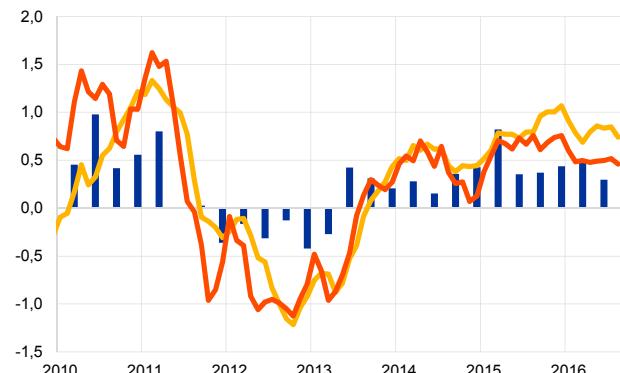
En conjunto, los indicadores de corto plazo apuntan a la continuación de un crecimiento moderado en el tercer trimestre. El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea cayó en agosto, y el descenso fue generalizado en los distintos sectores, reflejando una peor valoración de la situación actual, así como menores expectativas. En particular, la valoración arrojó resultados negativos en relación con las carteras de pedidos totales, al igual que con las carteras de pedidos exteriores, de las manufacturas, especialmente en el sector de bienes de equipo, que mostró una caída acusada en agosto. Además, el índice PMI compuesto de producción descendió ese mes. Sin embargo, en julio y agosto, el valor medio de ambos indicadores se mantuvo básicamente en el mismo nivel que en el segundo trimestre y permaneció por encima de sus niveles medios a largo plazo, lo que apunta a la continuación de un crecimiento moderado (véase gráfico 13).

Gráfico 13

PIB real, índice PMI compuesto de producción y ESI de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral y saldos netos normalizados; índices de difusión)

- PIB real (tasas intertrimestrales)
- ESI
- Índice PMI compuesto de producción



Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

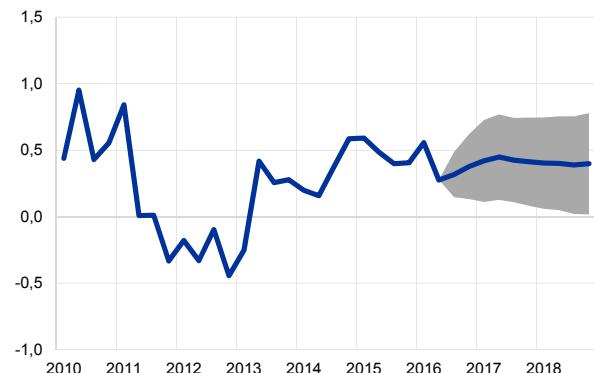
Nota: Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 para el PIB y a agosto de 2016 para el indicador ESI y el índice PMI.

Gráfico 14

PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)

(tasas de variación intertrimestral)

- PIB
- Intervalo de las proyecciones



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2016.

Notas: Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio web del BCE.

De cara al futuro, se espera que la expansión económica de la zona del euro prosiga a un ritmo moderado, pero sostenido. Se prevé que la demanda interna mantenga su capacidad de resistencia, sustentada en la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y en la política fiscal en 2016. La inversión debería verse impulsada por mejoras adicionales en la rentabilidad empresarial, así como por la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras años de contención de la inversión. Se espera que el aumento continuo del empleo, la mejora de las condiciones de concesión del crédito bancario y unos precios del petróleo aun relativamente bajos sostengan el gasto de consumo. Sin embargo, se prevé que la recuperación económica de la zona del euro se vea frenada por una demanda exterior todavía débil, en parte como consecuencia de la incertidumbre generada tras el resultado del referéndum en el Reino Unido, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016, y del 1,6 % en 2017 y en 2018 (véase gráfico 14). Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados, principalmente, con el entorno exterior.

4 Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,2 % en agosto de 2016, sin variación con respecto a julio. Aunque la inflación interanual de la energía continuó aumentando, la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios fue ligeramente inferior a la registrada en julio. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, se espera que las tasas de inflación sigan siendo bajas en los próximos meses y que comiencen a repuntar hacia finales de 2016, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Posteriormente, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar incrementándose. Este patrón general también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,2 % en 2017 y el 1,6 % en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

Gráfico 15

Inflación medida por el IAPC de la zona del euro
(incluidas proyecciones)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2016.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2018 (proyecciones).

La inflación general se mantuvo en niveles

reducidos en agosto de 2016. Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 0,2 % en agosto, sin variación con respecto a julio, pues el aumento de la inflación de la energía se vio compensado por una ligera reducción de la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios (véase gráfico 16). Esta evolución se produjo tras sucesivos avances de la inflación general, que pasó del -0,2 % en abril al 0,2 % en julio, impulsada principalmente por una inflación de la energía menos negativa y una inflación de los alimentos más elevada.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente no muestra señales claras de una tendencia al alza.

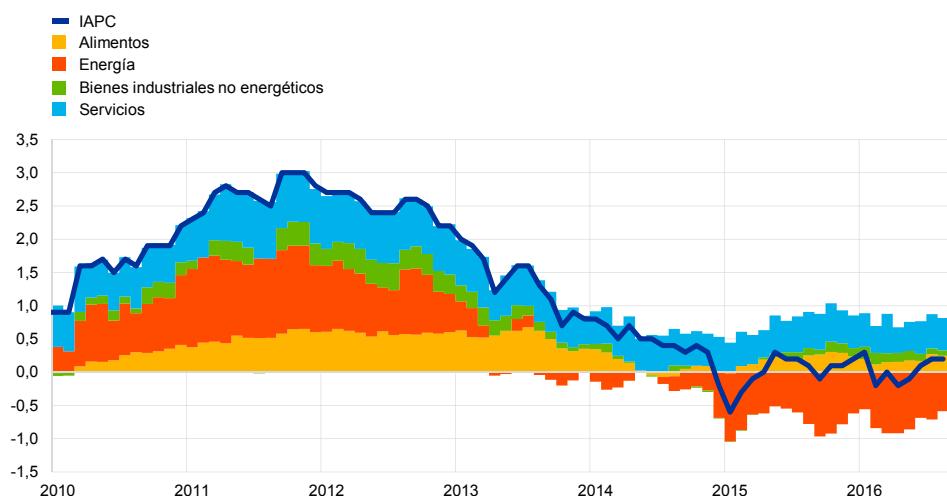
Tras los avances registrados en la primera mitad de 2015, la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha oscilado en torno al 1 % desde el pasado verano. Además, tampoco otros indicadores de la inflación subyacente han mostrado signos claros de un impulso

al alza (véase gráfico 17). Ello puede deberse, en parte, a los efectos indirectos a la baja derivados de las acusadas caídas que registraron anteriormente los precios del petróleo y de otras materias primas. Cabe destacar que las presiones internas sobre los costes —especialmente, el crecimiento salarial— se han mantenido contenidas.

Gráfico 16

Contribución de los componentes a la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2016 (estimaciones de avance).

Las presiones latentes continuaron siendo débiles. La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se situó en el –1,3 % en julio, registrando un descenso con respecto al –0,7 % de junio y alcanzando un nivel cercano al mínimo reciente del –1,4 % de abril (véase gráfico 18). Este patrón refleja principalmente el impacto de la evolución del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro. En otras fases de la cadena de precios, los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio permanecieron estables y su tasa de crecimiento interanual se situó en el 0 % en julio, sin variación con respecto a junio. Aunque es probable que la mejora de las condiciones económicas haya ejercido presiones al alza sobre los precios industriales, estas pueden haber sido contrarrestadas por los bajos precios de las materias primas.

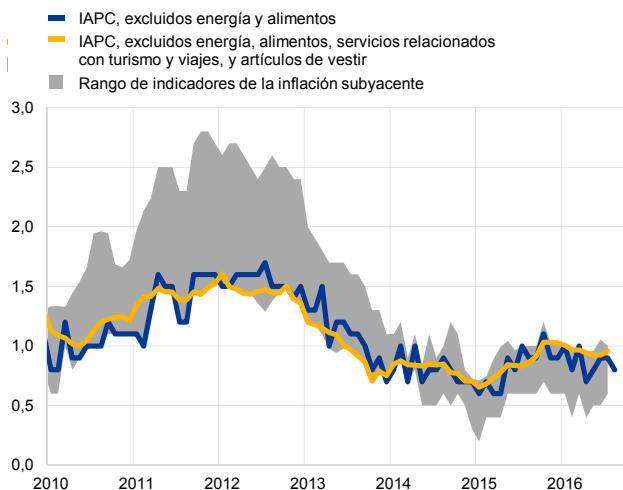
La evolución del deflactor del PIB sugiere que las presiones inflacionistas internas han cobrado fuerza desde mediados de 2014. Esto es consecuencia del aumento de los márgenes de beneficio, mientras que los costes laborales se han mantenido contenidos. Es probable que el incremento de los márgenes refleje los cambios en la relación real de intercambio asociados a la caída de los precios del petróleo (véase el recuadro titulado «¿Qué factores han determinado la reciente disociación entre el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro?» de este número del *Boletín Económico*). El crecimiento de los salarios ha continuado siendo moderado, debido a una serie de factores, como el grado de holgura del mercado de trabajo, que todavía es significativo, y el débil crecimiento de la productividad¹. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 1,4 % en el segundo trimestre de 2016, sin variación con respecto al primer trimestre.

¹ Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

Gráfico 17

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



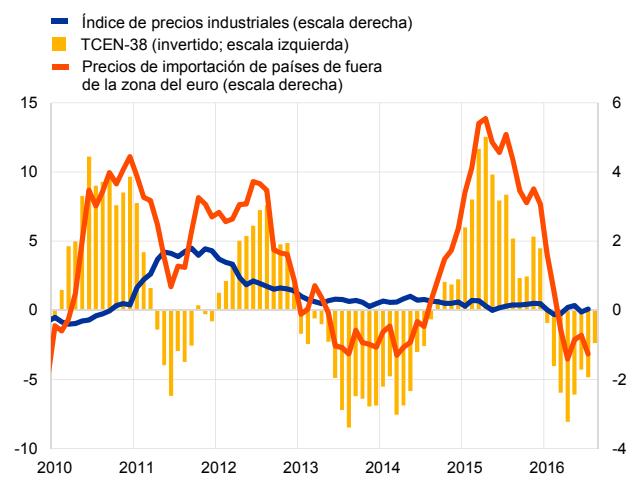
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye lo siguiente: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada del 10 %; la media truncada del 30 %; la mediana del IAPC y la medida basada en un modelo factorial dinámico. Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2016 para la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a julio de 2016 para el resto de indicadores.

Gráfico 18

Precios industriales y precios de importación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos mensuales. Las observaciones más recientes corresponden a julio de 2016 en el caso de los precios industriales y de los precios de importación, y a agosto de 2016 en el caso del TCEN-38. El TCEN-38 está invertido.

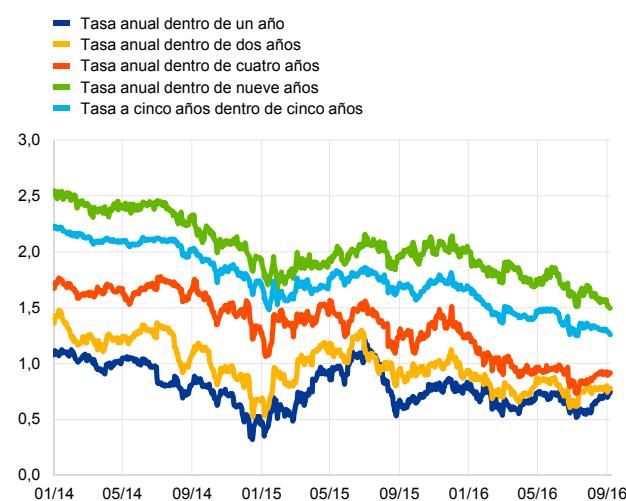
Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido disminuyendo y permanecen considerablemente por debajo de los indicadores basados en encuestas de opinión. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo descendieron entre principios de junio y comienzos de septiembre. La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se redujo desde el 1,48 % registrado a principios de junio hasta el 1,29 % a comienzos de septiembre (véase gráfico 19). Las caídas fueron especialmente acusadas en torno a la fecha del referéndum en el Reino Unido (en parte, debido a factores técnicos relacionados con los flujos hacia activos nominales más seguros). Posteriormente, las condiciones de los mercados financieros se normalizaron, pero la tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años solo registró una leve recuperación con respecto a su mínimo del 1,25 % observado el 10 de julio. Al mismo tiempo, los mercados siguen descontando un riesgo de deflación limitado. En cambio, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro basados en las encuestas de opinión (como la encuesta a expertos en previsión económica del BCE) se han mantenido básicamente sin variación.

De cara al futuro, las proyecciones indican que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro repuntará hacia finales de 2016, y volverá a aumentar en 2017 y 2018. Sobre la base de la información disponible a mediados de agosto, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, con un aumento posterior hasta alcanzar el 1,2 %

en 2017 y el 1,6 % en 2018 (véase gráfico 15)². En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

Gráfico 19 Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al 7 de septiembre de 2016.

Se espera que la inflación subyacente aumente de forma gradual durante el horizonte de las proyecciones a medida que se vayan acumulando lentamente presiones al alza generadas por la menor holgura de la economía. Se prevé que la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, como refleja el acusado descenso de la tasa de desempleo, impulse un repunte gradual del crecimiento salarial y de la inflación subyacente durante el horizonte de las proyecciones. En el contexto de la recuperación económica en curso, también se espera que se produzcan más presiones al alza sobre la inflación subyacente por las mejoras en la capacidad de las empresas para fijar precios y del correspondiente aumento cíclico de los márgenes. La disminución de los efectos indirectos moderadores de la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas también debería contribuir al incremento esperado de la inflación subyacente. Asimismo, cabe prever efectos al alza como resultado de la intensificación de las presiones sobre los precios

a escala mundial con carácter más general, pero se espera que la desaparición progresiva de las presiones alcistas generadas por depreciaciones anteriores del euro afecte al ascenso de la inflación subyacente en los próximos años. En conjunto, el repunte gradual de la inflación subyacente debería respaldar el avance de la inflación general a lo largo de 2017 y 2018.

² Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2016.

5

Dinero y crédito

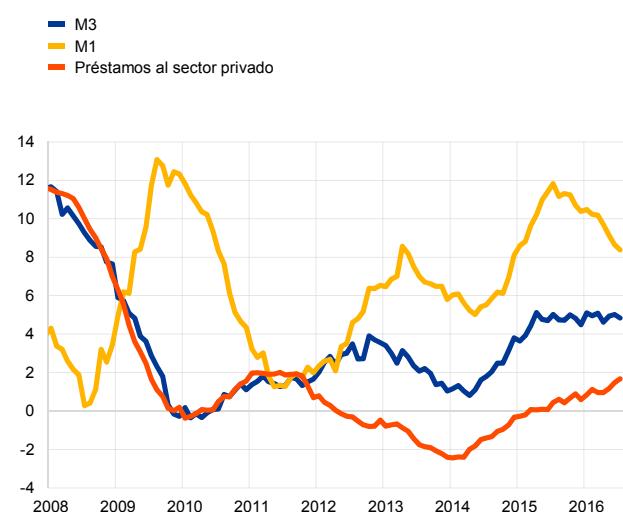
El crecimiento monetario siguió siendo sólido en el segundo trimestre de 2016 y en julio. Asimismo, el crecimiento de los préstamos continuó recuperándose gradualmente. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos y han relajado los criterios de concesión, sustentando así la recuperación del crecimiento del crédito. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó en el segundo trimestre de 2016.

El agregado monetario amplio continuó creciendo a un ritmo sólido.

La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo ligeramente al 4,8 % en julio de 2016, tras haber permanecido en torno al 5 % desde abril de 2015 (véase gráfico 20). El crecimiento de M3 volvió a sustentarse en los componentes más líquidos, en el contexto de los bajos costes de oportunidad de mantener estos depósitos en un entorno de tipos de interés muy bajos y un perfil plano de la curva de rendimientos. Además de los bajos costes de oportunidad de mantener liquidez, el sólido crecimiento de M3 refleja el impacto de las medidas de política monetaria no convencionales: concretamente, entradas de fondos relacionadas con la venta de valores por parte del sector tenedor de dinero en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del Eurosistema y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés). La tasa de crecimiento de M1 ha disminuido durante los últimos meses, desde el nivel máximo alcanzado en julio de 2015, aunque se mantiene en un nivel elevado.

Gráfico 20
M3, M1 y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual, datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

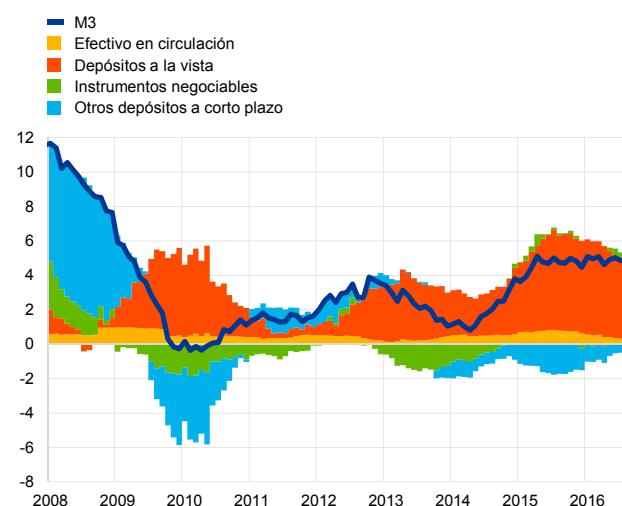


Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y cash pooling nacional. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Gráfico 21
M3 y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Los depósitos a la vista, que representan en torno a la mitad del saldo vivo de M3 y el grueso de M1, siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3 (véase gráfico 21). En particular, los depósitos a la vista del sector privado no financiero continuaron creciendo con vigor, mientras que los de entidades financieras no bancarias siguieron reduciéndose. Esta distinción es importante, puesto que la propiedad de M1 como indicador adelantado del crecimiento económico se basa, concretamente, en la dinámica observada en el sector no financiero. La tasa de crecimiento del efectivo en circulación mantuvo su tendencia a la moderación, es decir, no existen indicios de que el sector tenedor de dinero esté sustituyendo los depósitos por tesorería, debido a los tipos de interés muy bajos o negativos. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) registraron una nueva contracción en el segundo trimestre de 2016 y en julio. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, se recuperó en cierta medida durante este período, gracias al sólido crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario y al aumento de las tenencias de valores representativos de deuda a corto plazo por parte de las entidades de crédito.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Entre ellas, el crédito a las Administraciones Públicas volvió a ser el factor más importante en la creación de dinero, mientras que el crédito concedido al sector privado continuó recuperándose gradualmente. El primer factor refleja las medidas de política monetaria no convencionales del BCE: principalmente, las compras de activos del BCE en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y

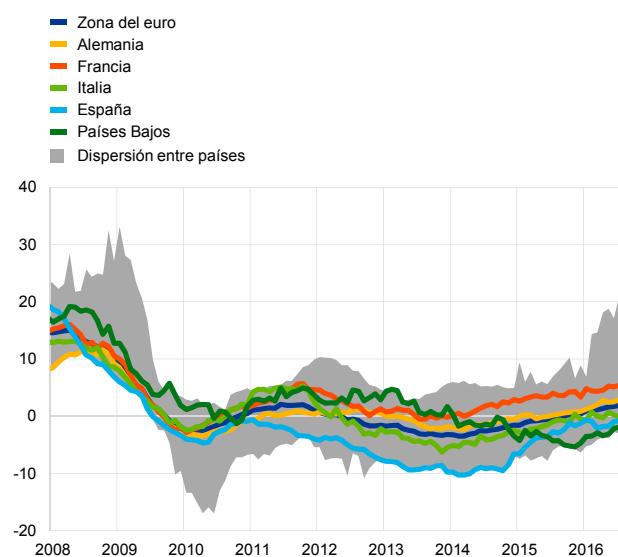
reservas) de las instituciones financieras monetarias (IFM) —cuya tasa de variación interanual ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012— siguieron disminuyendo en el segundo trimestre de 2016 y en julio. Esta evolución refleja, en particular, el impacto de la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, en sus siglas en inglés), que actúa como sustituto de la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados. Además, el perfil plano de la curva de rendimientos ha hecho que a los inversores les resulte menos atractivo mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. Entretanto, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM continuó siendo el principal lastre del crecimiento interanual de M3, debido a las salidas continuadas de capital de la zona del euro; las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP contribuyen notablemente a esta tendencia, ya que los ingresos de estas ventas se invierten, sobre todo en instrumentos fuera de la zona del euro.

La actividad crediticia continuó recuperándose gradualmente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y *cash pooling* nocional) volvió a aumentar en el segundo trimestre de 2016 y en julio (véase gráfico 20). El crecimiento de los préstamos, particularmente de los otorgados a las sociedades no financieras, mejoró durante este período (véase gráfico 22), habiéndose recuperado sustancialmente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta mejora es generalizada en los países más grandes, aunque las tasas de crecimiento de los préstamos son aún negativas en algunas jurisdicciones. En comparación, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares repuntó ligeramente en el segundo trimestre de 2016 y permaneció sin variación en julio (véase gráfico 23). Las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (fundamentalmente, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Sin embargo, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles todavía altos de préstamos dudosos en algunos países siguen lastrando el crecimiento de los préstamos.

Gráfico 22

Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en algunos países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



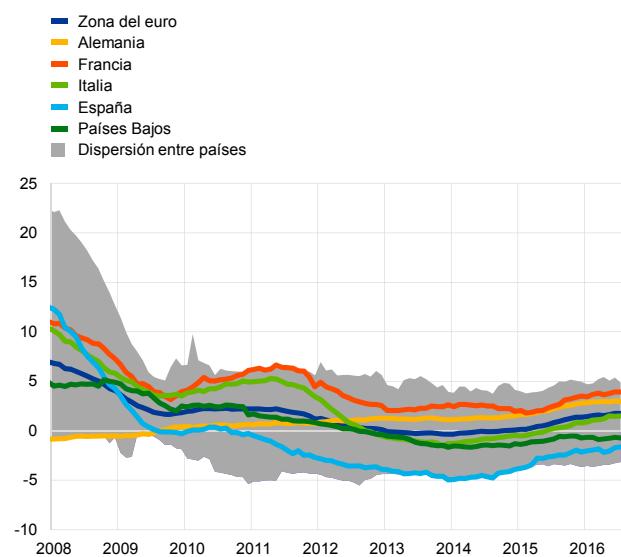
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y *cash pooling* nocial. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la Zona del euro. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Gráfico 23

Préstamos de las IFM a los hogares en algunos países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y *cash pooling* nocial. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la Zona del euro. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

La nueva relajación neta de los criterios de aprobación del crédito y el continuado incremento de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares siguieron contribuyendo a la recuperación del crecimiento de los préstamos.

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la Zona del euro de julio de 2016, las presiones de la competencia se mantuvieron como el principal factor determinante de la relajación de los criterios de aprobación del crédito. Asimismo, el aumento de la demanda de préstamos estuvo impulsado por una variedad de factores¹, incluidos el nivel bajo general de tipos de interés, las necesidades de financiación de fusiones y adquisiciones, y las favorables perspectivas del mercado de la vivienda (véase la [encuesta](#)). En este contexto, el efecto principal de las TLTRO sobre la oferta de crédito se plasmó en una relajación de las condiciones de los préstamos. Los bancos también indicaron que la liquidez adicional procedente de las TLTRO se utilizó, principalmente, para la concesión de préstamos. Además, las entidades de crédito de la Zona del euro señalaron que las TLTRO han tenido un impacto positivo en su rentabilidad.

El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda disminuyó en julio hasta registrar un mínimo histórico, después de estabilizarse, en términos generales, en el segundo trimestre de 2016 (véase gráfico 24). El notable descenso de julio fue motivado primordialmente por una caída de los rendimientos de los bonos, mientras que el coste de los depósitos

¹ Véase el recuadro titulado «Restricciones financieras en las regiones de la Zona del euro» en este número del *Boletín Económico*.

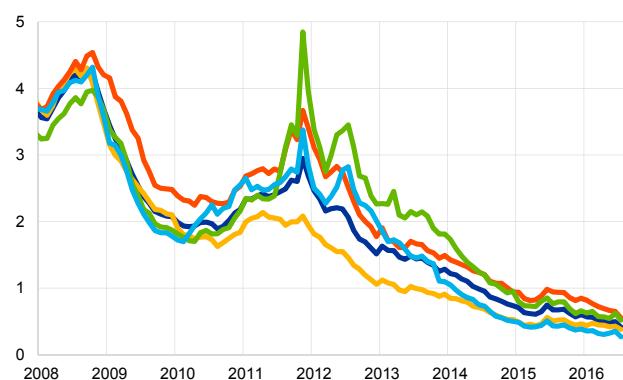
disminuyó solo ligeramente. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, el fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito y la menor fragmentación de los mercados financieros han favorecido la reducción del coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda. En consonancia con la evolución reciente, en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2016 las entidades de crédito de la zona del euro señalaron una mejora del acceso a la financiación mediante valores representativos de deuda en el segundo trimestre de 2016.

Gráfico 24

Coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda

(coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido al sector privado se mantuvieron en una tendencia a la baja en el segundo trimestre de 2016 y en julio

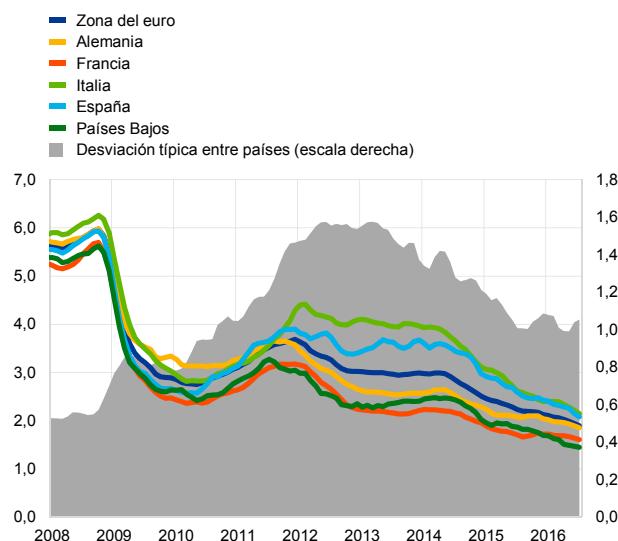
(véanse gráficos 25 y 26). Los tipos de interés sintéticos del crédito concedido a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido notablemente más que los tipos de referencia del mercado desde junio de 2014, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios. El descenso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y julio de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares para la adquisición de vivienda en la zona del euro cayeron en torno a 100 puntos básicos. La caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios fue especialmente acusada en los países vulnerables de la zona del euro, lo que indica una menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro. En el mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro siguió

una trayectoria descendente. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han estado beneficiando en mayor grado que las grandes empresas de la contracción de los tipos de interés de los préstamos.

Gráfico 25

Tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



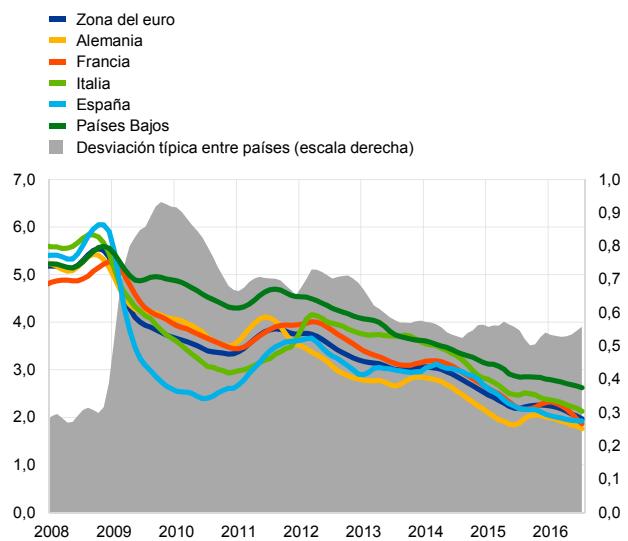
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Gráfico 26

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a julio de 2016.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó en el segundo trimestre de 2016. La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en niveles observados a finales de 2004 (antes del comienzo del período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación registrada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en la mejora de la actividad económica, la reducción adicional del coste de los préstamos bancarios, la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos, el muy bajo coste de los valores de renta fija y el número más elevado de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, han reducido la necesidad de financiación externa.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó nuevamente en abril y en mayo de 2016, antes de registrar una contracción en junio. El fortalecimiento de abril y de mayo fue respaldado, entre otros factores, por el paquete de medidas de política monetaria del BCE anunciado en marzo de 2016, que incluyen el programa de compras de bonos corporativos, y fue generalizado en todos los países². La moderación observada en junio se debió, muy probablemente, a las preocupaciones sobre el referéndum del Reino Unido. La evidencia disponible sugiere que la emisión

² Véase también el recuadro titulado «El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

de bonos corporativos volvió a aumentar ligeramente en julio y en agosto. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se ha mantenido bastante moderada en los últimos meses.

Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro cayó en julio de 2016 hasta un nuevo mínimo histórico, antes de volver en agosto a los niveles observados en el segundo trimestre de 2016. El descenso de julio se debió a una disminución del coste de la financiación mediante acciones y a un descenso del coste de la financiación mediante valores de renta fija, mientras que el incremento de agosto fue atribuible exclusivamente a un aumento del coste de la financiación mediante acciones. Dicho coste siguió la evolución de los precios de las acciones y de los beneficios esperados. El coste de la financiación mediante valores de renta fija continuó reduciéndose durante el período comprendido entre junio y agosto, como consecuencia de las medidas de política monetaria del BCE de marzo de 2016 y la caída de los rendimientos a escala mundial.

6 Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2016-2018), debido principalmente a los menores pagos por intereses y a unas condiciones cíclicas favorables. A tenor de las proyecciones, la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2016, pero se tornará básicamente neutral en el periodo 2017-2018. Aunque las proyecciones indican que la deuda agregada en relación con el PIB descenderá durante el horizonte de proyección, esto oculta importantes diferencias entre países. En particular, sería necesario que los países con niveles de deuda elevados realicen esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, mientras que otros países con margen de maniobra presupuestario deberían utilizarlo para sostener la demanda.

Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas disminuya gradualmente durante el horizonte de proyección. Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2016¹, se prevé que el déficit presupuestario descienda desde el 2,1 % del PIB de 2015 hasta el 1,5 % del PIB en 2018 (véase cuadro). Según las proyecciones, en 2016, los menores pagos por intereses, junto con unas condiciones cíclicas favorables, compensarán con creces la relajación de la política fiscal. Se espera que los reducidos pagos por intereses sigan siendo un importante factor impulsor de la reducción del déficit en 2017 y 2018. En comparación con las proyecciones de junio de 2016, las perspectivas de las finanzas públicas se mantienen prácticamente invariables durante el horizonte de proyección². No se dispondrá de información más detallada sobre los presupuestos de 2017 hasta que los países de la zona del euro presenten, antes de mediados de octubre, sus proyectos de planes presupuestarios.

A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2016 y se tornará básicamente neutral en 2017 y 2018³.

La relajación de la orientación de la política fiscal en su conjunto en 2016 refleja el impacto de las medidas expansivas por el lado de los ingresos, como los recortes de los impuestos indirectos y de las cotizaciones sociales en varios países de la zona del euro. En general, este tono fiscal expansivo puede considerarse adecuado, en vista de la necesidad de encontrar un equilibrio entre el grado de holgura de la

¹ Véanse las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016, disponibles en https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaff_projections201609.es.pdf?9ff11c812f7b63170b535e291a0368f.

² Las estimaciones preliminares de las cuentas públicas de Alemania no estarán disponibles hasta después de la fecha de cierre. El superávit de las Administraciones Públicas registrado en el primer semestre de 2016, del 1,2 % del PIB, fue considerablemente superior al presupuesto equilibrado previsto en el programa de estabilidad de Alemania para el conjunto del año. Aunque las cifras para el conjunto del año probablemente sean inferiores a las correspondientes a la primera mitad de 2016, es probable que se registre un superávit significativo.

³ La orientación de la política fiscal se mide como la variación del saldo estructural, es decir, el saldo presupuestario ajustado de ciclo, excluidas las medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. Para un análisis de este concepto, véase el artículo titulado «La orientación de la política fiscal de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

economía y el limitado margen de maniobra presupuestario, este último en países con una deuda pública elevada. Por lo que respecta al período 2017-2018, las proyecciones indican que la orientación de la política fiscal será básicamente neutral, ya que, probablemente, las medidas que incrementan el déficit por el lado de los ingresos se verán contrarrestadas por las partidas de gasto público primario con un crecimiento menos dinámico. Entre estas últimas se cuentan, en particular, la remuneración de los asalariados y el consumo intermedio, que, según las proyecciones, registrarán un crecimiento inferior al crecimiento tendencial del PIB nominal, mientras que se espera que otras partidas, como las transferencias sociales y la inversión pública, crezcan por encima del potencial.

Cuadro

Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(porcentajes del PIB)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Ingresos totales	46,6	46,7	46,4	45,9	45,7	45,7
b. Gastos totales	49,6	49,3	48,4	47,8	47,4	47,1
<i>De los cuales:</i>						
c. Gasto por intereses	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9
d. Gasto primario (b - c)	46,8	46,7	46,1	45,7	45,4	45,3
Saldo presupuestario (a - b)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,3	0,4
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,2	-1,9	-1,7	-2,0	-1,8	-1,6
Saldo estructural	-2,2	-1,7	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Deuda bruta	91,1	92,0	90,3	89,5	88,4	87,0
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,2	1,1	1,9	1,7	1,6	1,6

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2016.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. La ligera variación con respecto a los datos validados de Eurostat de la primavera de 2016 se debe a revisiones recientes de datos, que se han tenido en cuenta en las proyecciones de septiembre.

Se prevé que los elevados niveles de deuda pública de la zona del euro continúen descendiendo. A tenor de las proyecciones, la deuda en relación con el PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, disminuirá gradualmente, desde el 90,3 % del PIB en 2015 hasta el 87 % del PIB a finales de 2018. La reducción prevista de la deuda pública se sustenta en diversos factores, entre los que se incluye una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés como resultado de la mejora de las perspectivas macroeconómicas y del supuesto de unos tipos de interés bajos. Unos superávits primarios reducidos y los ajustes negativos entre déficit y deuda también contribuirán a mejorar las perspectivas de deuda. En comparación con las proyecciones de junio de 2016, se espera que la deuda en relación con el PIB de la zona del euro descienda ligeramente al final del horizonte de proyección, lo que está relacionado principalmente con la importante revisión al alza del PIB nominal de Irlanda de 2015⁴. Desde la perspectiva de los distintos países, se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB continúe siendo heterogénea y que más de la mitad de los países de la zona del euro superen el umbral del 60 % al final del horizonte de

⁴ Como resultado de la revisión al alza del PIB nominal de 2015 de Irlanda, la deuda en relación con el PIB de la zona del euro se redujo alrededor de 0,4 puntos porcentuales.

proyección. Además, se espera que en algunos países la ratio de deuda pública siga incrementándose durante el horizonte de proyección.

Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en países con ratios elevadas de deuda en relación con el PIB. Estos países deben situar la ratio de deuda pública en una firme senda descendente, ya que son particularmente vulnerables a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o a un repunte de los tipos de interés. A su vez, los países de la zona del euro que dispongan de margen de maniobra fiscal deberían utilizarlo, por ejemplo, incrementando la inversión pública, al tiempo que todos los países deberían esforzarse por lograr que sus presupuestos públicos tengan una composición que promueva el crecimiento.

El pleno cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ayudaría a los países a corregir los desequilibrios presupuestarios, llevándoles así hacia una senda de deuda adecuada. A este respecto, el 12 de julio, el Consejo Ecofin se mostró de acuerdo con la opinión de la Comisión de que ni España ni Portugal habían adoptado medidas efectivas para corregir sus déficits excesivos en los plazos acordados, 2015 y 2016, respectivamente. Así pues, el 2 de agosto, el Consejo formuló una advertencia sobre las medidas que debían adoptarse para la corrección del déficit excesivo. Esta institución recomendó a Portugal que corrigiera su déficit excesivo este año, mediante un esfuerzo fiscal adicional equivalente al 0,25 % del PIB, y que redujera su déficit presupuestario hasta situarlo en el 2,5 % del PIB. España, a su vez, obtuvo una ampliación de dos años, hasta 2018, del plazo acordado, asociada a un deterioro del déficit estructural del 0,4 % del PIB este año y a mejoras estructurales anuales del 0,5 % del PIB posteriormente. Se ha invitado a ambos países a exponer, antes del 15 de octubre, sus planes acerca de cómo tienen previsto aplicar las recomendaciones del Consejo. Pese a la valoración de que ninguno de estos países había adoptado medidas efectivas, el 8 de agosto el Consejo siguió la recomendación de la Comisión de no imponer sanciones, que en principio deberían aplicarse automáticamente en caso de incumplimiento reiterado del Pacto (como quedó establecido en el paquete legislativo sobre gobernanza económica denominado *six-pack*, en 2011). En un diálogo estructurado que mantendrá próximamente con el Parlamento Europeo, la Comisión explicará su recomendación sobre la utilización del mecanismo para suspender el pago de parte de los fondos estructurales en vista del incumplimiento del Pacto por parte de España y Portugal.

De cara al futuro, será necesario realizar esfuerzos para garantizar que los proyectos de planes presupuestarios sean una herramienta correctora y de alerta temprana efectiva. Ello requiere la aplicación plena y coherente de las disposiciones del paquete legislativo sobre supervisión presupuestaria (*two-pack*) en el tiempo y en los distintos países. Una vez presentados los proyectos de planes presupuestarios a mediados de octubre, la Comisión evaluará si cumplen plenamente los requisitos del Pacto. En caso de incumplimiento, la Comisión tendrá que devolver los proyectos de planes presupuestarios a los países correspondientes.