

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

El crecimiento mundial sigue siendo moderado y desigual. Mientras que la actividad continúa expandiéndose a un ritmo sólido en las economías avanzadas, su evolución en las economías emergentes sigue siendo débil en general y más heterogénea. Tras la significativa atonía del primer semestre de 2015, el comercio mundial se está recuperando, aunque con lentitud. La inflación mundial se ha mantenido en niveles reducidos y los descensos adicionales que han experimentado recientemente los precios del petróleo y de otras materias primas contendrán aún más las presiones inflacionistas.

La mayor incertidumbre asociada a los desarrollos en China y los nuevos descensos de los precios del petróleo se han traducido en una corrección significativa de los mercados bursátiles mundiales y en nuevas presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro. Los diferenciales de rendimiento entre los valores de renta fija privada y la deuda soberana se han ampliado ligeramente. El incremento de la incertidumbre mundial se ha visto acompañado de una apreciación del tipo de cambio efectivo del euro.

La recuperación económica de la zona del euro continúa, sustentada en gran medida en el dinamismo del consumo privado. Sin embargo, más recientemente, esta recuperación se ha visto algo frenada por la ralentización del crecimiento de las exportaciones. Los indicadores más recientes señalan que el ritmo de crecimiento económico se mantuvo casi sin variación en el cuarto trimestre de 2015. De cara al futuro, la demanda interna debería estar apoyada adicionalmente por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable sobre las condiciones financieras, así como por los avances realizados anteriormente en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, la nueva caída del precio del petróleo debería respaldar aún más la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales y, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Además, la política fiscal de la zona del euro está adquiriendo un tono ligeramente expansivo, que refleja, entre otros factores, las medidas de ayuda a los refugiados. No obstante, la recuperación de la zona del euro se ve obstaculizada por la debilidad de las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la volatilidad de los mercados financieros, los ajustes necesarios en los balances de distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja y se refieren, en particular, al aumento de la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos.

La inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el 0,2% en diciembre de 2015, frente al 0,1% de noviembre. La tasa de diciembre fue inferior a lo esperado, principalmente como consecuencia de la nueva y acusada caída de los precios del petróleo, así como de la menor tasa de variación de los precios de los alimentos y de los servicios. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron básicamente estables, tras un repunte en la primera mitad de 2015. Los precios de importación de los bienes no energéticos continuaron siendo los que más contribuyeron al avance de los precios, ya que las presiones inflacionistas internas permanecieron en niveles moderados. Sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, que se encuentran muy por debajo del nivel observado hace unas semanas, ahora se espera que, en 2016, las tasas de inflación interanual medida por el IAPC sean considerablemente inferiores a lo previsto a principios de diciembre de 2015. Actualmente se prevé que estas tasas se mantengan muy bajas o pasen a ser negativas en los próximos meses y que no repunten hasta más avanzado 2016. Posteriormente, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica, las tasas de inflación deberían seguir recuperándose, si bien se vigilarán atentamente los riesgos de efectos de segunda vuelta derivados de la nueva caída de la inflación de los precios de la energía.

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido en noviembre, impulsado principalmente por el reducido coste de oportunidad de mantener los activos monetarios más líquidos y por el impacto del programa ampliado de compra de activos (APP) del BCE. Además, el crédito al sector privado de la zona del euro se mantuvo en una senda de recuperación gradual, respaldado por la relajación de los criterios de aprobación del crédito y por el aumento de la demanda de préstamos. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras sigue siendo baja, dado que la evolución de los préstamos a empresas continúa reflejando el desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el ajuste continuado de los balances de los sectores financiero y no financiero.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y tras haber recalibrado las medidas de política monetaria del BCE en diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 21 de enero de 2016, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que continúen en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, las compras de activos progresan satisfactoriamente y siguen teniendo un impacto favorable en el coste y en la disponibilidad del crédito para empresas y hogares. Con carácter más general, habida cuenta de la evidencia disponible a principios de 2016, resulta claro que las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno desde mediados de 2014 son eficaces. Como resultado, la evolución de la economía real, la provisión de crédito y las condiciones de financiación han mejorado y han reforzado la capacidad de resistencia de la zona del euro frente a las recientes perturbaciones de la economía mundial. Las decisiones adoptadas a principios

de diciembre de ampliar las compras mensuales netas de activos por valor de 60 mm de euros hasta el final de marzo de 2017 como mínimo, y de reinvertir el principal de los valores que vayan venciendo durante el tiempo que sea necesario incrementarán significativamente la liquidez del sistema bancario y reforzarán las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés (*forward guidance*).

Con todo, a principios de este año, el Consejo de Gobierno consideró que los riesgos a la baja han vuelto a aumentar en un entorno de mayor incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, volatilidad en los mercados financieros y de materias primas y riesgos geopolíticos. En este contexto, la dinámica de la inflación en la zona del euro también sigue siendo más débil de lo esperado. En consecuencia, será necesario que el Consejo de Gobierno revise y posiblemente reconsidere la orientación de la política monetaria del BCE a principios de marzo, cuando se disponga de las nuevas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos, que incluirán también el año 2018. Hasta entonces, se trabajará para asegurar que se reúnen todas las condiciones técnicas que permitan tener preparada la gama completa de opciones de política monetaria para su aplicación, en caso necesario.

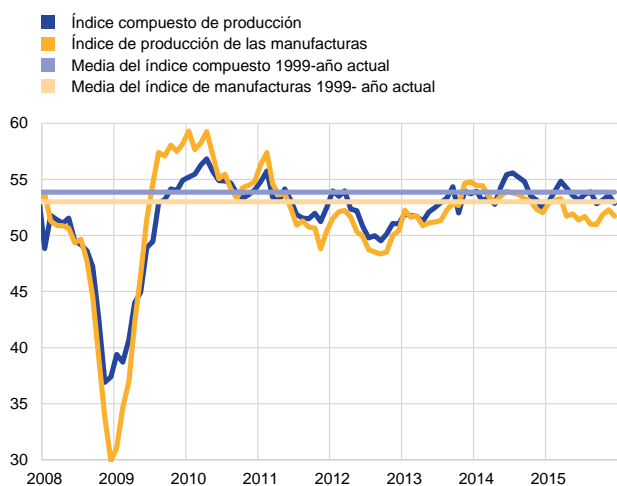
## 1 Entorno exterior

### Los indicadores de opinión sugieren que el crecimiento mundial siguió siendo moderado y desigual en torno al cambio de año.

El índice de directores de compras (PMI) global compuesto de producción descendió de 53,6 a 52,9 en diciembre de 2015, en un contexto de desaceleración en los sectores de servicios y de manufacturas (véase gráfico 1). En términos intertrimestrales, el índice PMI global de producción se redujo ligeramente en el cuarto trimestre en comparación con el trimestre anterior. Los datos apuntan a un ritmo de crecimiento sostenido en las economías avanzadas, observándose mejoras de los índices PMI en el Reino Unido y en Japón, aunque el ritmo de avance se ralentizó levemente en Estados Unidos. En las economías emergentes, la evolución continúa siendo débil, en general, y más heterogénea, y los datos de las encuestas PMI más recientes sugieren cierto fortalecimiento del crecimiento en China, una desaceleración en India y Rusia, y la persistencia de la debilidad en Brasil en el cuarto trimestre.

**Gráfico 1**  
Índice PMI global

(índice de difusión, 50 = sin variación)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a diciembre de 2015.

### El comercio mundial ha continuado recuperándose, aunque con lentitud.

Pese a que el comercio mundial estuvo muy falto de dinamismo en el primer semestre de 2015, ha mejorado en el período transcurrido desde entonces. El crecimiento del volumen de las importaciones mundiales de bienes descendió ligeramente y se situó en el 1,8% (en tasa intertrimestral) en octubre, frente al 2,3% de septiembre. El ritmo de crecimiento de las importaciones se fortaleció en las economías avanzadas, pero la contribución de las economías emergentes se redujo, debido principalmente a la caída del comercio en América Latina. No obstante, los datos mensuales preliminares a nivel de países confirman que el avance de las importaciones mundiales pudo haber vuelto a moderarse hacia finales del año pasado. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores retrocedió ligeramente

en diciembre (hasta situarse en 50,6), aunque permaneció en terreno positivo, sugiriendo que el crecimiento del comercio siguió siendo moderado en torno al cambio de año.

**La inflación mundial se ha mantenido en niveles reducidos.** La contribución menos negativa de los precios de la energía impulsó ligeramente al alza la tasa de variación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE, hasta situarse en el 0,7% en noviembre, desde el 0,6% del mes precedente. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, no varió y fue del 1,8%. No obstante, los bajos niveles de inflación medida por el IPC registrados, en general, a escala mundial, ocultan diferencias sustanciales entre países. Aunque la inflación general es reducida en la mayoría de las economías avanzadas y en China, se sitúa en cotas

considerablemente más elevadas en algunas grandes economías emergentes, entre las que se incluyen Rusia, Brasil y Turquía.

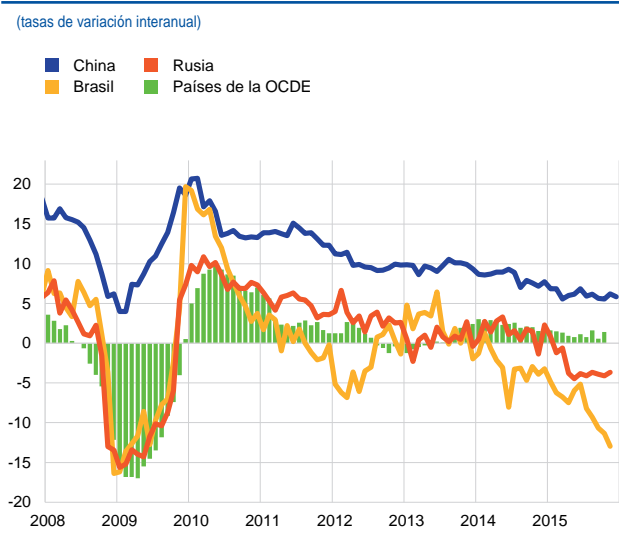
**Los descensos adicionales de los precios del petróleo y de otras materias primas seguirán conteniendo las presiones inflacionistas.** En un contexto de exceso de oferta en el mercado de petróleo y de debilitamiento de la demanda de esta materia prima, los precios del Brent han vuelto a bajar desde mediados de octubre de 2015, hasta situarse en 29 dólares estadounidenses por barril el 20 de enero de 2016. Por el lado de la oferta, la decisión adoptada por la OPEP en diciembre de mantener las actuales cuotas de producción en niveles récord ha contribuido a la evolución a la baja, mientras que la producción de países no pertenecientes a la OPEP ha mostrado mayor capacidad de resistencia de lo esperado anteriormente, ya que la disminución de la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos se ha visto compensada con la oferta de crudo de Canadá, Noruega y Rusia. De cara al futuro, persiste la incertidumbre en torno al impacto del levantamiento de las sanciones contra Irán en la oferta mundial de petróleo. En cuanto a la demanda, las estimaciones preliminares mostraron una caída más acusada de lo esperado previamente del crecimiento de la demanda mundial de crudo en el cuarto trimestre de 2015, debido a un invierno excepcionalmente benigno (en Europa, Estados Unidos y Japón), así como al empeoramiento del clima económico en algunas economías emergentes (China, Brasil y Rusia). Los participantes en los mercados de petróleo siguen esperando que los precios del crudo aumenten solo de forma muy gradual en los próximos años. Los precios de las materias primas no energéticas también descendieron ligeramente, un 3% desde finales de noviembre, impulsados principalmente por la caída de los precios de los alimentos (con una bajada del 4%).

**En Estados Unidos parece que el crecimiento de la actividad se moderó en el cuarto trimestre, aunque los fundamentos económicos siguen siendo sólidos.** Tras el firme avance del PIB real en el tercer trimestre de 2015, el 2% en tasa anualizada, la actividad económica mostró signos de desaceleración en el cuarto trimestre. Las ventas al por menor y las adquisiciones de vehículos descendieron, y los indicadores también apuntan a cierta debilidad en los sectores industriales, con una disminución del índice del sector de manufacturas del *Institute of Supply Management*. Además, factores adversos de carácter externo, concretamente el moderado crecimiento económico mundial y la mayor fortaleza del dólar estadounidense, continúan afectando a las exportaciones. Con todo, la persistente y notable mejora del mercado de trabajo sugiere que se mantiene la fortaleza subyacente de la economía y que la atonía de la demanda interna debería ser, en gran medida, de carácter temporal. Los empleos en el sector no agrícola aumentaron de manera acusada en diciembre de 2015, y la tasa de paro se situó en el 5%. La inflación general se mantiene en niveles reducidos. En tasa interanual, la inflación general medida por el IPC se incrementó hasta el 0,5% en noviembre, desde el 0,2% de octubre, como consecuencia de la menor contribución negativa de los precios de la energía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, repuntó ligeramente hasta situarse en el 2%, impulsada por la subida de los precios de los servicios.

**En Japón, el pulso de la economía ha sido relativamente débil.** En la segunda estimación preliminar publicada, el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre de 2015 se revisó al alza en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,3% en tasa intertrimestral. Sin embargo, los indicadores de corto plazo apuntan a un crecimiento relativamente moderado en el último trimestre de 2015. Aunque las exportaciones reales de bienes continuaron recuperándose en noviembre, la caída de las ventas al por menor y de la producción industrial observada ese mes señalan una pérdida de impulso a nivel interno. La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo sin variación en el 0,3% en noviembre, pero la inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta situarse en el 0,9%.

**En el Reino Unido, el PIB continuó avanzando a un ritmo moderado.** En el tercer trimestre de 2015, el PIB real se incrementó un 0,4% en términos intertrimestrales, menos de lo estimado anteriormente. El crecimiento económico estuvo impulsado por el fuerte consumo de los hogares, que a su vez se vio respaldado por el aumento de la renta real disponible, favorecido por los reducidos precios de la energía. El crecimiento de la inversión siguió siendo positivo, aunque se desaceleró con respecto al trimestre precedente, mientras que la demanda exterior neta fue un lastre para el crecimiento. Los indicadores de corto plazo, en particular los datos de producción industrial y las encuestas PMI, apuntan a un ritmo constante de crecimiento del PIB en el último trimestre de 2015. La tasa de paro mostró una tendencia a la baja y cayó hasta situarse en el 5,1% en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2015, mientras que el crecimiento de los beneficios se redujo hasta el 2%, frente al 3% del tercer trimestre del año. En diciembre de 2015, la inflación general interanual medida por el IPC se situó próxima a cero (0,2%), debido a los bajos precios de la energía y de los alimentos, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, repuntó hasta el 1,4%.

**Gráfico 2**  
Crecimiento de la producción industrial mundial



Fuentes: OCDE y fuentes nacionales.

Nota: La observación más reciente corresponde a diciembre de 2015 para China, noviembre de 2015 para Brasil y Rusia, y octubre de 2015 para los países de la OCDE.

**En China, la volatilidad del mercado financiero ha provocado un rebrote de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, aunque los datos macroeconómicos siguen siendo acordes con una desaceleración gradual del crecimiento de la actividad.** El mercado bursátil chino registró un fuerte retroceso en las primeras semanas de enero, antes de que transcurrieran los seis meses de prohibición de venta de acciones por parte de grandes accionistas. Con todo, los datos macroeconómicos han mostrado mayor capacidad de resistencia. China publicó datos de crecimiento intertrimestral del 1,6% en el cuarto trimestre de 2015. En 2015, el crecimiento interanual del PIB real fue del 6,9%, próximo al objetivo del Gobierno. Los indicadores de corto plazo siguen siendo acordes con una desaceleración gradual de la economía, en un entorno en el que se observa cierto reajuste hacia los servicios y el consumo, en vista de la moderación de la producción industrial.

**El ritmo de crecimiento sigue siendo débil y heterogéneo en otras economías emergentes.** Aunque la actividad ha mantenido una mayor capacidad de resistencia en los países importadores de materias primas (incluidos India, Turquía y países de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro), el crecimiento continúa siendo muy reducido en los países exportadores de materias primas. En particular, los indicadores de corto plazo más recientes apuntan a que la desaceleración de Brasil se ha intensificado. Como se analiza en el recuadro 1, la debilidad de los fundamentos económicos internos y el limitado apoyo de los factores externos dejan entrever que Brasil continuará en recesión este año. La economía rusa mostró señales incipientes de mejora en el tercer trimestre de 2015 (véase gráfico 2), pero, habida cuenta de su fuerte dependencia del petróleo, es probable que la nueva bajada de los precios del crudo afecte a las perspectivas a corto plazo.

## 2 Evolución financiera

**Las cotizaciones bursátiles descendieron significativamente en todo el mundo en un entorno de creciente incertidumbre relacionada con los**

**desarrollos de China y la acusada caída de los precios del petróleo.**

El índice bursátil EURO STOXX amplió retrocedió alrededor de un 16% durante el período de referencia comprendido entre el 2 de diciembre de 2015 y el 20 de enero de 2016 (véase gráfico 3). Las caídas fueron algo menores en Estados Unidos, donde los precios de las acciones, medidos por el índice S&P 500, disminuyeron en torno a un 12%. Las acciones del sector financiero de la zona del euro y de Estados Unidos registraron un descenso del 18% y del 13%, respectivamente, mostrando una evolución algo más desfavorable que las acciones del sector no financiero. Los índices de volatilidad de los mercados bursátiles —que son un indicador de la incertidumbre en los mercados financieros— se elevaron considerablemente.

**Gráfico 3**  
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2014 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 20 de enero de 2016.

**La evolución del mercado del petróleo y de los mercados de renta variable internacionales**

**dio lugar a nuevas presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro, que siguieron al aumento experimentado al comienzo del período analizado.** Los rendimientos de la deuda soberana subieron tras la reunión del Consejo de Gobierno del BCE, celebrada en diciembre de 2015, y volvieron a descender ligeramente al crecer la incertidumbre global. Durante el período considerado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro, ponderado por el PIB, se elevó alrededor de 15 puntos básicos, hasta alcanzar el 1,16% el 20 de enero. En general, los países con calificaciones



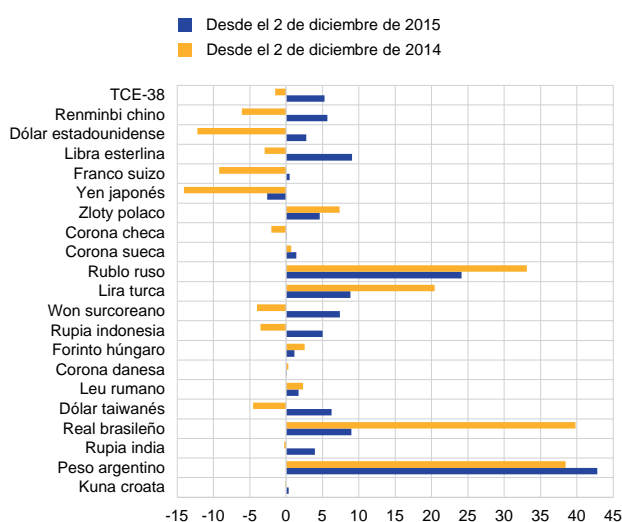
crediticias más bajas registraron los mayores incrementos, lo que se tradujo en una ampliación de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana con respecto a Alemania, atribuible, en parte, a la situación política y financiera.

**La mayor incertidumbre mundial llevó a una apreciación del tipo de cambio efectivo del euro.** En términos efectivos, el euro se apreció notablemente en la primera mitad de diciembre de 2015 como resultado del aumento de los rendimientos tras la reunión del Consejo de Gobierno celebrada ese mes. El tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente estable en el período transcurrido hasta mediados de enero, pero comenzó a apreciarse de nuevo

posteriormente, en un entorno de mayor incertidumbre a escala global. En total, ponderado por el comercio, el euro se apreció un 5,3% durante el período analizado (véase gráfico 4). En términos bilaterales, el euro se fortaleció frente al dólar estadounidense, la libra esterlina, el renminbi chino, el rublo ruso y las monedas de economías emergentes, especialmente frente al peso argentino tras la decisión adoptada por el nuevo Gobierno del país de suprimir los controles cambiarios. El euro también se revalorizó frente a las monedas de los países exportadores de materias primas y de países de Europa Central y Oriental. En cambio, se depreció con respecto al yen, que se vio respaldado por el menor apetito por el riesgo.

**Gráfico 4**  
Variaciones del tipo de cambio del euro

(variación del euro frente a la moneda indicada; en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: Variaciones porcentuales con respecto al 20 de enero de 2016. 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.

**El aumento de la incertidumbre global también se tradujo en unos diferenciales de renta fija privada más elevados.** El incremento de los diferenciales fue mayor en los bonos de alta rentabilidad con calificaciones crediticias más bajas. Sin embargo,

tanto los bonos con categoría de inversión como los de alta rentabilidad presentan unos diferenciales significativamente menores en la zona del euro que en Estados Unidos. Esta circunstancia se debe, en gran medida,

a los niveles significativamente elevados de los diferenciales del sector de la energía de Estados Unidos como consecuencia de los reducidos precios del petróleo.

**El eonia descendió durante el período de referencia tras la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el tipo aplicado a la facilidad de depósito un 0,10%, hasta el -0,30%, y debido al incremento continuado del exceso de liquidez.** Durante la mayor parte del período analizado, el eonia se mantuvo en una banda comprendida entre -22 y -25 puntos básicos, y al final del año se incrementó temporalmente hasta situarse en -13 puntos básicos, aproximadamente, como resultado de la mayor demanda de liquidez. Durante el período considerado, el exceso de liquidez aumentó en 62,5 mm de euros, hasta la cifra de 639,9 mm de euros, respaldado por las compras que realiza el Eurosistema en el marco del



programa ampliado de compra de activos, así como por la adjudicación de 18,3 mm de euros en la sexta operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico, efectuada el 11 de diciembre de 2015.

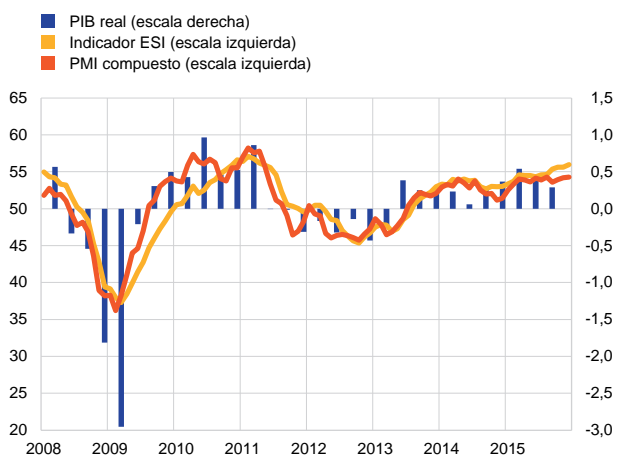
### 3 Actividad económica

#### La economía de la zona del euro continúa recuperándose, fundamentalmente como resultado de la evolución del consumo privado.

En el tercer trimestre de 2015, el PIB real experimentó un avance del 0,3% en tasa intertrimestral, tras aumentar un 0,4% en el trimestre anterior (véase gráfico 5)<sup>1</sup>. Los indicadores económicos más recientes apuntan a la continuación de esta tendencia del crecimiento en el cuarto trimestre de 2015. Aunque el producto lleva aumentando dos años y medio, el PIB real de la zona del euro se mantiene todavía ligeramente por debajo del máximo registrado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008.

**Gráfico 5**  
PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) e índice PMI compuesto

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI) está normalizado con la media y la desviación típica del índice PMI. Las observaciones más recientes corresponden al tercer trimestre de 2015 para el PIB real y a diciembre de 2015 para el indicador ESI y el PMI.

#### El consumo privado sigue siendo el principal factor impulsor de la recuperación.

El gasto de consumo se ha beneficiado del incremento de la renta real disponible de los hogares, lo que a su vez refleja, fundamentalmente, la caída de los precios del petróleo y el crecimiento del empleo. En 2015, los precios en euros del crudo descendieron algo más del 35% con respecto al año anterior, mientras que el empleo en la zona del euro aumentó un 1% (según los datos disponibles hasta el tercer trimestre). Además de los precios más bajos del petróleo, un amplio conjunto de factores, indicativos del fortalecimiento de la economía doméstica, están respaldando el consumo privado. Los balances de los hogares presentan gradualmente mayor disponibilidad de fondos y la confianza de los consumidores ha mantenido su solidez. En lo que se refiere a las perspectivas a corto plazo, los datos recientes sobre comercio minorista y matriculaciones de automóviles señalan cierta debilidad del gasto de

consumo. Sin embargo, esta desaceleración se considera transitoria, ya que podría reflejar el efecto moderador de las suaves condiciones meteorológicas sobre el comercio minorista, así como una contribución negativa de las ventas al por menor en Francia tras los atentados terroristas perpetrados en noviembre de 2015 en París. En efecto, los datos de las encuestas sobre la confianza de los consumidores y la situación financiera de los hogares apuntan a la continuidad de la evolución favorable del consumo privado.

<sup>1</sup> En la segunda estimación de las cuentas nacionales de la zona del euro de Eurostat, el crecimiento del primer y segundo trimestre de 2015 se revisó al alza en 0,1 puntos porcentuales.

**En cambio, la inversión experimentó un débil crecimiento en 2015, aunque se observan señales de mejora de las condiciones para la inversión, excluida la construcción.** Las condiciones de inversión mejoraron en el último trimestre de 2015. Según la Comisión Europea, la confianza aumentó en el sector de bienes de equipo y la reducida demanda limitó menos la producción. Además, los datos disponibles por países y los relativos a la producción de bienes de equipo y de la construcción apuntan a un crecimiento moderado durante el último trimestre de 2015. De cara al futuro, se espera una recuperación cíclica de la inversión, sustentada en el fortalecimiento de la demanda, el aumento de los márgenes y la reducción de la capacidad productiva sin utilizar. Las condiciones de financiación también se están tornando más favorables. El recurso a la financiación externa por parte de las empresas ha repuntado, y según la encuesta más reciente sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés) y la encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) de la zona del euro, las condiciones de financiación deberían suponer un menor lastre para la inversión. Sin embargo, la necesidad de seguir avanzando en el proceso de desapalancamiento de las empresas en algunos países y las menores expectativas de crecimiento a largo plazo de los inversores podrían hacer que se modere la recuperación de la inversión.

**En conjunto, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se mantiene falto de dinamismo.** Atendiendo a los datos mensuales sobre comercio de octubre y noviembre, las exportaciones comenzaron a recuperarse hacia finales de 2015, situándose en esos dos meses un 0,4% por encima del nivel medio del tercer trimestre. Es probable que el avance de las exportaciones estuviera impulsado por el mayor ritmo de crecimiento de las economías avanzadas, si bien las contribuciones de algunas economías emergentes siguieron siendo negativas. Indicadores más recientes, como las encuestas, señalan una ligera mejora de la demanda externa y un aumento de los pedidos exteriores de países no pertenecientes a la zona del euro a corto plazo. Además, la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro que se produjo en la primera mitad de 2015 continúa respaldando las exportaciones.

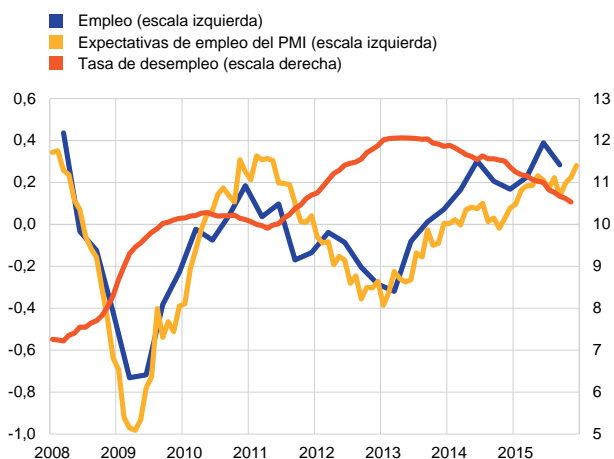
**En general, los indicadores más recientes señalan que la economía creció en el último trimestre de 2015, aproximadamente al mismo ritmo que en el tercer trimestre.** Pese a descender un 0,7%, en tasa intermensual, en noviembre (tras aumentar un 0,8% en el mes de octubre), la producción industrial, excluida la construcción, seguía estando un 0,1% por encima del nivel medio del tercer trimestre de 2015, período en el que creció un 0,2% en términos intertrimestrales (el recuadro 2 analiza más detalladamente las diferencias entre la producción industrial y el valor añadido de la industria). Además, tanto el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea como el índice PMI compuesto de producción mejoraron entre el tercer y el cuarto trimestre del año pasado (véase gráfico 5). Ambos indicadores subieron en diciembre y, por consiguiente, se mantuvieron en niveles superiores a sus respectivas medias a largo plazo.

**La situación del mercado de trabajo continúa mejorando gradualmente.** En el tercer trimestre de 2015, el empleo registró un crecimiento adicional del 0,3% en tasa

## Gráfico 6

### Empleo en la zona del euro, expectativas de empleo del índice PMI y desempleo

(tasa de crecimiento intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y BCE.

Notas: El índice PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las observaciones más recientes corresponden al tercer trimestre de 2015 para el empleo, a diciembre de 2015 para el PMI y a noviembre de 2015 para el desempleo.

intertrimestral, por lo que ya suma nueve trimestres consecutivos de subidas (véase gráfico 6). Como resultado, el empleo se situó un 1,1 % por encima del nivel alcanzado un año antes, lo que supone el mayor avance interanual desde el segundo trimestre de 2008. La tasa de paro de la zona del euro, que empezó a descender a mediados de 2013, volvió a caer en noviembre hasta situarse en el 10,5%. Información más reciente obtenida de resultados de encuestas indica que el mercado de trabajo seguirá mejorando de forma gradual en los próximos meses.

### De cara al futuro, se espera que la recuperación económica continúe.

La demanda interna debería estar apoyada adicionalmente por las medidas de política monetaria y por su efecto favorable sobre las condiciones financieras, así como por los avances realizados anteriormente en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Asimismo, el nuevo descenso de los precios del petróleo debería respaldar

aún más la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales y, en consecuencia, el consumo privado y la inversión. Además, la política fiscal de la zona del euro está adquiriendo un tono ligeramente expansivo, que refleja, entre otros factores, las medidas de ayuda a los refugiados. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose obstaculizada por la debilidad de las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la volatilidad de los mercados financieros, los ajustes necesarios en los balances de distintos sectores y el lento ritmo de aplicación de reformas estructurales. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja y se refieren, en particular, al aumento de la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE, realizada a principios de enero, muestran que las previsiones de crecimiento del PIB del sector privado prácticamente no se han modificado con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de octubre (véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

## 4 Precios y costes

### La inflación general volvió a estar sometida a presiones a la baja como resultado de las nuevas bajadas de los precios del petróleo.

Se esperaba que los efectos de base positivos derivados de la caída de los precios de la energía a finales de 2014 tendrían un fuerte impacto en la inflación general<sup>2</sup>. Estos efectos se

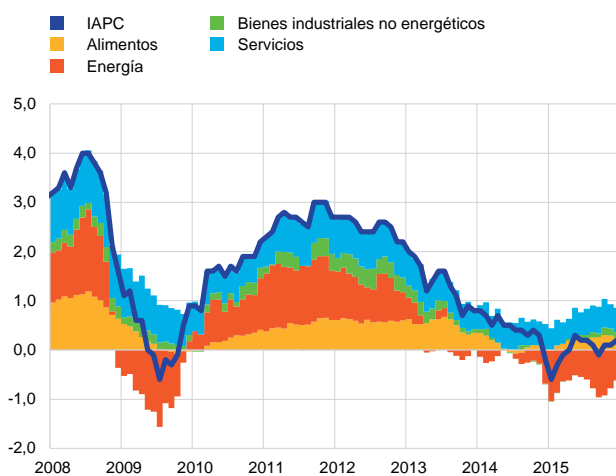
<sup>2</sup> Véase el recuadro 3, titulado «El papel de los efectos de comparación en la senda prevista para la inflación medida por el IAPC», Boletín Económico, BCE, número 8/2015.

vieron prácticamente contrarrestados por el causado por los recientes descensos adicionales del precio del petróleo y por la menor tasa de variación de los precios de los alimentos, ya que las suaves temperaturas han contribuido a la reducción de los precios de los alimentos no elaborados. En consecuencia, la inflación general solo experimentó un ligero aumento, desde el 0,1 % registrado en noviembre hasta el 0,2% de diciembre.

### Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a diciembre de 2015.

#### La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se sitúan en niveles visiblemente más elevados que a finales de 2014 y principios de 2015, pero no han aumentado desde el verano de 2015.

Por ejemplo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, no varió y fue del 0,9% en diciembre, después de fluctuar entre el 0,9% y el 1,1% desde agosto. Los perfiles de la mayor parte de los demás indicadores de la inflación subyacente han mostrado una evolución prácticamente similar. La tasa de variación de los precios de los servicios se redujo en diciembre por segundo mes consecutivo, debido, en cierta medida, a los efectos indirectos de las caídas de los precios del petróleo en los precios de los servicios de transporte. La tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos no se modificó y permaneció en el 0,5%, después de registrar un aumento generalizado en noviembre hasta alcanzar el nivel más elevado observado desde

mediados de 2013. Esta estabilidad ocultó el persistente aumento de la tasa de variación de los precios de los bienes de consumo duradero hasta situarse en el 0,9% en diciembre, una trayectoria acorde con el impacto de la depreciación del tipo de cambio del euro y del avance del consumo de bienes duraderos. Este incremento se vio contrarrestado por la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo semiduradero, en particular de los artículos de vestir, posiblemente como consecuencia de las suaves temperaturas.

#### Los precios de importación continúan siendo la principal fuente de presiones latentes de carácter alcista.

La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio repuntó hasta situarse en el 3,9% en noviembre, desde el 3,1% registrado en octubre. Con todo, las presiones inflacionistas internas siguieron siendo débiles, reflejo de la caída de los costes de producción de las materias primas y de unas subidas salariales que continuaron siendo moderadas. La tasa de variación interanual de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio no varió y fue del 0,2% en noviembre. Esta tasa se ha mantenido en un intervalo comprendido entre el 0% y el 0,2% desde abril. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios continuó descendiendo hasta situarse en el -2% en noviembre, la más baja desde diciembre

de 2009. Los datos de las encuestas de opinión sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción, disponibles hasta diciembre, también apuntan a la persistencia de débiles presiones inflacionistas latentes a nivel interno.

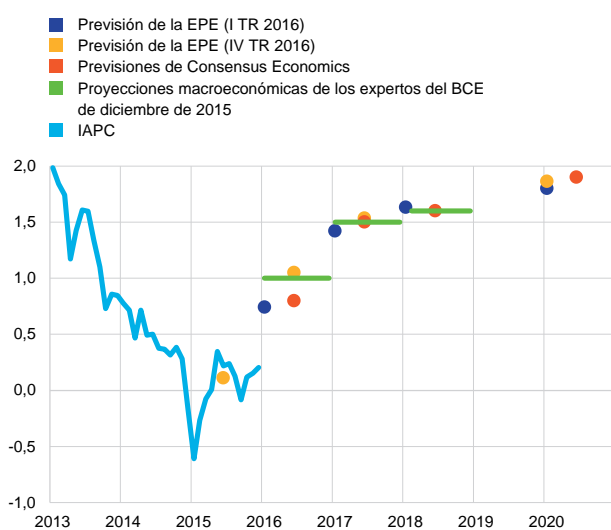
**El crecimiento de los salarios ha continuado siendo moderado, mientras que los márgenes de beneficio se han fortalecido.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado descendió hasta el 1,1% en el tercer trimestre de 2015, frente al 1,3% del segundo trimestre. Habida cuenta de que el retroceso de la productividad fue menor, el resultado fue una ligera reducción de la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios. Es probable que el avance de los salarios se esté viendo frenado por diversos factores, entre los que se incluyen la persistencia de unos niveles elevados de holgura en el mercado de trabajo, un crecimiento relativamente débil de la productividad y los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países de la zona del euro en años anteriores. El deflactor del PIB —que es un indicador general de las presiones inflacionistas internas—, se mantuvo prácticamente estable, en términos interanuales, en el tercer trimestre, debido a que la disminución de la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios se vio compensada con un notable incremento de la tasa de crecimiento interanual de los márgenes de beneficio. Si los resultados trimestrales se consideran individualmente, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB ha aumentado gradualmente desde mediados de 2014.

**De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, actualmente se espera que, en 2016, las tasas de inflación interanual medida por el IAPC sean considerablemente inferiores a lo previsto en las**

**proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro.** Se prevé que estas tasas se mantengan en niveles muy reducidos o negativos en los próximos meses y que no repunten hasta más avanzado 2016, debido al impacto de las medidas de política monetaria y de las expectativas de recuperación económica.

**Gráfico 8**  
Indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica del BCE, Consensus Economics y cálculos del BCE.

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta diciembre de 2015. Las previsiones de Consensus Economics se basan en las previsiones de enero de 2016 para 2016 y 2017, y en las previsiones a largo plazo de octubre de 2015 para 2018 y 2020.

**Los indicadores de las expectativas de inflación han descendido desde principios de diciembre, en un contexto de bajada de los precios del petróleo.**

Después de la reunión de diciembre del Consejo de Gobierno, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación experimentaron un acusado retroceso, ya que los mercados revirtieron las cuantiosas ganancias obtenidas en los días anteriores a la reunión. La acusada reducción adicional de los precios del crudo en enero provocó nuevas caídas, y la mayoría de los indicadores retornaron a los niveles de principios de octubre. Más concretamente, el tipo

swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se redujo desde el 1,79% hasta el 1,57% entre el 2 de diciembre de 2015 y el 20 de enero de 2016. Pese a los bajos niveles de inflación observada y a la disminución de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación, el riesgo de deflación perceptible en el mercado continúa siendo muy limitado y es sustancialmente inferior a los niveles de finales de 2014 y principios de 2015. Según los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, la tasa de inflación a cinco años vista se redujo desde el 1,9% hasta el 1,8% (véase gráfico 8). La disminución de las expectativas ha sido más evidente en horizontes más cortos, reflejando el impacto del nuevo descenso de los precios del petróleo.

**Por lo que respecta a la evolución de los precios de la vivienda, el crecimiento interanual del índice de precios de los inmuebles residenciales del BCE para la zona del euro ha aumentado de nuevo.** En el tercer trimestre de 2015, la tasa de variación interanual de este índice se situó en el 1,5%, desde el 1,1% de los dos trimestres anteriores, sugiriendo que la recuperación está cobrando cierto impulso y que parece ser relativamente generalizada en todos los países de la zona del euro, aunque sigue observándose una heterogeneidad considerable en las magnitudes del crecimiento. El repunte del crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro en su conjunto es acorde con la mejora de la renta de los hogares y de las condiciones de empleo, con unas condiciones de financiación favorables y con la corrección de las anteriores sobrevaloraciones de los precios de la vivienda.

## 5 Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido.**

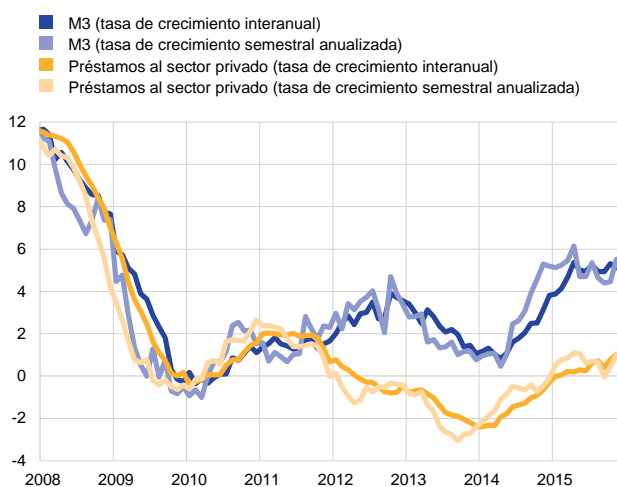
La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo fuerte en el 5,1% en

noviembre, con un ligero descenso con respecto al 5,3% registrado en octubre, que fue atribuible principalmente a efectos de base (véase gráfico 9). El crecimiento monetario volvió a concentrarse en los componentes más líquidos del agregado monetario estrecho M1, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó en noviembre, aunque permaneció en niveles elevados. En conjunto, la evolución reciente del agregado monetario estrecho apunta a la continuación de la recuperación económica de la zona del euro.

**La contribución de los depósitos a la vista al crecimiento de M3 continuó siendo significativa:** los principales factores determinantes de este crecimiento fueron los reducidos costes de oportunidad de mantener los componentes más líquidos del dinero y el impacto del programa

**Gráfico 9**  
M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2015.



ampliado de compra de activos (APP) del BCE. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista siguieron disminuyendo, aunque en menor medida que en meses anteriores. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 es reducido, permaneció en niveles positivos, reflejando la recuperación de las participaciones en fondos del mercado monetario observada desde mediados de 2014 y el sólido crecimiento de los valores representativos de deuda con vencimiento hasta dos años emitidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) y mantenidos por el sector tenedor de dinero. Dicha recuperación de las participaciones en fondos del mercado monetario confirma la resistencia del mercado al entorno de tipos de interés negativos.

### **Las fuentes internas continuaron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.**

En lo que respecta a las contrapartidas, la principal fuente de creación de dinero en noviembre fueron las adquisiciones de bonos realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP). Además, la creación de dinero continuó sustentándose en el crédito concedido por las IFM al sector privado de la zona del euro y en la contracción de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) en poder del sector tenedor de dinero. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha reducido los incentivos para mantener activos a más largo plazo. También muestra las compras de bonos garantizados por parte del Eurosistema en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), que merman la disponibilidad de estos valores para el sector tenedor de dinero. Asimismo, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) del Eurosistema —una fuente alternativa de financiación a más largo plazo— han ido frenando la actividad emisora de las entidades de crédito. La contribución de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM al crecimiento interanual de M3 siguió siendo negativa, lo que refleja las salidas de capital de la zona del euro y es acorde con una recomposición continuada de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona del euro (los inversores extranjeros mostraron un menor apetito por los activos de la zona del euro). Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP explican la recomposición de las carteras.

### **El crédito al sector privado de la zona del euro se mantuvo en una senda de recuperación gradual<sup>1</sup>.**

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones y otras transferencias) se incrementó de nuevo en noviembre (véase gráfico 9), ayudada tanto por los préstamos concedidos a las sociedades no financieras como por los otorgados a los hogares. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo débil, se recuperó sustancialmente con

<sup>1</sup> El 21 de septiembre de 2015, el BCE publicó nuevas estadísticas sobre préstamos ajustados de titulaciones y otras transferencias, elaboradas con arreglo a un nuevo método de ajuste. Para más información, véase el recuadro titulado «Nuevos datos sobre préstamos al sector privado ajustados de titulaciones y otras transferencias», en el número 7/2015 del Boletín Económico.

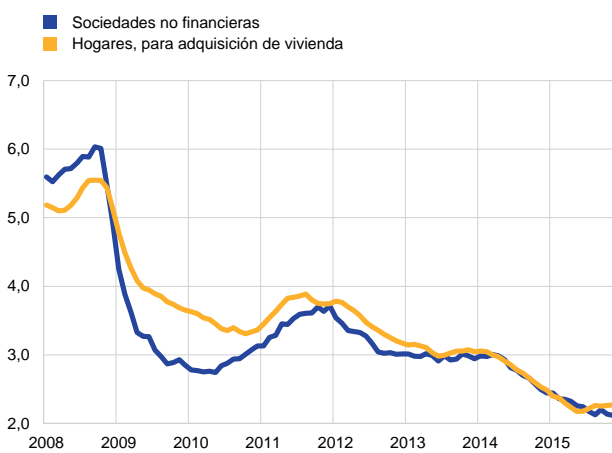


respecto al mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta evolución se vio respaldada por las medidas de política monetaria del BCE y por la mayor relajación de los criterios de aprobación del crédito bancario. Pese a estas señales positivas, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles permanentemente elevados de préstamos dudosos en algunas jurisdicciones siguen lastrando el crecimiento del crédito.

### Gráfico 10

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador para los tipos de interés compuestos de los préstamos bancarios se calcula 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 noviembre de 2015.

**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron prácticamente estables en noviembre (véase gráfico 10).** Pese a los

recientes signos de estabilización, los tipos de interés compuestos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se han reducido en una medida significativamente mayor que los tipos de referencia de los mercados desde que el BCE anunció el paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Esta reducción está relacionada con la menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro y con la mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario. Asimismo, la disminución de los tipos de interés compuestos de los préstamos se ha visto respaldada por la disminución de los costes agregados de la financiación de las entidades de crédito, que se sitúan en niveles históricamente bajos. Entre mayo

de 2014 y noviembre de 2015, el tipo de interés compuesto de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro cayó más de 80 puntos básicos, hasta situarse en el 2,12%, y el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo más de 60 puntos básicos, situándose en el 2,27% en noviembre. Además, 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 volvió a contraerse en noviembre, lo que indica que las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor grado que las grandes empresas de la reciente evolución de los tipos de interés de los préstamos.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2016 indica que los cambios en los criterios de aprobación y la demanda de crédito siguen favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos** (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>).

En el cuarto trimestre de 2015, las entidades de crédito continuaron relajando (en términos netos) los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. También se produjo una relajación neta de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, lo que constituye un cambio con respecto al endurecimiento previo. El aumento

de la competencia siguió siendo el principal factor impulsor de unos criterios de concesión menos restrictivos. La demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras y de los hogares se incrementó considerablemente como consecuencia del bajo nivel general de los tipos de interés. La necesidad de financiar el capital circulante y la inversión en capital fijo, la confianza de los consumidores y las perspectivas del mercado de la vivienda también favorecieron el crecimiento de la demanda de préstamos.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentó moderadamente en noviembre de 2015.**

El giro que registraron las emisiones netas se vio respaldado por el descenso temporal observado en el coste de la financiación mediante valores de renta fija en noviembre. En cambio, el fuerte crecimiento sostenido de los beneficios no distribuidos ha sido, probablemente, un factor moderador en los últimos meses. Cabe señalar que, en el tercer trimestre de 2015, los beneficios no distribuidos aún registraban una tasa de crecimiento interanual de dos dígitos.

**Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras aumentó moderadamente en diciembre de 2015 y en la primera mitad de enero de 2016.**

Este incremento se debió, sobre todo, al mayor coste de financiación mediante acciones (las cotizaciones cayeron de forma apreciable), mientras que el coste de financiación mediante valores de renta fija se mantuvo prácticamente sin variación. En diciembre de 2015 y a mediados de enero de 2016, el coste de financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija se situó, en promedio, alrededor de 40 y 20 puntos básicos, respectivamente, por encima del nivel registrado en noviembre de 2015.