

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

Las turbulencias de los mercados financieros de principios de 2016 han remitido y la actividad económica mundial presenta signos de estabilización. El comercio mundial ha dado muestras de resistencia a comienzos del año, aunque se prevé que su tasa de crecimiento se mantenga moderada. Los riesgos para las perspectivas de la actividad global, especialmente de las economías emergentes, continúan situándose a la baja y están relacionados, en concreto, con la incertidumbre en materia de política monetaria, las turbulencias financieras y los riesgos geopolíticos. La inflación mundial ha permanecido en niveles reducidos, dado que las caídas que registraron anteriormente los precios de la energía siguen lastrando el aumento de los precios.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido, al igual que los de la deuda soberana de Estados Unidos. Los diferenciales de renta fija privada se han estrechado considerablemente en un entorno de estabilización de la volatilidad de los mercados y tras el anuncio del programa de compras de bonos corporativos del BCE. La menor volatilidad ha prestado un respaldo adicional a los precios de las acciones a nivel mundial, al tiempo que el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado.

La economía de la zona del euro se mantiene en una senda de recuperación, impulsada por la demanda interna, mientras que el crecimiento de la demanda externa sigue siendo débil. La demanda interna continúa estando apoyada por las medidas de política monetaria. El impacto positivo de estas medidas sobre las condiciones de financiación, así como el incremento de la rentabilidad de las empresas, están favoreciendo la inversión. Asimismo, la orientación acomodaticia de la política monetaria, el aumento continuo del empleo derivado de las reformas estructurales realizadas en el pasado y el nivel aún relativamente bajo del precio del petróleo deberían prestar un apoyo sostenido a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Además, la política fiscal de la zona del euro es ligeramente expansiva. Al mismo tiempo, la recuperación económica de la zona del euro sigue viéndose frenada por los ajustes de los balances en varios sectores, por el insuficiente ritmo de aplicación de reformas estructurales en algunos países y por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja.

La inflación de la zona del euro ha permanecido en tasas alrededor de cero en los últimos meses. El bajo nivel de inflación continúa reflejando, sobre todo, el impacto de las tasas de variación interanual marcadamente negativas de los precios de la energía. Además, la mayoría de las medidas de inflación subyacente no presenta una tendencia alcista clara. Las presiones inflacionistas internas siguen siendo

débiles. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han estabilizado en niveles reducidos y se mantienen sustancialmente por debajo de los indicadores procedentes de las encuestas de opinión. De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que las tasas de inflación sean negativas en los próximos meses y después repunten en la segunda mitad de 2016, en gran parte debido a efectos de base. Posteriormente, se espera que las tasas de inflación sigan recuperándose en 2017 y 2018, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica.

Tras el amplio conjunto de medidas de política monetaria aprobado a principios de marzo han mejorado las condiciones generales de financiación en la zona del euro. La transmisión del estímulo de la política monetaria a las empresas y los hogares, especialmente a través del sistema bancario, se está reforzando. El crecimiento monetario se ha mantenido sólido, mientras que el de los préstamos sigue recuperándose gradualmente. Las fuentes internas de creación de dinero continúan siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y el programa ampliado de compra de activos están respaldando la mejora de la evolución monetaria y crediticia. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han reducido nuevamente y las entidades han trasladado sus condiciones de financiación más favorables aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. En general, las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado claramente las condiciones de financiación para las empresas y los hogares, así como los flujos de crédito en la zona del euro. Las medidas de política monetaria adoptadas en marzo de 2016 sustentan el actual repunte del crecimiento de los préstamos, respaldando así la recuperación de la economía real.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 21 de abril de 2016, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que continúen en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, como se decidió el 10 de marzo de 2016, el BCE ha comenzado a incrementar las compras mensuales en el marco del programa de compra de activos a 80 mm de euros, frente al importe previo de 60 mm de euros. Como se ha mencionado anteriormente, está previsto que estas compras 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. Asimismo, en junio, el BCE llevará a cabo la primera operación de la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II) e iniciará las adquisiciones en el marco del programa de compras de bonos corporativos.

De cara al futuro, es esencial mantener un grado apropiado de acomodación monetaria durante el tiempo necesario a fin de respaldar el dinamismo de la

recuperación económica de la zona del euro y acelerar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios y, si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato. En el contexto actual, es fundamental asegurar que el entorno de muy baja inflación no se traduzca en efectos de segunda vuelta sobre el proceso de fijación de precios y salarios.

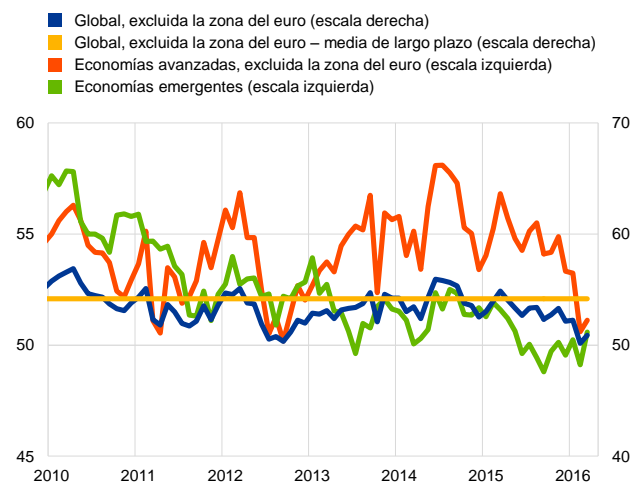
1 Entorno exterior

Indicadores de opinión recientes sugieren que la actividad económica mundial se estabilizó durante el primer trimestre de 2016.

Las turbulencias que se observaron a principios de año en los mercados financieros han remitido, ya que la mayor preocupación en torno a la economía mundial ha disminuido gradualmente. Ciertamente, los mercados bursátiles han recuperado todas las pérdidas sufridas desde comienzos de año, la volatilidad ha disminuido y los precios de las materias primas también han repuntado ligeramente. Esto ha contribuido a mejorar las condiciones financieras en muchas economías emergentes, en las que se ha registrado un retorno de los flujos de capital en un entorno de mayor apetito por el riesgo a escala global.

Gráfico 1
Índice PMI global compuesto de producción

(índice de difusión, 50 = sin variación)



Fuentes: Markit y cálculos de los expertos del BCE.

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

El índice de directores de compras (PMI) global compuesto de producción aumentó ligeramente en marzo en comparación con febrero, apuntando a cierta mejora de la actividad económica mundial.

Esta mejora se produjo tras registrar niveles bastante reducidos durante los meses anteriores (véase gráfico 1) y refleja una recuperación moderada de la actividad en los servicios y las manufacturas. No obstante, en términos intertrimestrales, el índice PMI global de producción correspondiente al primer trimestre de 2016 siguió siendo inferior al del trimestre precedente y se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Este descenso se debió en gran parte a la evolución de las economías avanzadas, especialmente de Estados Unidos, mientras que el índice PMI compuesto de producción mejoró ligeramente en los países emergentes. En conjunto, los datos procedentes de la encuesta PMI sugieren que el crecimiento experimentó cierta desaceleración en las economías avanzadas y

que continuó siendo modesto en las emergentes en el primer trimestre de 2016.

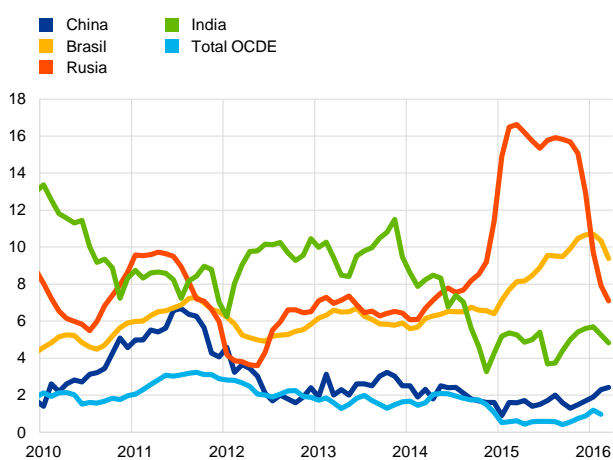
El comercio mundial ha mostrado capacidad de resistencia. El comercio mundial de mercancías mantuvo su impulso en enero, tras una considerable revisión al alza de los datos de diciembre. En enero, las importaciones mundiales de bienes en términos reales avanzaron un 1,2% en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento del 1,5% en diciembre. Esta revisión al alza se debió a unos datos más positivos para las economías emergentes de Asia. En enero, el dinamismo de las importaciones mundiales continuó siendo sólido, respaldado por la persistencia de un crecimiento vigoroso en los países emergentes asiáticos y de la zona del euro. En cambio, el comercio descendió de nuevo en Estados Unidos y su crecimiento pasó a ser negativo en Europa Central y Oriental. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó marginalmente, de 49,4 a 49,6, en marzo, pero siguió apuntando a una débil expansión del comercio mundial.

La inflación mundial ha permanecido en niveles reducidos. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) descendió hasta situarse en el 1%, en tasa interanual, en febrero, frente al 1,2% del mes anterior, como consecuencia de la contribución más negativa de los precios de la energía (véase gráfico 2). En estos países, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin variación en el 1,9% en febrero.

Gráfico 2

Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y fuentes nacionales.

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

Los precios del Brent han seguido recuperándose desde mediados de marzo, reflejando la moderación del exceso de oferta mundial de petróleo y una demanda mayor de lo esperado.

Los precios del Brent llevan fluctuando dentro de un intervalo de 38 a 47 dólares estadounidenses por barril desde mediados de marzo de 2016, y el 28 de abril se situaron en 47 dólares por barril. Esto equivale a un aumento del 67% con respecto a los mínimos de los doce últimos años registrados a mediados de enero. La reciente subida del precio del petróleo se ha visto respaldada por la moderación del exceso de oferta mundial de esta materia prima. En concreto, la producción de los países de la OPEP se redujo en marzo de 2016, debido fundamentalmente a perturbaciones de oferta en Irak, Nigeria y Emiratos Árabes Unidos. Además, la demanda de crudo fue mayor de lo esperado en el primer trimestre de 2016, en gran medida como consecuencia de la vigorosa

demanda de India y de otros países asiáticos no pertenecientes a la OCDE. La volatilidad de los precios del petróleo ha disminuido ligeramente desde mediados de marzo, aunque sigue siendo elevada. Diversos factores han contribuido a la volatilidad que se observa actualmente, entre ellos las tensiones geopolíticas, los problemas relacionados con el regreso de Irán al mercado internacional de petróleo, la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de las economías emergentes y las dudas sobre el acuerdo para congelar la producción entre los países de la OPEP e importantes productores no pertenecientes a esta organización. Los precios de las materias primas no energéticas como los alimentos y los metales se han mantenido estables en el período transcurrido desde mediados de marzo. De cara al futuro, la inestabilidad de la situación geopolítica en Oriente Próximo (sobre todo en Irak) y en Nigeria continúa representando un riesgo a corto plazo que podría conducir a nuevas perturbaciones de oferta.

Parece que el ligero bache observado en la actividad económica en Estados Unidos continuó en el primer trimestre de 2016, aunque los fundamentos económicos subyacentes se mantienen sólidos.

Tras una expansión moderada del PIB real, el 1,4% en tasa anualizada, en el cuarto trimestre de 2015, la actividad económica mostró signos de nueva desaceleración en el primer trimestre de 2016. En particular, los indicadores de alta frecuencia del gasto en bienes de equipo apuntaron a que el crecimiento de la inversión empresarial había sido solo modesto.

Aunque el crecimiento del consumo real siguió siendo moderado en febrero, datos recientes del sector manufacturero indican una mejora de las condiciones en este sector. El empleo en el sector no agrícola se incrementó con fuerza en marzo, y la tasa de actividad volvió a aumentar, lo que sugiere que trabajadores anteriormente desanimados están regresando al mercado laboral. Esto solo se plasmó en un ligero repunte de la tasa de paro, que se situó en el 5%. De cara al futuro, se espera que el fortalecimiento del mercado de trabajo sustente la renta real y el consumo. La inflación general se mantuvo en niveles reducidos, y la inflación interanual medida por el IPC se redujo levemente en marzo, hasta el 0,9%, desde el 1% de febrero, influida a la baja por los precios de la energía y los alimentos. La tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta el 2,2% en marzo frenada por la inflación negativa de los precios de los bienes, pero lleva exhibiendo una tendencia gradual al alza desde mediados de 2015.

En Japón, el ritmo de crecimiento sigue siendo moderado. A principios de 2016, los indicadores económicos continuaban apuntando a que la actividad económica estaba falta de dinamismo, tras un descenso del crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,3% en el último trimestre de 2015. Los resultados de encuestas recientes indican que el consumo privado fue débil a comienzos de año. La producción industrial también se mantuvo contenida, aunque esto se debió en gran parte a factores transitorios, mientras que las exportaciones reales registraron una ligera recuperación. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión señalaron cierto deterioro del clima empresarial. La inflación interanual medida por el IPC repuntó desde el 0% de enero hasta el 0,3% en febrero, mientras que la inflación interanual medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía, aumentó levemente y se situó en el 0,8%.

En el Reino Unido se espera que el crecimiento del PIB se modere. En el cuarto trimestre de 2015, el PIB real se incrementó un 0,6% en términos intertrimestrales, por encima de las estimaciones anteriores y a un ritmo mayor que en el trimestre precedente. En consecuencia, el crecimiento interanual del PIB fue del 2,3% en 2015, frente al 2,9% de 2014. En el último trimestre de 2015, el crecimiento económico se vio impulsado por la solidez del consumo privado, mientras que el avance de la inversión pasó a ser considerablemente negativo, debido a la incertidumbre en torno al ritmo de expansión de la demanda mundial, y la demanda exterior neta continuó siendo un lastre para el crecimiento. Los indicadores de corto plazo y las encuestas sobre intenciones de las empresas sugieren una moderada desaceleración del ritmo de expansión del PIB en el primer semestre de 2016. La tasa de paro se estabilizó en el 5,1% en el período de tres meses hasta enero de 2016, mientras que el crecimiento de los beneficios siguió siendo relativamente contenido y se situó en el 2,1%, pese a la mejora de las condiciones en el mercado de trabajo. En febrero de 2016, la inflación interanual medida por el IPC repuntó hasta el 0,3%, como consecuencia de los efectos de base derivados de los precios de la energía, mientras que la inflación, excluidos los alimentos, la energía, las bebidas alcohólicas y el tabaco, descendió marginalmente, hasta el 1,1%.

En China, los datos disponibles siguen siendo acordes con una desaceleración gradual del crecimiento de la actividad, que se ha visto

respaldada por medidas de apoyo y una rápida expansión del crédito. En el primer trimestre, el crecimiento interanual del PIB de este país fue del 6,7%, ligeramente por debajo del registrado el trimestre anterior, aunque en consonancia con la nueva banda de objetivos de crecimiento fijada por las autoridades chinas para 2016 (6,5%-7%). Los indicadores de corto plazo más recientes apuntan a un ritmo sostenido de crecimiento económico, y se han observado algunas mejoras en la producción industrial, en la inversión en activos fijos, en la expansión del crédito y en las ventas al por menor. También hay señales de estabilización en el mercado de la vivienda, con un modesto repunte de la inversión residencial y fuertes aumentos de los precios de la vivienda en las grandes ciudades. Por el contrario, los datos sobre comercio, que han mostrado un grado elevado de volatilidad en los últimos meses, empeoraron en el primer trimestre del año. La mayor estabilidad de los mercados financieros y del tipo de cambio del renminbi ha contribuido a reducir parte de la incertidumbre imperante a principios de año, mientras que se prevé que la orientación acomodaticia de la política monetaria y el moderado estímulo fiscal continúen sustentando la demanda.

El ritmo de crecimiento sigue siendo débil y heterogéneo en otras economías emergentes. La actividad se ha mantenido resistente en países importadores de materias primas como en los países de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro y, en menor medida, en India y Turquía, mientras que el crecimiento continúa siendo muy débil en los países exportadores de estas materias. En particular, los indicadores de corto plazo más recientes sugieren que la desaceleración de Brasil continuará en 2016. La incertidumbre política, el deterioro de la relación real de intercambio y el endurecimiento de las condiciones de financiación están lastrando considerablemente la actividad económica. En línea con las expectativas, la actividad económica en Rusia volvió a retroceder en el último trimestre de 2015, después de mostrar señales incipientes de mejora en el tercer trimestre del año pasado. La incertidumbre sigue siendo elevada y la confianza empresarial débil, mientras que la caída de los ingresos procedentes del petróleo continúan frenando el gasto público.

2 Evolución financiera

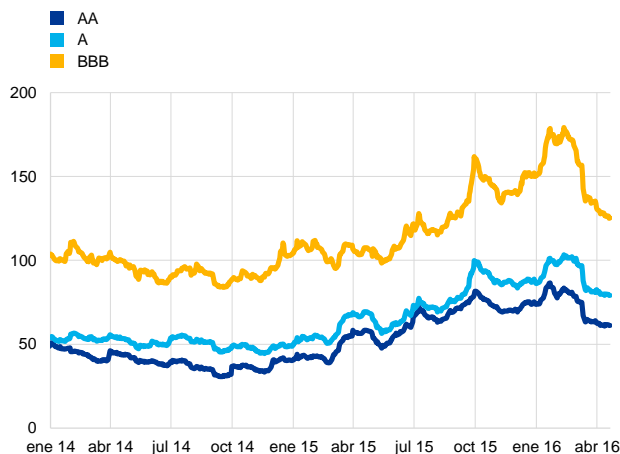
Entre el 9 de marzo y el 20 de abril de 2016, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro disminuyeron, al igual que los de la deuda soberana de Estados Unidos. Tras un ligero repunte a principios de marzo, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro empezaron a reducirse poco después de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, siguiendo una evolución similar a la que registraron los rendimientos de la deuda de Estados Unidos. Después de alcanzar un nuevo mínimo histórico del 0,75% el 1 de abril de 2016, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro, ponderado por el PIB, aumentó ligeramente hacia el final del período analizado y se situó en el 0,86% el 20 de abril. En conjunto, los descensos de los rendimientos a largo plazo fueron algo más pronunciados en los países de la zona del euro con calificaciones crediticias más altas.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de las sociedades no financieras se redujeron sustancialmente en un entorno de estabilización de la volatilidad de los mercados y tras el anuncio, por parte del Consejo de Gobierno, del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de los bonos de sociedades no financieras —al igual que los de los bonos de empresas del sector financiero— se estrecharon en la segunda quincena de marzo después de que la volatilidad de los mercados descendiera desde los máximos registrados anteriormente. Tras el anuncio del CSPP, los diferenciales de los bonos de sociedades no financieras volvieron a experimentar una disminución considerable, antes de seguir contrayéndose de forma más gradual durante el mes de abril (véase gráfico 3).

La estabilización de la volatilidad también prestó respaldo a los precios de las acciones a nivel mundial, que se revalorizaron durante el período analizado. El índice EURO STOXX amplio registró un avance de más del 4% entre el 9 de marzo y el 20 de abril de 2016 (véase gráfico 4). En Estados Unidos, el índice S&P 500 avanzó casi el 6% durante el mismo período. Las cotizaciones de los valores bancarios registraron fluctuaciones algo más pronunciadas que el conjunto del mercado en ambas regiones y, en la zona del euro, también tuvieron un comportamiento ligeramente peor que el mercado, con un aumento de alrededor del 2%.

Gráfico 3

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

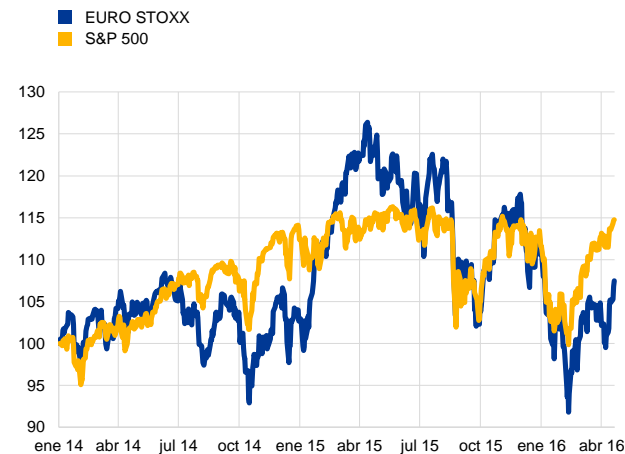


Fuente: Thomson Reuters.
Nota: La observación más reciente corresponde al 20 de abril de 2016.

Gráfico 4

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 abril de 2016.

El tipo de cambio efectivo del euro se apreció. En términos bilaterales, el euro se fortaleció un 3,7% frente al dólar estadounidense en el período analizado, en un entorno de estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro, lo que reflejó en gran medida la revisión de las expectativas de los mercados en relación con la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. El euro también se apreció frente a

la libra esterlina, el renminbi chino, el yen japonés y las monedas de la mayoría de las economías emergentes. Sin embargo, se depreció frente al rublo ruso, la corona sueca, el franco suizo y las monedas de la mayoría de los países exportadores de materias primas, así como frente a las monedas de varios países de Europa Central y Oriental.

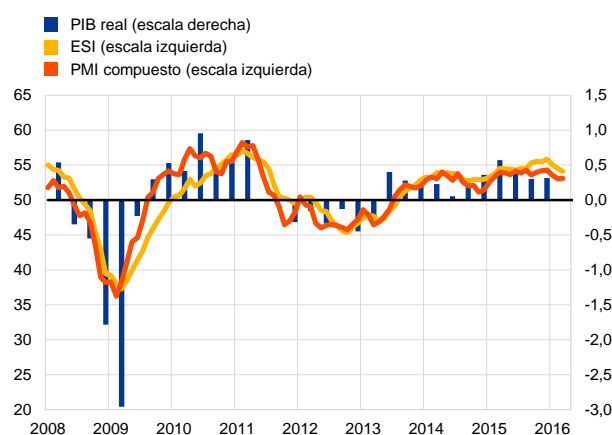
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) descendió durante el período considerado, reflejando la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el -0,40%, en marzo. Desde que fue efectivo el recorte de tipos de interés a comienzos del segundo período de mantenimiento de reservas, el eonia ha permanecido en un rango de entre -33 y -35 puntos básicos, excepto al final del primer trimestre, cuando aumentó temporalmente hasta situarse en -30 puntos básicos. El exceso de liquidez se incrementó alrededor de 43 mm de euros, hasta la cifra de 744 mm de euros, en el contexto de las compras realizadas por el Eurosistema en el marco del programa ampliado de compra de activos.

3 Actividad económica

La economía de la zona del euro continúa recuperándose, impulsada sobre todo por la evolución del consumo privado, aunque más recientemente también por la inversión (véase gráfico 5). A pesar de que el producto lleva creciendo desde principios de 2013, el PIB real de la zona del euro todavía se mantiene en niveles próximos al máximo registrado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008.

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

(tasas de variación 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 índice PMI. Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2015 para el PIB real y a marzo de 2016 para el índice PMI.

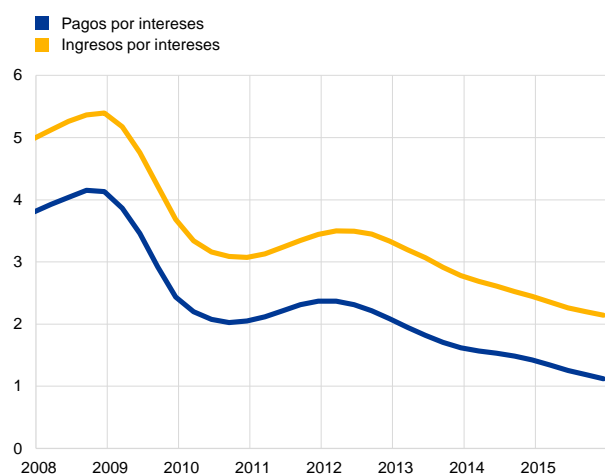
El consumo privado sigue contribuyendo positivamente al crecimiento, después de registrar una desaceleración transitoria en el último trimestre de 2015. La ralentización del gasto en consumo del cuarto trimestre del año pasado se debió en parte al descenso de las ventas de artículos de vestir de temporada y a la disminución del consumo de energía, lo que puede atribuirse a las suaves temperaturas del invierno en algunos países de la zona del euro. Además, parece que los atentados terroristas perpetrados en París en noviembre de 2015 han afectado negativamente al consumo de servicios como la hostelería y la restauración en Francia. Cabe destacar que el gasto en consumo se ha estado beneficiando del incremento de la renta real disponible de los hogares, lo que a su vez es reflejo, fundamentalmente, del crecimiento del empleo y de los precios más bajos del petróleo. Asimismo, los balances de los hogares

presentan mayor disponibilidad de fondos, y la confianza de los consumidores continúa siendo elevada y, pese a las recientes caídas, se mantiene por encima de la media de largo plazo.

La orientación acomodaticia de la política monetaria y los reducidos tipos de interés asociados deberían seguir respaldando el consumo agregado de la zona del euro. Desde el tercer trimestre de 2008, los pagos por intereses de los hogares de la zona del euro en relación con la renta disponible han disminuido en torno a tres puntos porcentuales, al tiempo que los ingresos por intereses han caído aproximadamente en la misma proporción (véase gráfico 6). Así pues, la renta disponible agregada de los hogares de la zona del euro apenas se ha visto afectada. No obstante, el descenso de los tipos de interés suele traducirse en una redistribución de los recursos de los ahorradores netos con una menor propensión marginal al consumo a los prestatarios netos en los que dicha propensión es mayor, lo que, en general, tiene un impacto positivo sobre el consumo agregado de la zona del euro. En cuanto a las perspectivas a corto plazo, los datos recientes sobre el comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles señalan un repunte del crecimiento del consumo en el primer trimestre de este año.

Gráfico 6
Ingresos y pagos por intereses de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2015.

La inversión continuó mejorando ligeramente a principios de 2016, tras acelerarse su crecimiento a finales de 2015, aunque predominan los riesgos a la baja. La mayor utilización de la capacidad productiva, junto con el aumento de la producción industrial de bienes de equipo en enero y febrero, sugiere que la inversión empresarial de la zona del euro probablemente registrara un sólido ritmo de avance en el primer trimestre de 2016. Sin embargo, es muy probable que la debilidad del entorno exterior, unida a la caída de la confianza empresarial, el descenso de los pedidos industriales de bienes de equipo y las moderadas expectativas de producción del sector de bienes de equipo, tenga un impacto adverso sobre la tasa de crecimiento de la inversión, excluida la construcción, en el primer semestre de 2016. Es probable que la inversión en construcción siguiera creciendo en el primer trimestre, debido, en gran medida, a la evolución del segmento de la vivienda, como pone de manifiesto el

fuerte avance de la construcción de edificios en comparación con el trimestre anterior. Al margen de la volatilidad habitual, los visados de obra nueva, así como la confianza de la construcción, medidos por el índice PMI y el indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés), han estado aumentando, lo que indicaría que el ciclo del sector de la construcción ha tocado fondo.

Más allá del corto plazo, 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 incremento de los márgenes y la reducción de la capacidad productiva sin utilizar también deberían respaldar las

decisiones de inversión. No obstante, las necesidades de desapalancamiento, la baja rentabilidad y las rigideces estructurales, especialmente en algunos países, así como las débiles perspectivas de crecimiento potencial, podrían frenar la inversión.

En general, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro mantiene su falta de dinamismo. Según los datos mensuales sobre comercio, las exportaciones de bienes, tras registrar un descenso significativo en enero, se recuperaron en cierta medida en febrero. En los primeros dos meses del año, las exportaciones de bienes se situaron, en general, por debajo del nivel medio del cuarto trimestre de 2015. Es probable que el avance de las exportaciones se viera frenado por el débil ritmo de crecimiento de las economías avanzadas, especialmente Estados Unidos, y de algunas economías emergentes. De cara al futuro, se prevé que la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro observada desde finales del año pasado continúe afectando a las exportaciones de la zona del euro. Indicadores más recientes, como las encuestas, apuntan a una evolución persistentemente moderada de la demanda externa y a una debilidad relativa de los pedidos exteriores de fuera de la zona del euro a corto plazo.

Los indicadores económicos más recientes señalan un crecimiento sostenido del PIB real en el primer trimestre de 2016. En enero y febrero, la producción industrial (excluida la construcción) se situó, en promedio, un 1,1% por encima del nivel medio del cuarto trimestre de 2015, período en que registró un incremento del 0,4% en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes presentan un panorama algo menos optimista que los datos cuantitativos. Mientras que el ESI descendió durante el primer trimestre, el índice PMI compuesto de producción retrocedió en enero y febrero, permaneciendo básicamente estable en marzo (véase gráfico 5). Sin embargo, actualmente, la interpretación de la evolución de los indicadores de opinión resulta más complicada de lo habitual, ya que la desaceleración de estos indicadores sugiere un crecimiento más débil con respecto al cuarto trimestre del año pasado, mientras que los niveles en los que se mantienen —aún por encima de sus medias de largo plazo— apuntan a un crecimiento que no habría registrado variación o que incluso se habría acelerado ligeramente.

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando gradualmente. En el cuarto trimestre de 2015, el empleo experimentó un avance adicional del 0,3% en tasa intertrimestral, acumulando así dos años y medio de crecimiento. Como consecuencia, el empleo se situó un 1,2% por encima del nivel registrado un año antes, lo que representa el mayor incremento interanual desde el segundo trimestre de 2008. La tasa de paro de la zona del euro, que empezó a descender a mediados de 2013, siguió cayendo en febrero, hasta situarse en el 10,3%. Aunque los indicadores de opinión más recientes señalan cierta desaceleración del crecimiento del empleo, continúan siendo compatibles con mejoras adicionales en los próximos meses.

De cara al futuro, se prevé que la economía continúe recuperándose. En particular, la demanda interna sigue estando respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, cuyo impacto positivo sobre las condiciones de financiación, junto con el aumento de la rentabilidad de las empresas, está favoreciendo la inversión. Además, la orientación acomodaticia de la política monetaria, las

continuas mejoras en el empleo derivadas de las anteriores reformas estructurales y el nivel aún relativamente bajo del precio del petróleo deberían prestar un apoyo sostenido a la renta real disponible de los hogares y el consumo privado. Además, la política fiscal de la zona del euro presenta un tono ligeramente expansivo. Al mismo tiempo, la recuperación económica de la zona del euro se sigue viendo frenada por los ajustes de los balances de algunos sectores, el insuficiente ritmo de aplicación de las reformas estructurales y las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro todavía continúan situados a la baja. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica del BCE, realizada a principios de abril, perfilan una imagen similar a las previsiones macroeconómicas realizadas por los expertos del BCE publicadas en marzo, y apuntan a la continuación de la recuperación económica y a un aumento de las tasas de crecimiento interanual del PIB. (<http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>).

4 Precios y costes

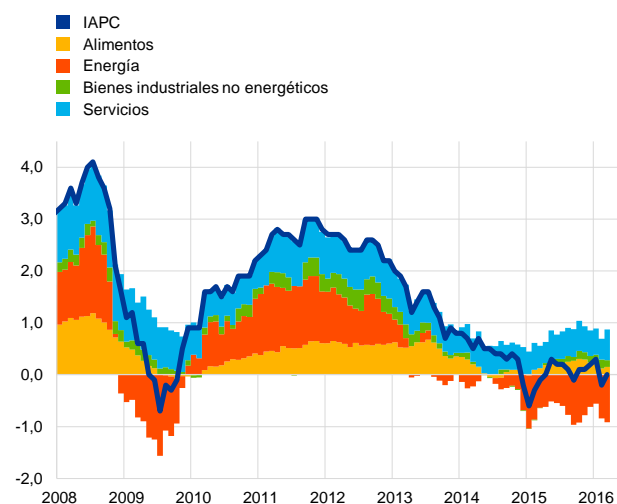
La inflación general ha permanecido en tasas alrededor de cero en los últimos meses. El bajo nivel de inflación sigue reflejando el impacto moderador de unas tasas de variación interanual marcadamente negativas de los precios de la energía. Al

mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continúa fluctuando en tasas en torno al 1% (véase gráfico 7).

Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

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

La mayoría de las medidas de inflación subyacente

no muestra una tendencia alcista clara. La tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantiene en el 1% o ligeramente por debajo de ese nivel. Esto sugiere que la inflación subyacente no ha cobrado un impulso al alza desde el verano pasado, como confirma la evidencia procedente de medidas basadas en modelos¹. Si se consideran los principales componentes, la tasa de variación de los precios de los servicios aumentó hasta situarse en el 1,4% en marzo, lo que representa un incremento de 0,5 puntos porcentuales con respecto al mínimo histórico del 0,9% de febrero. Esta aceleración se debe en cierta medida al repunte transitorio de los precios de las vacaciones organizadas en Semana Santa, que este año fue en marzo (véase también el recuadro titulado «Índice

Armonizado de Precios de Consumo – efecto de la Semana Santa y mejora del método de desestacionalización»). La tasa de variación de los precios de los bienes

¹ Para más detalles sobre medidas de inflación subyacente basadas en modelos, véase el gráfico C del recuadro 5 titulado «Seguimiento de la evolución de la inflación subyacente», *Informe Anual*, BCE, 2015.

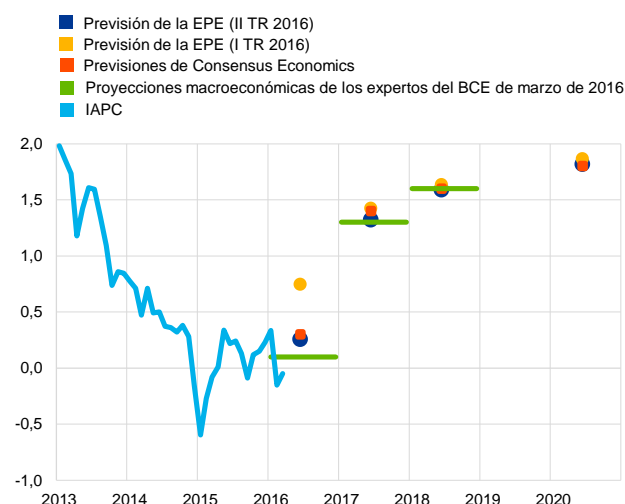
industriales no energéticos ha estado fluctuando entre el 0,5% y el 0,7% en los últimos meses.

La reciente apreciación del euro ha atenuado parte de las presiones inflacionistas al alza procedentes de la acusada depreciación registrada anteriormente. La tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio, que hasta ahora ha sido la principal fuente de presiones latentes de carácter alcista, se redujo hasta situarse en el 0,7% en febrero, frente al 1,6% de enero. Esta evolución representa una continuación del descenso con respecto al máximo histórico del 5,6% de abril de 2015, y refleja una leve apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y el impacto de las presiones desinflacionistas a escala mundial derivadas de la caída de los precios del petróleo.

Los precios industriales y las presiones salariales se han mantenido moderados. La tasa de crecimiento interanual de los precios industriales de las ventas interiores de los bienes de consumo no alimenticio descendió hasta situarse en el -0,1% en febrero, frente al 0,1% de enero, y los datos procedentes de encuestas de opinión sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción, disponibles hasta abril, apuntan a la persistencia de débiles presiones inflacionistas a nivel de productores. El avance de los salarios se estabilizó en niveles reducidos. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,3% en el cuarto trimestre de 2015, sin variación con respecto al trimestre precedente. Dado que la tasa de crecimiento interanual de la productividad descendió 0,2 puntos porcentuales en ese mismo período, los costes laborales unitarios se incrementaron 0,2 puntos porcentuales. Los factores que pueden estar afectando al crecimiento de los salarios se describen en el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro».

Gráfico 8
Indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



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

Notas: Se incluyen datos de la inflación observada medida por el IAPC hasta marzo de 2016. Los datos de Consensus Economics proceden de las previsiones publicadas en abril de 2016.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han estabilizado en niveles reducidos y se mantienen sustancialmente por debajo de las expectativas procedentes de los indicadores de opinión. Después de recuperarse de un mínimo histórico en febrero, la tasa de inflación a cinco años dentro de cinco continúa en cotas muy bajas. Esto se debe, en parte, a un interés relativamente escaso del mercado por mantener instrumentos financieros con flujos financieros vinculados a la inflación, lo que indica que los participantes en el mercado consideran que es relativamente improbable que la inflación repunte en un futuro próximo. A diferencia de los indicadores de mercado, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo, como los incluidos en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y en las encuestas de Consensus Economics, han sido más estables y resistentes al ajuste a la baja de las expectativas a más

corto plazo (véase gráfico 8). Según los resultados de la encuesta EPE de abril de 2016, la previsión media de la tasa de inflación a cinco años era del 1,8%, sin variación con respecto a la encuesta anterior, y el riesgo a la baja para estas expectativas parece haber disminuido ligeramente.

De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros de la energía vigentes, es probable que las tasas de inflación sean ligeramente negativas en los próximos meses y que después repunten en el segundo semestre de 2016, en gran parte debido a efectos de base. Posteriormente, las tasas de inflación deberían seguir recuperándose en 2017 y 2018, respaldadas por las medidas de política monetaria del BCE y por la recuperación económica esperada.

En cuanto a la evolución de los precios de la vivienda, el crecimiento interanual del indicador de precios de los inmuebles residenciales del BCE para la zona del euro ha continuado aumentando. En el cuarto trimestre de 2015, la tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales se situó en el 2,2%, lo que supuso un aumento desde el 1,5% del tercer trimestre y el 1,1% del segundo trimestre de ese año. La recuperación en curso de los precios de estos inmuebles está siendo relativamente generalizada en los países de la zona del euro.

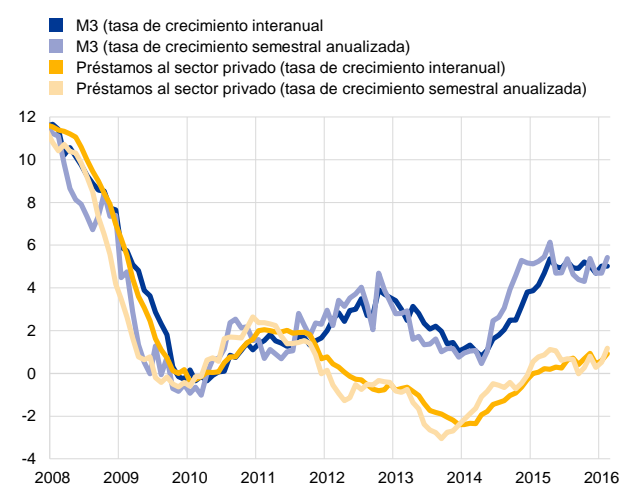
5 Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido. La tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció en torno al 5%, el nivel que se ha mantenido desde marzo de 2015 (véase gráfico 9). El crecimiento monetario volvió a sustentarse en los componentes más líquidos. La tasa de crecimiento interanual de M1 continuó moderándose con respecto al máximo alcanzado en julio de 2015, aunque su nivel aún fue elevado. En conjunto, la evolución reciente del agregado monetario estrecho apunta a la continuación de la recuperación económica de la zona del euro.

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 febrero de 2016.

La contribución de los depósitos a la vista al crecimiento de M3 continuó siendo considerable.

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 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, fue negativa a principios de 2016, pese a la recuperación de las participaciones en fondos del mercado monetario observada desde mediados de 2014.

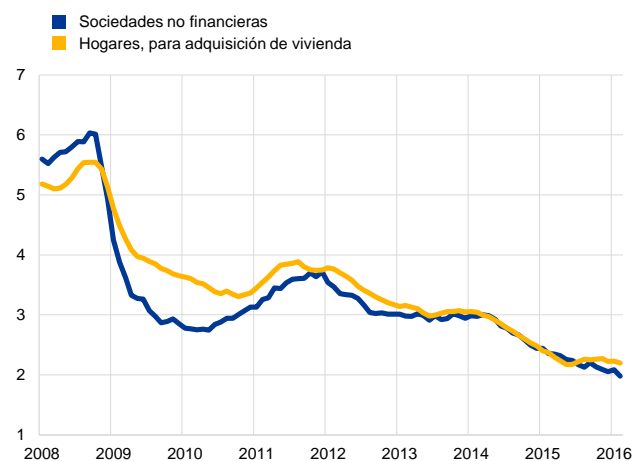
Las fuentes internas de creación de dinero fueron de nuevo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Este hecho se explica, en parte, por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, las principales fuentes de creación de dinero en febrero fueron las adquisiciones de bonos realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y la contracción de los pasivos financieros a más largo plazo. Un porcentaje significativo de estos instrumentos fueron adquiridos a instituciones financieras monetarias — IFM— (excluido el Eurosistema). La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) continuó siendo marcadamente negativa. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha hecho que a los inversores les resulte menos favorable mantener pasivos bancarios a más largo plazo. El atractivo de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados es otro factor explicativo. Además, la creación de dinero siguió viéndose respaldada por el crédito concedido por las IFM al sector privado de la zona del euro. La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM volvió a ser un lastre para el crecimiento interanual de M3. Esta evolución refleja las salidas de capital de la zona del euro y el reequilibrio continuado de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona (más concretamente, las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP) (véase recuadro 4).

La actividad crediticia se mantuvo en una senda de recuperación gradual, aunque el crecimiento de los préstamos todavía fue débil. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) se incrementó en febrero (véase gráfico 9), ayudada tanto por los préstamos concedidos a las sociedades no financieras como por los otorgados a los hogares. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo débil, sin recuperarse totalmente con respecto al mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Estas tendencias fueron generalizadas en la zona del euro y se vieron respaldadas por las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas desde el verano de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y por las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios. Pese a estas señales positivas, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles persistentemente elevados de préstamos dudosos en algunas jurisdicciones siguen lastrando el crecimiento del crédito.

Gráfico 10

Tipos de interés sintéticos 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 sintéticos 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 febrero de 2016.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras cayeron a nuevos mínimos históricos en febrero.

Los tipos de interés sintéticos del crédito concedido a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido en mayor medida que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció en junio de 2014 su paquete de medidas de expansión crediticia (véase gráfico 10). Esta evolución también 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 de los préstamos bancarios. El descenso de los tipos de interés sintéticos de los préstamos se explica, asimismo, por la contracción de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, que se está transmitiendo en forma de aplicación de tipos de interés más bajos a los préstamos bancarios. Entre mayo de 2014 y febrero de 2016, el tipo de interés sintético de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo alrededor de 95 puntos básicos,

hasta situarse en el 1,98%. Y, en el mismo período, el tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendió más de 70 puntos básicos, situándose en el 2,20 % en febrero de 2016. 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 ha seguido una trayectoria descendente desde junio de 2014, cuando aumentó la expansión crediticia, y parece que se ha estabilizado recientemente en niveles reducidos. Este indicador sugiere 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 abril de 2016 indica que aún continúa 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 primer trimestre de 2016, las condiciones de oferta de crédito para las empresas continuaron mejorando y se registró un aumento de la demanda de todas las categorías de préstamos. La competencia siguió siendo el principal factor impulsor de la relajación (en términos netos) de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas. Las entidades de crédito continuaron relajando las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos en general, y en especial a los concedidos a hogares. En cuanto a los efectos del programa ampliado de compra de activos del BCE, las entidades de crédito han utilizado la liquidez obtenida del APP principalmente para conceder préstamos. Las entidades de la zona del euro también indicaron que el APP había afectado negativamente a su rentabilidad. Además, señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE estaba

teniendo un efecto positivo en el volumen de crédito concedido, pero un impacto negativo en sus ingresos netos por intereses y en los márgenes de sus préstamos.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentó significativamente en marzo de 2016, tras contraerse en los dos meses anteriores. El giro que registraron las emisiones netas se vio respaldado por el descenso del coste de financiación mediante valores de renta fija, que cayó por segunda vez consecutiva en marzo. Sin embargo, el fuerte crecimiento sostenido de los beneficios no distribuidos ha sido, probablemente, un factor moderador en los últimos meses. Estos beneficios crecieron de forma acusada en el cuarto trimestre de 2015.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo favorables. Se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras disminuyó en marzo de 2016, revirtiendo así la mayor parte de los aumentos observados a principios de año. Esta evolución se explica por la reducción tanto del coste de financiación tanto mediante acciones como del coste de financiación mediante valores de renta fija. En marzo de 2016, el coste de financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija se situó alrededor de 50 y 30 puntos básicos, respectivamente, por encima del nivel de febrero de 2015, cuando se registraron mínimos históricos.