

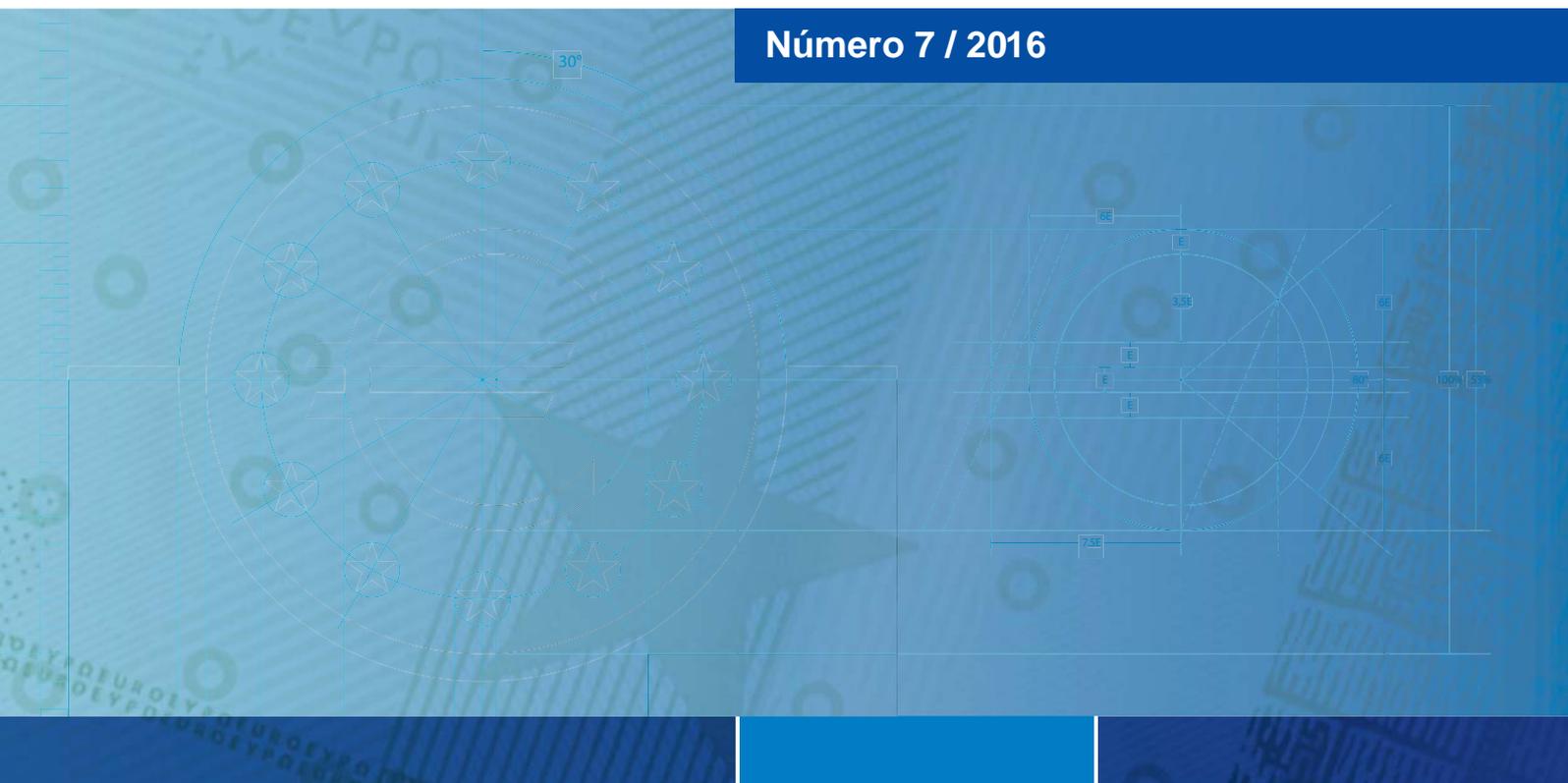


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 7 / 2016



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	4
2 Evolución financiera	8
3 Actividad económica	10
4 Precios y costes	14
5 Dinero y crédito	16
Recuadros	
1 Evolución económica tras el referéndum del Reino Unido sobre la pertenencia a la UE	20
2 Saldos TARGET y el programa de compra de activos	24
3 Evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro	28
Artículos	
1 La transmisión del tipo de cambio a la inflación de la zona del euro	31
2 Evolución de la inversión empresarial en la zona del euro desde la crisis	36

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La información disponible desde principios de septiembre confirma la continuación de una recuperación moderada, aunque sostenida, de la economía de la zona del euro y un aumento gradual de la inflación, conforme a las expectativas previas. La economía de la zona del euro ha seguido mostrando su capacidad de resistencia frente a los efectos adversos de la incertidumbre económica y política a escala mundial, ayudada por el amplio paquete de medidas de política monetaria del BCE, que asegura unas condiciones de financiación muy favorables para empresas y hogares. Sin embargo, en general, el escenario de referencia sigue estando sujeto a riesgos a la baja.

Los indicadores globales disponibles apuntan a un moderado repunte de la actividad y del comercio mundiales en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la inflación mundial se ha mantenido en niveles reducidos, dado que las anteriores caídas de los precios de la energía han lastrado el avance de los precios. Los riesgos para las perspectivas de actividad global continúan situándose a la baja y están relacionados especialmente con la incertidumbre política y los desequilibrios financieros.

Desde principios de septiembre, los rendimientos de la deuda soberana han aumentado y la curva de tipos *forward* del eonia se ha movido al alza; en particular, los rendimientos en los plazos intermedios han alcanzado niveles cercanos a los registrados a finales de junio tras el referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su pertenencia a la UE. Los diferenciales de los valores de renta fija privada se incrementaron ligeramente y, en general, fueron significativamente inferiores a los observados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el [programa de compras de bonos corporativos](#). Los precios de las acciones se han mantenido prácticamente sin variación, y las valoraciones del sector bancario permanecen en niveles especialmente bajos en comparación con principios de 2016.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. De cara al futuro, se espera que la expansión de la economía avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna debería seguir estando apoyada 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 recuperación de la inversión. Además, unos precios del petróleo aún relativamente bajos y el aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Asimismo, la orientación de la política fiscal en la zona del euro será prácticamente neutral en 2017. No obstante, se espera que la recuperación económica de la zona se vea frenada por una demanda exterior todavía débil, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Los

riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados con el entorno exterior principalmente.

Según Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,4 % en septiembre de 2016, frente al 0,2 % registrado en agosto. Este aumento obedeció principalmente a un incremento continuado de la inflación interanual de los precios de la energía, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza en la inflación subyacente. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación repunten en los dos próximos meses, debido en gran parte a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar incrementándose en 2017 y 2018.

Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han contribuido a mejorar las condiciones de financiación y los flujos crediticios en toda la zona del euro, respaldando con ello la recuperación económica. En concreto, en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2016 se indicó que el programa de compra de activos del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito habían propiciado unas condiciones crediticias más favorables. Asimismo, las entidades han seguido señalando una mejora de la demanda de préstamos, en un contexto de nuevos descensos de los tipos de interés del crédito bancario, que se situaron en mínimos históricos en agosto de 2016. Por tanto, la recuperación del crecimiento de los préstamos ha continuado a un ritmo moderado, pese a perder algo de impulso durante el verano. Con respecto a la financiación en los mercados, la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras registró un acusado avance en septiembre de 2016.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 20 de octubre de 2016, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que estos permanezcan en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. 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.

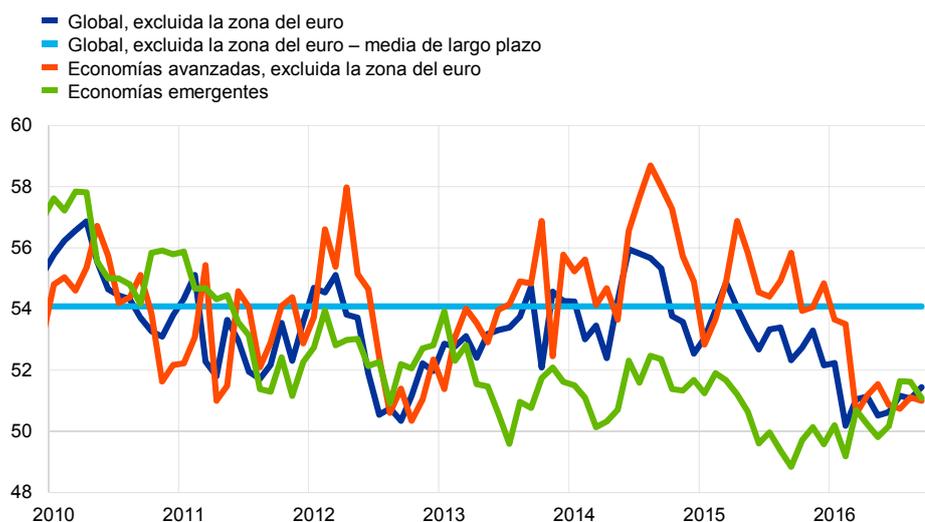
De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirma su compromiso de mantener el grado muy considerable de acomodación monetaria necesario para asegurar una convergencia sostenida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Para ello, continuará actuando, si fuera preciso, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato. En diciembre, la valoración del Consejo de Gobierno se servirá de las nuevas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos que abarcan hasta 2019 y del trabajo de los comités del Eurosistema sobre las distintas alternativas para garantizar la ejecución fluida del programa de compras hasta marzo de 2017, o hasta una fecha posterior, si fuera necesario.

Pese a la modesta recuperación observada en algunas economías emergentes, la recuperación económica mundial sigue siendo gradual. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción global volvió a aumentar ligeramente en septiembre de 2016, y el leve descenso de la producción de las manufacturas quedó compensado con el repunte registrado en los servicios (véase gráfico 1). En términos intertrimestrales, el índice PMI de producción global se incrementó hasta situarse en 51,5 en el tercer trimestre, desde 51,3 del trimestre anterior. La evolución de las economías avanzadas fue heterogénea, ya que el índice aumentó en Estados Unidos y en Japón en el tercer trimestre, pero disminuyó en el Reino Unido. Las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes han mejorado con respecto a la primera mitad del año, y las encuestas indican que la actividad económica puede haber empezado a recuperarse.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto de producción global

(Índice de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

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

Las condiciones financieras globales han seguido siendo favorables. Las economías emergentes han continuado beneficiándose de la mejora observada en la percepción de los riesgos, y los flujos de capitales a esas economías han mostrado capacidad de resistencia en un contexto de mejora generalizada de las condiciones financieras. El apetito por el riesgo a escala mundial se ha visto estimulado, en cierta medida, por las medidas adoptadas por los bancos centrales de algunas de las principales economías avanzadas. En agosto, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra redujo los tipos de interés y anunció nuevas medidas de expansión cuantitativa. En septiembre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Japón decidió imprimir un tono más acomodaticio a su política monetaria mediante la introducción de lo que denominó «expansión monetaria cuantitativa».

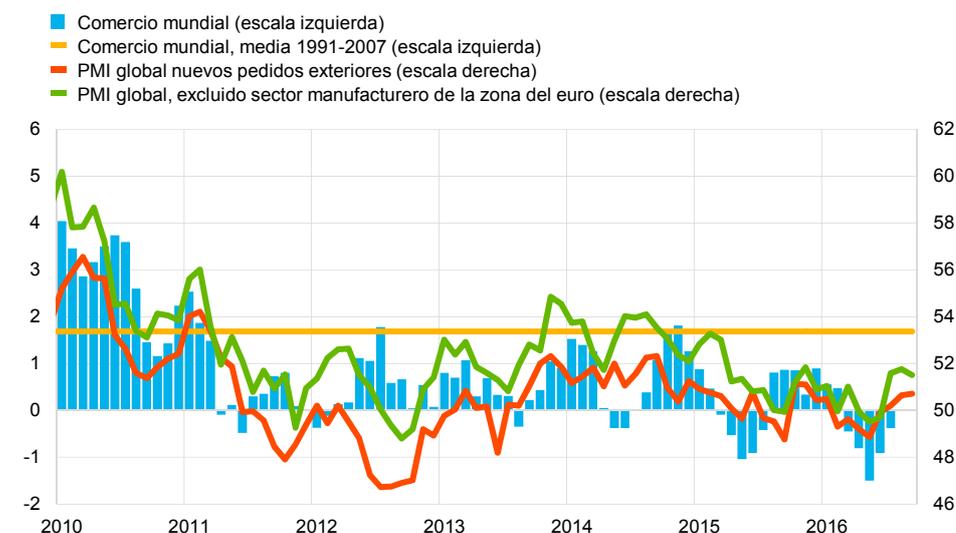
y cualitativa con control de la pendiente de la curva de rendimientos». También se comprometió a expandir la base monetaria hasta que la tasa de inflación observada supere su objetivo de estabilidad de precios y se mantenga por encima de ese nivel de manera estable. Por otra parte, en Estados Unidos, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó en septiembre que «los argumentos a favor de una subida del tipo de interés de los fondos federales son más sólidos».

El comercio mundial de bienes continúa siendo débil, pese a la modesta mejora observada. El comercio mundial de bienes volvió a disminuir en julio por quinto mes consecutivo, aunque el dinamismo subyacente siguió mejorando (véase gráfico 2). Ese mes, las importaciones mundiales de bienes en términos reales descendieron un 0,4 % en tasa intertrimestral, tras registrar una caída del 0,9 % en junio. Sin embargo, datos recientes sugieren que el crecimiento del comercio mundial puede haber tocado fondo, y el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó en el tercer trimestre.

Los bajos niveles de inflación de los precios de la energía continúan afectando a la inflación general a escala mundial. En los países pertenecientes a la OCDE, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) repuntó levemente y se situó en el 0,9 % en agosto. Por su parte, el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo invariado en el 1,8 %. Los precios de la energía continuaron cayendo en agosto, aunque a un ritmo más lento que en el mes precedente, y descendieron un 6,7 % en tasa interanual, mientras que los precios de los alimentos disminuyeron ligeramente. Aunque se espera que los efectos de base de las anteriores caídas de los precios de las materias primas contribuyan a un aumento de la inflación general en los próximos meses, la existencia de una holgada capacidad productiva sin utilizar seguirá afectando a la inflación mundial en el medio plazo.

Gráfico 2
Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

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

El precio del Brent ha aumentado de manera acusada tras el anuncio de la OPEP en relación con un acuerdo para recortar la producción de petróleo.

La decisión de la OPEP de reducir la producción entre 500.000 y un millón de barriles diarios aproximadamente —que debe ratificarse en su próxima reunión de finales de noviembre— fue, en gran medida, inesperada. No obstante, el hecho de que las existencias se sitúen próximas a máximos históricos tendrá un efecto moderador en el proceso de reajuste del mercado. Aunque la decisión sea ratificada, el exceso de existencias de los países de la OCDE se reducirá a la mitad como mucho a lo largo de los seis próximos trimestres. Los precios de las materias primas no energéticas básicamente no se han modificado desde principios de septiembre.

Los indicadores sugieren que el crecimiento del PIB de Estados Unidos se recuperó en el tercer trimestre, tras la leve desaceleración registrada a principios de este año.

El PIB real de este país avanzó a una tasa anualizada del 1,4 % en el segundo trimestre de 2016. Sin embargo, las encuestas y los indicadores cuantitativos sugieren que el ritmo de expansión se aceleró en el tercer trimestre. Se espera que el gasto en consumo siga siendo el principal factor impulsor del crecimiento, sustentado en la mejora continua de las condiciones del mercado de trabajo. En el sector no agrícola, el incremento medio mensual del número de empleados fue de 192.000 en el período de tres meses transcurrido hasta septiembre. La inflación interanual medida por el IPC de Estados Unidos aumentó hasta situarse en el 1,5 % en septiembre, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta el 2,2 %.

En Japón, el crecimiento económico sigue siendo modesto. Tras mostrar cierta debilidad en julio, las exportaciones y la producción se recuperaron en agosto. En la construcción, los nuevos pedidos registrados en julio también indicaron cierta mejora del mercado de la vivienda. Mientras tanto, las encuestas a los hogares apuntan a cierto deterioro del consumo privado, aunque el mercado laboral está mejorando. La tasa de paro descendió hasta el 3 % en julio, al tiempo que los salarios nominales aumentaron un 1,2 % en términos interanuales. La inflación interanual medida por el IPC siguió adentrándose en territorio negativo en agosto, situándose en el -0,5 %. El IPC, excluidos los alimentos frescos y la energía, que es el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, también cayó y se situó en el 0,4 %.

En el Reino Unido, el crecimiento económico sigue siendo vigoroso. Tras los acusados descensos observados en los días inmediatamente posteriores al referéndum sobre la pertenencia a la UE celebrado en el Reino Unido, muchos indicadores de corto plazo se recuperaron en agosto y septiembre. Sin embargo, se espera que la incertidumbre en torno a las negociaciones relacionadas con la salida de la Unión Europea modere la demanda interna, en especial la inversión (véase el recuadro 1 de este Boletín Económico). La inflación interanual medida por el IPC se aceleró hasta situarse en el 1 % en septiembre, y se prevé que siga aumentando como consecuencia de la reciente depreciación de la libra esterlina. Ciertamente, datos recientes sobre los precios de los bienes intermedios apuntan a la acumulación de algunas presiones latentes.

La economía china continúa expandiéndose a un ritmo vigoroso. Los datos más recientes confirman un crecimiento estable del PIB, el 6,7 % en tasa interanual, en el tercer trimestre, impulsado principalmente por el consumo, mientras que la contribución de la formación bruta de capital fijo descendió ligeramente en comparación con el segundo trimestre, en línea con el lento proceso de reajuste de la economía. La demanda exterior neta siguió representando un ligero lastre para el crecimiento. En las grandes ciudades, los precios de la vivienda han estado aumentando de manera acusada, con tasas interanuales de alrededor del 30 %. En consecuencia, algunas autoridades locales han empezado a imponer restricciones a las compras. Por su parte, en las ciudades más pequeñas los precios son más estables, en un contexto de exceso de oferta de viviendas. La inflación repuntó en septiembre, y la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta el 1,9 %, mientras que la inflación interanual de los precios de producción, que lleva en niveles negativos desde marzo de 2012, aumentó hasta situarse en el 0,1 %.

2 Evolución financiera

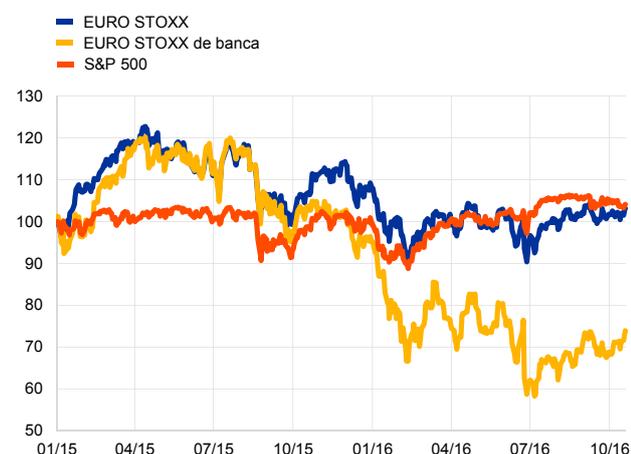
Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro

aumentaron desde principios de septiembre. Durante el período de referencia (del 8 de septiembre al 19 de octubre de 2016), los rendimientos de la deuda soberana a diez años se incrementaron entre 6 y 30 puntos básicos. En general, los diferenciales de la deuda soberana frente al tipo de interés del bono alemán a diez años se mantuvieron prácticamente estables en la mayoría de los países, excepto en Grecia y en Italia, donde se ampliaron en 12 y 21 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 3

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2015 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La observación más reciente corresponde al 19 de octubre de 2016.

Los precios de las acciones de la zona del euro permanecieron prácticamente estables desde principios de septiembre.

Al final del período considerado, el índice bursátil de la zona del euro aún se mantenía en torno a un 3 % por debajo del nivel inmediatamente anterior al referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE y un 2 % por debajo del registrado a comienzos de 2016. La preocupación sobre la rentabilidad, así como los acontecimientos en entidades de crédito y países específicos, continuaron lastrando el sector bancario de la zona del euro. El 19 de octubre, las cotizaciones bancarias se situaban aproximadamente un 20 % por debajo de los niveles observados a principios de 2016 (véase gráfico 3). Los precios de las acciones descendieron en torno a un 2 % en Estados Unidos durante el período de referencia, mientras que prácticamente no variaron en Japón y subieron más de un 2 % en el Reino Unido. En general, las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las

cotizaciones bursátiles se mantuvieron estables en la zona del euro, y fueron significativamente inferiores al máximo relativo alcanzado a finales de junio como consecuencia del referéndum del Reino Unido.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras interrumpieron la tendencia bajista imperante desde el anuncio en marzo por el Consejo de Gobierno del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés).

Tras una fase de caída de los rendimientos iniciada a principios de marzo, que incluyó un breve cambio de tendencia en junio atribuible a las tensiones provocadas por el referéndum del Reino Unido, los diferenciales de las emisiones realizadas por las sociedades no financieras de la zona del euro se ampliaron marginalmente en todas las categorías de calificación crediticia desde comienzos de septiembre. No obstante, el 19 de octubre estos diferenciales se situaban, en función de su calificación, entre 15 y 50 puntos básicos por debajo de los niveles de principios de marzo, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del CSPP. En el sector financiero, los diferenciales de la renta fija privada también se incrementaron ligeramente en todas

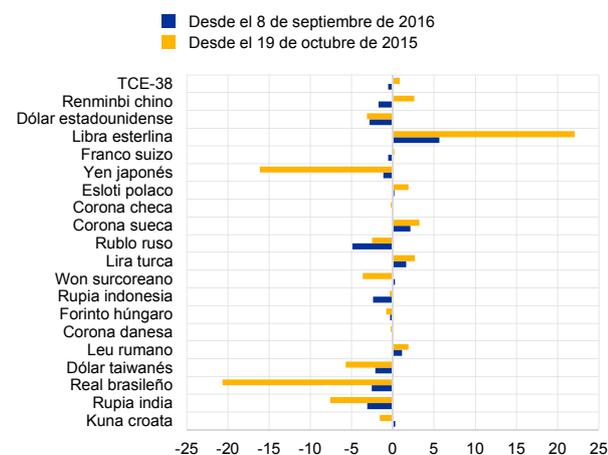
las categorías de calificación crediticia durante el período de referencia.

El comportamiento divergente de las cotizaciones del sector bancario, que han registrado un retroceso significativo desde principios de 2016, y de los diferenciales de la renta fija del sector financiero indica que la preocupación sobre la rentabilidad —más que la percepción de mayores riesgos de impago entre las entidades financieras— continúa siendo un factor fundamental de la evolución del sector bancario.

En los mercados cambiarios, el euro se mantuvo prácticamente estable en cifras ponderadas por el comercio. En términos bilaterales, el euro se apreció un 5,7 % frente a la libra esterlina desde el 8 de septiembre, en un entorno de continua incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido y también se revalorizó frente a las monedas de la mayoría de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Al mismo tiempo, el euro se depreció frente a la mayor parte de las principales monedas restantes, como el dólar estadounidense (un 2,8 %), el yen japonés (un 1,1 %) y el franco suizo (un 0,6 %), y frente a las monedas de las principales economías emergentes (véase gráfico 4).

Gráfico 4

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas (porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: TCE-38 denota 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. Todas las variaciones se han calculado con respecto al tipo de cambio vigente el 19 de octubre de 2016.

medios. Este desplazamiento al alza fue marginal en los vencimientos inferiores a dos años, y la curva se mantiene por debajo de cero en todos los vencimientos hasta el verano de 2021.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo estable, en torno a – 35 puntos básicos, durante el período considerado. Hacia el final del tercer trimestre de 2016, el Eonia ascendió temporalmente hasta alcanzar –32 puntos básicos. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 28 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.065 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco del programa ampliado de compra de activos.

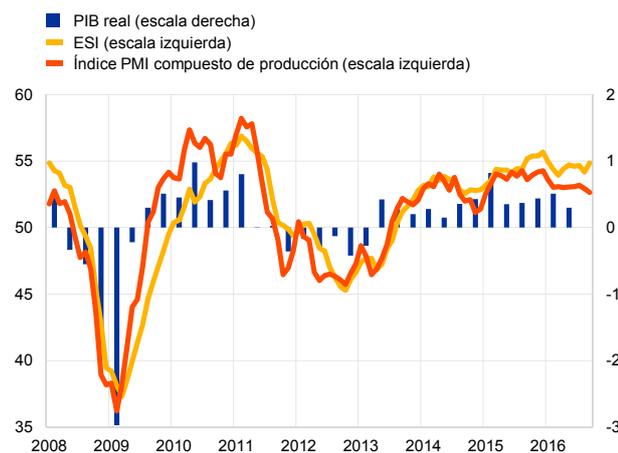
La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó al alza en relación con los mínimos registrados a principios de septiembre, especialmente en los plazos superiores a un año, y actualmente se sitúa en niveles próximos al observado inmediatamente después del referéndum del Reino Unido, en particular en los vencimientos de hasta cinco años. Durante el período considerado, la curva de tipos *forward* del eonia registró un movimiento al alza de aproximadamente 6 puntos básicos en los plazos

3 Actividad económica

La economía de la zona del euro continúa recuperándose, pese a cierta volatilidad provocada por las condiciones meteorológicas en la primera mitad de 2016. El PIB real se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2016, como resultado de una contribución modesta de la demanda interna, acompañada de una aportación más acusada de la demanda exterior neta (véase gráfico 5). En cambio, la variación de existencias contribuyó negativamente al avance del PIB en el segundo trimestre. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, han seguido mostrando capacidad de resistencia y apuntan a la continuación de un crecimiento moderado en el tercer trimestre.

Gráfico 5
PIB real, ESI e índice PMI compuesto de producción de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral; índice; índice de difusión)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI está normalizado con la media y la desviación típica del PMI. Las observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 para el PIB real y a septiembre de 2016 para el ESI y el PMI.

El gasto en consumo, principal factor impulsor de la recuperación actual, continuó contribuyendo positivamente al avance del PIB en la primera mitad de 2016. En el segundo trimestre, la tasa de crecimiento intertrimestral del consumo privado se redujo hasta el 0,2 %. Esta desaceleración debería considerarse en el contexto del sólido resultado del primer trimestre, en el que el consumo experimentó un incremento del 0,6 % intertrimestral. El menor avance del consumo en el segundo trimestre fue reflejo del aumento de la tasa de ahorro, ya que el crecimiento de la renta real se mantuvo. En efecto, durante la recuperación actual el gasto en consumo se ha visto favorecido por el incremento de la renta real disponible de los hogares, que refleja fundamentalmente el crecimiento del empleo y los bajos precios del petróleo. La renta bruta disponible real de los hogares creció un 2,5 % en términos interanuales, en el segundo trimestre de 2016, la mayor tasa de crecimiento de los últimos 15 años. Los balances de los hogares también presentan mayor disponibilidad de fondos. La deuda en relación con la renta de los hogares se ha reducido de forma continuada durante la recuperación en curso, respaldando así el avance del consumo total.

disponibilidad de fondos. La deuda en relación con la renta de los hogares se ha reducido de forma continuada durante la recuperación en curso, respaldando así el avance del consumo total.

De cara al futuro, el consumo debería continuar creciendo a un ritmo sostenido. Tras mejorar en el segundo trimestre de 2016, la confianza de los consumidores descendió ligeramente en el tercero —descenso que podría atribuirse, en parte, al resultado del referéndum del Reino Unido y a los recientes ataques terroristas—, aunque todavía se mantiene por encima de su media de largo plazo. Los datos sobre comercio minorista (hasta agosto de 2016) y las matriculaciones de vehículos (hasta septiembre de 2016) están en consonancia con el crecimiento positivo del gasto en consumo en el tercer trimestre, posiblemente a un ritmo algo mayor que en el segundo. Además, el crecimiento adicional del empleo, como

sugieren los indicadores de opinión más recientes, también deberían continuar respaldando el gasto en consumo.

La inversión se ralentizó en el segundo trimestre tras el efecto positivo de las condiciones meteorológicas sobre la construcción en el primer trimestre. En el segundo trimestre de 2016, la inversión total mostró un crecimiento nulo en tasa intertrimestral, resultante de un aumento de la inversión, excluida la construcción, que se vio contrarrestado por una caída de la inversión en construcción. El crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en el segundo trimestre fue atribuible prácticamente en su totalidad al incremento de la inversión en material de transporte, y el resto se debió a la inversión en TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones). La inversión en construcción se contrajo un 0,4% en el segundo trimestre, después de registrar tres trimestres consecutivos de crecimiento. Esta desaceleración obedeció principalmente a la evolución de la inversión en Alemania como consecuencia de la desaparición gradual del efecto meteorológico, que impulsó fuertemente al alza el resultado del primer trimestre.

La información disponible sugiere que la inversión empresarial creció moderadamente en el tercer trimestre de 2016, mientras que la inversión en construcción repuntó. El débil dinamismo de la inversión empresarial está respaldado por los datos sobre la producción industrial de bienes de equipo, que solo creció tímidamente en julio y agosto en comparación con el segundo trimestre. Además, la confianza en el sector de bienes de equipo en el tercer trimestre fue menor, en promedio, que en el segundo, y la valoración de la cartera de pedidos de este sector se mantuvo contenida en el tercer trimestre, especialmente en el caso de los pedidos exteriores, lo que apunta a que la debilidad del entorno internacional tuvo cierto impacto adverso. Por lo que se refiere a la inversión en construcción, factores subyacentes como la concesión de visados de obra nueva, la situación de la demanda en el sector y la valoración de la cartera de pedidos señalan que la recuperación continuará en el futuro. Además, los datos mensuales sobre producción más recientes, junto con los resultados de las encuestas, indican un repunte de la actividad de construcción en el tercer trimestre de este año.

Se espera que la recuperación de la inversión empresarial continúe más allá del próximo trimestre. El apoyo a esta inversión procederá previsiblemente de la demanda y de la orientación acomodaticia de la política monetaria, así como de las favorables condiciones de financiación y de las necesidades de reposición. La mejora de los beneficios también debería favorecer la inversión total en el futuro. Los riesgos a la baja para las perspectivas de inversión empresarial están relacionados con el entorno internacional, como la incertidumbre en torno al «Brexit».

En el segundo trimestre de 2016, las exportaciones totales de la zona del euro exhibieron cierta fortaleza, pero los datos mensuales sobre comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona apuntan, hasta el momento, a un tercer trimestre débil. Los resultados mensuales del comercio correspondientes a agosto sugieren que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro experimentaron un ligero repunte en comparación con el mismo período de 2015 (en términos de media móvil intertrimestral). Sin embargo, estas exportaciones continúan registrando un débil

crecimiento en términos históricos. Por lo que respecta a las economías emergentes, el avance de las exportaciones a China se desaceleró, al tiempo que las exportaciones de bienes a Rusia y América Latina disminuyeron. En cuanto a las economías avanzadas, la contribución de las exportaciones a Estados Unidos fue negativa, mientras que la de las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro probablemente haya sido positiva. De cara al futuro, se espera que la ligera apreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde principios de 2016 lastre las exportaciones de la zona del euro. Además, puede que las exportaciones se hayan visto afectadas negativamente por las posibles consecuencias del resultado del referéndum del Reino Unido sobre los flujos del comercio mundial. Indicadores más recientes, como las encuestas, señalan la continuación de la débil evolución de la demanda exterior, si bien los pedidos exteriores parecen haber mejorado en cierta medida en el tercer trimestre.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes son coherentes con la continuación de un crecimiento moderado del PIB real en el tercer trimestre de 2016.

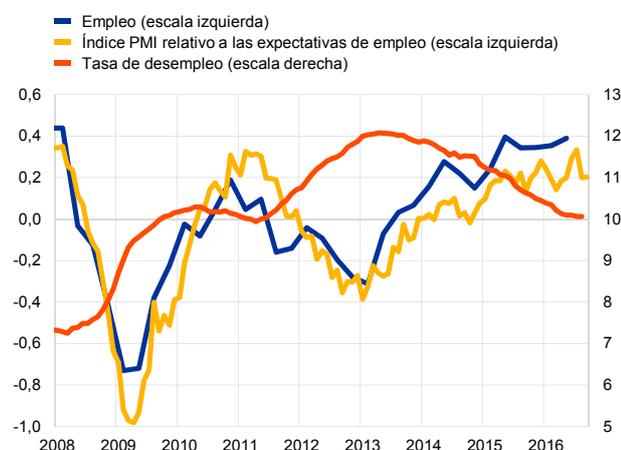
La producción industrial (excluida la construcción) exhibió un fuerte incremento intermensual en agosto de 2016, tras experimentar un menor descenso en julio. En julio y agosto, la producción industrial se situó, en promedio, un 0,1 % por encima del nivel del segundo trimestre, en el que la producción disminuyó un 0,2 % en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes están en consonancia con una tasa de crecimiento sostenido en el tercer trimestre, similar a la del segundo trimestre. El índice PMI compuesto de producción se situó en un nivel medio de 52,9 en el tercer trimestre de 2016, frente a 53,1 en el segundo, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea permaneció sin cambios en 104,3 (véase gráfico 5).

Mientras que el ESI se mantiene muy por encima de su media de largo plazo, el PMI se encuentra actualmente algo por debajo de su media histórica.

Gráfico 6

Empleo, índice PMI relativo a las expectativas de empleo 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 observaciones más recientes corresponden al segundo trimestre de 2016 para el empleo, a septiembre de 2016 para el PMI y a agosto de 2016 para el desempleo.

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando gradualmente.

En el segundo trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0,4 % en tasa intertrimestral, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,4 %. Desde el segundo trimestre de 2013, cuando el empleo empezó a crecer, el número de personas ocupadas ha aumentado un 3 % en términos acumulados. La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo invariada en el 10,1 % en agosto de 2016, dos puntos porcentuales por debajo del máximo más reciente registrado en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad. Además, el número de parados de larga duración (las personas que llevan al menos 12 meses en situación de desempleo) sigue disminuyendo lentamente, pero todavía representa más del 5 % de la población activa. Los resultados de

encuestas más recientes apuntan a mejoras adicionales en el mercado de trabajo en los próximos meses.

De cara al futuro, se espera que la expansión de la economía avance a un ritmo moderado, pero sostenido. La demanda interna debería estar 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 recuperación de la inversión. Además, unos precios del petróleo aún relativamente bajos y el aumento sostenido del empleo, relacionado también con las reformas estructurales acometidas en el pasado, prestan un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Asimismo, es probable que la orientación general de la política fiscal en la zona del euro sea prácticamente neutral en 2017. No obstante, se prevé que la recuperación económica se verá frenada por una demanda exterior todavía débil, los necesarios ajustes en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados con el entorno exterior principalmente. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB prácticamente no han variado con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de julio.

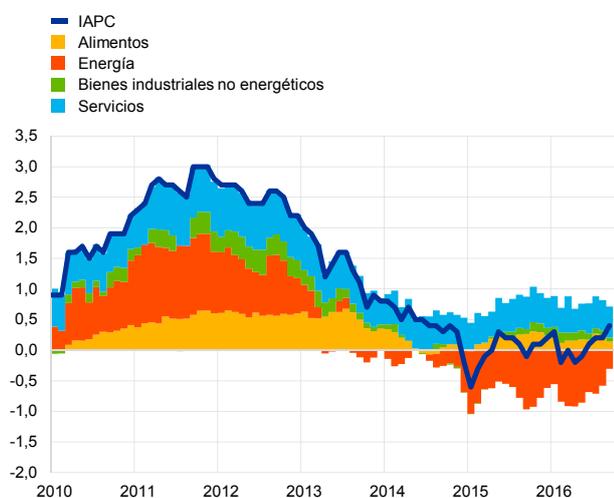
4 Precios y costes

La inflación general volvió a aumentar en los últimos meses. La tendencia al alza de la inflación general observada desde el reciente mínimo del $-0,2\%$ registrado en abril de 2016 refleja, principalmente, la progresiva disminución del efecto de las anteriores caídas de los precios del petróleo (véase gráfico 7).

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 observaciones más recientes corresponden a septiembre de 2016.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente no muestra señales claras de una tendencia al alza. Tras los avances registrados en la primera mitad de 2015, la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha oscilado en torno al 1% . Además, tampoco otros indicadores de la inflación subyacente han mostrado signos claros de un impulso al alza. Ello puede deberse, en parte, a los efectos indirectos a la baja derivados de las acusadas caídas que registraron anteriormente los precios del petróleo y de otras materias primas, que se materializan con cierto retraso. Cabe destacar que las presiones internas sobre los costes —especialmente, el crecimiento salarial— se han mantenido contenidas.

La tasa de variación de los precios de importación sigue siendo negativa, mientras que la de los precios industriales se mantiene bastante estable. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio volvió a disminuir ligeramente hasta situarse en el $-1,4\%$ en agosto, frente al $-1,3\%$ de julio. En otras fases de la cadena de precios, los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio permanecieron prácticamente estables y su tasa de crecimiento interanual se situó en el $0,1\%$ en agosto, lo que representa un leve avance con respecto al $0,0\%$ observado en julio. Aunque es probable que la mejora de las condiciones económicas haya ejercido presiones al alza sobre los precios industriales, estas pueden haber sido contrarrestadas por los bajos precios de las materias primas y por las presiones desinflacionistas globales de manera más general.

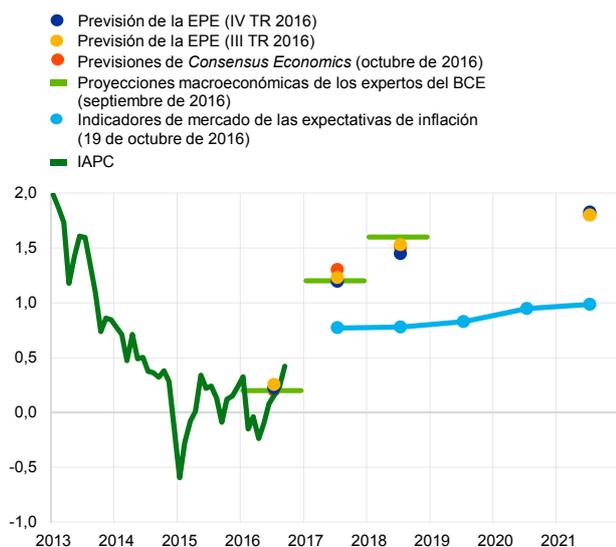
El crecimiento de los salarios se ha mantenido contenido. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó ligeramente, hasta situarse en el $1,1\%$ en el segundo trimestre de 2016, frente al $1,2\%$ registrado en el trimestre anterior. Es probable que el avance de los salarios siguiera viéndose lastrado por la significativa holgura del mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad,

la baja inflación y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis financiera y económica¹.

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 BCE y cálculos del BCE.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta septiembre de 2016. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se obtienen de los *swaps* cupón cero de inflación de la zona del euro (basados en el IAPC, excluido el tabaco).

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo han aumentado ligeramente, aunque permanecen en niveles bajos, mientras que los indicadores basados en encuestas de opinión continúan situándose bastante por encima de los indicadores de mercado (véase gráfico 8). Desde septiembre, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se han recuperado levemente en todos los plazos de vencimiento, aunque partiendo de mínimos históricos.

La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se incrementó desde el 1,29 % registrado a principios de septiembre hasta el 1,43 % a mediados de octubre. Los reducidos niveles actuales de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación reflejan, en parte, las expectativas de baja inflación de los participantes en el mercado y, en parte, la limitada demanda de protección frente a la inflación en un entorno de baja inflación. Los indicadores de las expectativas de inflación a más largo plazo basados en encuestas de opinión continúan situándose bastante por encima de los indicadores de mercado. La encuesta a expertos en previsión económica del BCE correspondiente al cuarto trimestre de 2016 indica que las expectativas de inflación dentro de cinco años se mantuvieron sin variación en el 1,8 %.

Asimismo, los participantes en el mercado siguen considerando que es muy improbable que las tasas de inflación dentro de dos y cinco años sean negativas. Otras instituciones y encuestas coinciden prácticamente con la encuesta a los expertos en previsión económica en lo relativo a las expectativas de inflación a más largo plazo.

En cuanto a los precios de la vivienda en la zona del euro, en la primera mitad del año en curso continuó la recuperación que comenzó a principios de 2014.

Según el indicador agregado de precios de los inmuebles residenciales del BCE, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda en la zona del euro fue del 3 % en el segundo trimestre de 2016, frente al 2,7 % del primer trimestre del año y al 2,2 % del último trimestre de 2015 (véase recuadro 3).

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

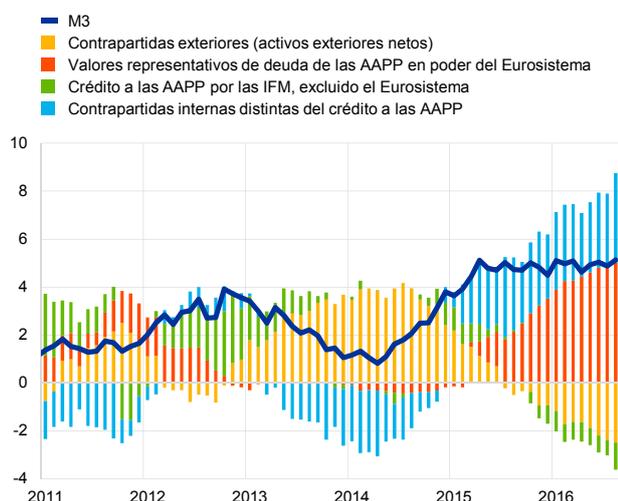
5 Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido.

La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 5,1 % en agosto, después del 4,9 % observado en julio, habiendo permanecido en torno al 5 % desde abril de 2015 (véase gráfico 9). El crecimiento de M3 volvió a verse impulsado por los componentes más líquidos, dado el bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y un perfil plano de la curva de rendimientos. Tras registrar una serie de desaceleraciones con respecto al máximo alcanzado en julio de 2015, el crecimiento interanual de M1 se elevó hasta situarse en el 8,9 %, frente al 8,4 % de julio.

Gráfico 9
M3 y sus contrapartidas

(flujos acumulados de doce meses en mm de euros; datos desestacionalizados)



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 observación más reciente corresponde a agosto de 2016.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.

Las compras de valores representativos de deuda 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 cambio, la contribución del crédito a las AAPP concedido por las instituciones financieras monetarias, excluido el Eurosistema, se mantuvo negativa (véanse las barras verdes del gráfico 9).

Las contrapartidas internas distintas del crédito a las Administraciones Públicas tuvieron también un impacto positivo en el crecimiento de M3

(véanse las barras azules del gráfico 9). Por una parte, esto refleja la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado. Por otra parte, la tasa de variación interanual significativamente negativa de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las

IFM siguió sustentando el crecimiento de M3. Esta evolución se debe, en parte, al perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria del BCE, que ha hecho que a los inversores les resulte menos favorable mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. El atractivo de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados también influyó.

La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM continuó siendo un lastre para el crecimiento interanual de M3 (véanse las barras amarillas del gráfico 9). Esta evolución refleja las salidas continuadas de capital de la zona del euro y el reequilibrio de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona; en particular, las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes

en el marco del PSPP (véase también el recuadro 2, titulado «Saldos TARGET y el programa de compra de activos» de este Boletín Económico).

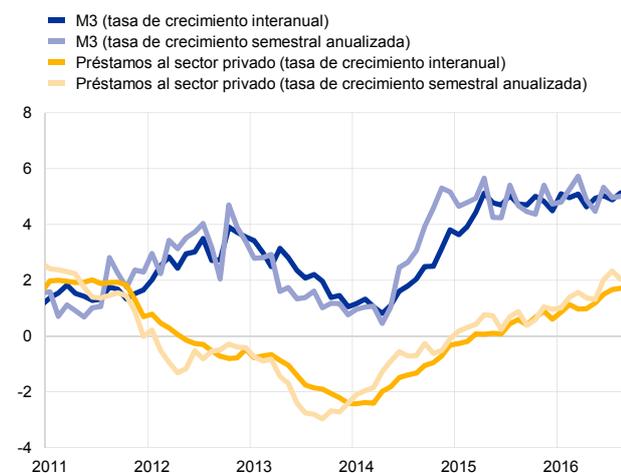
El crecimiento del crédito continuó recuperándose a un ritmo moderado.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y *cash pooling* nacional) fue estable en agosto (véase gráfico 10), tanto para los préstamos a las sociedades no financieras como para los préstamos a hogares. Si bien la recuperación gradual de la actividad crediticia perdió algo de impulso durante el verano, sigue estando respaldada por las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas desde el verano de 2014 (debido, en particular, a las medidas de política monetaria del BCE) y por las mejoras en la demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, el saneamiento de los balances financieros y no financieros y la necesidad de ajustar los modelos de negocio de las entidades de crédito en algunos países siguen lastrando el crecimiento del 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 titulaciones, otras transferencias y *cash pooling* nacional. La observación más reciente corresponde a agosto de 2016.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2016 indica que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por el aumento de la demanda de todas las categorías de préstamo en el tercer trimestre de 2016. Los criterios de aprobación se

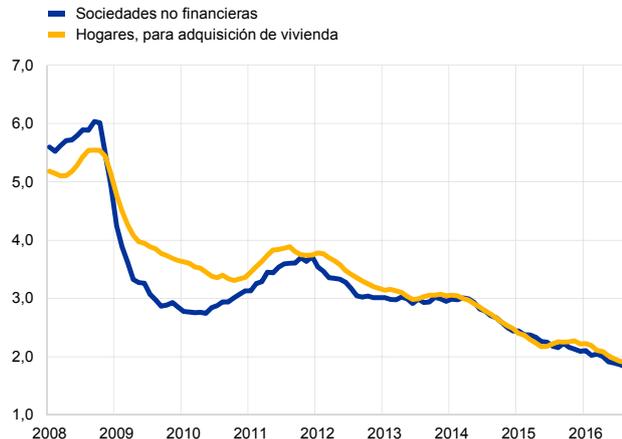
mantuvieron sin variación en el caso de los préstamos a empresas, tras una relajación neta desde el segundo trimestre de 2014, pero se suavizaron para los préstamos a hogares. Los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares continuaron relajándose debido a la presión de la competencia y, en menor medida, a la menor percepción de riesgo. Las entidades de crédito también señalaron que el programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE había relajado, en términos netos, las condiciones de los préstamos, y que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE había tenido un efecto positivo en el volumen de crédito. Al mismo tiempo, las entidades de crédito

indicaron que el APP y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito habían tenido un impacto negativo en sus márgenes.

Gráfico 11

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

(porcentajes)



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 observación más reciente corresponde a agosto de 2016.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron hasta registrar nuevos mínimos históricos en agosto (véase gráfico 11). Los tipos de

interés sintéticos del crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido considerablemente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. La reducción de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, favorecida por el menor coste de financiación a consecuencia de las TLTRO, ha respaldado el descenso de los tipos de interés sintéticos de los préstamos.

Entre mayo de 2014 y agosto 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 cayeron 110 puntos básicos y en torno a 100 puntos básicos, respectivamente. El

descenso de los tipos de interés de los préstamos bancarios durante este período fue más pronunciado

en los países vulnerables de la zona del euro que en otros países de la zona, lo que indica una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario. 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 siguió una trayectoria descendente. En general, esto indica que 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. Las reducciones de los costes de financiación de las entidades de crédito y de los tipos de interés de los préstamos bancarios han contribuido a mitigar las asimetrías que existían en los países de la zona del euro y han atenuado la fragmentación de los costes de financiación y de las condiciones de concesión del crédito.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se incrementó notablemente en septiembre de 2016, tras haber sido bastante moderada en julio y en agosto. Los datos oficiales del

BCE más recientes muestran que la actividad emisora fue escasa en julio y en agosto, debido a factores estacionales. Los datos preliminares sugieren que dicha actividad volvió a registrar un acusado avance en septiembre de 2016 y que el incremento fue generalizado en los distintos países. En general, se estima que la actividad emisora entre marzo y septiembre ha superado con un margen considerable los niveles observados en el mismo período de 2015. La emisión se vio respaldada, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos del BCE. La emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se ha mantenido bastante moderada en los últimos meses.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo favorables.

Los costes nominales de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo muy favorables, aunque se estima que han crecido ligeramente en agosto y en septiembre de 2016, tras haber alcanzado nuevos mínimos históricos en julio. El incremento se debió al aumento del coste de la financiación mediante acciones. Sin embargo, el coste de la financiación mediante valores de renta fija se ha estabilizado en niveles muy bajos en los últimos meses como consecuencia de las medidas de política monetaria no convencionales más recientes del BCE y del descenso general de los rendimientos de la renta fija a escala mundial.

Recuadros

1 Evolución económica tras el referéndum del Reino Unido sobre la pertenencia a la UE

En este recuadro se analizan la evolución reciente y las perspectivas de la economía del Reino Unido y de la zona del euro tras el resultado del referéndum sobre la pertenencia a la UE celebrado el 23 de junio de 2016². Una mayoría de los participantes, alrededor del 52 %, votó a favor de que el Reino Unido abandone la UE. Recientemente, la primera ministra ha señalado que, antes de marzo de 2017, el Reino Unido notificará oficialmente al Consejo Europeo su intención de abandonar la UE. De conformidad con el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea, la notificación pondría en marcha un proceso que culminaría con un acuerdo de retirada entre la UE y el Reino Unido. En su defecto, los Tratados de la UE dejarían de aplicarse al Reino Unido transcurridos dos años desde la notificación que activaría el artículo 50, salvo si el Consejo Europeo, de común acuerdo con este país, decidiera prorrogar dicho plazo por unanimidad. En estos momentos, la incertidumbre en torno a la relación económica futura del Reino Unido con la UE, en particular en torno a su acceso al mercado único en el futuro, es elevada.

Pese al aumento de la incertidumbre en los días inmediatamente posteriores al referéndum, hasta ahora la actividad económica en el Reino Unido ha sido resistente. El consumo privado parece haber sido particularmente vigoroso. De hecho, los indicadores GfK de confianza de los consumidores se recuperaron en agosto y en septiembre, después de experimentar fuertes caídas inmediatamente después del referéndum (véase gráfico A). Las ventas del comercio al por menor también han resistido relativamente bien. No obstante, la incertidumbre parece haber afectado a la inversión, como muestra la caída de los indicadores del clima de inversión (véase gráfico B).

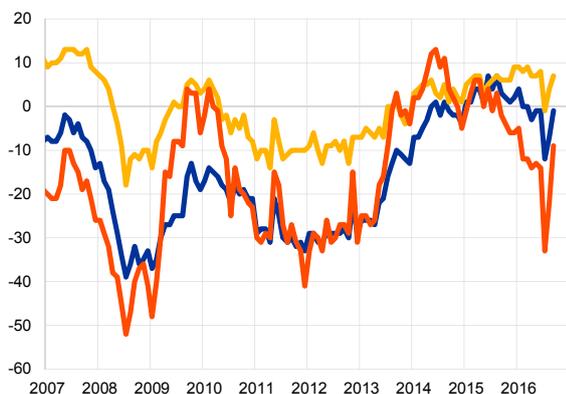
² Véase también el recuadro titulado «Impacto en las perspectivas económicas de la zona del euro del resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016.

Gráfico A

Indicadores GfK de confianza de los consumidores

(saldo entre los consumidores que mejoran su opinión y los que la empeoran)

- Confianza de los consumidores
- Situación financiera de los hogares: próximos doce meses
- Situación económica general: próximos doce meses



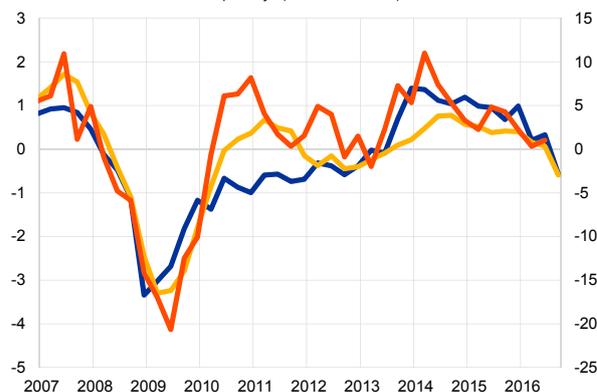
Fuente: Barómetro de Confianza de los Consumidores.
Nota: GfK significa «Gesellschaft für Konsumforschung».

Gráfico B

Indicadores del clima de inversión

(escala izquierda: serie normalizada; escala derecha: tasas de variación interanual)

- Encuesta Económica Trimestral de la Asociación de Cámaras de Comercio Británicas
- Encuesta «Agents' Survey» del Banco de Inglaterra
- Formación bruta de capital fijo (escala derecha)



Fuentes: Banco de Inglaterra (encuesta «Agents' Survey»), Asociación de Cámaras de Comercio Británicas y Oficina Nacional de Estadística.

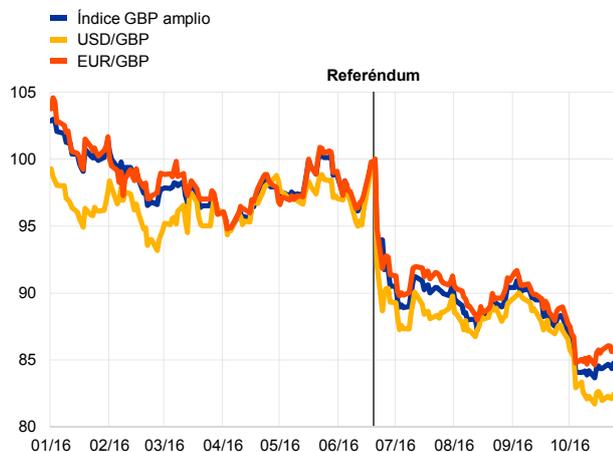
Notas: Los indicadores de opinión se han construido agregando los índices de los servicios y las manufacturas, utilizando el valor añadido como ponderación. La encuesta «Agents' Survey» se basa en datos mensuales hasta agosto de 2016.

Si se consideran los mercados de divisas, el resultado del referéndum

sorprendió a muchos participantes en el mercado. La libra esterlina experimentó una acusada depreciación en los días posteriores al referéndum, antes de estabilizarse ligeramente durante el verano (véase gráfico C). En septiembre y, en particular, a principios de octubre, la moneda británica volvió a depreciarse, ya que las declaraciones políticas efectuadas en el Reino Unido se interpretaron, en general, como que reducían la posibilidad de que el país mantenga el acceso al mercado único en el futuro. En total, la libra se ha depreciado alrededor del 15 % en términos efectivos nominales desde el referéndum.

Gráfico C Tipos de cambio

(23 de junio de 2016 = 100, disminución = depreciación de la libra esterlina)



Fuente: BCE.

Otros mercados financieros han afrontado relativamente bien el aumento de la incertidumbre.

Los mercados bursátiles se han recuperado de la brusca caída que experimentaron en los días posteriores al referéndum. Los rendimientos de la deuda pública y privada británica se mantienen por debajo de los niveles registrados antes del referéndum, aunque han aumentado ligeramente como consecuencia de las declaraciones políticas de principios de octubre anteriormente mencionadas. En agosto, el Banco de Inglaterra redujo 25 puntos básicos, hasta el 0,25 %, el tipo de interés oficial, amplió su programa de compra de activos y puso en marcha un programa de préstamo a plazo (denominado «Term Funding Scheme») para respaldar la transmisión de los tipos de interés a la economía. Además, el nuevo ministro de Economía ha renunciado al objetivo de alcanzar un superávit presupuestario

para 2019-2020 y ha manifestado que el Gobierno está dispuesto a reorientar la política fiscal en caso necesario.

De cara al futuro, en general se espera una ralentización de la actividad económica.

Las previsiones recientes de crecimiento del PIB real se han revisado considerablemente a la baja desde el referéndum (véase cuadro A). Estas proyecciones auguran una pronunciada desaceleración económica, previéndose una caída del crecimiento del PIB real hasta un rango entre el 0,8 % y el 1,1 % en 2017. Ciertamente, es probable que la mayor incertidumbre continúe afectando a la inversión en el futuro. Además, la acusada depreciación que ha experimentado recientemente la libra esterlina (véase gráfico C) reducirá gradualmente la renta real, lo que lastrará el consumo privado, al tiempo que favorecerá la demanda exterior neta. A más largo plazo, en líneas generales se espera que el crecimiento del producto siga siendo inferior a la senda proyectada antes del referéndum. Esto refleja, en parte, la transición a una economía menos abierta (en términos de comercio, migración e inversión exterior directa), lo que tiene un efecto adverso en la innovación, la competencia, la especialización y la eficiencia en la asignación de recursos y, por tanto, en la productividad y en el producto potencial.

Cuadro

Previsiones de crecimiento del PIB real en el Reino Unido

(tasa de variación interanual; variación en puntos porcentuales con respecto a las previsiones anteriores al referéndum entre paréntesis)

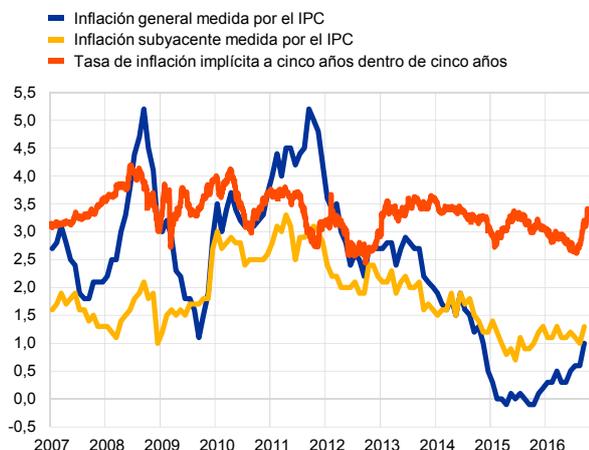
	2016	2017	2018	Más recientes	Antes del referéndum
Banco de Inglaterra	2,0 (=)	0,8 (-1,5)	1,8 (-0,5)	agosto 2016	junio 2016
Fondo Monetario Internacional	1,8 (-0,1)	1,1 (-1,2)	1,7 (-0,6)	octubre 2016	abril 2016
Comisión Europea	1,6 (-0,2)	1,1 (-0,8)	n.a.	julio 2016	mayo 2016

Fuentes: Banco de Inglaterra, Fondo Monetario Internacional y Comisión Europea.

Gráfico D

Evolución de la inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Oficina Nacional de Estadística.

Aunque, actualmente, la inflación permanece en niveles reducidos, se espera que aumente en el corto plazo. En septiembre, la inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta situarse en el 1 %, todavía por debajo del objetivo del 2 % del Banco de Inglaterra (véase gráfico D). No obstante, los indicadores de presiones inflacionistas latentes, como el indicador PMI de los precios de los consumos intermedios, han aumentado en los últimos meses, al igual que los precios de importación. Las presiones inflacionistas latentes reflejan principalmente la acusada depreciación de la libra esterlina en los últimos meses. Las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado también se han elevado.

En cuanto a la economía de la zona del euro, los datos publicados recientemente han mostrado su capacidad de resistencia, en general, y, hasta

ahora, un impacto limitado del referéndum celebrado en el Reino Unido. Los indicadores de incertidumbre política en la zona del euro han retrocedido en los últimos meses, y el indicador de sentimiento económico en la zona del euro y el PMI, que descendieron en agosto, se recuperaron en septiembre y octubre.

De cara al futuro, no puede descartarse la posibilidad de que se produzcan efectos de contagio adversos a medio plazo en la zona del euro. El impacto agregado dependerá fundamentalmente de la evolución futura del comercio de la zona con el Reino Unido y de los efectos de contagio en terceros países³. El impacto en los distintos países de la zona del euro podría variar, por ejemplo, como resultado de diferencias en la importancia de la libra esterlina en los tipos de cambio efectivos de las diferentes economías y de los vínculos comerciales que mantienen con el Reino Unido. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro podría verse estimulada, por ejemplo, por la posible relocalización de servicios financieros o por un aumento de los flujos de inversión exterior directa hacia la zona del euro reorientados desde el Reino Unido.

³ Véase también el recuadro titulado «Impacto en las perspectivas económicas de la zona del euro del resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016.

2 Saldos TARGET y el programa de compra de activos

Los saldos TARGET han registrado nuevos incrementos desde la puesta en marcha del programa de compra de activos del Eurosistema (APP, en sus siglas en inglés; véase gráfico A)⁴. Los saldos TARGET son los activos y pasivos de los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro frente al BCE que resultan de los pagos transfronterizos liquidados en dinero de banco central⁵. Cada BCN tiene, o bien un saldo positivo (es decir, un activo en TARGET), o bien un saldo negativo (es decir, un pasivo en TARGET). Cuando el sector bancario de un país recibe un flujo transfronterizo de dinero de banco central, el activo de su banco central aumenta o su pasivo disminuye. Los flujos de salida transfronterizos producen el efecto contrario. El saldo TARGET total, que es la suma de todos los saldos positivos⁶, solo se ve afectado cuando el dinero de banco central fluye entre países con saldos positivos y negativos⁷. Como consecuencia de la puesta en marcha del APP, se han incrementado los pagos transfronterizos por parte de los bancos centrales compradores, lo que ha generado nuevos aumentos del saldo TARGET total.

Gráfico A
Saldo TARGET total

(mm de euros; datos de fin de mes)



Fuente: BCE.

Notas: El saldo TARGET total es la suma de todos los saldos TARGET positivos. Las líneas verticales roja y amarilla indican el inicio de las compras al amparo del APP y del PSPP, respectivamente.

⁴ «TARGET» significa «sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real». En mayo de 2008, TARGET2 sustituyó totalmente a TARGET como sistema para la liquidación bruta en tiempo real, que gestiona y es propiedad del Eurosistema. Sin embargo, para facilitar la lectura, en este recuadro se utiliza el término «saldos TARGET» para describir los saldos acumulados por los bancos centrales en ambos sistemas, y también se emplea el término «TARGET» para referirse al sistema de pagos TARGET2.

⁵ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Publicación de los saldos TARGET», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015.

⁶ Esto es igual, en términos de valor, a la suma de todos los saldos negativos. El total de activos y pasivos suma cero, dado que todas las obligaciones resultantes de la actividad en TARGET se adeudan por y a participantes en el sistema.

⁷ El saldo TARGET total aumenta si el dinero de banco central fluye de un país con una posición deudora a un país con una posición acreedora, y disminuye si el dinero fluye en sentido contrario. Sin embargo, los flujos entre dos países con posición acreedora (o dos países con posición deudora) cambian la composición, pero no el valor, del saldo TARGET total.

Las operaciones transfronterizas en el marco del APP son habituales, dada la integración de los mercados financieros de la zona del euro, y originan variaciones en los saldos TARGET. En el APP, las operaciones con valores no se limitan al interior de las fronteras nacionales, sino que los bancos centrales compran valores a una amplia gama de entidades de contrapartida ubicadas en la zona del euro y fuera de ella. Cuando un banco central adquiere valores, realiza un pago en dinero de banco central a la entidad de contrapartida vendedora en el momento de la liquidación y recibe el valor a cambio⁸. En el caso de una operación transfronteriza⁹, dicho flujo de liquidez afecta a los saldos TARGET del BCN que lo envía y del BCN que lo recibe y podría cambiar el saldo TARGET total. Por consiguiente, la ubicación de las cuentas TARGET utilizadas por las entidades de contrapartida del APP para recibir el pago de los valores determina el impacto de las compras de activos sobre los saldos TARGET inmediatamente después de la compra¹⁰.

Las compras de activos a entidades de contrapartida ubicadas en un país diferente al del banco central comprador pueden afectar directamente a los saldos TARGET. Las entidades de contrapartida cuyos BCN están conectados a TARGET utilizan sus cuentas en dichos BCN¹¹, mientras que las entidades de contrapartida localizadas en otros países pueden usar una cuenta en un banco corresponsal con acceso a TARGET¹². Las entidades de crédito ubicadas fuera de la zona del euro tienden a realizar los pagos en TARGET a través de sucursales o bancos corresponsales situados en países con una posición acreedora en TARGET, como Alemania o Países Bajos¹³. Por tanto, cuando un BCN adquiere valores a una entidad de contrapartida de otro país, independientemente de que esté ubicada en otro país de la zona del euro o fuera de esta, es probable que la compra genere flujos transfronterizos de dinero de banco central¹⁴.

⁸ La entidad de contrapartida vendedora no tiene que ser necesariamente el propietario del valor. Las entidades de contrapartida también pueden actuar como intermediarios, manteniendo valores y gestionando operaciones en nombre de los propietarios.

⁹ Esta se define como una operación en la que el dinero se abona a una cuenta que el vendedor tiene en un banco central distinto del BCN comprador.

¹⁰ La liquidación puede realizarse en la cuenta TARGET utilizada por la entidad de contrapartida vendedora o en la cuenta TARGET de un custodio o un depositario central de valores. El análisis efectuado en este recuadro se basa en el supuesto de que la liquidez procedente de las compras en el marco del APP fluyen a la cuenta TARGET utilizada por la entidad de contrapartida. Esta simplificación se adopta para simular la distribución de liquidez que resulta directamente de las compras.

¹¹ Se incluyen las sucursales residentes en la zona del euro de grupos bancarios cuya sede central se encuentra fuera de la zona del euro. Además, actualmente hay cinco países no pertenecientes a la zona del euro que participan en TARGET: Bulgaria, Dinamarca, Croacia, Polonia y Rumanía.

¹² Las entidades de crédito con sucursales que se encuentran dentro del Espacio Económico Europeo, pero fuera de la zona del euro, también pueden tener una cuenta en un BCN del Eurosistema como participante directo en TARGET.

¹³ Para obtener un análisis más detallado sobre el tema de las entidades de crédito no ubicadas en la zona del euro con cuentas en BCN del Eurosistema, véase «The impact of Eurosystem securities purchases on the TARGET2 balances», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, marzo de 2016. Los lugares de participación en TARGET por parte de las entidades de crédito localizadas fuera de la zona del euro suelen reflejar las relaciones históricas con bancos corresponsales o sucursales en la zona del euro, y prácticamente no han variado desde que se puso en marcha el sistema de pagos TARGET2 en 2007/2008.

¹⁴ El BCE también adquiere valores en el marco del APP, y estas operaciones se registran como flujos procedentes del BCE al BCN de los vendedores. Por tanto, el pasivo del BCE en TARGET se ha incrementado desde la puesta en marcha de este programa.

En la gran mayoría de las compras del APP participan entidades de contrapartida ubicadas en un país diferente al del banco central comprador.

En términos de volumen, en alrededor del 80 % de todas las compras del APP participan entidades de contrapartida no locales¹⁵. Además, en aproximadamente el 50 % de las compras realizadas en el marco del APP intervienen vendedores residentes fuera de la zona del euro. Ello ha generado importantes flujos transfronterizos de dinero de banco central, que han afectado a los saldos TARGET nacionales y han dado lugar a flujos de entrada de dinero de banco central estructurales en países que albergan un elevado número de entidades de contrapartida no residentes (como Alemania).

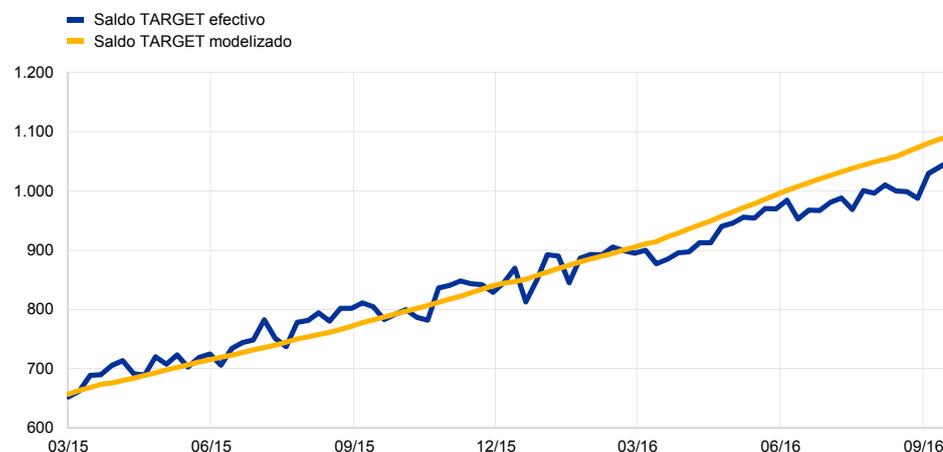
El análisis de los datos de las operaciones individuales realizadas en el marco del APP indica que la tendencia al alza observada en los saldos TARGET refleja, en gran medida, los flujos de liquidez transfronterizos derivados de la liquidación de las compras del APP. El gráfico B muestra la evolución del saldo TARGET total desde la puesta en marcha del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) en marzo de 2015, que ha dado lugar a un incremento considerable de la cantidad de liquidez inyectada a través del APP. El gráfico también presenta un modelo, que ilustra cómo habría evolucionado el saldo TARGET total si los únicos pagos transfronterizos del sistema fueran los flujos de liquidez derivados de las adquisiciones del APP desde los bancos centrales a las cuentas TARGET de las entidades de contrapartida. El saldo TARGET total ha aumentado en línea con el saldo modelizado. Aunque los flujos posteriores de liquidez originados por el APP pueden afectar de forma adicional a los saldos TARGET, hasta la fecha los flujos de liquidez de primera vuelta han proporcionado una buena aproximación del impacto del APP sobre el saldo TARGET total. El análisis de los flujos de liquidez posteriores queda fuera del alcance de este recuadro.

¹⁵ En este contexto, «no local» significa una entidad de contrapartida ubicada en un país diferente al del BCN comprador, por lo que se incluyen las entidades de contrapartida ubicadas en otros países de la zona del euro.

Gráfico B

Saldo TARGET total desde la puesta en marcha del PSPP y saldo modelizado

(mm de euros; datos semanales)



Fuentes: BCE, TARGET2 y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: El saldo TARGET modelizado se calcula utilizando datos de las operaciones realizadas en el marco del APP, así como información sobre la ubicación de las cuentas TARGET de las entidades de contrapartida del APP. El saldo modelizado muestra cómo habría evolucionado el saldo TARGET total desde marzo de 2015 si los únicos pagos transfronterizos en el sistema fueran los flujos de liquidez resultantes de las compras del APP desde los bancos centrales a las cuentas TARGET de las entidades de contrapartida.

A diferencia de lo ocurrido en períodos anteriores de aumento de los saldos TARGET, las variaciones en estos saldos inmediatamente después de las compras del APP son una consecuencia directa de la aplicación de las decisiones de política monetaria, más que un síntoma de nuevas tensiones en los mercados financieros. Los saldos TARGET se elevaron entre mediados de 2007 y finales de 2008, y de nuevo entre mediados de 2011 y mediados de 2012. Los incrementos de estos saldos en dichos períodos tuvieron su origen en las tensiones y la fragmentación de los mercados como consecuencia de las crisis financiera y de deuda soberana¹⁶. Dado que las entidades de crédito perdieron acceso a la financiación en los mercados, sustituyeron las fuentes privadas de financiación por liquidez del banco central obtenida de sus BCN a través de las operaciones de cesión temporal¹⁷. Estas operaciones no tuvieron un impacto inmediato en los saldos TARGET, puesto que se liquidaban a escala nacional¹⁸, pero la posterior redistribución de la liquidez, determinada por las tensiones y la fragmentación de los mercados, sí lo tuvo. Por tanto, la relación entre la aplicación de las decisiones de política monetaria y los saldos TARGET era indirecta. Sin embargo, con el APP existe una relación directa, ya que los bancos centrales están iniciando pagos transfronterizos para abonar los valores adquiridos en el marco del programa. La consiguiente tendencia al alza de los saldos TARGET refleja, en gran medida, la liquidación de estas operaciones transfronterizas por parte de los bancos centrales y, por ende, no es indicativa de nuevas tensiones en los mercados financieros.

¹⁶ Para más información sobre la evolución de los saldos TARGET y la aplicación de la política monetaria durante diferentes fases de la crisis financiera, véase el discurso pronunciado por Peter Praet en la cena del 20.º aniversario de BNY Mellon, celebrada en Bruselas el 15 de septiembre de 2016.

¹⁷ Para obtener un análisis más detallado sobre este tema, véase el artículo titulado «Saldos en TARGET y operaciones de política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2013.

¹⁸ Cuando se inyectan reservas a través de cesiones temporales, el BCN registra un pasivo en forma de aumento de las cuentas corrientes de bancos comerciales y contabiliza un activo en forma de operaciones de préstamo.

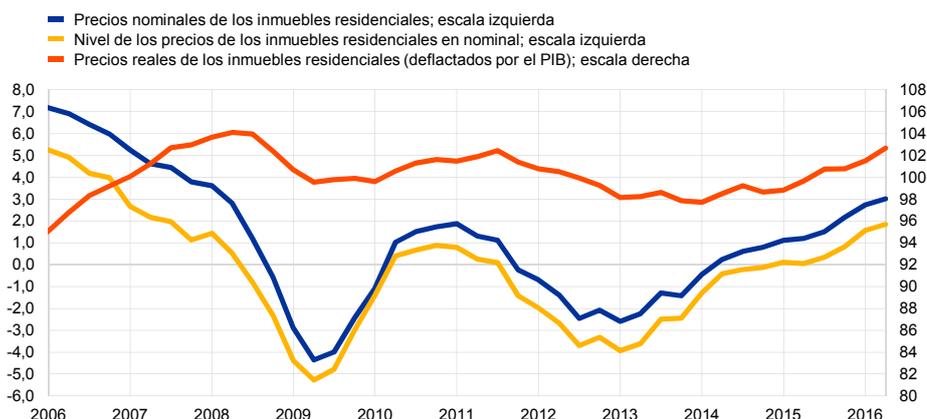
Evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

El alza de los precios de la vivienda en la zona del euro continuó en la primera mitad del año en curso. Según el indicador agregado de precios de los inmuebles residenciales del BCE, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda en la zona del euro fue del 3 % en el segundo trimestre de 2016, frente al 2,7 % del trimestre anterior y al 2,2 % del último trimestre de 2015¹⁹. Esta evolución apunta a una continuación de la recuperación iniciada a principios de 2014, después de que el índice de precios de la vivienda alcanzara un mínimo (véase gráfico A). Las tasas de crecimiento interanual retornan a su promedio histórico²⁰. En términos reales —ajustando los precios de la vivienda por el deflactor del PIB como medida de la inflación subyacente—, el crecimiento interanual de los precios reales de la vivienda ha evolucionado, de hecho, por encima del promedio histórico.

Gráfico A

Precios nominales y reales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

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

La evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro sigue siendo heterogénea entre países, pero las diferencias se van reduciendo. Parece que la dispersión ha disminuido a lo largo del tiempo, reflejando la progresiva desaparición de ajustes y correcciones en los mercados de la vivienda de algunos países tras la crisis financiera de 2007-2008. Este estrechamiento de la dispersión es consecuencia no solo del hecho de que actualmente el número de países que han registrado tasas de crecimiento altas

¹⁹ Según el Índice de Precios de la Vivienda (HPI) de Eurostat, publicado en octubre, los precios de la vivienda en la zona del euro se incrementaron un 2,9 % en términos interanuales en el segundo trimestre de 2016, habiendo registrado una ligera desaceleración con respecto al 3,1 % del primer trimestre. Aunque el HPI de Eurostat es similar, en líneas generales, al índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, para algunos países de la zona del euro, el HPI se refiere a indicadores de países distintos.

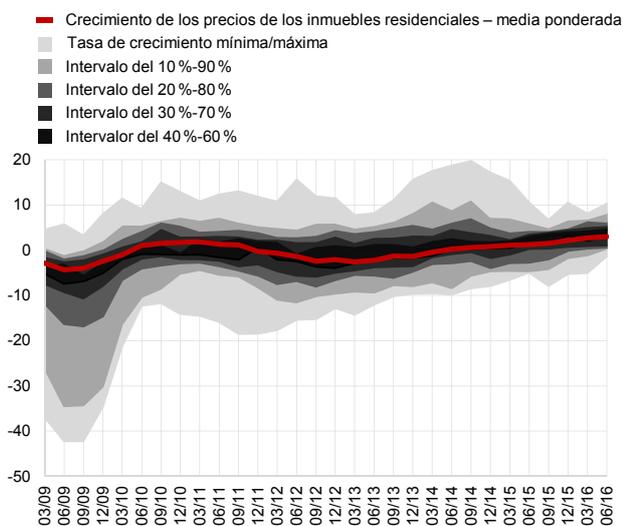
²⁰ El promedio se ha calculado a lo largo del período transcurrido desde 1999.

o bajas es menor que en el pasado, sino también de que el núcleo de la distribución de las tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales es más compacto (véase gráfico B). No obstante, el avance de los precios de la vivienda se está produciendo a distintos ritmos de crecimiento en los diferentes países. Al margen de la volatilidad a corto plazo del crecimiento de los precios de la vivienda, los países que desde principios de 2014 se han situado en el extremo superior del abanico de tasas medias de crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda son Alemania, Estonia, Irlanda, Luxemburgo, Austria y Portugal (véase gráfico C). En conjunto, este repunte se ve sustentado actualmente en el fuerte crecimiento registrado en países cuyo mercado de la vivienda no se derrumbó tras la crisis financiera (como Alemania y Austria), así como en países que sufrieron dicho desplome pero que, desde entonces, han experimentado correcciones que facilitan el avance de la recuperación (como Irlanda, España, Letonia y Lituania). Sin embargo, en Grecia, Italia y Chipre, el crecimiento medio se ha mantenido en valores negativos incluso desde 2014.

Gráfico B

Dispersión entre países de las tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro a lo largo del tiempo

(tasas de variación interanual)



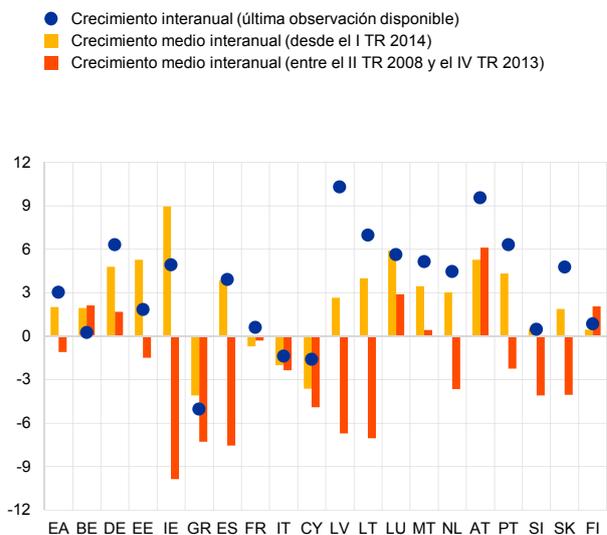
Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Notas: Las zonas sombreadas indican la banda de tasas de crecimiento de los precios de la vivienda por país en un decil de crecimiento determinado. Los deciles se basan en las tasas de crecimiento de los precios de la vivienda en el trimestre correspondiente. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016 para todos los países, salvo en el caso de Grecia, Chipre y Lituania, que corresponde al primer trimestre de 2016.

Gráfico C

Tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Notas: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016 para todos los países, salvo en el caso de Grecia, Chipre y Lituania, que corresponde al primer trimestre de 2016. Los datos de la zona del euro (EA) están agregados y ponderados por el PIB.

La actual recuperación lleva en marcha algo más de dos años y, por tanto, se encuentra aún en una fase bastante inicial. Según los datos históricos, la duración media de los principales ciclos alcistas es de cerca de nueve años²¹.

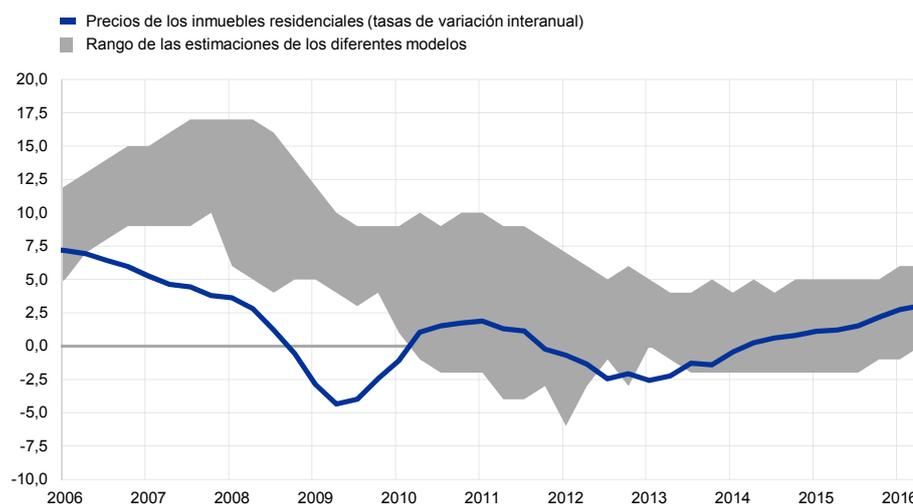
²¹ Este cálculo aplica una metodología estándar para detectar máximos y mínimos en los precios reales de la vivienda. La identificación de máximos y mínimos utiliza el algoritmo «BBQ» de D. Harding y A. Pagan, «Dissecting the cycle: a methodological investigation», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n.º 2, 2002, pp. 365-381. Véase también el artículo titulado «La situación del ciclo de los precios de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015.

Las fases alcistas de los ciclos de los precios de la vivienda se han terminado a menudo porque las expansiones desembocaron en intensos *booms* con valoraciones insostenibles. Las medidas de valoración aplicadas a los datos agregados para la zona del euro sugieren que, actualmente, los precios son acordes con los fundamentos económicos y no muestran señales del exceso observado en 2007, cuando concluyó la gran fase expansiva previa (véase gráfico D)²². Sin embargo, estos datos agregados no descartan valoraciones excesivas y las correspondientes vulnerabilidades a escala de país o regional, especialmente cuando la dinámica de los precios de la vivienda se combina con un fuerte crecimiento de las hipotecas y con un elevado apalancamiento. En el contexto actual de bajos rendimientos y de la correspondiente búsqueda continua de rentabilidad, estas vulnerabilidades deberían ser objeto de una atenta vigilancia²³.

Gráfico D

Estimación de la sobrevaloración (+) / infravaloración (-) de los precios de los inmuebles residenciales

(tasas de variación interanual; rango de las estimaciones de los diferentes modelos, en porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Nota: Las estimaciones se basan en cuatro métodos de valoración diferentes: la ratio precio/alquiler, la ratio precio/renta, el método de valoración de activos y un modelo basado en una ecuación de demanda invertida.

²² Las valoraciones estimadas suelen estar rodeadas de una incertidumbre considerable y de grandes diferencias entre unos métodos y otros. Para más detalles, véanse el recuadro titulado «Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals», *Financial Stability Review*, BCE, junio de 2011, y el recuadro titulado «A model-based valuation metric for residential property markets», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2015.

²³ Véase también *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2016.

Artículos

1 La transmisión del tipo de cambio a la inflación de la zona del euro

Los movimientos del tipo de cambio son un factor que afecta a la inflación de la zona del euro. El tipo de cambio puede influir en la inflación de la zona tanto directamente, a través del precio de los bienes de consumo final importados, como indirectamente, a través del precio de los bienes intermedios importados utilizados en la producción interna de la zona. Estudios empíricos han demostrado que el impacto de los tipos de cambio es más pronunciado e inmediato en los precios de importación que en los precios finales de consumo. Además, la magnitud y la velocidad de estos efectos presentan diferencias en las distintas categorías de productos. El entorno macroeconómico, factores que influyen en las decisiones de precios de las empresas y las perturbaciones que generan variaciones del tipo de cambio determinan la intensidad de los efectos del tipo de cambio en la inflación. Existen estudios que indican que, con el tiempo, el grado de transmisión del tipo de cambio ha disminuido en la zona del euro y en otras economías avanzadas. Esta disminución puede atribuirse a diversos factores, entre ellos el entorno de baja inflación imperante en muchas economías durante las dos últimas décadas y los cambios en la composición de las importaciones.

Introducción

La medida a través de la que las variaciones del tipo de cambio se transmiten a los precios de importación y posteriormente a los precios finales de consumo suele denominarse «transmisión del tipo de cambio». Desde la perspectiva de la política monetaria, es importante entender el papel que desempeñan los tipos de cambio en la configuración de los resultados económicos. En particular, el análisis del grado de transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios de importación o a los precios internos es fundamental para realizar un seguimiento y elaborar previsiones de inflación a escala nacional.

Las variaciones del tipo de cambio se transmiten a la inflación medida por el IAPC a través de diversos canales, tanto directos como indirectos.

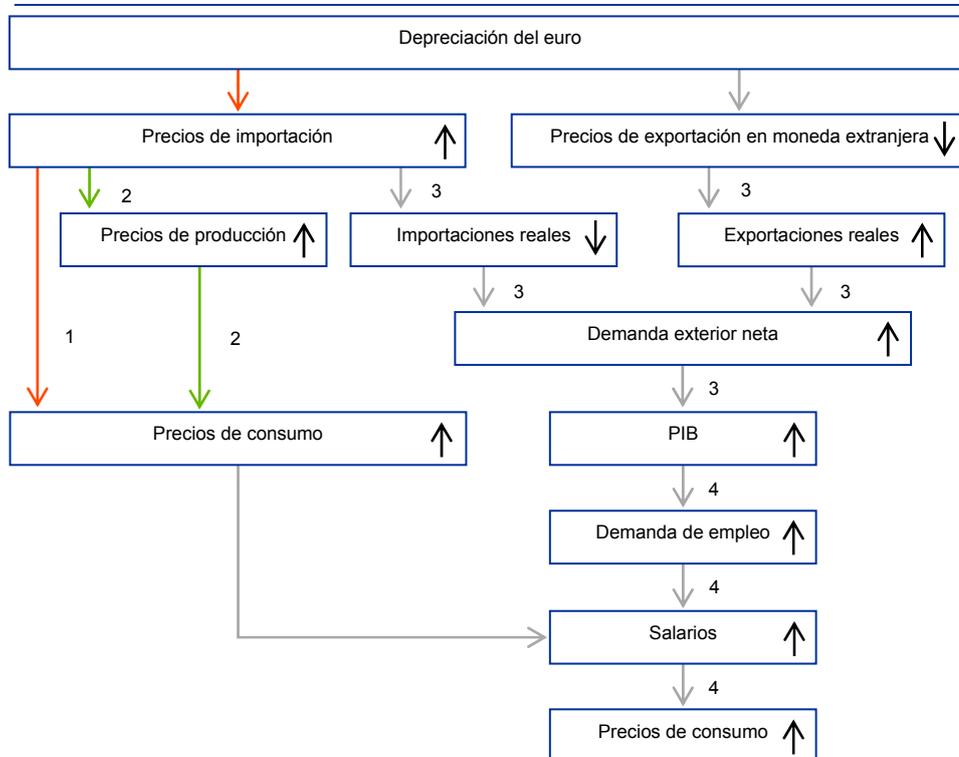
Los movimientos del tipo de cambio se trasladan directamente a los precios de consumo a través de su impacto en los precios de importación de los bienes de consumo final. Tras una depreciación del tipo de cambio, los bienes de consumo final importados se encarecen («primera fase de la transmisión»), elevando la inflación general medida por el IAPC. En la figura 1 se presenta un esquema de los efectos directos e indirectos de una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro. El canal directo está representado por una flecha con el número «1», que une directamente los precios de importación con los precios de consumo y depende de las decisiones sobre precios de productores extranjeros que exportan a la zona del euro.

Los efectos indirectos, que pueden tardar más en propagarse a la economía, se transmiten a través de los costes de producción y de canales reales. La depreciación del euro se traduce en aumentos de los costes de producción, como consecuencia del encarecimiento de los bienes intermedios importados, y estos se transmiten a las diferentes etapas de la producción nacional de bienes intermedios y de bienes finales («segunda fase de la transmisión»), con un impacto inflacionista en los precios internos de consumo. Este canal está representado por las flechas con el número «2», que conectan los precios de importación con los precios de producción y a continuación con los precios de consumo, y depende, entre otras cosas, del proceso de fijación de precios de las empresas nacionales, que podrían, bien trasladar el aumento de costes resultante de la depreciación del euro para mantener constantes los márgenes y los beneficios, o bien mantener los precios constantes y aceptar una disminución de los beneficios, moderando así la transmisión a los precios finales de consumo.

En cuanto a los canales reales, la depreciación del euro reduce los precios de las exportaciones de la zona del euro denominadas en otra moneda e incrementa los precios en euros de las importaciones. Esto, a su vez, conduce a un aumento de la demanda exterior neta y a un mayor crecimiento del PIB (representado por las flechas con el número «3»). Como el avance del crecimiento del PIB real da lugar a un incremento de la demanda de empleo y de los salarios, se generan presiones al alza sobre los precios de consumo (señaladas por las flechas con el número «4»). Estos efectos indirectos pueden verse reforzados por las expectativas de que se produzca una espiral positiva de aumento del crecimiento y de la inflación en el futuro.

Figura 1

Presentación esquemática de los efectos directos e indirectos de una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal



Nota: Las flechas que conectan las cajas indican causalidad, mientras que las flechas que están dentro de las cajas señalan la dirección del movimiento de la variable.

La composición de la cesta de consumo también es importante para entender cómo las variaciones del tipo de cambio afectan a la inflación medida por el IAPC. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) es una media ponderada de una cesta representativa de bienes y servicios consumidos por los hogares de la zona del euro. Esta cesta incluye una amplia gama de componentes, desde alimentos y prendas de vestir hasta servicios de alojamiento, con una participación diferente de los bienes intermedios importados en su estructura de producción²⁴. El efecto agregado depende de la composición de la cesta de consumo, que puede cambiar con el tiempo.

La transmisión del tipo de cambio depende también de qué perturbaciones afecten a los tipos de cambio y a la inflación en cada momento. La transmisión del tipo de cambio suele considerarse una correlación entre las variaciones del tipo de cambio y la inflación, sin ninguna interpretación económica significativa. Sin embargo, desde el punto de vista económico, la transmisión está relacionada con la naturaleza de las perturbaciones que influyen en el tipo de cambio y en los precios, ya que este es uno de los factores que afectan a la manera en que las empresas reaccionan y ajustan sus precios.

²⁴ En el sitio web del BCE puede consultarse información ([overview](#)) sobre las categorías de productos incluidos en la cesta del IAPC.

El artículo se estructura como sigue: en la siguiente sección se explica la capacidad de respuesta de diversos precios a variaciones del tipo de cambio y muestra cómo las secuencias de apreciaciones y depreciaciones dificultan considerablemente la dinámica de la relación entre el tipo de cambio y los precios. En la tercera sección se analizan los factores determinantes de la transmisión del tipo de cambio en la literatura teórica y su relevancia empírica para la zona del euro. En la cuarta sección se presentan estimaciones de la transmisión a los precios de importación y a los precios de consumo en la zona del euro efectuadas en diversos estudios y se comenta la importancia de tener en cuenta las perturbaciones macroeconómicas subyacentes al analizar los impactos del tipo de cambio, y en la última sección se presentan las conclusiones.

Conclusiones

Entender la manera en que los tipos de cambio configuran las perspectivas de inflación es esencial para una ejecución eficaz de la política monetaria y para entender la fortaleza de su mecanismo de transmisión. A partir de la evidencia obtenida de los datos disponibles, de modelos y de la literatura, este artículo contribuye a comprender mejor la compleja influencia del tipo de cambio en los precios de la zona del euro, y esa evidencia permite extraer algunas conclusiones.

En primer lugar, el efecto más acusado e inmediato del tipo de cambio es en los precios de importación, y disminuye a lo largo del proceso de fijación de precios. Correlaciones gráficas simples muestran que los precios de importación tienden a estar correlacionados con los movimientos del tipo de cambio, mientras que este efecto es más moderado en los precios de producción y en el IAPC final. La existencia de costes locales de distribución, el menor peso de los bienes intermedios importados en el IAPC final y el tiempo relativamente prolongado que los efectos indirectos de las perturbaciones cambiarias tardan en trasladarse a la economía son los principales factores que contribuyen a este patrón.

En segundo lugar, la magnitud y la velocidad de la transmisión del tipo de cambio parecen ser diferentes en las distintas categorías de productos, lo que indica que las estructuras de costes y las decisiones sobre precios de las empresas son importantes para calibrar los efectos del tipo de cambio en el nivel agregado de precios. Los resultados empíricos muestran que la transmisión a los precios de producción de los bienes intermedios es más pronunciada, mientras que es menor en el caso de los precios de los bienes de capital. El impacto en los bienes de consumo tiende a situarse entre ambos. Dentro de los componentes de los bienes industriales no energéticos, la transmisión más acusada suele corresponder a los bienes de consumo duradero. Estas diferencias a escala de categorías de bienes pueden estar relacionadas con las distintas características de los sectores.

En tercer lugar, las estimaciones de la transmisión del tipo de cambio para la zona del euro varían notablemente en los distintos modelos y períodos. Las estimaciones de la transmisión del tipo de cambio basadas en el tipo de cambio

bilateral del euro frente al dólar estadounidense se consideran proporcionalmente más elevadas que las basadas en el tipo de cambio efectivo nominal en relación con los 38 principales socios comerciales de la zona del euro. Además, estudios empíricos han proporcionado cierta evidencia de que, desde los años noventa, la sensibilidad de los precios de importación y de los precios internos al tipo de cambio nominal ha disminuido. Se han dado diversas explicaciones al respecto, como el cambio en la composición de las importaciones hacia sectores menos sensibles al tipo de cambio, una mayor proporción de operaciones denominadas en euros en las importaciones procedentes de fuera de la zona, la cobertura natural y financiera frente a los tipos de cambio a través de la participación en las cadenas globales de producción y de los instrumentos financieros, y la contribución del entorno de baja inflación.

Por último, estudios recientes propugnan tener en cuenta las perturbaciones económicas subyacentes al analizar la capacidad de reacción de los precios de importación y de los precios internos a las variaciones del tipo de cambio.

Los estudios están lejos de alcanzar un consenso sobre la importancia de cada perturbación a la hora de determinar el tipo de cambio y sobre el grado de transmisión después de cada perturbación. No obstante, parecen coincidir en que, cuando una perturbación de política monetaria afecta al tipo de cambio nominal, suele generarse una transmisión relativamente más pronunciada. El hecho de que la transmisión del tipo de cambio dependa de la perturbación puede explicar por qué, en algunos períodos, la reacción de los precios finales a las variaciones del tipo de cambio es menos o más acusada de lo que cabría esperar a partir de regularidades históricas simples.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

Evolución de la inversión empresarial en la zona del euro desde la crisis

La inversión empresarial es un importante factor impulsor del ciclo económico, así como un determinante de las perspectivas de crecimiento futuro. Aunque la ratio de inversión real de las empresas de la zona del euro sobre el valor añadido se ha recuperado en menor medida que en otras economías avanzadas, recientemente ha superado su media histórica. La recuperación de la inversión se está viendo favorecida por la mejora de la demanda, de las expectativas de beneficios y de las condiciones de financiación, combinada con la disminución de la incertidumbre. Sin embargo, el débil avance de la inversión total en la zona del euro ha hecho que el stock de capital crezca a un ritmo menor, lo que ha afectado al crecimiento potencial y al de la productividad desde la crisis. Además, la deuda bruta de las empresas de la zona del euro se mantiene elevada en términos históricos y diversos factores regulatorios e institucionales continúan lastrando la inversión empresarial, pese a la serie de reformas acometidas en los últimos años. En estos momentos, las políticas orientadas a mejorar el entorno regulatorio y las condiciones crediticias, a reducir las barreras de entrada, a incrementar la flexibilidad general de los mercados de trabajo y de productos, y a proporcionar un marco eficaz de reestructuración de la deuda son particularmente importantes para fomentar la inversión. Por último, una inversión en infraestructuras eficiente y con objetivos específicos puede favorecer la inversión empresarial.

Regularidades empíricas sobre la inversión empresarial

La inversión es un factor clave del ciclo económico y un determinante de las perspectivas de crecimiento futuro. La inversión real, que es un importante componente del gasto del PIB, con un peso de alrededor del 20 %, determina el ciclo económico a través de las fluctuaciones cíclicas. Las decisiones de inversión también influyen de manera crucial en el stock de capital y, por tanto, en el crecimiento potencial. Sin suficiente inversión, el stock de capital no puede renovarse periódicamente, lo que dificulta el progreso tecnológico y obstaculiza la realización de cambios estructurales de la economía en su conjunto. La inversión —principalmente la inversión empresarial (aproximada por la inversión real, excluida la construcción) (véase recuadro 1)— también aumenta la capacidad productiva de la mano de obra, al impulsar la intensidad del capital.

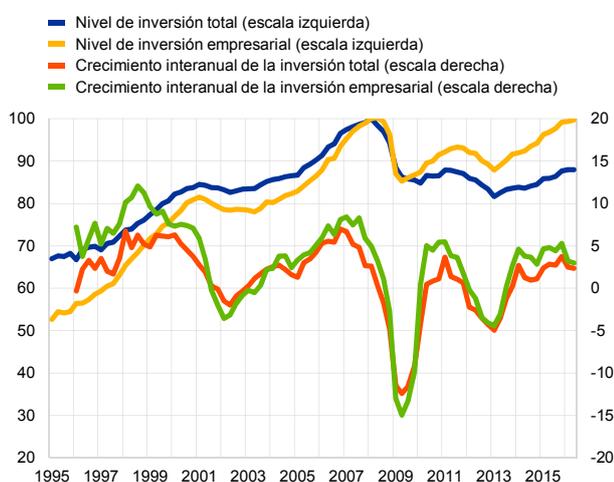
Este artículo se centra en la recuperación de la inversión real de las empresas de la zona del euro en los tres últimos años y se analizan sus factores determinantes y las políticas necesarias para mejorar las condiciones de inversión. Tras un período de contracción considerable durante la crisis, la inversión real de las empresas se ha recuperado ostensiblemente desde principios de 2013 (véase gráfico 1). La fuerte caída de la inversión total en la zona del euro observada durante la Gran Recesión y el descenso registrado en 2011-2012 fueron consecuencia de la menor inversión empresarial, pero también de la acusada

corrección a la baja de los mercados de la vivienda, en un contexto de recalentamiento de estos mercados y de persistentes restricciones presupuestarias, que se tradujeron en una reducción de la inversión en construcción y de la inversión pública. El incremento general de la formación de capital fijo total desde principios de 2013 ha estado impulsado por la inversión, excluida la construcción, mientras que la inversión en construcción no empezó a aumentar hasta 2015 (véase gráfico 2). En los últimos trimestres, la inversión real —principalmente, la inversión empresarial— se ha convertido en un importante motor de la recuperación de la zona del euro además del consumo privado.

Gráfico 1

Inversión real total e inversión empresarial en la zona del euro

(índice: I TR 2008 = 100; tasas de variación interanual)



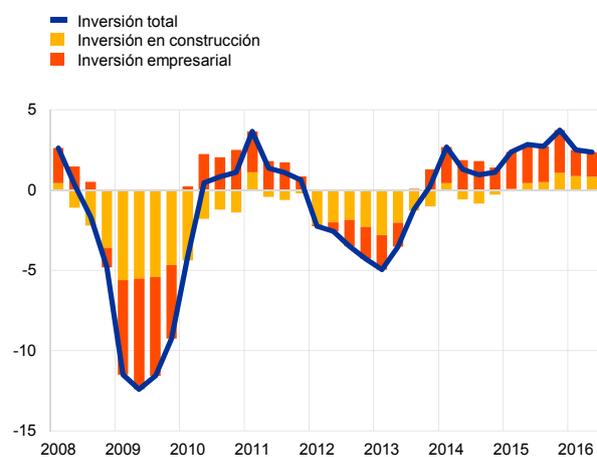
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2016. La inversión real de las empresas se refiere a la inversión, excluida la construcción.

Gráfico 2

Desglose de la inversión real total en la zona del euro

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2016. La inversión real de las empresas se refiere a la inversión, excluida la construcción.

Conclusiones

Los factores cíclicos y estructurales que sustentan la recuperación de la inversión han mejorado en los últimos años. La recuperación, que se viene registrando desde 2013, ha estado impulsada por la mejora de las condiciones de la demanda y de los beneficios y, en algunos países de la zona del euro, por el adecuado avance del proceso de desapalancamiento y por unas condiciones de financiación más favorables.

En los próximos años, la mejora de los factores cíclicos debería seguir respaldando la inversión empresarial, mientras que el menor potencial de crecimiento subyacente y los niveles aún elevados de deuda podrían frenar las decisiones de inversión. De cara al futuro, se espera que la inversión empresarial continúe creciendo. La recuperación de la demanda, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la mejora de las condiciones de financiación deberían impulsar la inversión. El aumento de los beneficios y la necesidad de

reemplazar el capital tras años de tímida formación de capital fijo también deberían favorecer la inversión total en el futuro. Sin embargo, es posible que las necesidades de desapalancamiento y un clima empresarial aún desfavorable en algunos países, así como las débiles perspectivas de crecimiento potencial, moderen el avance de la inversión. Además, la incertidumbre relativa a las futuras relaciones de la Unión Europea con el Reino Unido y las posibles implicaciones para la economía de la zona del euro podrían afectar a las perspectivas de inversión.

De cara al futuro, las políticas estructurales seguirán desempeñando un papel esencial para estimular la inversión. Para impulsar la inversión empresarial a largo plazo es fundamental contar con políticas que afecten al entorno regulatorio, mejoren la competencia en los mercados de productos, favorezcan la flexibilidad laboral y respalden el proceso de desapalancamiento y el crecimiento del crédito a través de unos marcos de insolvencia más efectivos.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

© Banco Central Europeo, 2016

Apartado de correos 60640, Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: www.ecb.europa.eu

Traducción efectuada por el Banco de España. Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 19 de octubre de 2016.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)

Número de catálogo UE QB-BP-15-005-ES-N (edición electrónica)