

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

Las medidas de política monetaria del BCE han seguido asegurando las condiciones de financiación muy favorables que son necesarias para lograr progresos continuos hacia una convergencia sostenida de las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. La información disponible confirma un fortalecimiento continuado de la expansión económica en la zona del euro, que se ha generalizado en todos los sectores y regiones<sup>1</sup>. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento están, en general, equilibrados. Aunque la expansión económica actual permite confiar en que la inflación evolucione gradualmente hacia niveles compatibles con el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno, aún deberá traducirse en una dinámica de inflación más sólida.

A escala mundial, los indicadores disponibles señalan que el crecimiento global fue sostenido durante el segundo trimestre de 2017. La inflación mundial se ha moderado, reflejando el respaldo cada vez menor de los precios de la energía. Las condiciones financieras internacionales han seguido siendo, en general, favorables, pese a los aumentos de los tipos de interés a largo plazo registrados en las economías avanzadas.

Desde la última reunión del Consejo de Gobierno de junio, los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro han aumentado, también como consecuencia de la mejora de las perspectivas de crecimiento. En general, la curva de tipos *forward* de la zona del euro ha registrado, en promedio, un movimiento al alza de alrededor de 15 puntos básicos en todos los plazos desde principios de junio. Los precios de las acciones de la zona del euro han descendido en el caso de las sociedades no financieras, pero se han incrementado en el de las sociedades financieras, mientras que las firmes expectativas de beneficios han continuado sosteniendo los precios en ambos sectores. Los rendimientos de los valores de renta fija privada han aumentado, al igual que los tipos de interés sin riesgo, pero los diferenciales de estos valores se han estrechado, lo que probablemente refleje, entre otras cosas, las expectativas de los mercados de que el crecimiento económico en la zona del euro continúe siendo sólido. El euro se ha apreciado en términos efectivos nominales.

Los datos más recientes, principalmente los resultados de las encuestas, siguen apuntando a un crecimiento sólido y generalizado de la zona del euro a corto plazo. La transmisión de las medidas de política monetaria está respaldando la demanda interna y ha facilitado el proceso de desapalancamiento. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y del incremento de la rentabilidad empresarial. El consumo privado

---

<sup>1</sup> Según la información disponible en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 20 de julio de 2017.

sigue sustentándose en las mejoras del empleo, favorecidas también por anteriores reformas de los mercados de trabajo, y en el aumento de la riqueza de los hogares. Además, la recuperación mundial debería favorecer de manera creciente el comercio y las exportaciones de la zona del euro. No obstante, las perspectivas de crecimiento económico continúan viéndose frenadas por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, en particular en los mercados de productos, y por los ajustes aún pendientes en los balances de algunos sectores, a pesar de las mejoras en curso. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen básicamente equilibrados. Por una parte, la actual dinámica cíclica positiva aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico más intenso de lo esperado. Por otra, persisten los riesgos a la baja relacionados principalmente con factores de carácter global.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,3 % en junio, frente al 1,4 % registrado en mayo, debido fundamentalmente al descenso de la tasa de variación de los precios de la energía. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que la inflación general permanezca en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Al mismo tiempo, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos y aún no han mostrado señales claras de un repunte, dado que las presiones internas de costes, incluido el crecimiento de los salarios, siguen siendo débiles. Se espera que la inflación subyacente de la zona del euro aumente de forma solo gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria, de la continuación de la expansión económica y de la correspondiente absorción paulatina de la holgura de la economía.

El agregado monetario amplio continuó creciendo a un ritmo sólido, impulsado principalmente por sus componentes más líquidos. Además, prosigue la recuperación de los préstamos concedidos al sector privado observada desde principios de 2014, respaldada por la relajación de los criterios de aprobación y por el incremento de la demanda de préstamos. Los costes de financiación de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro siguen siendo favorables. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2017 indica que los criterios de concesión de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda volvieron a relajarse y que el crecimiento de los préstamos sigue sustentándose en la creciente demanda.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del jueves 20 de julio de 2017 decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno sigue esperando que estos tipos permanezcan en los niveles actuales durante un período prolongado, que supere con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que las compras netas de activos continuarán al actual ritmo de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre 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

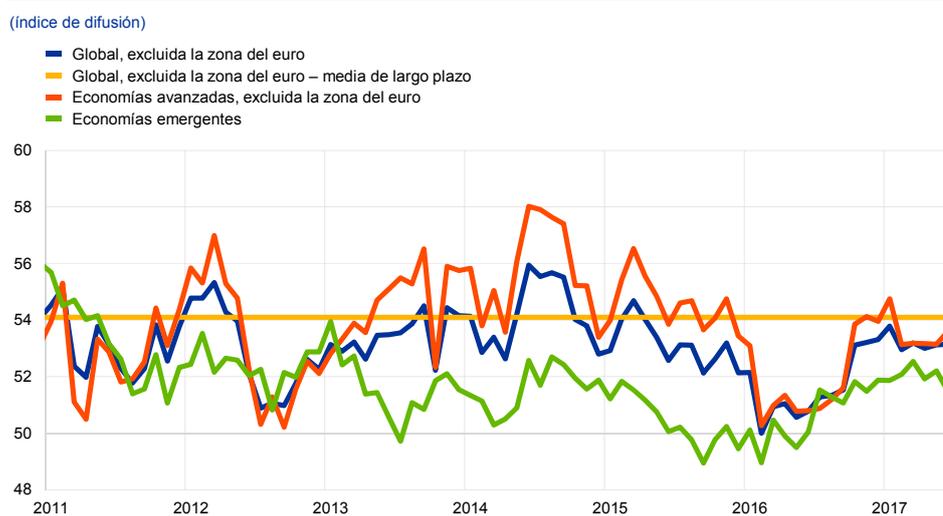
compatible con su objetivo de inflación. Las compras netas se llevan a cabo paralelamente a la reinversión del principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan venciendo.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirmó que se necesita un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas en la zona del euro aumenten gradualmente y respalden la inflación a medio plazo. Si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, el Consejo de Gobierno está preparado para ampliar el volumen y la duración del programa de compra de activos.

## 1 Entorno exterior

**Los indicadores de opinión señalan un crecimiento global sostenido.** En el segundo trimestre de 2017, el índice PMI compuesto global de producción (excluida la zona del euro) permaneció en niveles similares a los registrados en los dos trimestres anteriores, próximo a sus medias de largo plazo, sugiriendo la continuación de la expansión ininterrumpida de la actividad mundial (véase gráfico 1). Entre las principales economías avanzadas, el índice PMI se redujo en Estados Unidos, mientras que en el Reino Unido repuntó con respecto al primer trimestre. En las economías emergentes, este índice aumentó en India y Brasil, lo que en este último caso apunta a una expansión de la actividad por primera vez en tres años. En China, el índice PMI descendió hasta situarse justo por encima del umbral de expansión.

**Gráfico 1**  
Índice PMI compuesto global de producción



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde a junio de 2017.

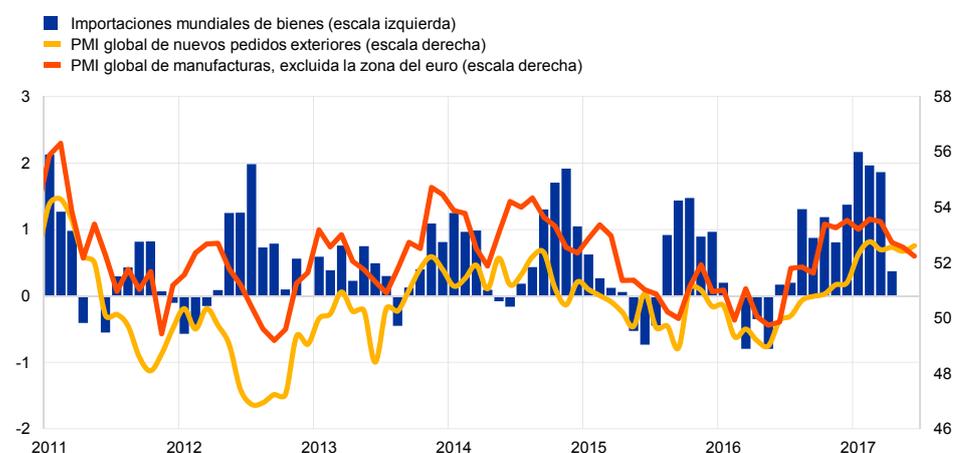
**Las condiciones financieras internacionales siguen siendo, en general, favorables.** En las economías avanzadas, los mercados de renta variable han experimentado una leve moderación en las últimas semanas. Los tipos de interés a largo plazo han aumentado ligeramente en algunas de estas economías, en un contexto de expectativas de los mercados sobre una reducción gradual del grado de acomodación monetaria. En las economías emergentes, los tipos de interés a largo plazo también se han incrementado. Sin embargo, en China, los tipos de interés del mercado interbancario se han moderado levemente en las últimas semanas, después de que las condiciones financieras se endurecieran en el período transcurrido desde principios de este año porque las autoridades trataron de reducir el apalancamiento del sistema financiero, en particular de las entidades de crédito pequeñas y de las entidades no bancarias.

**El crecimiento del comercio mundial se moderó en abril.** Tras el aumento observado a finales del año pasado y principios de este año, el crecimiento del comercio mundial se ralentizó en abril (véase gráfico 2). La tasa intertrimestral de

las importaciones mundiales de bienes en términos reales experimentó una acusada desaceleración, desde el 1,9 % de marzo hasta el 0,4 % en abril. La reducción del comercio de bienes estuvo determinada principalmente por las economías emergentes. No obstante, los indicadores adelantados continúan señalando unas perspectivas positivas a corto plazo. En particular, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se incrementó hasta situarse en el 52,6 en junio. Por otra parte, la evolución de la actividad industrial se ha mantenido relativamente vigorosa en las distintas regiones, lo que debería favorecer el comercio.

## Gráfico 2 Comercio mundial y encuestas

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



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2017 para las importaciones mundiales de bienes y a junio de 2017 para los PMI.

**La inflación mundial se moderó en mayo.** Después de aumentar ligeramente en abril y situarse en el 2,4 %, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 2,1 % en mayo en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Esta evolución fue consecuencia, fundamentalmente, de la menor contribución positiva de los precios de la energía, que compensó con creces el aumento de la contribución de los precios de los alimentos. En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, descendió levemente y se situó en el 1,8 % en mayo.

**Los precios del petróleo han experimentado fluctuaciones en las últimas semanas.** Después de descender durante el mes de junio, más recientemente, los precios del Brent se han recuperado. El descenso inicial parece haber reflejado la creencia del mercado de que la decisión adoptada por los países de la OPEP y los países productores que no pertenecen a esta organización de ampliar los recortes de producción globales hasta la próxima primavera no sería suficiente para reequilibrar el mercado de petróleo y mantener unos precios más elevados. Más recientemente, los precios del crudo han repuntado, tras publicarse que la tasa de crecimiento del número de plataformas petroleras en Estados Unidos había disminuido y que los niveles de existencias de los países de la OCDE se habían reducido en seis millones de barriles en mayo.

### **En Estados Unidos, la actividad económica repuntó en el segundo trimestre.**

El crecimiento del PIB real mejoró en el segundo trimestre en comparación con el trimestre anterior, y el gasto real en consumo y las existencias se recuperaron con respecto a los reducidos niveles observados en el primer trimestre. Además, las tensiones en el mercado de trabajo, los sólidos aumentos de los precios de los activos y los índices de confianza de los consumidores sostienen el crecimiento económico. La inflación general y la subyacente se han moderado en los últimos tres meses, debido principalmente a factores transitorios. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) volvió a descender en junio y se situó en el 1,6 %, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en el 1,7 %. En los últimos meses, la inflación subyacente medida por el IPC se ha visto frenada por la acusada caída de los precios de los servicios de telefonía móvil y la mayor debilidad del componente de vivienda. La Reserva Federal incrementó los tipos de interés en su reunión de junio y anunció también su intención de empezar a normalizar su balance en meses posteriores del año. En concreto, indicó que los pagos de principal de sus tenencias de valores únicamente se reinvertirán en la medida en que superen determinados límites gradualmente crecientes.

**En Japón continúa la expansión de la actividad económica.** El PIB real se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2017, cifra revisada ligeramente a la baja con respecto a la estimación anterior. De cara al futuro, la solidez de la demanda interna debería respaldar la actividad, al tiempo que se prevé que las exportaciones registren una desaceleración. La producción industrial avanzó solo moderadamente en los dos primeros meses del segundo trimestre, lo que podría estar asociado a la mayor debilidad de las exportaciones. En el mercado de trabajo siguen registrándose tensiones. La tasa de paro se situó en el 3,1 % en mayo de 2017, y ese mes la ratio de ofertas sobre demandantes de empleo alcanzó un nivel no observado desde principios de la década de 1990. No obstante, el crecimiento de los salarios ha continuado siendo reducido. La tasa de variación de los precios de consumo también ha sido moderada. La inflación interanual medida por los precios de consumo fue del 0,4% en mayo, mientras que la inflación medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta situarse en el -0,2 %.

**En el Reino Unido, la actividad económica se ha desacelerado de forma acusada.** En el primer trimestre de 2017, el PIB real se incrementó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, frente al 0,7 % del trimestre precedente. Esta desaceleración fue atribuible a la caída del consumo privado, ya que los hogares empezaron a notar la reducción de sus rentas derivada del aumento de la inflación y del descenso de los salarios reales. En general, los indicadores recientes sugieren que el ritmo de expansión económica se mantuvo relativamente retraído en el segundo trimestre de 2017. Aunque la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta el 2,7 % en junio, las tasas de inflación siguen siendo elevadas como consecuencia de las presiones al alza procedentes de la depreciación que ha experimentado la libra esterlina desde que se celebró el referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la Unión Europea. El 19 de junio de 2017, casi exactamente un año después del referéndum,

la Unión Europea y el Reino Unido comenzaron las negociaciones sobre el Brexit de conformidad con el artículo 50 de los Tratados.

**El dinamismo de la economía china se mantiene elevado.** La tasa de crecimiento interanual del PIB se incrementó un 6,9 % en el segundo trimestre. La tasa de variación de los precios de consumo sigue siendo moderada. Al mismo tiempo, el apalancamiento de la economía continúa aumentando, pese a las medidas adoptadas por las autoridades para abordar los riesgos en los mercados financieros.

## 2 Evolución financiera

**Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han aumentado, en general, desde principios de junio, aunque, durante el período de referencia (del 8 de junio al 19 de julio de 2017), los rendimientos se incrementaron a partir de la última semana de junio.** Esto fue resultado de la revisión por parte de los participantes en el mercado de sus expectativas sobre la orientación futura de la política monetaria, confirmando que las perspectivas macroeconómicas se estaban afianzando. En conjunto, el rendimiento del swap de eonia (OIS, en sus siglas en inglés) a diez años y los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro al mismo plazo, medidos por su media ponderada por el PIB, registraron un alza de unos 15 puntos básicos (véase gráfico 3). En los distintos países, los incrementos de los rendimientos de la deuda soberana variaron de unos pocos puntos básicos a algo más de 20 puntos básicos. En general, los diferenciales frente al tipo de interés del bono alemán a diez años tendieron a estrecharse, especialmente en Grecia, Italia, España y Portugal. En el Reino Unido, los rendimientos de la deuda soberana se incrementaron aproximadamente lo mismo que en los países la zona del euro, mientras que la subida fue más limitada en Estados Unidos y muy poco significativa en Japón. Como consecuencia del reajuste de precios que tuvo lugar en el mercado de deuda pública de la zona del euro en torno a finales de junio, la volatilidad del precio de los valores de renta fija aumentó de forma transitoria, pero revirtió durante el mes de julio, hasta situarse por debajo de los niveles vigentes alrededor de principios de junio. La volatilidad del precio de los valores de renta fija en Estados Unidos también descendió, en general, durante el período analizado.

**Gráfico 3**  
Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La línea vertical continua se refiere al comienzo del período de referencia (8 de junio de 2017). La última observación corresponde al 19 de julio de 2017. Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años.

**Los rendimientos de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras aumentaron durante el período de referencia, pero menos que los tipos de interés sin riesgo. En consecuencia, los diferenciales de estos**

### **valores con respecto a los rendimientos de la deuda soberana con calificación**

**AAA se redujeron.** En conjunto, la disminución de los diferenciales de los valores de renta fija privada observada pese al incremento de los rendimientos puede haberse producido, entre otros factores, como consecuencia del positivo dinamismo del ciclo económico de la zona del euro, que históricamente ha estado asociado a unos niveles reducidos de quiebras de empresas. El 19 de julio, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión (en promedio, correspondientes a las calificaciones AAA, AA, A y BBB) de las sociedades no financieras se contrajeron 9 puntos básicos con respecto a principios de junio y se situaron en torno a 35 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y de la deuda empresarial con calificación inferior al grado de inversión (cuya adquisición no es admisible en el marco del CSPP) también se estrecharon durante el mismo período, alrededor de 30 y 15 puntos básicos, respectivamente. El 19 de julio, estos diferenciales se situaban unos 270 y 35 puntos básicos por debajo de los niveles de marzo de 2016. Los rendimientos de los valores de renta fija privada también se incrementaron en otras áreas económicas principales como consecuencia del aumento de los rendimientos de los tipos de interés sin riesgo.

**El eonia se mantuvo estable, en torno a –36 puntos básicos, durante el período considerado.** El exceso de liquidez del sistema bancario apenas se modificó y se situó en torno a 1.650 mm de euros, y este elevado nivel continuó viéndose favorecido por las adquisiciones efectuadas en el marco del programa de compras de activos del BCE.

**La curva de tipos *forward* del eonia registró, en promedio, un movimiento al alza de alrededor de 15 puntos básicos en todos los plazos durante el período considerado.** La evolución al alza de la curva se produjo íntegramente a partir de finales de junio. En general, el incremento de los tipos *forward* del eonia alcanzó un máximo en los plazos de entre cuatro y seis años, con un avance ligeramente inferior a 25 puntos básicos. En los plazos muy largos, y especialmente en los plazos inferiores a dos años, los tipos *forward* aumentaron ligeramente. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a diciembre de 2019.

**Los índices amplios de los precios de las acciones de la zona del euro han disminuido desde principios de junio.** Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 1,6 % más bajos que a principios de junio, mientras que, en el caso de las cotizaciones del sector financiero, subieron un 1,7 %. Por un lado, las expectativas de sólido crecimiento de los beneficios continuaron sosteniendo las cotizaciones de la zona del euro, en consonancia con la mejora generalizada del entorno macroeconómico de la zona del euro (véase recuadro 2). Por otro, el reciente aumento de los rendimientos, y los mayores tipos de descuento aplicados a los beneficios esperados que lleva aparejado este aumento, ejercieron presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles. En cuanto a las instituciones financieras, es posible que los participantes en el mercado hayan interpretado la revisión al alza de

las expectativas de tipos de interés como una circunstancia que favorece un aumento de los márgenes de intermediación y la rentabilidad futura, explicando así la evolución divergente de los precios de las acciones del sector financiero y del sector no financiero. Durante el período analizado, las cotizaciones de las sociedades no financieras retrocedieron un 1,1 % en el Reino Unido, mientras que en Estados Unidos y Japón aumentaron algo más del 1 % y el 2 %, respectivamente. En estas economías avanzadas, los precios de las acciones de las instituciones financieras se incrementaron relativamente más que en la zona del euro, con la excepción de Japón, donde se mantuvieron básicamente estables. Desde principios de junio, las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos no se han modificado en general. El 19 de julio, estas expectativas se situaban, en tasa anualizada, en torno al 11 % y el 7 %, respectivamente, valores comparativamente bajos desde una perspectiva histórica.

**En los mercados cambiarios, el euro se apreció, en general, en términos efectivos.** A partir del 8 de junio, el euro se apreció frente a todas las monedas principales, incluido el dólar estadounidense (2,7 %), la libra esterlina (2 %), el yen japonés (4,2 %) y el franco suizo (1,3 %). Esta apreciación generalizada reflejó la evolución de las expectativas de los mercados en torno a la orientación de la política monetaria de las principales economías y la continuación de la recuperación económica de la zona del euro. Al mismo tiempo, las monedas de algunos Estados miembros de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro se apreciaron ligeramente frente a la moneda única, entre ellas, la corona checa (0,9 %) y el forinto húngaro (0,5 %) (véase gráfico 4).

**Gráfico 4**  
Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas



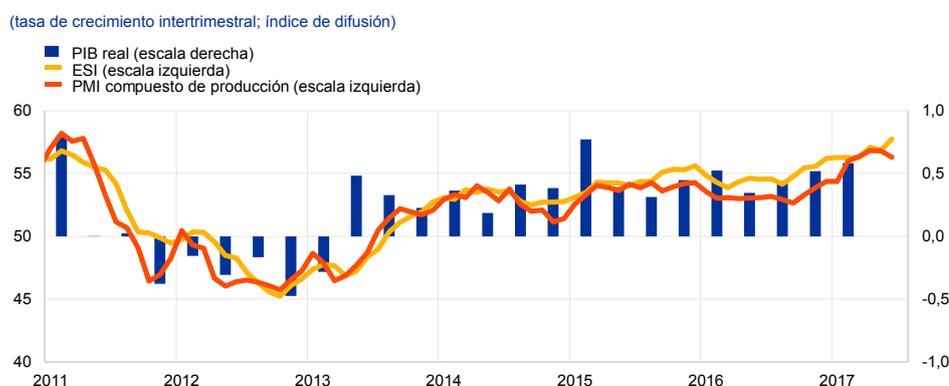
Fuente: BCE.  
Nota: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 19 de julio de 2017.

### 3 Actividad económica

**La expansión económica sólida y generalizada en la zona del euro continúa, impulsada por la demanda interna.** El PIB real siguió creciendo en el primer trimestre de 2017 (véase gráfico 5), como resultado de la contribución positiva de la demanda interna y, en menor medida, de la variación de existencias. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, mantienen su fortaleza y apuntan a que el crecimiento siguió siendo robusto en el segundo trimestre de 2017, con tasas prácticamente iguales a las observadas en los dos trimestres anteriores.

#### Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice PMI compuesto de producción



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice PMI. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2017 para el PIB real y a junio de 2017 para el ESI y el índice PMI.

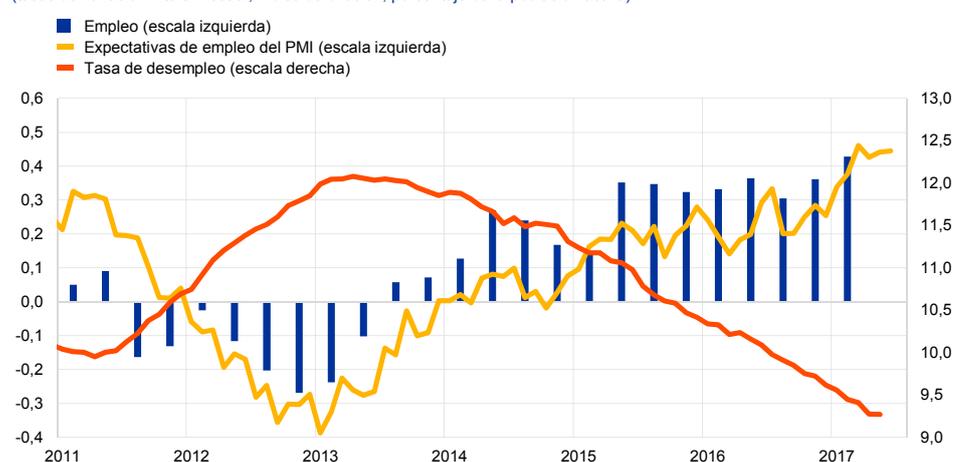
**El gasto de los hogares continúa aumentando y sigue siendo un importante determinante de la actual expansión económica.** Sin embargo, el resultado correspondiente al primer trimestre de 2017 fue relativamente bajo, al menos si se compara con la evolución del consumo en los tres años anteriores, y puede reflejar una serie de factores transitorios, incluida la subida de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de la renta real disponible de los hogares aumentó hasta situarse en el 1,7 % en el primer trimestre, desde el 1,3 % del trimestre anterior. Este incremento se debe fundamentalmente a la mayor contribución de las rentas de la propiedad, que sugiere que la mejora de la rentabilidad empresarial puede estar empezando a contribuir a la renta de los hogares (por ejemplo, como consecuencia de unos dividendos más elevados), respaldando en mayor medida el crecimiento del consumo. En el primer trimestre de 2017, la tasa de ahorro se mantuvo estable, en términos interanuales, en comparación con el trimestre anterior, ya que las tasas de crecimiento interanual de la renta disponible y del consumo registraron un aumento similar.

**Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando, impulsando así la renta y el gasto de los hogares.** Los datos más recientes muestran que, en el primer trimestre de 2017, la tasa de crecimiento intertrimestral del empleo aumentó de nuevo, un 0,4 %, dando como resultado un incremento interanual del 1,5 %. En consecuencia, el empleo se sitúa actualmente un 4 % por

encima del último mínimo, registrado en el segundo trimestre de 2013, y en un nivel ligeramente superior al máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. La tasa de desempleo de la zona del euro descendió hasta el 9,3 % en abril de 2017 y se mantuvo en ese nivel en mayo, esto es, 2,8 puntos porcentuales por debajo del máximo observado después de la crisis, en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso ha sido generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El número de parados de larga duración (personas que llevan al menos doce meses en situación de desempleo) también sigue disminuyendo, pero permanece muy por encima del nivel anterior a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a continuas mejoras en los mercados de trabajo en los próximos meses.

**Gráfico 6**  
Empleo, expectativas de empleo del PMI y desempleo en la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2017 para el empleo, a junio de 2017 para el índice PMI y a mayo de 2017 para el desempleo.

**Se espera que el crecimiento del consumo se mantenga sólido.** Los datos recientes sobre el comercio minorista y las matriculaciones de automóviles están en consonancia con un crecimiento sostenido del gasto en consumo en el segundo trimestre de 2017, posiblemente a un ritmo algo más intenso que el observado en el primer trimestre. El avance adicional del empleo, como apuntan los indicadores de opinión más recientes, también debería seguir respaldando la renta agregada y, por lo tanto, el gasto en consumo. Además, la confianza de los consumidores mejoró notablemente en el segundo trimestre y ahora ha superado, por primera vez, el máximo anterior a la crisis, registrado en mayo de 2007. Por último, la riqueza neta de los hogares en relación con la renta disponible continúa aumentando, debido principalmente a la revalorización de los activos financieros y de los activos inmobiliarios. Esta dinámica sugiere que la evolución subyacente del consumo se está viendo reforzada.

**La inversión empresarial de la zona del euro debería seguir creciendo en el segundo trimestre de 2017.** En el segundo trimestre, la mejora de las condiciones en el sector de bienes de equipo, como la creciente utilización de la

capacidad productiva, el aumento de los pedidos, la mayor confianza y la evidencia procedente de las encuestas que sugiere que se considera que han disminuido los límites a la producción, señala, en conjunto, una aceleración del actual dinamismo de la inversión. Los datos sobre la producción industrial de bienes de equipo hasta mayo también indican un incremento de la inversión empresarial en el segundo trimestre. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de la construcción apuntan a que esta creció en el segundo trimestre de 2017. Además, los indicadores de opinión sobre la situación de la demanda y la valoración de la cartera de pedidos del sector, así como la concesión de visados de obra nueva, siguen estando en línea con una dinámica subyacente positiva a corto plazo.

**Se prevé que la inversión siga constituyendo una importante contribución a las perspectivas de crecimiento a medio plazo.** La creciente demanda exterior y la fuerte demanda interna, junto con los bajos costes de financiación (véase también el recuadro titulado «El descenso de los tipos de interés y los cambios en los ingresos por intereses de los sectores» en este Boletín Económico), la disminución de la incertidumbre financiera y económica, así como el sólido crecimiento de los beneficios empresariales, deberían favorecer de manera creciente la inversión. En concreto, el crecimiento del excedente bruto de explotación de las empresas avanzó considerablemente en el primer trimestre de 2017, según las cuentas sectoriales de la zona del euro, y las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro aumentaron en el primer semestre de 2017. Por lo que respecta a la inversión en construcción, factores como el incremento de la renta disponible de los hogares y la mejora de las condiciones de concesión del crédito deberían sostener la demanda en el sector.

**Los datos mensuales sobre comercio sugieren que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro continuará a corto plazo.** Las exportaciones totales de la zona crecieron un 1,2 % en el primer trimestre, debido a la fortaleza de las exportaciones de bienes que estuvieron respaldadas por el repunte del comercio mundial. La evolución mensual del comercio de bienes hasta mayo sugiere que el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro siguió siendo relativamente sólido en el segundo trimestre de 2017, en consonancia con el comportamiento de la demanda externa. Las exportaciones (medidas por tasas de variación intertrimestral) parecen haberse sustentado en la demanda fundamentalmente de Asia, mientras que la contribución de Estados Unidos y de América Latina fue negativa. Los indicadores adelantados, como las encuestas, siguen señalando mejoras continuas de la demanda externa, y los nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero han aumentado.

**En conjunto, los indicadores económicos más recientes son acordes con un crecimiento sostenido del PIB real en el segundo trimestre de 2017, con tasas prácticamente iguales a las observadas en los dos trimestres anteriores.** La producción industrial (excluida la construcción) se incrementó de nuevo en mayo. En consecuencia, en abril y mayo la producción se situó, en promedio, un 1,2 % por encima del nivel del primer trimestre del año, en el que se incrementó un 0,1 % en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes también están en

consonancia con la continuación de una dinámica de crecimiento positiva en el corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 56,6 en el segundo trimestre de 2017, frente a 55,6 del primero, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea pasó de 108 en el primer trimestre a 110 (véase gráfico 5). Por consiguiente, tanto el ESI como el PMI, que se mantienen por encima de sus respectivas medias de largo plazo, se están acercando a los máximos registrados antes a la crisis (en 2007 y 2006, respectivamente).

**De cara al futuro se espera que la expansión económica actual siga afianzándose y generalizándose.** La transmisión de las medidas de política monetaria está favoreciendo la demanda interna y ha facilitado el proceso de desapalancamiento. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y del incremento de la rentabilidad empresarial. El consumo privado se está sustentando en las mejoras del empleo resultantes de anteriores reformas de los mercados de trabajo y en el aumento de la riqueza de los hogares. Por otra parte, la recuperación mundial debería favorecer de manera creciente el comercio y las exportaciones de la zona del euro. No obstante, las perspectivas de crecimiento económico continúan viéndose frenadas por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, en particular en los mercados de productos, y por los ajustes aún pendientes en los balances de algunos sectores, pese a las mejoras en curso. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de julio, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2017, 2018 y 2019 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de abril.

**Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen básicamente equilibrados.** Por una parte, la actual dinámica cíclica positiva aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico más intenso de lo esperado. Por otra, persisten los riesgos a la baja relacionados principalmente con factores de carácter global.

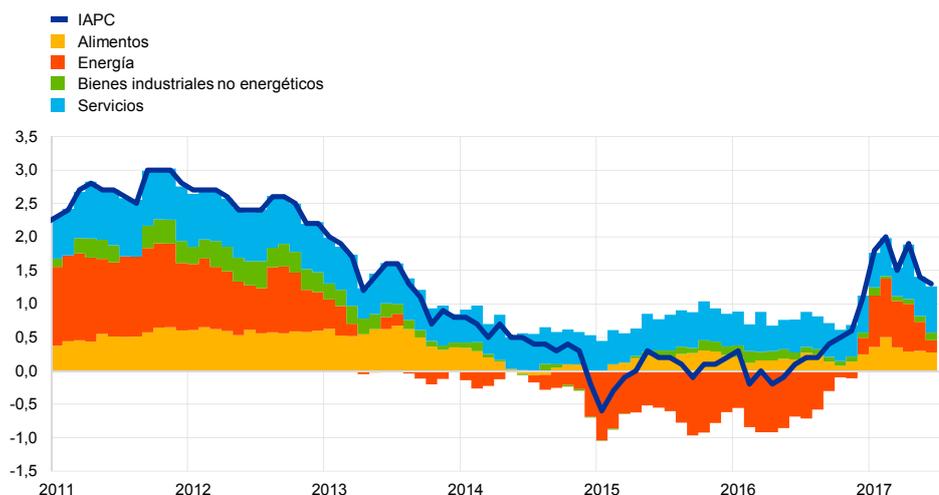
## 4 Precios y costes

**La inflación general retrocedió ligeramente en junio.** La inflación medida por el IAPC general se situó en el 1,3 % en junio, frente al 1,4 % de mayo (véase gráfico 7). Esta evolución se debió, principalmente, a la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y, en menor medida, de la de los precios de los alimentos, que se vio contrarrestada, en parte, por el incremento de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. El acusado descenso de la inflación de los precios de la energía en junio reflejó el impacto de la caída de los precios del petróleo registrada entre mediados de mayo y mediados de junio, así como un efecto de comparación más reducido que en el mes anterior. Por lo que respecta a la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, la reversión de los aumentos inusualmente pronunciados observados a principios de año continuó en junio.

### Gráfico 7

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 últimas observaciones corresponden a junio de 2017.

### La inflación subyacente aún no ha mostrado señales claras de un ajuste

**sostenido al alza.** Al margen de las variaciones intermensuales, los indicadores de la inflación subyacente son algo más elevados que a finales del año pasado, pero siguen manteniéndose en niveles reducidos en general. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,1 % en junio, frente al 0,9 % registrado en mayo y el 1,2 % de abril. Los datos de junio reflejaron la desaparición de los efectos de calendario asociados a las fechas de la Semana Santa este año. Si, además de la energía y los alimentos, se excluyen los componentes muy volátiles, como los artículos de vestir, el calzado y los servicios relacionados con turismo y viajes, la inflación medida por el IAPC muestra solo un moderado repunte en los últimos meses. Además, la mayoría de los indicadores alternativos de la inflación subyacente tampoco señalan aún un aumento, lo que

puede reflejar, en parte, los efectos indirectos retardados a la baja de las caídas anteriores de los precios del petróleo, pero también, y más importante, la persistencia de débiles presiones internas de costes.

**Las presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción aún deben transmitirse a los precios de producción de los bienes de consumo.** El fuerte repunte observado en la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial desde mediados de 2016 contribuyó a ejercer algunas presiones al alza sobre la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio en los últimos meses. También continúa transmitiéndose a las primeras fases del proceso de fijación de precios internos, lo que se refleja, por ejemplo, en el fuerte crecimiento sostenido de los precios de importación de los bienes intermedios. Estos bienes son también el principal determinante de la inflación de los precios industriales en el total de la industria (excluidas la construcción y la energía) de la zona del euro, que se situó en el 2,4 % en mayo de 2017. Sin embargo, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo en un nivel bajo, y en mayo registró un incremento de solo el 0,2 %, sin variación con respecto a marzo y abril. En consecuencia, las presiones al alza procedentes de las primeras fases del proceso de fijación de precios internos aún deben trasladarse a las fases posteriores, antes de poder transmitirse, en última instancia, a la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos.

**En términos más generales, las presiones inflacionistas internas subyacentes continuaron siendo contenidas.** La tasa de variación interanual del deflactor del PIB, que puede considerarse un indicador amplio de la evolución subyacente de los precios internos, se situó en el 0,7 % en el primer trimestre de 2017, ligeramente por debajo de la observada en el trimestre precedente. La contribución de los beneficios por unidad de producto al crecimiento del deflactor del PIB se ha moderado nuevamente debido a que los efectos positivos de la relación real de intercambio relacionados con caídas anteriores de los precios del petróleo desaparecieron y cambiaron de signo en el primer trimestre de 2017, cuando los precios del petróleo alcanzaron niveles bastante más elevados que los registrados un año antes. En cambio, la contribución de los costes laborales unitarios se ha mantenido prácticamente sin variación, dado que el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de la productividad han permanecido básicamente estables en niveles reducidos.

**El crecimiento de los salarios sigue siendo bajo.** El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,2 % en el primer trimestre de 2017, frente al 1,4 % del último trimestre de 2016, y permanece aún muy por debajo de su media desde 1999, el 2,1 %. Entre los factores que pueden haber estado lastrando el avance de los salarios, se incluyen un grado de holgura todavía significativo en el mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis. Asimismo, es posible que el entorno de baja inflación de los últimos años todavía esté contribuyendo a un menor crecimiento salarial a través de los mecanismos formales e informales de indiciación a la inflación pasada.

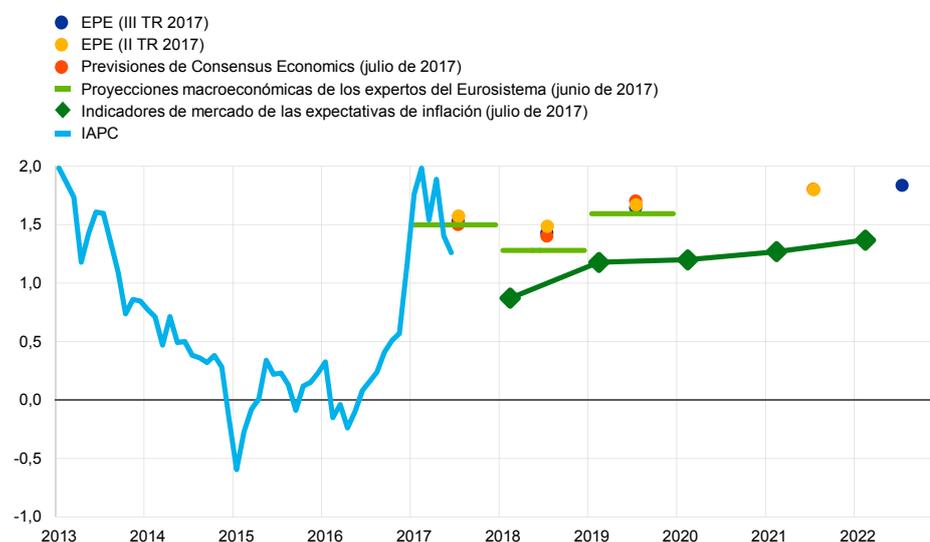
### Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo se han mantenido prácticamente estables (véase gráfico 8).

Desde mediados de junio, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años ha oscilado en torno al 1,6 %. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen situándose muy por encima de los niveles observados a mediados de 2016. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) de julio de 2017, los indicadores de opinión más recientes de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se mantuvieron en el 1,8 %<sup>2</sup>.

#### Gráfico 8

##### Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, Thomson Reuters, Consensus Economics, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y cálculos del BCE.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta junio de 2017. Las previsiones de Consensus Economics correspondientes a 2019 y a 2021 provienen de las previsiones de abril. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se obtienen de los *swaps* cupón cero de inflación medida por el IAPCx (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco). Las últimas observaciones corresponden al 19 de julio de 2017.

### Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro volvieron a aumentar en el primer trimestre de 2017.

Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda en la zona del euro se incrementaron en un 4 %, en términos interanuales, en el primer trimestre de 2017, frente al 3,7 % registrado en el último trimestre de 2016, lo que apunta a un nuevo fortalecimiento del ciclo de precios de la vivienda.

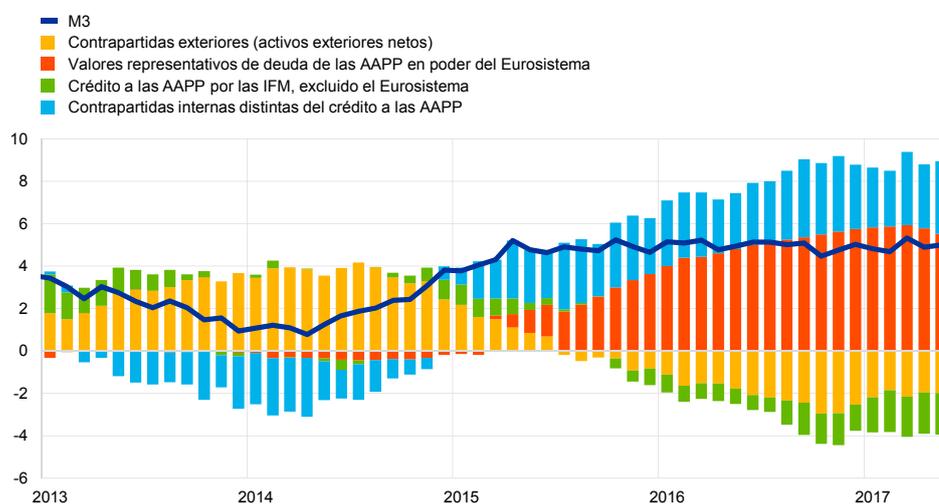
<sup>2</sup> Véase también el recuadro 4 titulado «¿Cómo evalúan los expertos en previsión económica los riesgos para la inflación?».

## 5 Dinero y crédito

**El agregado monetario amplio continuó creciendo a un ritmo sólido.** La tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció prácticamente estable en mayo de 2017 (5 %, frente al 4,9 % de abril), y ha estado fluctuando en torno al 5 % desde mediados de 2015 (véase gráfico 9). El bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y el impacto de las medidas de política monetaria del BCE continuaron respaldando el avance de M3. El crecimiento interanual de M1 mantuvo su intensidad, con una tasa del 9,3 % (sin variación con respecto a abril), y fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento de M3.

**Gráfico 9**  
M3 y sus contrapartidas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: «Contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP» incluye los pasivos financieros a más largo plazo (incluidos capital y reservas) de las IFM, el crédito al sector privado por parte de las IFM y otras contrapartidas. La última observación corresponde a mayo de 2017.

**Las contrapartidas internas del agregado monetario amplio volvieron a ser el principal factor impulsor del avance de M3.** En primer lugar, las compras de valores representativos de deuda por parte del Eurosistema en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) continuaron teniendo un considerable impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras naranjas del gráfico 9). En segundo lugar, la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado y la tasa de variación interanual significativamente negativa de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las instituciones financieras monetarias (IFM) influyeron positivamente en el crecimiento de M3 (véanse las barras azules del gráfico 9). Las amortizaciones netas de valores representativos de deuda a más largo plazo por parte de las IFM se explica, en parte, por el perfil plano de la curva de rendimientos, que está asociado a las medidas de política monetaria del BCE y que ha hecho que a los inversores les resulte menos atractivo mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. La disponibilidad de las operaciones de financiación a plazo más

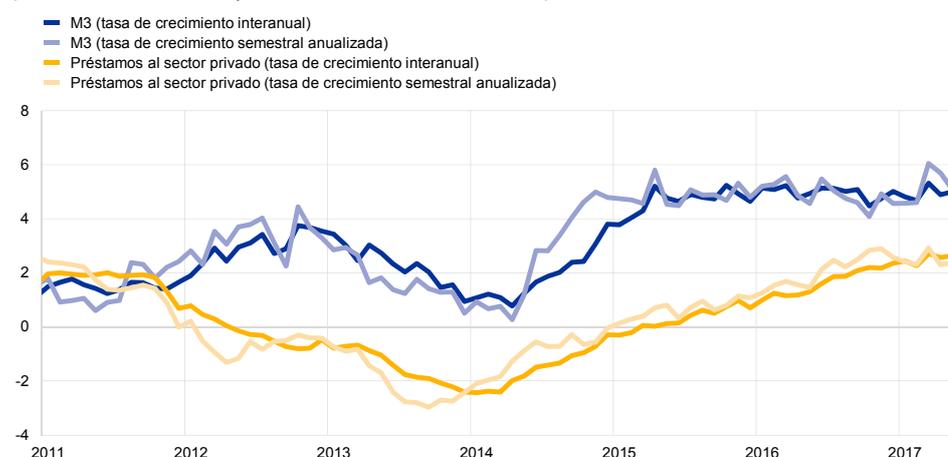
largo con objetivo específico (TLTRO) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados también influyó. En cambio, la contribución al crecimiento de M3 procedente del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, se mantuvo negativa (véanse las barras verdes del gráfico 9).

**La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM continuó ejerciendo presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3** (véanse las barras amarillas del gráfico 9). Esta evolución refleja, en parte, el reequilibrio de las carteras, en detrimento de los valores representativos de deuda de la zona del euro, ocasionado por el programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE, en particular las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes.

**Prosigue la recuperación del crecimiento del crédito.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de la tesorería (*notional cash pooling*)] permaneció estable en mayo (véase gráfico 10). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo estable en el 2,4 % en mayo, mientras que la de los préstamos a los hogares aumentó hasta el 2,6 % (desde el 2,4 % registrado en abril). La significativa disminución de los tipos de interés del crédito bancario observada en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (debido principalmente a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras generales de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios han sustentado la recuperación del crecimiento del crédito. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito.

**Gráfico 10**  
M3 y préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual y tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

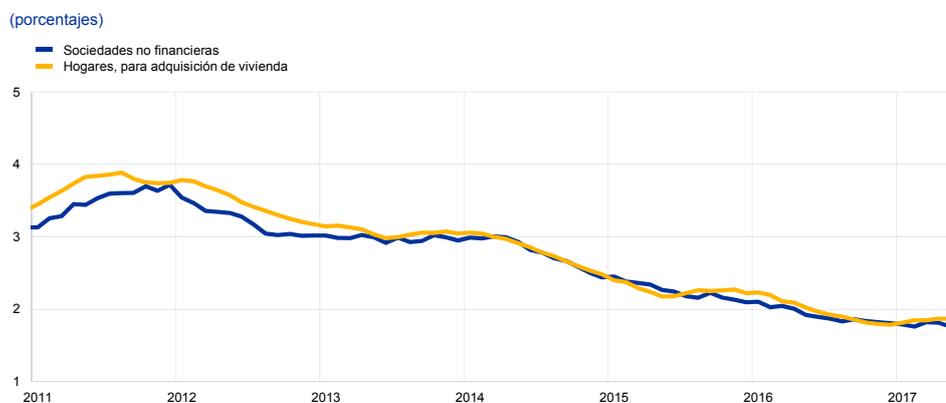
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de la tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a mayo de 2017.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2017 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por la relajación de los criterios de aprobación y por el incremento de la demanda por parte de las sociedades no financieras y los hogares.** En el segundo trimestre de 2017, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se relajaron. Las presiones competitivas siguieron siendo el principal factor que motivó esta relajación. Las entidades también señalaron un aumento de la demanda neta en todas las categorías de préstamos, que se vio impulsada, sobre todo, por las fusiones y adquisiciones, la inversión en capital fijo, el bajo nivel general de los tipos de interés y las perspectivas favorables del mercado de la vivienda. Las entidades encuestadas indicaron que el impacto principal de las TLTRO del BCE continuó siendo una suavización de las condiciones aplicadas a los préstamos. El 63 % de las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas señalaron que habían participado en la cuarta y en la última TLTRO-II, sobre todo por motivos de rentabilidad. Por último, las entidades de crédito de la zona del euro también afirmaron que habían seguido adaptándose a los cambios en materia de regulación y supervisión en la primera mitad de 2017 reforzando en mayor medida sus posiciones de capital.

**La disminución de los tipos de interés de los préstamos bancarios se ha estabilizado desde comienzos de 2017 y los tipos se han mantenido cercanos a sus mínimos históricos.** En mayo de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras se situaron en el 1,76 %, igualando el mínimo histórico observado en febrero de 2017, y los de los préstamos concedidos a los hogares, en el 1,87 % (véase gráfico 11). Estos tipos sintéticos han disminuido más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Entre mayo de 2014 y mayo de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro cayeron 117 y 104 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue especialmente pronunciado en los países vulnerables, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en la zona del euro. En ese 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 se estrechó de forma considerable. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios.

## Gráfico 11

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



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo, utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a mayo de 2017.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se moderó en el segundo trimestre de 2017.** Los datos del BCE más recientes muestran que la emisión neta de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras se ralentizó en abril y en mayo de 2017. Datos recientes procedentes del mercado sugieren que la actividad emisora se fortaleció en junio. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se mantuvo débil en el segundo trimestre de 2017 y se vio frenada por la significativa actividad de recompra de acciones en mayo.

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo favorables.** Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, aumentó moderadamente, hasta situarse en torno al 4,3 % en junio y en la primera quincena de julio de 2017. El coste de la financiación se sitúa actualmente unos 30 puntos básicos por encima de su mínimo histórico de julio de 2016, pero se mantiene considerablemente por debajo del nivel observado en el verano de 2014. El reciente aumento del coste total de la financiación refleja, sobre todo, el incremento del coste de las acciones. En cambio, el coste de la deuda, expresado como media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija, ha estado fluctuando en torno a su mínimo histórico desde agosto de 2016.