

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria celebrada el 2 de junio de 2016, el Consejo de Gobierno determinó que el amplio paquete de medidas adoptadas a principios de marzo respalda el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro y favorece el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.** Las medidas del BCE siguen reduciendo el coste del crédito y contribuyen a reforzar la creación de crédito. La recuperación económica de la zona del euro avanza gradualmente. Además del impulso ya considerado, se espera que las medidas de política monetaria pendientes de aplicación, a saber, el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) y la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, en sus siglas en inglés), proporcionen un estímulo monetario adicional, que contribuirá a seguir reequilibrando los riesgos para las perspectivas de crecimiento y de inflación. En el contexto actual, es fundamental asegurar que el entorno de muy baja inflación no se traduzca en efectos de segunda vuelta sobre el proceso de fijación de precios y salarios. El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios y, si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 2 de junio de 2016

**El crecimiento mundial se mantuvo débil en el primer trimestre de 2016.** De cara al futuro, se espera que la actividad global siga expandiéndose a un ritmo moderado. Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas para las economías emergentes continúan siendo más inciertas, habida cuenta de la desaceleración del crecimiento en China y del ajuste de los países exportadores de materias primas a la reducción de los precios de estas materias.

**Entre principios de marzo y comienzos de junio, los mercados financieros internacionales y de la zona del euro recuperaron unas condiciones más estables.** La evolución económica mundial mejor de lo esperado, la recuperación adicional de los precios del petróleo y los estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro respaldaron las valoraciones de los activos de riesgo. En consecuencia, los precios de las acciones de la zona del euro registraron un moderado aumento durante el período analizado, mientras que el anuncio de las compras de bonos corporativos por parte del Eurosistema reforzó significativamente el estrechamiento de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo

de la zona del euro experimentaron una leve disminución, siguiendo de cerca las variaciones de los rendimientos a largo plazo a escala global. En los mercados de divisas, el euro se fortaleció ligeramente.

**La recuperación económica de la zona del euro continúa.** El PIB real de la zona del euro aumentó significativamente en el primer trimestre de 2016. El crecimiento sigue apoyándose en la demanda interna, pese a verse frenado por la debilidad de las exportaciones. Los últimos datos apuntan a un crecimiento sostenido en el segundo trimestre, aunque posiblemente a una tasa más reducida que en el primero.

**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 la rentabilidad empresarial continúan estimulando la inversión. Asimismo, el continuo aumento 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 al consumo privado. Además, la orientación de la política fiscal en la zona del euro es ligeramente expansiva. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

**Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,6 % en 2016 y del 1,7 % en 2017 y 2018.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza para 2016 y se han mantenido prácticamente sin cambios para 2017 y 2018. De acuerdo con el análisis del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen inclinados a la baja, pero el balance de riesgos ha mejorado como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas y del estímulo todavía pendiente. Los riesgos a la baja continúan estando relacionados con la evolución de la economía mundial, con el próximo referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE y con otros riesgos geopolíticos.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0,1% en mayo de 2016.** Este reducido nivel de inflación refleja anteriores caídas de los precios de la energía. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación sigan siendo muy bajas o negativas en los próximos meses, antes de repuntar en el segundo semestre 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 seguir recuperándose en 2017 y 2018.

**Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,3 % en 2017 y el 1,6 % en 2018.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2016, como consecuencia de los recientes repuntes de los precios del petróleo, y se han mantenido sin variación para 2017 y 2018.

**Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado claramente los flujos crediticios en toda la zona del euro.** El crecimiento del agregado monetario amplio disminuyó ligeramente en abril, aunque se mantuvo robusto. 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, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) y del programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) 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 la recuperación del crecimiento del crédito continúa fortaleciéndose gracias a la mejora de las condiciones de concesión. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2016. En general, las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado de forma sustancial las condiciones de financiación para las empresas y los hogares, y el amplio paquete de nuevas medidas de política monetaria adoptado en marzo de este año respalda el actual repunte del crecimiento de los préstamos, favoreciendo así la recuperación de la economía real.

## Decisiones de política monetaria

**El Consejo de Gobierno consideró que el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmaba la necesidad de mantener un grado adecuado de acomodación monetaria para asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % sin excesiva demora.** 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 importe 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 8 de junio el Eurosistema comenzó a realizar las compras en el marco del CSPP y el 22 de junio ejecutará la primera TLTRO II.

## Entorno exterior

*El débil crecimiento económico mundial registrado hacia finales del año pasado continuó en el primer trimestre de 2016. De cara al futuro, se espera que la actividad global siga expandiéndose a un ritmo moderado. Los bajos tipos de interés, la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas para las economías emergentes continúan siendo más inciertas, habida cuenta de la desaceleración del crecimiento en China y del ajuste de los países exportadores de materias primas a la reducción de los precios de estas materias.*

### Actividad económica y comercio mundiales

**La economía mundial continúa su expansión a un ritmo moderado.** Los indicadores de actividad se han estabilizado, lo que sugiere que la economía mundial mantiene una trayectoria sostenida. El clima de los mercados financieros se ha recuperado. Con todo, la incertidumbre sigue ensombreciendo el horizonte, dado que los países están afrontando los efectos de una serie de circunstancias que actualmente están determinando el entorno internacional, como los bajos precios de las materias primas que están afectando adversamente a los países exportadores de estas materias, el endurecimiento de las condiciones financieras, principalmente en las economías emergentes, lo que está asociado, en parte, a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, el proceso de reajuste gradual de la economía china y los riesgos geopolíticos, entre ellos el referéndum que se celebrará próximamente en el Reino Unido.

**Los precios de las materias primas se han recuperado en los tres últimos meses.** El precio del Brent ha remontado con respecto al mínimo de los doce últimos años que registró en enero. Los precios de las materias primas no energéticas también han aumentado en ese mismo período. La reciente subida de los precios del petróleo se debe al efecto combinado de la disminución de la oferta y el fortalecimiento de la demanda. La oferta mundial de crudo se mantuvo bastante estable en marzo y abril, ya que la producción de la OPEP aumentó, mientras que la de los países no pertenecientes a esta organización descendió, especialmente la de Estados Unidos. Al mismo tiempo, la Agencia Internacional de la Energía elevó su previsión de crecimiento de la demanda global de esta materia prima en el primer trimestre de 2016, pero no modificó la estimación de crecimiento para el conjunto de este año. No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, los precios del petróleo continúan situados en niveles sustancialmente inferiores a los máximos registrados en 2014. Como se analiza en el recuadro 1, el estímulo que previsiblemente recibiría la actividad global como resultado del fuerte desplome de los precios del crudo ha sido más moderado de lo esperado. Un aspecto determinante de esta evolución ha sido que los factores impulsores de la caída de los precios del crudo han cambiado con el tiempo. Aunque la mayor parte de la

reducción que inicialmente experimentaron los precios del petróleo en 2014 fue atribuible al acusado aumento de la oferta, las caídas posteriores parecen haber reflejado el debilitamiento de la demanda mundial.

**La orientación de las políticas monetarias de las economías avanzadas continúa siendo muy acomodaticia.** Después de aplanarse en enero, la curva de futuros sobre Fondos Federales se ha desplazado al alza. Dado que se espera que los tipos de interés se mantengan en niveles reducidos durante un largo período de tiempo en otras grandes economías, la perspectiva de divergencias en la política monetaria de las economías avanzadas ha aumentado.

**El débil crecimiento económico mundial registrado hacia finales del año pasado continuó a principios de 2016.** El crecimiento del PIB se moderó en el primer trimestre en Estados Unidos y en el Reino Unido, aunque repuntó ligeramente en Japón. En promedio, la actividad en otros países europeos no pertenecientes a la zona del euro también se debilitó. Los datos sobre las economías emergentes han sido más dispares. En China, los datos macroeconómicos continúan siendo acordes con la desaceleración gradual que está experimentando la economía, y en el primer trimestre la actividad se vio favorecida por la recuperación del sector inmobiliario y el elevado gasto en infraestructuras. Rusia ha seguido sumida en una profunda recesión, si bien se observan señales de que la economía está remontando al beneficiarse de la subida de los precios del petróleo. En cambio, en Brasil, la fuerte recesión ha continuado en un entorno de gran incertidumbre política.

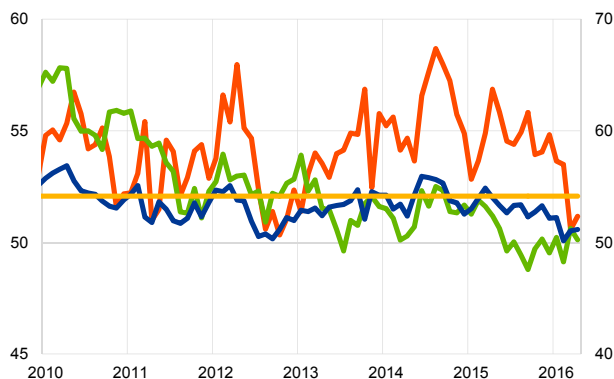
**Aunque los indicadores de opinión relativos a la actividad económica mundial se han estabilizado, la pérdida de impulso del crecimiento del comercio ha sido significativa.** Después de registrar su nivel más bajo en más de cuatro años en febrero, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, se recuperó ligeramente en abril (véase gráfico 1). No obstante, los indicadores adelantados compuestos de la OCDE también apuntan a que el crecimiento ha perdido dinamismo en las economías avanzadas y emergentes. La expansión del comercio mundial volvió a ser negativa a principios de 2016. Las importaciones mundiales de bienes en términos reales descendieron un 1,8 % en el primer trimestre del año. Las estimaciones sobre el comercio en términos reales correspondientes a enero y febrero se revisaron considerablemente a la baja (véase gráfico 2). Aunque las economías avanzadas siguieron registrando un crecimiento positivo de las importaciones, el comercio fue muy débil en las economías emergentes, en especial en las asiáticas. Los datos negativos del primer trimestre de 2016 se vieron sucedidos por dos trimestres consecutivos de avance relativamente acusado de las importaciones. Efectos de base relacionados con un crecimiento particularmente bajo en enero pueden apuntar a una mayor vitalidad en los próximos meses, aunque las encuestas siguen indicando que las perspectivas sobre el comercio mundial son moderadas, observándose un descenso del índice PMI global de nuevos pedidos exteriores en abril.

## Gráfico 1

### Índice PMI compuesto de producción global

(índice de difusión)

- Global, excluida la zona del euro (escala derecha)
- Global, excluida la zona del euro; media de largo plazo (escala derecha)
- Economías avanzadas, excluida la zona del euro (escala izquierda)
- Economías emergentes (escala izquierda)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

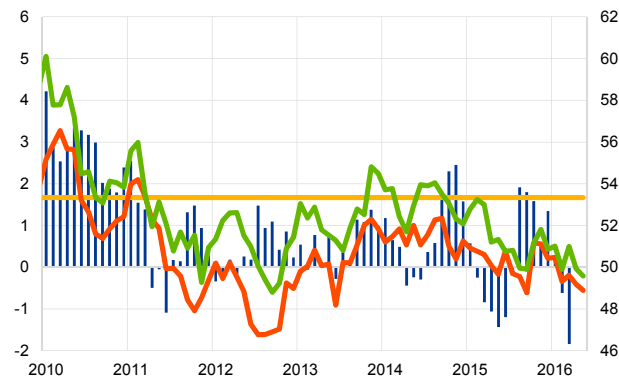
Notas: La observación más reciente corresponde a abril de 2016.

## 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 zona del euro (escala derecha)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2016 para los PMI y a marzo de 2016 para el comercio mundial.

**De cara al futuro, se espera que la actividad económica mundial siga expandiéndose a un ritmo moderado, impulsada por unas perspectivas de crecimiento todavía sólidas en la mayoría de las economías avanzadas y por la progresiva moderación de las profundas recesiones en que están inmersas algunas grandes economías emergentes.** Se prevé que la persistencia de unos tipos de interés reducidos, la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y el aumento de la confianza respalden las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, en el caso de las economías emergentes, las perspectivas siguen sujetas a mayor incertidumbre. Es probable que la gradual desaceleración económica de China lastre el crecimiento de otras economías emergentes, en especial de las asiáticas. Con todo, la paulatina recuperación de las profundas recesiones que están experimentando Rusia y Brasil debería contribuir al crecimiento económico mundial.

**Analizando con más detalle los países individuales, se espera que, en Estados Unidos, la actividad económica se recupere, tras moderarse en el primer trimestre del año.** Los fundamentos económicos internos se mantienen sólidos —reflejados en un acusado crecimiento del empleo y en el aumento de los salarios nominales y de la renta real disponible—, previéndose que la demanda interna continúe siendo el principal factor impulsor de las perspectivas de crecimiento de este país. La actividad debería cobrar impulso gradualmente, favorecida por la mayor solidez del consumo y el final del ajuste del sector energético. Por otra parte, es probable que la demanda exterior neta siga representando un lastre para la actividad, habida cuenta de la anterior apreciación del dólar estadounidense y del débil crecimiento de la demanda externa. Al mismo

tiempo, aunque los diferenciales de crédito se han reducido ligeramente, los tipos de interés han aumentado.

**En el Reino Unido, la actividad económica continúa expandiéndose a un ritmo sostenido.** Se espera una moderada recuperación de la actividad, impulsada fundamentalmente por el consumo, ya que los bajos precios de la energía siguen incrementando la renta real disponible. Aunque el avance de la inversión ha sido inferior al registrado en años anteriores, continúa siendo positivo, respaldado por la relajación de las condiciones crediticias. No obstante, el crecimiento puede verse frenado por la incertidumbre existente en torno al referéndum sobre la permanencia en la UE.

**Las perspectivas para Japón siguen siendo moderadas.** Tras el retroceso de la actividad observado en el último trimestre de 2015, el PIB se recuperó en el primer trimestre de este año. De cara al futuro, la actividad debería beneficiarse de la orientación acomodaticia de la política monetaria y del aumento de las rentas resultante de los precios más bajos del petróleo. El crecimiento gradual de los salarios reales, reflejo de la mejora de la situación en el mercado de trabajo, también debería favorecer el gasto de los hogares. Se espera que las exportaciones se beneficien de la paulatina mejora de la demanda externa, aunque esta mejora se verá atenuada por la reciente recuperación del yen. Además, el proceso de consolidación fiscal constituirá un lastre para la demanda.

**En Europa Central y Oriental se prevé que la actividad económica real siga siendo vigorosa, aunque desigual según los países.** Los principales factores impulsores del crecimiento de la región continúan siendo el dinamismo del consumo privado, reflejo del aumento de la renta real disponible en un entorno de inflación reducida, y el pronunciado avance de la inversión respaldado por los fondos estructurales de la UE.

**Se espera que la economía china experimente una desaceleración a medio plazo.** La actividad continúa sustentándose en los reducidos precios del petróleo, en la solidez del consumo y en la notable mejora del mercado de la vivienda. La mayor estabilidad en los mercados financieros y el tipo de cambio (efectivo) del renminbi han contribuido a aliviar parte de la incertidumbre, que fue especialmente elevada a principios de año. A corto plazo se prevé que la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas de estímulo fiscal respalden la economía en cierta medida. No obstante, a medio plazo se espera que el ritmo de expansión se vea ralentizado por los mayores esfuerzos por reducir el exceso de capacidad productiva en algunas industrias pesadas y por abordar la cuestión de los préstamos morosos relacionados.

**Los países exportadores de materias primas continúan ajustándose al sostenido descenso de los precios de estas materias.** En Rusia, que todavía está sumida en una profunda recesión, los costes de financiación siguen siendo elevados pese a la mejora de las condiciones de financiación observada en 2015. La incertidumbre es elevada, la confianza empresarial es baja y la caída de los ingresos procedentes del petróleo continúa manteniendo el gasto público en niveles reducidos. De cara al futuro se espera que el país retorne a un crecimiento débil



pero positivo en el segundo semestre de 2016, mientras que, según las previsiones, la economía crecerá en torno a su tasa potencial en 2017. En Brasil, la incertidumbre política, el deterioro de la relación real de intercambio y el endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones de financiación están lastrando considerablemente la actividad económica. De cara al futuro se prevé que el crecimiento se recupere ligeramente de la profunda recesión a medida que los precios de las materias primas se estabilicen y se reduzca la rémora para la inversión en los sectores productores de materias primas.

**En general, las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual.** Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se acelerará desde el 3,1 % en 2016 hasta el 3,7 % en 2017 y el 3,8 % en 2018. En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se espera que se incremente desde el 2 % en 2016 hasta el 3,5 % en 2017 y el 4 % en 2018. El moderado repunte de la actividad y del comercio previsto en el escenario de referencia refleja un crecimiento resistente en las economías avanzadas y una moderación progresiva de las profundas recesiones que están experimentando algunas grandes economías emergentes, concretamente Rusia y Brasil, durante el horizonte de proyección, compensando la paulatina desaceleración de la economía china. En comparación con las proyecciones de marzo, las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado ligeramente a la baja. Las revisiones relacionadas con la demanda exterior de la zona del euro son básicamente acordes con las relativas al crecimiento mundial.

**Los riesgos para las perspectivas relativas a la actividad 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 las economías emergentes, incluida China. El endurecimiento de las condiciones de financiación y la intensificación de la incertidumbre política pueden exacerbar los desequilibrios macroeconómicos existentes, minando la confianza y ralentizando el crecimiento en mayor medida de lo esperado. La incertidumbre política en torno a la transición económica de China puede provocar un aumento de la volatilidad financiera a escala mundial. Los riesgos geopolíticos, entre ellos el próximo referéndum en el Reino Unido, también siguen afectando a las perspectivas. Por último, la persistencia de unos precios del petróleo reducidos puede exacerbar los desequilibrios presupuestarios o financieros en algunos países exportadores de crudo.



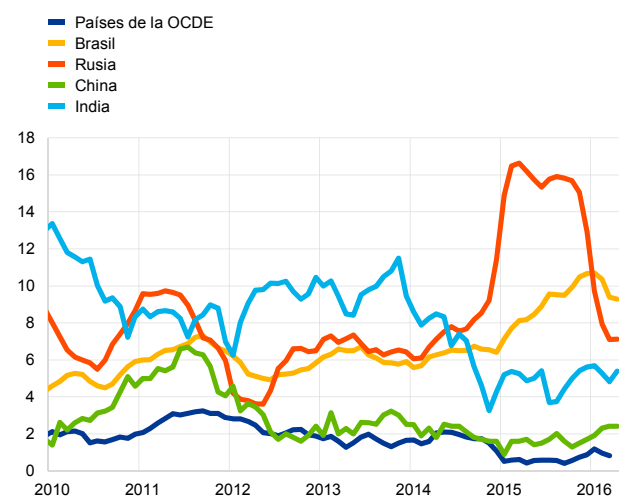
## Evolución mundial de los precios

**Los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo continúan dejándose sentir en la inflación mundial.** La tasa de variación interanual

### Gráfico 3

#### Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2016 para los países individuales y a marzo de 2016 para los países de la OCDE.

de los precios de consumo en los países de la OCDE descendió hasta situarse en el 0,8 % en marzo, frente al 1 % de febrero, debido al efecto más pronunciado de la caída de los precios de la energía (véase gráfico 3). En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se ha mantenido invariable en el 1,9 % desde diciembre. Entre las grandes economías emergentes, la inflación sigue siendo elevada en Brasil, pero ha caído en Rusia, ya que han desaparecido los efectos de la anterior depreciación del rublo. En China, la inflación se ha incrementado ligeramente como consecuencia de un alza temporal de los precios de los alimentos.

**Se espera que, a corto plazo, la inflación mundial se mantenga en niveles moderados y que aumente con lentitud a partir del segundo semestre de 2016.**

Pese al reciente repunte, la caída que experimentaron a principios de año los precios del petróleo y de otras materias primas debería contener aún más la inflación en el corto plazo. De cara al futuro, la pendiente

ascendente de la curva de futuros del petróleo implica que los precios del crudo se incrementarán en el horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se espera que la holgada capacidad productiva sin utilizar a escala mundial continúe afectando a la inflación subyacente en el medio plazo.

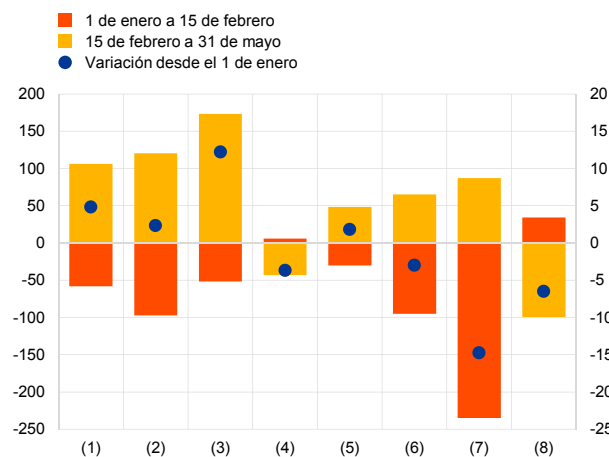
## 2 Evolución financiera

*Entre principios de marzo y comienzos de junio, los mercados financieros de la zona del euro recuperaron unas condiciones más estables que las existentes a principios de 2016, como ocurrió en los mercados financieros a escala mundial. Unas condiciones económicas mundiales mejores de lo esperado, la recuperación adicional de los precios del petróleo y los estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro respaldaron las valoraciones de mercado de los activos de riesgo. Los precios de las acciones de la zona del euro registraron un moderado aumento durante el período analizado (entre el 9 de marzo y el 1 de junio de 2016), mientras que el anuncio de las compras de bonos corporativos por parte del Eurosistema reforzó significativamente la reducción de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro experimentaron una leve disminución, siguiendo de cerca las variaciones de los rendimientos a largo plazo a escala global. En los mercados de divisas, el euro se fortaleció ligeramente.*

## Gráfico 4

### Evolución de los mercados financieros

(escala izquierda: variación en puntos básicos de 4, 6, 7 y 8; escala derecha: variación porcentual de 1, 2, 3 y 5)



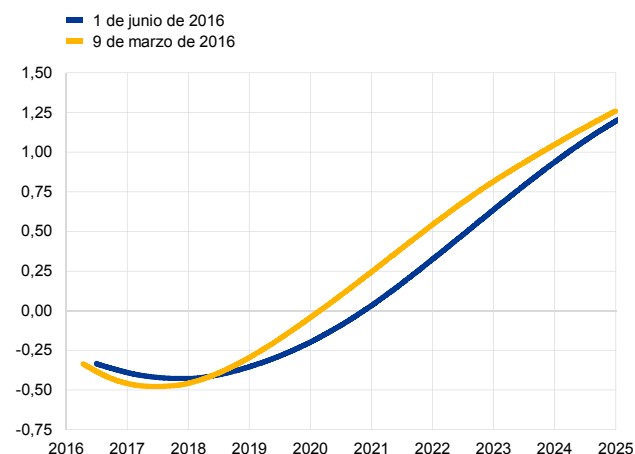
Fuentes: Standard&Poor's Financial Times, JP Morgan, Haver Analytics, Merrill Lynch  
Notas: (1) S&P 500; (2) FTSE All-World index, excluido Estados Unidos; (3) precio del Brent en dólares estadounidenses; (4) rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos; (5) media ponderada por el PIB (PPA) de la variación porcentual de los tipos de cambio de las economías emergentes frente al dólar estadounidense; (6) diferencial de deuda soberana según JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI), puntos básicos; (7) rendimiento de los bonos corporativos de alta rentabilidad de Estados Unidos; (8) CBOE Volatility Index (VIX).

En contraposición a la evolución observada a principios de año, los mercados financieros de la zona del euro, y de todo el mundo, registraron un período de relativa tranquilidad entre principios de marzo y comienzos de junio de 2016, tras la mejora de la economía mundial y las nuevas subidas del precio del petróleo. Estas mejoras continuaron una tendencia que se había iniciado a mediados de febrero como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos en Estados Unidos, de la recuperación de los precios del petróleo y de las expectativas de estímulo monetario adicional en la zona del euro. La consiguiente mejora del clima de los mercados financieros internacionales y la menor volatilidad de los mercados financieros se mantuvieron después de que el Consejo de Gobierno anunciara medidas de relajación adicional en su reunión de marzo. En conjunto, esta evolución ayudó a los mercados bursátiles de las economías más avanzadas a recuperar las pérdidas sufridas desde el comienzo del año, mientras que los diferenciales de la renta fija privada se estrecharon. En los mercados emergentes, los diferenciales de deuda soberana disminuyeron, y las condiciones de la financiación externa experimentaron cierta mejora en la mayoría de los países (véase gráfico 4).

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) descendió durante el período considerado, tras la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el tipo de interés de la facilidad de depósitos en 10 puntos básicos, hasta el -0,40 %, el 10 de marzo.** El eonia cayó 9,7 puntos básicos durante el período analizado (entre el 9 de marzo y el 1 de junio), reflejando la transmisión completa del recorte del tipo de interés de la facilidad de depósitos. Desde el comienzo del segundo período de mantenimiento de reservas de 2016, cuando se hizo efectiva la rebaja de dicho tipo, el eonia permaneció en un intervalo de entre -32 y -36 puntos básicos, excepto al final del primer trimestre, cuando aumentó temporalmente hasta situarse en -30 puntos básicos. El exceso de liquidez se incrementó en 144 mm de euros, hasta alcanzar la cifra de 845 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco el programa ampliado de compra de activos (véase también el recuadro 2).

**Gráfico 5**Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)

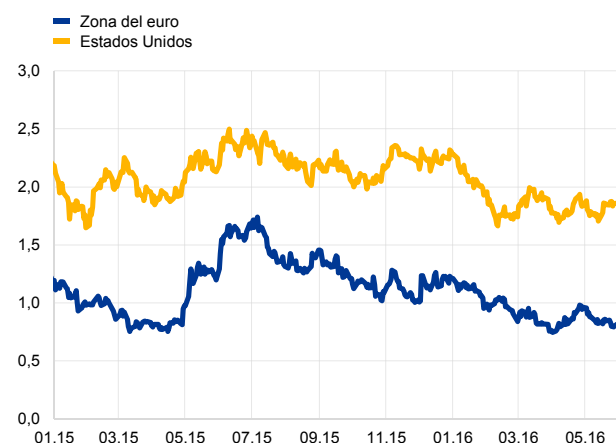


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 6**

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

(porcentajes)



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. La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.

**En un entorno de reducida volatilidad general, las variaciones de la curva de tipos *forward* del eonia fueron limitadas, con algunos descensos en el tramo medio.** En los plazos más cortos, la curva se movió ligeramente hacia arriba durante el período analizado, en gran medida como consecuencia de la revisión al alza de los tipos *forward* a corto plazo en los mercados financieros de la zona del euro el día de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. En el tramo medio, la curva se desplazó levemente a la baja, lo que sugiere que los participantes en los mercados esperaban que los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieran más bajos durante más tiempo. En cambio, los tipos *forward* del eonia a más largo plazo permanecieron prácticamente sin cambios entre principios de marzo y comienzos de junio (véase gráfico 5).

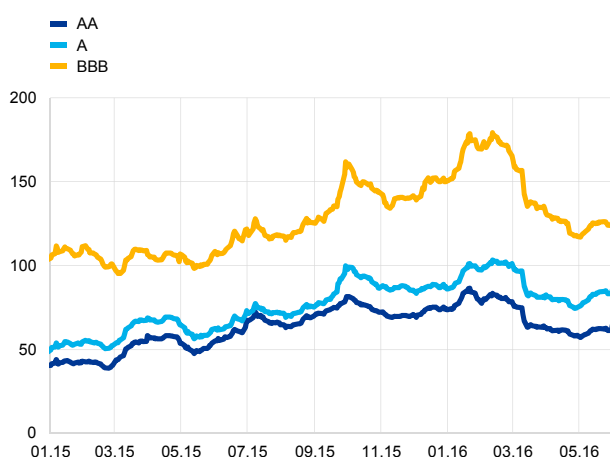
**Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro disminuyeron levemente en el período analizado, siguiendo de cerca las variaciones de los rendimientos a largo plazo a escala global.** En marzo, los rendimientos de la deuda soberana trazaron una trayectoria a la baja, y la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro registró un mínimo histórico del 0,75 % el 1 de abril de 2016. Los rendimientos a largo plazo de la zona del euro aumentaron posteriormente, pero las caídas se repitieron a partir de finales de abril. Estas caídas de los tipos al contado a largo plazo fueron coherentes con la disminución de los tipos *forward* del eonia a medio plazo, y el rendimiento de la deuda a diez años ponderado por el PIB terminó el período considerado 11 puntos básicos por debajo del nivel registrado el 9 de marzo (véase gráfico 6). En conjunto, los descensos de los rendimientos fueron algo más pronunciados en los países de la zona del euro con calificaciones crediticias más altas, aunque los rendimientos de la deuda soberana griega se

redujeron significativamente en el contexto de la concesión de préstamos a Grecia por parte del Eurogrupo. 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, los diferenciales de renta fija a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro se ampliaron, principalmente como consecuencia de la percepción de los mercados de un aumento de la divergencia de las políticas monetarias de las dos economías.

### Gráfico 7

Diferenciales de los bonos de sociedades no financieras con grado de inversión de la zona del euro, por calificación crediticia

(puntos básicos)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.

**Tras el anuncio por parte del Consejo de Gobierno del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés), los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se estrecharon significativamente.** El anuncio del CSPP en marzo reforzó el estrechamiento de los diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras que se estaba produciendo ante la mejora del clima de los mercados internacionales desde mediados de febrero. Posteriormente, los diferenciales continuaron cayendo de forma gradual, incluso después de la publicación de los detalles relativos al CSPP en la reunión del Consejo de Gobierno de mediados de abril, antes de ampliarse ligeramente en el transcurso del mes de mayo. En conjunto, los diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras eran significativamente más reducidos a principios de junio que a principios de marzo (véase gráfico 7). Aunque los diferenciales de los bonos bancarios siguieron un patrón similar, sus reducciones fueron relativamente más moderadas.

**Las acciones de la zona del euro registraron unas ganancias moderadas en un entorno de escasa volatilidad en los mercados.** El índice EURO STOXX amplio subió en torno al 2% entre el 9 de marzo y el 1 de junio de 2016, frente al avance de casi el 6% del índice S&P 500 en Estados Unidos (véase gráfico 8). Las cotizaciones de los valores bancarios de la zona del euro cayeron alrededor de un 2% y, además, experimentaron fluctuaciones más pronunciadas en ambos sentidos que el conjunto del mercado, dado que las inquietudes acerca de la rentabilidad y determinados acontecimientos en entidades de crédito o países específicos continuaron lastrando el sector.

## Gráfico 8

### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2015 = 100)



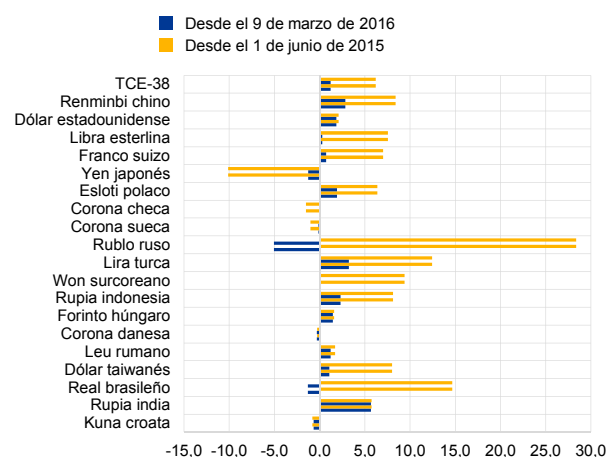
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.

## Gráfico 9

### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(variaciones porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Variaciones porcentuales con respecto al 1 de junio de 2016. 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 fortaleció ligeramente en términos

**efectivos.** La moneda única se apreció entre principios de marzo y finales de abril, reflejando, en gran medida, los cambios en las expectativas de los mercados en relación con la orientación de las políticas monetarias en las principales economías. El euro también se vio respaldado por la mejora del sentimiento de los mercados con respecto a esta moneda tras la publicación de datos sobre actividad económica en la zona del euro mejores de lo esperado. A partir de principios de mayo, el euro se debilitó en términos efectivos, también frente al dólar estadounidense en un entorno de ampliación de los diferenciales de rendimiento de la deuda a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro. En total, ponderado por el comercio, el euro se revalorizó un 1,2 % entre el 9 de marzo y el 1 de junio (véase gráfico 9). En términos bilaterales, el euro se apreció frente al dólar estadounidense, el renminbi chino, el franco suizo y las monedas de muchas economías emergentes y de la mayoría de los países de Europa Central y Oriental. Sin embargo, se debilitó frente al rublo ruso, el yen japonés y las monedas de algunos países exportadores de materias primas.

## 3

### Actividad económica

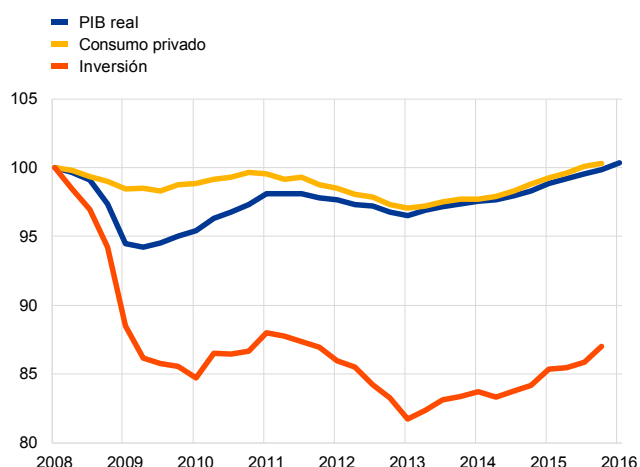
*En el primer trimestre de 2016, el PIB real de la zona del euro aumentó significativamente y el crecimiento sigue apoyándose en la demanda interna, pese a verse frenado por la debilidad de las exportaciones. Los datos más recientes apuntan a un crecimiento continuado en el segundo trimestre, aunque posiblemente a una tasa más reducida que en el primero. De cara al futuro, se espera que la recuperación*

económica avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna sigue estando respaldada por la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real. Las favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan estimulando la inversión. Además, las continuas mejoras en el empleo, favorecidas también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, y unos precios del petróleo aún relativamente bajos prestan un apoyo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Asimismo, la orientación de la política fiscal de la zona del euro es ligeramente expansiva. Sin embargo, la recuperación económica de la zona del euro continúa viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016 prevén un crecimiento del PIB real en la zona del euro del 1,6% en 2016 y del 1,7% en 2017 y 2018.

### Gráfico 10

PIB real, consumo privado e inversión en la zona del euro

(Índice: I TR 2008 = 100)



Fuente: Eurostat.

Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016 para el PIB real y al cuarto trimestre de 2015 para los componentes del PIB.

### El crecimiento económico se fortaleció en el primer trimestre de 2016 y el PIB real ya ha superado el máximo de 2008 (véase gráfico 10).

El avance del PIB real fue mayor que en el trimestre anterior en muchos países de la zona del euro y parece haberse sustentado en las continuas contribuciones positivas del consumo privado, así como de la inversión, que, no obstante, se mantiene muy por debajo del máximo registrado antes de la crisis. Es probable que la demanda exterior neta haya seguido lastrando el crecimiento en el primer trimestre de 2016, como consecuencia de la débil expansión del comercio internacional.

### La dinámica del consumo privado parece haberse mantenido en el primer trimestre de 2016, y este componente continúa siendo el principal factor impulsor de la recuperación en curso.

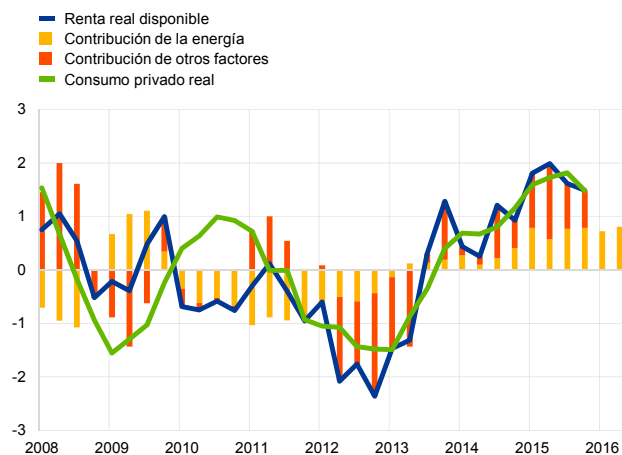
Pese a caer en marzo, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles registraron un incremento intertrimestral del 1% en el primer trimestre, tras desacelerarse de forma transitoria en el cuarto trimestre de 2015 como resultado del descenso de las ventas de las prendas de vestir de

temporada y del menor consumo de energía por las suaves temperaturas del invierno, así como del impacto negativo de los ataques terroristas de noviembre en París. Desde una perspectiva de más largo plazo, el gasto en consumo se ha beneficiado del aumento de la renta real disponible de los hogares, que, a su vez, refleja fundamentalmente el crecimiento del empleo, pero también unos precios del petróleo más bajos (véase gráfico 11) y una ratio de ahorro bastante estable. Además, aunque los ingresos por intereses de los hogares de la zona del euro han disminuido desde 2008, se han mantenido bastante estables en términos netos. Habida cuenta de la redistribución de los ingresos por intereses de los ahorradores netos a los prestatarios netos, en general, el consumo privado debería seguir estando respaldado por este factor (véase el recuadro 3, titulado «Bajos tipos de interés e ingresos netos por

intereses de los hogares»). Además, los balances de los hogares presentan gradualmente mayor disponibilidad de fondos y la confianza de los consumidores ha vuelto a aumentar gracias al continuo descenso de la tasa de paro.

**Gráfico 11**  
Renta real disponible y consumo privado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015 para la renta real disponible y el consumo privado. La contribución de la energía en el segundo trimestre se basa en datos mensuales (estimados) hasta mayo de 2016.

**Las mejoras adicionales en los mercados laborales de la zona del euro respaldan el consumo privado a través de las rentas agregadas del trabajo.**

El empleo siguió creciendo y registró un avance intertrimestral del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2015. En consecuencia, la ocupación se situó un 1,2 % por encima del nivel alcanzado un año antes, lo que representa el mayor incremento interanual desde el segundo trimestre de 2008. Asimismo, la tasa de paro, que había descendido constantemente desde mediados de 2013, se situó en el 10,2 % en abril, el nivel más bajo desde agosto de 2011. Información más reciente, como la procedente de las encuestas, apunta a mejoras moderadas y continuas en los mercados de trabajo de la zona del euro. Con todo, pese a esta evolución positiva, los indicadores más amplios de desempleo —que también tienen en cuenta 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— continúan siendo elevados. Actualmente, alrededor del 4 % de la

población activa se ve obligada a trabajar a tiempo parcial por la falta de empleo a tiempo completo, siendo similar el porcentaje de personas desanimadas que han dejado de buscar empleo de forma activa. Así pues, es probable que el mercado de trabajo de la zona del euro se caracterice por un grado de holgura sustancialmente mayor de lo que sugiere la tasa de paro por sí sola.

**Tras el aumento de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero y del fuerte incremento que, en general, ha experimentado la producción de bienes de equipo, es probable que la inversión haya mantenido el sólido ritmo de crecimiento observado en torno al cambio de año.**

Las condiciones de demanda también han mejorado, favoreciendo la inversión empresarial. Por ejemplo, desde 2013, en la encuesta de la Comisión Europea la demanda se menciona con menor frecuencia como factor limitador de la producción (véase gráfico 12). Por otra parte, es probable que la inversión residencial se viera respaldada por unas condiciones meteorológicas favorables en el primer trimestre, aunque también por el fortalecimiento de los mercados de la vivienda de forma más general, como ponen de manifiesto el aumento de las solicitudes de visados de obra nueva y la demanda de hipotecas. De cara al futuro, la demanda de inmuebles residenciales debería seguir viéndose impulsada por los reducidos tipos de interés hipotecarios y por el crecimiento de la renta disponible de los hogares, así como por cierta búsqueda de rentabilidad en un entorno de bajos rendimientos de otros activos. Se espera que la mejora de las condiciones de financiación, el incremento de los beneficios y las abundantes reservas de efectivo de las empresas de la zona del euro, junto con la mejora

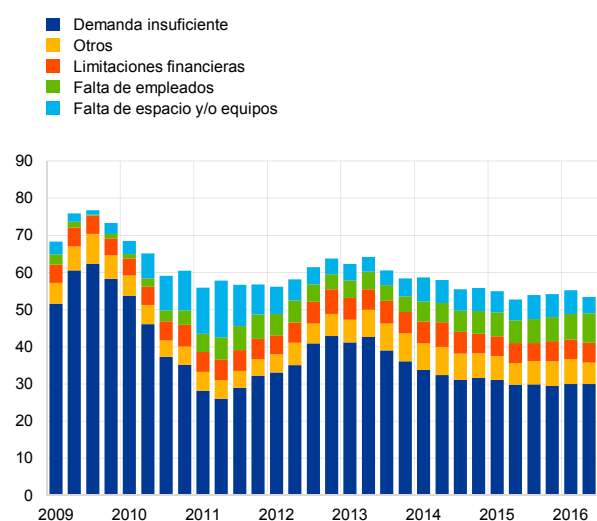


gradual de la demanda interna y externa, también favorezcan la inversión empresarial. Sin embargo, la necesidad adicional de desapalancamiento de las empresas en algunos países, las menores expectativas de crecimiento a largo plazo de los inversores y las débiles perspectivas de expansión de las economías emergentes podrían frenar la recuperación de la inversión total.

**Gráfico 12**

Factores limitadores de la producción

(distribución porcentual)

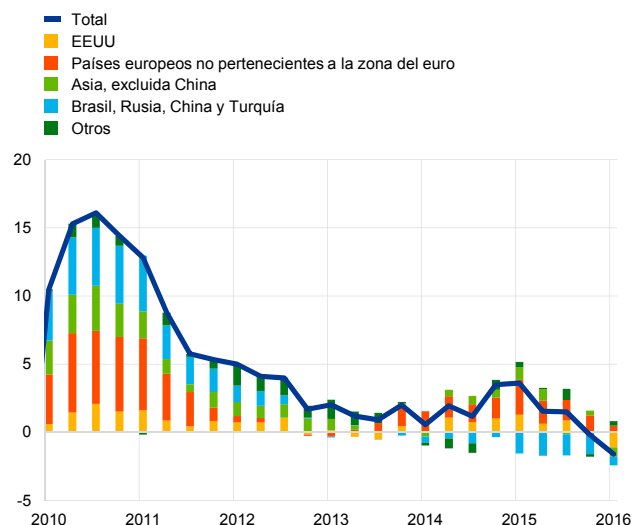


Fuente: Comisión Europea.  
Nota: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2016.

**Gráfico 13**

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

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



Fuente: Eurostat.  
Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016 y se basa en datos mensuales disponibles hasta febrero de 2016 para los países de la UE y hasta marzo de 2016 para los países restantes.

**Parece que el crecimiento de las exportaciones de bienes mantuvo su tendencia a la baja en el primer trimestre de 2016 como consecuencia de la débil evolución del comercio internacional** (véase gráfico 13). Destinos de exportación importantes como Estados Unidos, pero también Suiza y Japón, contribuyeron negativamente al avance de la actividad exportadora, y las exportaciones al Reino Unido crecieron menos que en el último trimestre de 2015. Entre las grandes economías emergentes, la debilidad de la demanda en Brasil y Rusia siguió lastrando el crecimiento de la exportación de bienes, mientras que la aportación de China, que había sido negativa durante 2015, fue básicamente neutral.

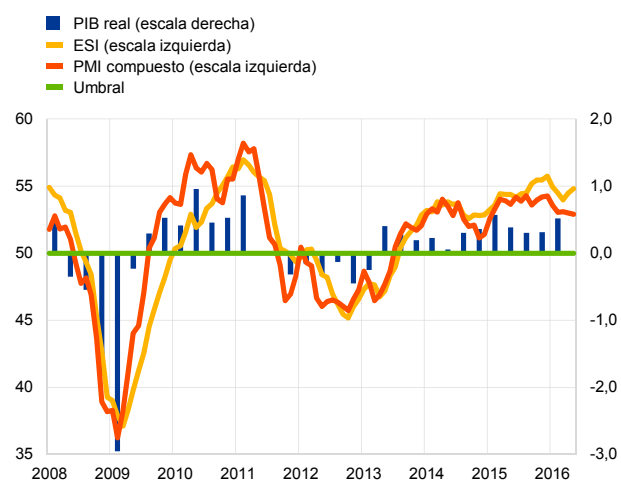
**Se espera que el crecimiento de las exportaciones aumente solo de forma moderada a corto plazo, en un entorno de continua debilidad del comercio internacional.** Los pedidos exteriores, así como la confianza de los exportadores, señalan una evolución persistentemente moderada del comercio exterior a corto plazo, y la reciente trayectoria del tipo de cambio efectivo del euro no está contribuyendo a mejorar la situación. No obstante, se prevé que las cuotas de exportación se mantengan en niveles elevados debido a los efectos retardados de

anteriores ganancias de competitividad. A más largo plazo, se espera que el crecimiento de las exportaciones se recupere gradualmente, en consonancia con la demanda exterior de la zona del euro.

**En general, los indicadores de corto plazo disponibles señalan un moderado crecimiento sostenido en el segundo trimestre de 2016.** El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea subió en abril y mayo, mientras que el índice PMI compuesto de producción descendió (véase gráfico 14), y ambos se mantuvieron por encima de sus niveles medios a largo plazo. No obstante, la producción industrial (excluida la construcción) disminuyó en febrero y marzo, lo que apuntaría a ciertos riesgos a la baja para el crecimiento intertrimestral de la producción en el segundo trimestre, como consecuencia de los efectos arrastre negativos asociados.

**Gráfico 14**  
**PIB real, índice PMI compuesto y ESI de la zona del euro**

(escala izquierda: índice de difusión y saldos netos; escala derecha: tasas de crecimiento intertrimestral)

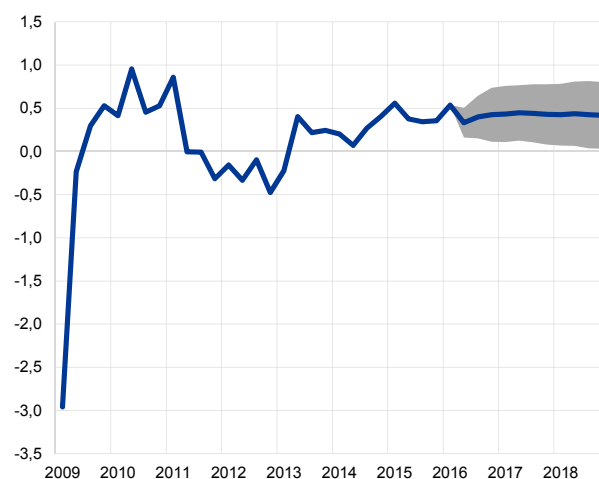


Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden al primer trimestre de 2016 para la cifra del PIB y a mayo de 2016 para el ESI y el PMI. El ESI y el índice PMI están normalizados.

**Gráfico 15**  
**PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)**

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016», publicado el 2 de junio de 2016 en el sitio web del BCE.

**De cara a un futuro más lejano, se prevé que la recuperación económica de la zona del euro continúe, respaldada por la transmisión de las medidas de la política monetaria del BCE a la economía real.** La inversión también debería verse impulsada por la mejora adicional de la rentabilidad empresarial, al tiempo que se espera que el gasto en consumo se sustente en el continuo aumento del empleo, así como en un precio del petróleo aún relativamente bajo. Sin embargo, la recuperación económica sigue viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes.

**Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,6 % en 2016 y del 1,7 % en 2017 y 2018 (véase gráfico 15).** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza para 2016 y se han mantenido prácticamente sin cambios para 2017 y 2018. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen inclinados a la baja, pero el balance de riesgos ha mejorado como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas y del estímulo todavía pendiente. Los riesgos a la baja continúan estando relacionados con la evolución de la economía mundial, con el próximo referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE y con otros riesgos geopolíticos.

## 4 Precios y costes

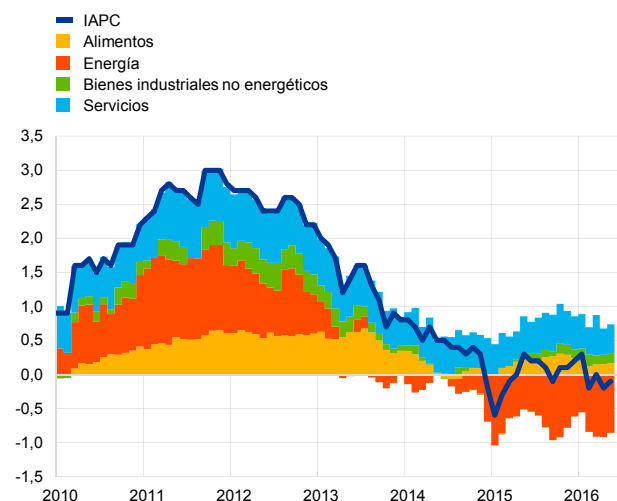
*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el -0,1 % en mayo. Esta reducida tasa de inflación refleja anteriores caídas de los precios de la energía. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación sigan siendo muy bajas o negativas en los próximos meses antes de repuntar en el segundo semestre 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 seguir recuperándose en 2017 y 2018. Esta pauta general también ha quedado reflejada en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2% en 2016, el 1,3 % en 2017 y el 1,6 % en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen básicamente estables.*

**La inflación general aumentó ligeramente en mayo, aunque se mantuvo en niveles negativos.** Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se incrementó hasta situarse en el -0,1 % en mayo, desde el -0,2 % de abril, impulsada fundamentalmente por el avance de la tasa de variación de los precios de la energía y por el ligero incremento de la de los precios de los servicios (véase gráfico 16). Debido al alza que experimentó la tasa de variación de los precios de los servicios, desde el 0,9 % registrado en abril hasta el 1 % en mayo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se elevó desde el 0,7 % de abril hasta el 0,8 % en mayo.

### 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)



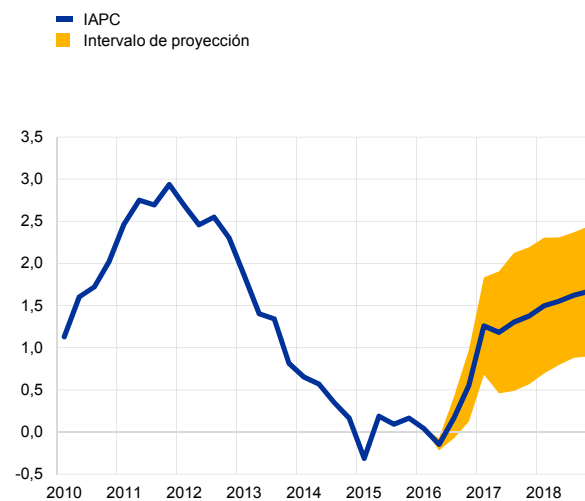
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2016 (estimaciones de avance).

### Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016», publicadas en el sitio web del BCE el 2 de junio de 2016.

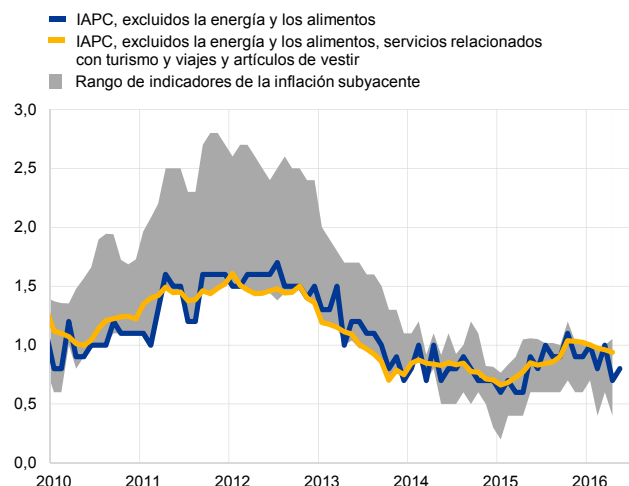
Nota: La observación más reciente corresponde al primer trimestre de 2016 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2018 (proyecciones).

**Los precios de la energía continúan constituyendo un importante lastre para la inflación general.** La contribución negativa de la tasa de variación de los precios de la energía ha fluctuado entre 0,5 y 1 punto porcentuales durante casi un año y medio (véase gráfico 16). Los precios del petróleo en dólares estadounidenses han aumentado desde el mínimo registrado en enero de 2016, aunque todavía se sitúan muy por debajo de los niveles observados hace un año. Por lo tanto, las recientes subidas de los precios solo han contribuido ligeramente a contener la aportación negativa de los precios de la energía a la inflación general, ya que la inflación medida por el IAPC de los precios de la energía se mantuvo en una cota muy baja, el -8,1 %, en mayo de 2016. El impacto de la reciente evolución al alza de los precios del petróleo será más evidente cuando los pronunciados descensos observados anteriormente desaparezcan del cálculo de la tasa de inflación interanual. Los impactos al alza asociados a los efectos de base resultantes explican gran parte del aumento que se espera que experimente la inflación general medida por el IAPC en los próximos meses hasta principios de 2017 (véase gráfico 17).

## Gráfico 18

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el rango de indicadores de la inflación subyacente se han considerado los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; media troncada (10 %); media troncada (30 %); la mediana del IAPC y la medida basada en un modelo factorial dinámico. Las observaciones más recientes disponibles corresponden a mayo de 2016 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a abril de 2016 (resto de indicadores).

### La inflación subyacente no muestra una tendencia al alza clara.

Esto se ve confirmado por una amplia variedad de indicadores alternativos de la inflación subyacente (véase gráfico 18). Tras registrar un aumento en el primer semestre de 2015, las tasas de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fluctuaron entre el 0,8 % y el 1,1 % de julio de 2015 a marzo de 2016. Su evolución reciente ha sido bastante volátil, ya que la tasa de variación interanual se incrementó desde el 0,8 % de febrero hasta el 1 % en marzo, pero en abril volvió a descender hasta el 0,7 %. Esto fue resultado principalmente de la evolución de la tasa de variación de los precios de los servicios, que aumentó desde el 0,9 % de febrero hasta el 1,4 % en marzo de 2016, pero en abril retrocedió hasta situarse en el 0,9 %. Por consiguiente, la volatilidad que ha experimentado últimamente la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, puede explicarse en gran medida por un efecto de calendario. Este año, la Semana Santa ha sido en marzo y el año pasado fue en abril, impulsando al alza la tasa de variación interanual de los precios de los servicios en marzo

de 2016 y a la baja en abril, especialmente en el caso de los servicios relacionados con el turismo y los viajes como las vacaciones organizadas. Si se considera una medida del IAPC que, además de la energía y los alimentos, excluye componentes como servicios relacionados con el turismo y los viajes y los artículos de vestir y el calzado —que pueden verse muy afectados por efectos de calendario—, la tendencia inflacionista subyacente es bastante más estable pero no muestra señales claras de impulso alcista.

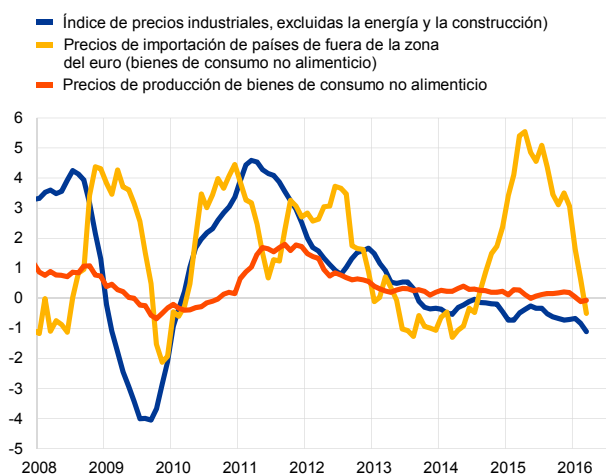
### La tasa de variación de los precios de importación pasó a ser negativa y las presiones sobre los precios industriales han continuado siendo moderadas.

En 2015, la tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo, excluidos la energía y los alimentos, fue vigorosa y en abril de ese año alcanzó un máximo histórico del 5,6 %. Como consecuencia de la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro, así como del impacto de las presiones desinflacionistas a escala mundial derivadas de la caída de los precios del petróleo, esta tasa de variación ha disminuido desde entonces y en marzo de 2016 se situó en terreno negativo, en el -0,5 % (véase gráfico 19). El efecto de la desaceleración de los precios de importación es evidente en el componente de bienes de consumo duradero de la inflación medida por el IAPC, que experimentó un pronunciado impulso al alza que actualmente está perdiendo fuerza. Las tasas de inflación de otros componentes de los subíndices de bienes de consumo del IAPC con un contenido relativamente elevado en importaciones, como los bienes de consumo semiduradero, también han disminuido recientemente. Este impacto directo del tipo de cambio efectivo del euro a través de los bienes de consumo importados debe distinguirse de los efectos generales de las variaciones del tipo

de cambio que se transmiten a través de las cadenas de producción y de precios. Dado que estos efectos tardan varios trimestres en materializarse totalmente, la transmisión de la anterior depreciación del tipo de cambio del euro todavía continúa. No obstante, por ahora, la tasa de variación interanual de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio también se mantuvo en un nivel reducido, del  $-0,1\%$ , en marzo (sin variación con respecto a febrero). Los datos procedentes de encuestas sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción para el período transcurrido hasta mayo de 2016 apuntan a una continuación de las débiles presiones inflacionistas sobre los precios de producción.

**Gráfico 19**  
Precios industriales y precios de importación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a marzo de 2016.

### Las presiones salariales siguen siendo moderadas.

El crecimiento de los salarios negociados se redujo ligeramente, hasta el  $1,4\%$ , en el primer trimestre de 2016, frente a una tasa del  $1,5\%$  en el cuarto trimestre de 2015 y para el conjunto del año. Es probable que el avance de los salarios esté viéndose frenado por diversos factores, entre los que se incluyen la persistencia de unos niveles elevados de holgura en el mercado de trabajo, un crecimiento relativamente reducido de la productividad asociado al elevado número de empleos que se están creando en sectores de servicios con una productividad comparativamente baja, una inflación reducida y los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países de la zona del euro en años anteriores<sup>1</sup>.

### Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido estabilizándose, aunque permanecen en niveles considerablemente inferiores a los de los indicadores de opinión.

La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años ha aumentado recientemente hasta situarse levemente por encima del mínimo histórico registrado a finales de febrero (véase gráfico 20). No obstante, si se considera un período histórico más largo, los indicadores de mercado de la inflación continúan en niveles reducidos. Esto es, en parte, una indicación de que los participantes en el mercado consideran improbable que la inflación repunte en un futuro próximo. Al mismo tiempo, también refleja unas primas de riesgo de inflación actuales que con toda probabilidad son ligeramente negativas, sugiriendo que los indicadores de mercado tienden a subestimar la inflación futura en cierta medida. Pese al bajo nivel de inflación observada y de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación, el riesgo de deflación descontado por el mercado continúa siendo muy limitado. En contraposición a los indicadores de mercado, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo, como los incluidos en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y en las encuestas de Consensus Economics, han mostrado bastante más estabilidad y capacidad de resistencia al ajuste a la baja de las expectativas a más corto plazo. Los resultados de la última

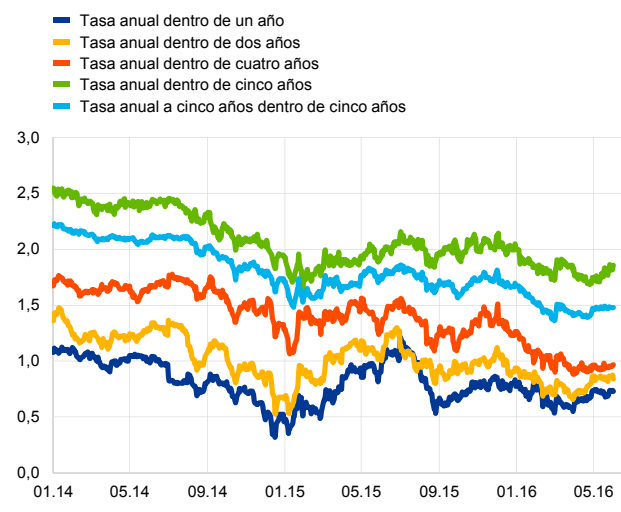
<sup>1</sup> Véase también el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

EPE sitúan la previsión media de las expectativas de inflación dentro de cinco años en el 1,8 %, sin variación con respecto a la encuesta anterior, y el riesgo a la baja para esta expectativa media parece haber disminuido ligeramente.

## Gráfico 20

### Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 1 de junio de 2016.

### De cara al futuro, las proyecciones indican que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantendrá en niveles reducidos en 2016, pero que repuntará en 2017 y 2018.

A partir de la información disponible a mediados de mayo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, previendo un aumento hasta alcanzar el 1,3 % en 2017 y el 1,6 % en 2018 (véase gráfico 17)<sup>2</sup>. Se espera que la evolución de la tasa de variación de los precios de la energía desempeñe un destacado papel en la determinación del perfil de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de proyección. Se prevé que la contribución de la tasa de variación de los precios de la energía pase a ser positiva en 2017, como consecuencia, en particular, de acusados efectos de base al alza. Según las proyecciones, la inflación subyacente (medida, por ejemplo, por la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos) aumentará gradualmente en los próximos

años a medida que la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y la disminución de la capacidad ociosa de la economía se traduzcan en incrementos de los salarios y de los márgenes de beneficio. Este aumento se verá respaldado por los efectos de las medidas de política monetaria del BCE y por la continuación de la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio efectivo del euro. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen básicamente estables.

## 5

### Dinero y crédito

*El crecimiento monetario disminuyó ligeramente en abril, aunque se mantuvo robusto. Al mismo tiempo, 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, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) y del programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE, siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus*

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 2 de junio de 2016.

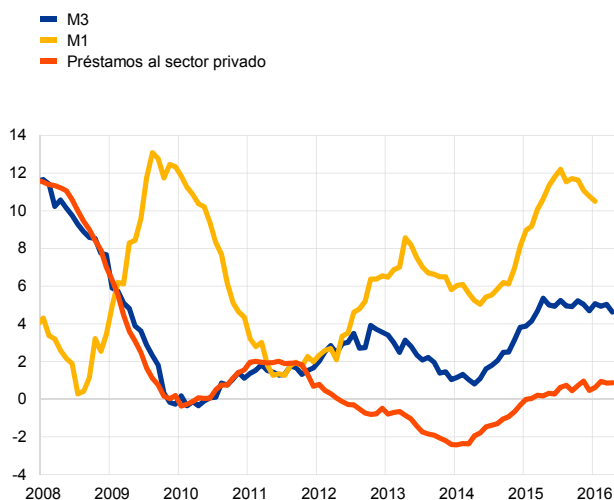


favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos, y la recuperación del crecimiento del crédito continúa fortaleciéndose gracias a la mejora de las condiciones de concesión. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2016.

**El crecimiento del agregado monetario amplio disminuyó ligeramente, aunque se mantuvo robusto.** La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo al 4,6 % en abril de 2016, tras haber permanecido en torno al 5 % desde mayo de 2015 (véase gráfico 21). El crecimiento del agregado monetario amplio volvió a sustentarse en los componentes más líquidos. M1 ha mostrado signos de desaceleración recientemente, dado que su tasa de crecimiento interanual también disminuyó en abril de 2016, aunque se mantiene en un nivel elevado. En conjunto, la evolución reciente del agregado monetario estrecho sigue confirmando que la zona del euro permanece en una senda de recuperación económica gradual.

**Gráfico 21**  
M3, M1 y préstamos al sector privado

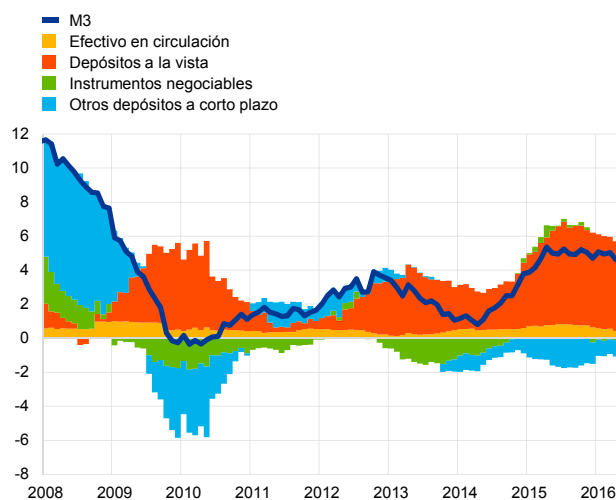
(tasas de variación interanual, datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.  
Nota: La observación más reciente corresponde a abril de 2016.

**Gráfico 22**  
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 abril de 2016.

**Los depósitos a la vista, que representan una parte significativa de M1, continuaron impulsando el crecimiento de M3 (véase gráfico 22).** El entorno de tipos de interés muy bajos está incentivando la tenencia de los componentes más líquidos de M3. Esta evolución refleja entradas de fondos relacionadas con la venta de valores públicos, de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos por parte del sector tenedor de dinero en el marco del APP. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron disminuyendo en el primer trimestre de 2016 y en abril. Asimismo, la tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, siguió retrocediendo en el primer

trimestre de 2016 y en abril, pese a la recuperación sostenida de las participaciones en fondos del mercado monetario.

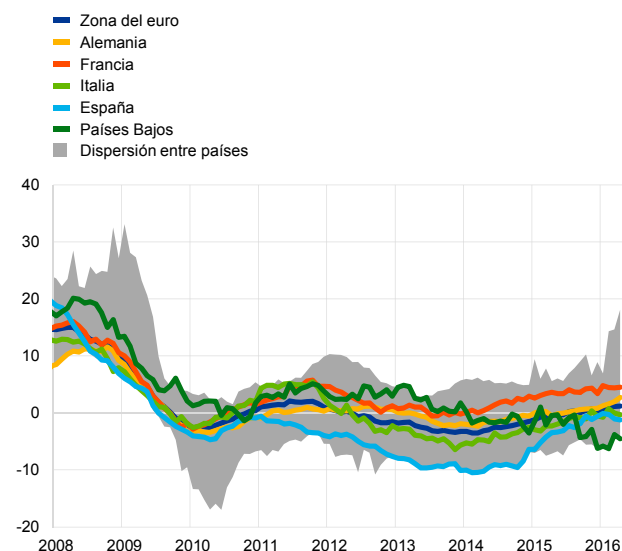
**Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.** Entre ellas, el crédito a las Administraciones Públicas continuó siendo el factor más importante en la creación de dinero, mientras que el crédito al sector privado registró una recuperación gradual. Esta tendencia refleja las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, entre las que se incluye el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). Un porcentaje significativo de los activos de este programa fueron adquiridos a instituciones financieras monetarias — IFM— (excluido el Eurosistema). Los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas), cuya tasa de variación interanual ha sido negativa desde junio de 2012, disminuyeron a un ritmo ligeramente menor en abril de 2016. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha reducido los incentivos de los inversores para mantener instrumentos bancarios a más largo plazo. El atractivo de las TLTRO como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados es otro factor explicativo. Asimismo, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM volvió a ser un lastre para el crecimiento interanual de M3, debido en parte a las salidas de capital de la zona del euro y al reequilibrio continuado de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona. Esta evolución obedece a las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP.

**El crecimiento de los préstamos se recuperó gradualmente, pero el crédito bancario continuó siendo débil.** El crecimiento del crédito, tanto a empresas como a hogares, mejoró moderadamente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado se incrementó en el primer trimestre de 2016 y se mantuvo estable en abril (véase gráfico 21). Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo contenida (véase gráfico 23), se recuperó considerablemente con respecto al mínimo del primer trimestre de 2014. Esta mejora es generalizada en los países de mayor tamaño, pese a que las tasas de crecimiento de los préstamos continúan siendo negativas en algunas jurisdicciones. En comparación, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) repuntó ligeramente en el primer trimestre de 2016 y permaneció básicamente sin variación en abril (véase gráfico 24). Las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (sobre todo 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 respaldado estas tendencias. Sin embargo, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles permanentemente elevados de préstamos dudosos en algunos países siguen lastrando el crecimiento del crédito.

### Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual)



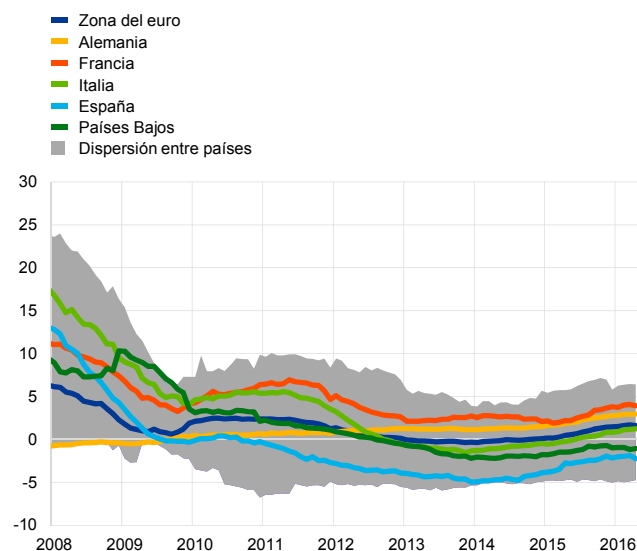
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones y otras transferencias. 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 abril de 2016.

### Gráfico 24

#### 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 y otras transferencias. 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 abril de 2016.

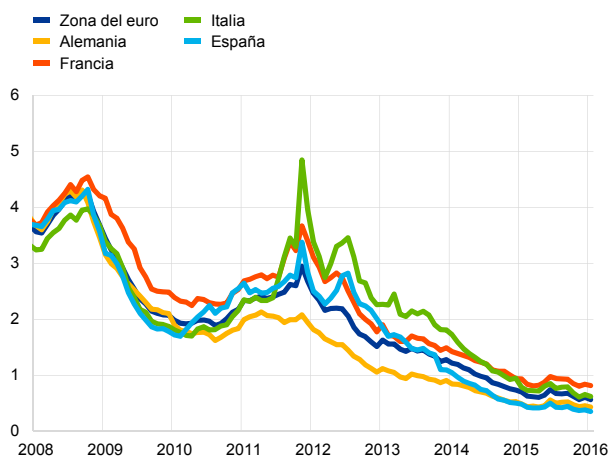
### Los cambios en los criterios de aprobación y en la demanda de préstamos contribuyeron de nuevo a mejorar el crecimiento de los préstamos.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2016 identificó algunos factores importantes que explican el aumento de la demanda de préstamos, como el bajo nivel general de tipos de interés, las necesidades de financiación de la inversión en capital fijo y las favorables perspectivas del mercado de la vivienda (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). En este contexto, el programa ampliado de compra de activos tuvo un efecto de relajación neta de los criterios de aprobación y, especialmente, de las condiciones aplicadas a los préstamos. Las entidades de crédito también señalaron que la liquidez adicional procedente del APP y de las TLTRO se había utilizado sobre todo para conceder préstamos. Asimismo, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el APP ha tenido un impacto negativo en su rentabilidad. Pese a esta evolución positiva, el crecimiento del crédito se mantuvo débil y continuó reflejando factores como la debilidad de las condiciones económicas y el saneamiento de los balances bancarios. Además, en algunas partes de la zona del euro, las restrictivas condiciones de concesión de crédito siguen afectando a la oferta de préstamos.

## Gráfico 25

### 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)



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 marzo de 2016.

### Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos.

El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito ha ido disminuyendo durante varios años (véase gráfico 25), en un entorno de amortizaciones netas de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. En general, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, el fortalecimiento de los balances y la menor fragmentación de los mercados financieros han favorecido la disminución de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito. Asimismo, por lo que respecta al acceso de los bancos a la financiación, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2016 muestra que, salvo por las titulizaciones, no se apreciaron nuevas mejoras en el primer trimestre de 2016 en relación con los otros instrumentos de mercado principales.

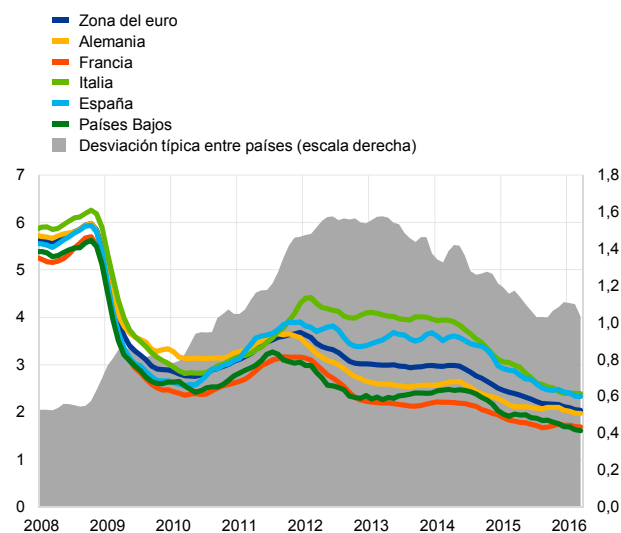
### Los tipos de interés del crédito bancario concedido al sector privado volvieron a disminuir (véanse gráficos 26 y 27).

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se han reducido significativamente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde junio de 2014. La menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro y la mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios han contribuido de forma positiva a esta evolución. Asimismo, la reducción del coste sintético de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido el descenso de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Desde junio de 2014, las entidades de crédito han ido transmitiendo progresivamente la disminución de sus costes de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. Entre mayo de 2014 y marzo de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro se redujeron más de 80 puntos básicos (los tipos de los préstamos bancarios han registrado caídas especialmente acusadas en los países más vulnerables de la zona). 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. En general, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se están beneficiando en mayor grado que las grandes empresas de la contracción de los tipos de interés de los préstamos.

## Gráfico 26

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



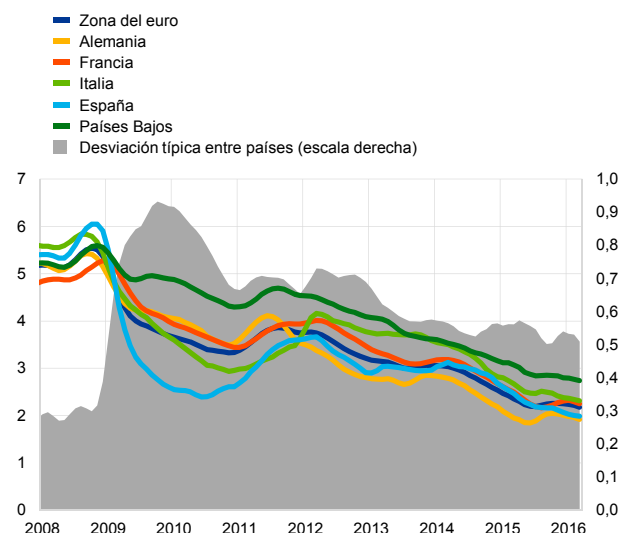
Fuente: BCE.

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 marzo de 2016.

## Gráfico 27

### 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 marzo de 2016.

**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2016.** La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa todavía en niveles inferiores a los observados a principios de 2012 (el máximo tras la crisis financiera) y a finales de 2004 (antes del período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación observada 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 y el coste todavía muy bajo de los valores de renta fija. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras siguieron incrementándose en el primer trimestre de 2016 y registraron un nuevo máximo histórico, lo que guarda relación con la preocupación aún existente acerca de la fortaleza de la recuperación mundial y los bajos costes de oportunidad.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentó significativamente en marzo de 2016, tras las contracciones registradas en enero y febrero.** El incremento de marzo fue principalmente el producto de factores especiales y se tradujo en un flujo positivo para el conjunto del trimestre. Los datos de mercado muestran que la actividad emisora creció moderadamente en abril y en mayo, sustentada, entre otros, en el paquete de medidas de política monetaria del BCE adoptado en marzo de 2016.

La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se mostró falta de dinamismo en el primer trimestre de 2016.

**El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se ha reducido ligeramente desde marzo de 2016, registrando un nuevo mínimo histórico.** Esta disminución se explica, fundamentalmente, por la caída del coste de financiación mediante acciones y, en menor medida, por la contracción del coste de financiación mediante valores de renta fija. Esta evolución se vio respaldada por la publicación de datos económicos positivos, el anuncio del paquete de medidas de política monetaria del BCE en marzo y el fenómeno mundial de la caída de los rendimientos.

## 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 la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación conjunta de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2016, aunque se tornará algo más restrictiva en el período 2017-2018, pese a la existencia de importantes diferencias entre países. La orientación de la política fiscal prevista en varios Estados miembros plantea riesgos de incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). 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.*

**Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya durante el horizonte de proyección.** Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2016<sup>3</sup>, se prevé que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descienda desde el 2,1 % del PIB en 2015 hasta el 1,4 % del PIB en 2018 (véase cuadro). Las perspectivas presupuestarias han mejorado ligeramente durante el horizonte de proyección en comparación con las proyecciones de marzo de 2016. Esta mejora obedece principalmente a unas perspectivas macroeconómicas más favorables y a unos pagos por intereses menores, al tiempo que se esperan pocos cambios en las políticas fiscales discrecionales. Las proyecciones perfilan un panorama menos optimista que el presentado por los países de la zona del euro en las actualizaciones de sus programas de estabilidad de 2016, que también incluyen medidas presupuestarias que aún no han sido aprobadas ni especificadas detalladamente.

**A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2016, aunque se tornará algo más restrictiva en**

<sup>3</sup> Véase el artículo «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2016», disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201606.es.pdf?8774facfb96d540891ce434a5ab4394b>.

**el período 2017-2018**<sup>4</sup>. El tono más expansivo de la política fiscal en su conjunto, que puede considerarse adecuado, en general, en vista del grado de holgura que todavía presenta la economía, refleja el impacto de medidas fiscales discrecionales, como recortes de impuestos directos y de cotizaciones sociales en varios países de la zona del euro. Se espera que el tono ligeramente más restrictivo de esta política en el período 2017-2018 se derive de la contención del gasto público, que contrarrestará el efecto de las medidas que incrementan el déficit por el lado de los ingresos. En particular, las proyecciones indican que el aumento de la remuneración de los asalariados y del consumo intermedio será inferior al crecimiento tendencial del PIB nominal. En cambio, se espera que las transferencias sociales y la inversión pública crezcan por encima del potencial. Las proyecciones relativas a la orientación de la política fiscal ocultan importantes diferencias entre países. En el caso de los países para los que se prevé un tono más expansivo de la política monetaria, los factores determinantes de esta orientación varían de unos a otros y abarcan desde el fuerte impacto de la afluencia de refugiados hasta el efecto de las rebajas de impuestos y las medidas presupuestarias que afectan al gasto.

**La deuda pública de la zona del euro continuará descendiendo con respecto a los altos niveles actuales.** La deuda en relación con el PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, se redujo hasta el 90,7 % del PIB en 2015, y, según las previsiones, seguirá disminuyendo gradualmente hasta situarse en el 87,4 % del PIB a finales de 2018. La reducción prevista de la deuda pública se sustenta en una evolución favorable del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, en vista de la mejora de las perspectivas macroeconómicas y del supuesto de unos tipos de interés bajos. Además, los reducidos superávits primarios y los ajustes negativos entre déficit y deuda, reflejo, entre otras cosas, de los ingresos procedentes de las privatizaciones, también contribuirán a la mejora de las perspectivas de deuda. En comparación con las proyecciones de marzo de 2016, se prevé que la disminución de la deuda en relación con el PIB del conjunto de la zona del euro sea algo mayor, debido fundamentalmente al aumento de los superávits primarios y a un diferencial entre crecimiento y tipos de interés más favorable. Si se consideran los distintos países, aunque, según las proyecciones, la deuda en relación con el PIB descenderá en la mayoría de los países de la zona, se espera que la ratio de deuda pública aumente en algunos de ellos durante el horizonte de proyección. En concreto, es 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, ya que su alto endeudamiento les haría especialmente vulnerables si se produjeran nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o un repunte de los tipos de interés.

---

<sup>4</sup> 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» en este Boletín Económico.



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

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio 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.

#### Se aprecian elevados riesgos de incumplimiento del PEC en varios países.

Los Gobiernos han de encontrar un equilibrio en la orientación de su política fiscal que les permita reducir sus elevados niveles de deuda sin frenar la recuperación y seguir cumpliendo plenamente las exigencias del PEC. Es positivo que los países que dispongan de margen de maniobra fiscal lo hayan utilizado. No obstante, los países sin este margen deberían seguir aplicando las medidas necesarias para asegurar la plena observancia del PEC, abordando así los riesgos para la sostenibilidad de la deuda y reforzando su capacidad de resistencia ante futuras perturbaciones. El 18 de mayo, la Comisión Europea dio a conocer sus propuestas de recomendaciones de política económica y fiscal específicas para cada Estado miembro de la UE. Asimismo, identificó riesgos de incumplimiento de las exigencias de consolidación estructural del PEC en muchos países y publicó recomendaciones relativas a la aplicación del PEC<sup>5</sup>. Para garantizar la credibilidad, es esencial que el marco de gobernanza fiscal se aplique con rigurosidad jurídica, transparencia y coherencia en el tiempo y en los distintos países. Además, para ampliar su margen de maniobra fiscal, los países deberían tratar de imprimir a sus políticas fiscales una orientación más favorable al crecimiento.

<sup>5</sup> Para un análisis de la reciente comunicación de la Comisión Europea, véase el recuadro 5 titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016», publicado en este Boletín Económico.