

# Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

## Resumen

Las decisiones de política monetaria adoptadas en diciembre de 2016 han logrado que se mantengan las condiciones de financiación muy favorables que son necesarias para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares siguen beneficiándose de la transmisión de las medidas del BCE. Como se esperaba, la inflación ha aumentado recientemente, debido en gran medida a efectos de base de los precios de la energía, si bien las presiones sobre la inflación subyacente se mantienen contenidas. El Consejo de Gobierno seguirá haciendo abstracción de las variaciones de la inflación medida por el IAPC si considera que son transitorias y que no tienen implicaciones en las perspectivas a medio plazo para la estabilidad de precios.

Los indicadores globales disponibles apuntan a la continuación del moderado repunte del crecimiento de la actividad y del comercio mundiales a finales de 2016. Entre tanto, las condiciones financieras a nivel mundial se han endurecido y las economías emergentes han registrado salidas de capital. La inflación mundial ha aumentado, respaldada por la contribución cada vez menos negativa de los precios de la energía. Los riesgos para las perspectivas de actividad mundial siguen situándose a la baja y están relacionados, en particular, con la incertidumbre política y los desequilibrios financieros.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de diciembre de 2016, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se han reducido ligeramente y la curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado a la baja en los plazos medios. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras se han incrementado y los diferenciales de renta fija privada han caído. El tipo de cambio del euro, ponderado por el comercio, se mantuvo prácticamente estable.

La expansión económica de la zona del euro prosigue y se fortalece, impulsada principalmente por la demanda interna. De cara al futuro, se espera que el crecimiento económico continúe afianzándose. La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE está sustentando la demanda interna y facilitando el proceso actual de desapalancamiento. Las muy favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad empresarial siguen propiciando la recuperación de la inversión. Asimismo, el aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, respalda el consumo privado a través de incrementos de la renta real disponible de los hogares. Al mismo tiempo, se observan señales de una recuperación mundial algo más sólida. No obstante, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales

y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados, principalmente, con factores de carácter global.

Según Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,1 % en diciembre de 2016, frente al 0,6 % registrado en noviembre. Este aumento obedeció principalmente a un fuerte incremento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza de la inflación subyacente. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que la inflación general siga repuntando a corto plazo, debido sobre todo a las variaciones de la tasa de avance interanual de los precios de la energía. No obstante, se espera que los indicadores de la inflación subyacente aumenten de forma más gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, de la recuperación económica esperada y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar.

Aunque la evolución del crédito bancario continúa reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero, las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014 están apoyando significativamente las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares y, con ello, los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2016 muestra que los criterios de aprobación de préstamos a las empresas están, en general, estabilizándose, mientras que la demanda de crédito ha seguido aumentando a un ritmo sólido en todas las categorías de préstamos. Por tanto, el crecimiento de los préstamos al sector privado ha seguido recuperándose paulatinamente. Además, se estima que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras disminuyó ligeramente en diciembre.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 19 de enero de 2017, decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno sigue esperando que estos tipos permanezcan en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que el Eurosistema seguirá realizando compras en el marco del programa de compras de activos al ritmo actual de 80 mm de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017, y que, a partir de abril, está previsto que las compras netas continúen a un ritmo de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Paralelamente a las compras netas se reinvertirán los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo.

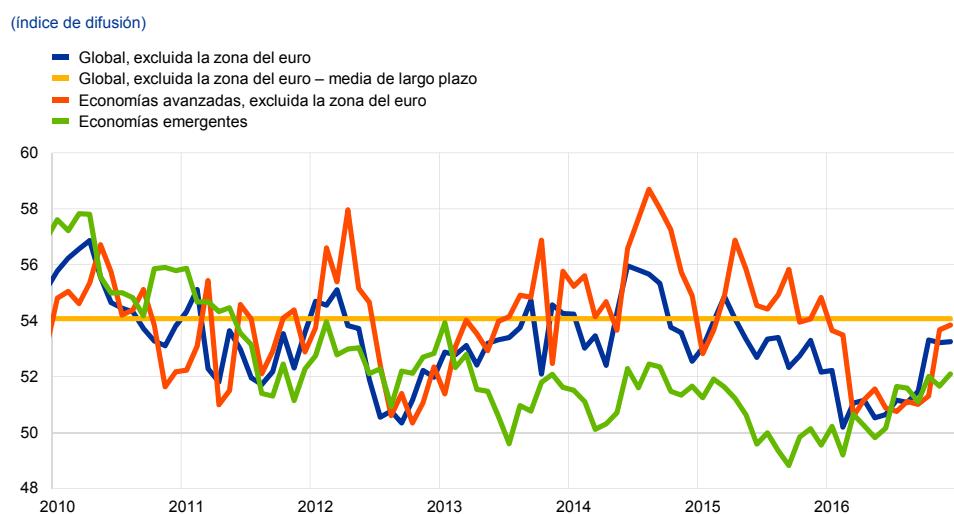
De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirmó que se necesita un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas en la

zona del euro aumenten y respalden la inflación a medio plazo. Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato. En particular, si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, el Consejo de Gobierno está preparado para ampliar el volumen y la duración del programa de compras de activos.

# 1 Entorno exterior

**Las encuestas apuntan a la continuación de la moderada recuperación del crecimiento mundial a finales de 2016.** El Índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción alcanzó el nivel más elevado registrado en más de un año (gráfico 1), aumentando hasta situarse en 53,3 en el último trimestre de 2016. Los PMI trimestrales se incrementaron en todas las principales economías avanzadas, y los correspondientes a Japón retornaron a una senda expansiva. Estos índices aumentaron en China y en Rusia, mientras que el PMI de la India experimentó un acusado descenso como consecuencia de los efectos negativos derivados de la decisión adoptada recientemente por el Gobierno de que algunos billetes dejan de tener curso legal. En Brasil, los indicadores de opinión se mantuvieron en niveles muy bajos.

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

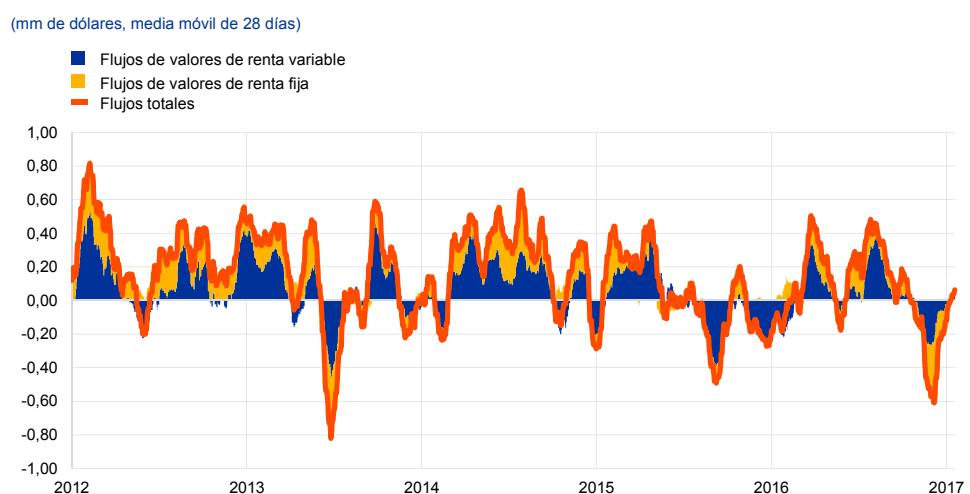


Fuentes: Markit y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2016.

**Las condiciones financieras a nivel mundial se han endurecido.** Los rendimientos de los valores de renta fija se han incrementado en Estados Unidos y en todo el mundo en los últimos meses. El endurecimiento de las condiciones financieras ha sido consecuencia, en cierta medida, de las medidas adoptadas por el banco central en Estados Unidos. En diciembre de 2016, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió aumentar 25 puntos básicos, de 0,5 % a 0,75 %, la banda objetivo para el tipo de interés de referencia de los fondos federales. En un contexto de condiciones financieras más restrictivas, algunas economías emergentes tuvieron que hacer frente a presiones considerables en forma de salidas de capital a finales de 2016 (véase gráfico 2). México y Turquía se vieron particularmente afectadas, con una notable depreciación de sus monedas y un acusado aumento de los tipos de interés. En Turquía, la evolución mundial se vio amplificada por la incertidumbre política y las vulnerabilidades macroeconómicas

internas. En China también se observaron sustanciales salidas de capital y una reducción de sus reservas exteriores. En cambio, en Rusia, el rublo se apreció y las cotizaciones bursátiles experimentaron una fuerte subida, principalmente como resultado de la recuperación de los precios del petróleo.

**Gráfico 2**  
Flujos de capital de las economías emergentes



Fuente: Institute of International Finance.

Notas: La última observación corresponde al 18 de enero de 2017. Los valores positivos corresponden a entradas de capital, mientras que los valores negativos se refieren a salidas de capital. La muestra de economías emergentes incluye Indonesia, India, Corea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Filipinas y Turquía.

**El comercio mundial se mantuvo en una senda de moderada recuperación hacia el final del año.** El crecimiento del comercio mundial permaneció en terreno positivo por cuarta vez consecutiva en octubre, mes en que las importaciones mundiales de bienes en términos reales aumentaron un 0,8 % (en tasa intertrimestral), tras la debilidad observada en el primer semestre de 2016. Los indicadores adelantados también confirmaron esta tendencia positiva. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores alcanzó su nivel más elevado en más de dos años y se situó en 51,4 en diciembre.

**La inflación mundial continuó aumentando en noviembre, respaldada por la contribución cada vez menos negativa de los precios de la energía.** En los países pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo repuntó hasta situarse en el 1,4 % en noviembre, la tasa más elevada en dos años. En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se estabilizó en el 1,7 %. Se espera que la desaparición de los efectos de base derivados de las anteriores caídas de los precios de las materias primas contribuya a un nuevo aumento de la inflación general en los próximos meses, aunque la existencia de capacidad productiva sin utilizar seguirá afectando a la inflación mundial.

**El precio del barril de Brent se mantuvo dentro de una horquilla de entre 52 y 56 dólares estadounidenses tras el anuncio de la OPEP de introducir recortes**

**en la producción.** Los precios del petróleo se vieron favorecidos por la decisión adoptada el 30 de noviembre por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de recortar la producción en 1,2 millones de barriles diarios a partir de enero de 2017 y recibieron un impulso adicional con el acuerdo alcanzado el 12 de diciembre por los países productores no pertenecientes a la OPEP de reducir la producción en 0,6 millones de barriles diarios. En horizontes superiores a seis meses, las expectativas de los mercados han seguido sin verse apenas afectadas por la decisión de la OPEP, lo que apunta a que no ha alterado los fundamentos del mercado del petróleo. La oferta mundial de crudo alcanzó un total de 98,2 millones de barriles diarios en noviembre, un máximo histórico, ya que las reducciones de la producción de países que no son miembros de la OPEP se vieron contrarrestadas por el aumento de la producción de los países pertenecientes a esta organización. Se espera que el incremento de la demanda de petróleo continuará en el cuarto trimestre de 2016 (en 1,3 millones de barriles diarios en comparación con un año antes), debido, en parte, a las revisiones al alza del consumo en China. Los precios de las materias primas no energéticas han subido marginalmente desde mediados de diciembre, fundamentalmente como consecuencia de un aumento sustancial de los precios del mineral de hierro y del cobre, relacionado con una demanda de metales mayor que la esperada en China y con algunas perturbaciones de oferta.

**En Estados Unidos, la actividad económica es vigorosa, pese a una incertidumbre política significativa.** El PIB real creció a una tasa anualizada del 3,5 % en el tercer trimestre de 2016, sustentado fundamentalmente en el gasto en consumo, en la demanda exterior neta y en un cambio en la contribución de las existencias. Los indicadores recientes sugieren que la vigorosa expansión continuó en el último trimestre de 2016, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre precedente. Pese a la incertidumbre política —ya que solo se han conocido unos pocos detalles de los cambios de política de la nueva Administración—, las encuestas de confianza publicadas después de las elecciones señalan unas perspectivas favorables en el corto plazo. Las tensiones en el mercado de trabajo siguieron acrecentándose y en los tres meses transcurridos hasta diciembre se registraron aumentos mensuales de 165.000 empleos, en promedio, en el sector no agrícola. Esto contribuyó a una nueva aceleración de las subidas salariales, y el crecimiento interanual de las ganancias medias por hora se incrementó hasta el 2,9 %. En diciembre, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en Estados Unidos aumentó hasta situarse en el 2,1 %, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de la gasolina, mientras que el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se incrementó hasta el 2,2 %.

**En Japón, el crecimiento económico sigue siendo modesto.** El PIB real de este país avanzó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2016, ya que tanto el crecimiento de la demanda interna como la demanda exterior neta continuaron siendo moderados. Los datos más recientes sugieren un repunte de las exportaciones reales y de la producción industrial hacia finales del año, mientras que el dinamismo del consumo privado siguió siendo débil, y las encuestas señalan que las empresas mantienen la cautela en lo que respecta a las perspectivas. Pese a las tensiones observadas en el mercado de trabajo, como puso de manifiesto el hecho de que la tasa de paro permaneciera en el 3 % en octubre, el crecimiento interanual

de los salarios reales se mantuvo estancado ese mes. La inflación medida por el IPC aumentó de nuevo en noviembre, con una tasa interanual del 0,5 %. Al mismo tiempo, el avance interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos y la energía, el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, se desaceleró hasta situarse en el 0,2 %.

**En el Reino Unido, los indicadores recientes apuntan a nuevos signos de capacidad de resistencia de la economía en un entorno de aumento considerable de la inflación.** En el tercer trimestre de 2016, el PIB real se incrementó un 0,6 % en tasa intertrimestral, desafiando las expectativas de brusca desaceleración en el período inmediatamente posterior al referéndum del Reino Unido sobre la pertenencia a la UE. Los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica siguió mostrando capacidad de resistencia en el último trimestre del año. La inflación interanual medida por el IPC se aceleró hasta situarse en el 1,6 % en diciembre de 2016, en parte impulsada por los precios de la energía. El impacto del debilitamiento de la libra esterlina también es cada vez más evidente en las primeras fases del proceso de determinación de precios, como muestran los acusados aumentos de los precios de importación y de los de producción en los últimos meses.

**En China, el crecimiento económico se ha estabilizado.** Los datos más recientes son acordes con una estabilización del crecimiento del PIB real, tras aumentar hasta el 6,7 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre. Los datos relativos a noviembre muestran un crecimiento estable, en general, de la producción industrial, con un repunte de la actividad de las empresas públicas. La inversión en activos fijos también se ha estabilizado, mientras que los PMI han mostrado una tendencia al alza desde mediados de año. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 2,1 % en diciembre, frente al 2,3 % de noviembre. La inflación medida por el IPC excluidos la energía y los alimentos se mantuvo sin cambios en el 1,9 %. Mientras, la tasa de variación interanual de los precios de producción ha repuntado con fuerza y en diciembre se aceleró hasta el 5,5 %, la más alta registrada desde septiembre de 2011, ya que los precios de los productos mineros y los de la energía aumentaron considerablemente.

## 2

## Evolución financiera

**Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de diciembre.** Durante el período de referencia (del 8 de diciembre de 2016 al 18 de enero de 2017), los tipos de interés de la deuda soberana a diez años de la zona del euro descendieron en torno a 5 puntos básicos. Los diferenciales con respecto al bono alemán a diez años se mantuvieron prácticamente estables en la mayoría de los países, excepto en Grecia, donde se ampliaron en 48 puntos básicos.

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

(1 de enero de 2016 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La línea vertical negra se refiere al comienzo del período de referencia (8 de diciembre de 2016). La última observación corresponde al 18 de enero de 2017.

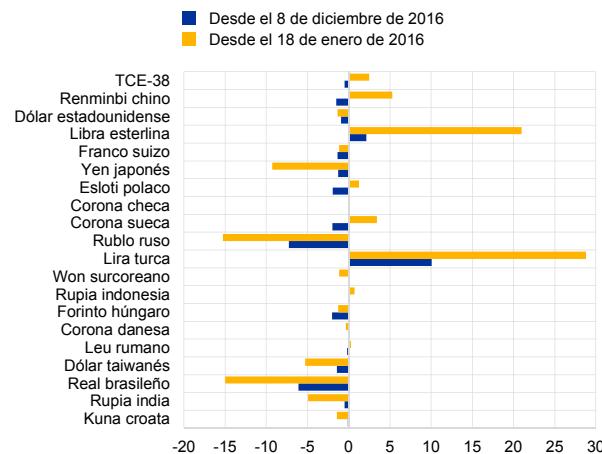
**Los precios de las acciones de la zona del euro han aumentado desde principios de diciembre.** Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 4 % más elevados que al comienzo de él. Las cotizaciones del sector financiero cayeron ligeramente, pero, si se considera un horizonte temporal más largo, actualmente se encuentran en torno a un 30 % por encima de los mínimos registrados tras el resultado del referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE (véase gráfico 3). Durante el período de referencia, los precios de las acciones de las sociedades no financieras también se incrementaron en Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, en concreto, alrededor de un 2 %, un 6 % y un 1 %, respectivamente. Los precios de las acciones del sector financiero tuvieron un comportamiento peor que el de las sociedades no financieras en las tres áreas económicas. Las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles disminuyeron ligeramente en la zona del euro y se mantienen muy por debajo de las medias históricas.

**Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras cayeron durante el período considerado.** El 18 de enero, los diferenciales de los valores de renta fija de sociedades no financieras con calificación de grado de inversión se contrajeron alrededor de 3 puntos básicos con respecto a diciembre y 45 puntos básicos con respecto a marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y por las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión (cuya adquisición no es admisible en el marco del CSPP) también se redujeron durante el período de referencia, en 3 y en 19 puntos básicos, respectivamente.

#### Gráfico 4

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

del eonia registró un movimiento a la baja de alrededor de 5 puntos básicos en los plazos medios. Este desplazamiento a la baja fue marginal en los vencimientos inferiores a dos años, y la curva se mantiene por debajo de cero en los vencimientos anteriores a 2021.

**En los mercados de divisas, el euro se mantuvo prácticamente estable en cifras ponderadas por el comercio.** En términos bilaterales, desde el 8 de diciembre, el euro se apreció un 2,2 % frente a la libra esterlina, en un entorno de mayor incertidumbre ante las perspectivas de que el Reino Unido abandone la Unión Europea. El euro se depreció frente a otras monedas principales de las economías avanzadas, como el dólar estadounidense (un 0,9 %), el yen japonés (un 1,3 %) y el franco suizo (un 1,4 %). También se depreció frente a la mayor parte de las monedas de las economías emergentes, entre ellas, el renminbi chino (un 1,5 %), así como frente a las monedas de otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase gráfico 4).

**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo estable en torno a –35 puntos básicos en el período considerado, salvo por un pequeño incremento observado al final del año.** Durante el período considerado, el exceso de liquidez aumentó alrededor de 80 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.265 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compra de activos. El incremento del exceso de liquidez también reflejó la participación en la tercera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II).

**La curva de tipos forward del eonia se aplanó ligeramente.** Durante el período de referencia, la curva de tipos forward

### 3

## Actividad económica

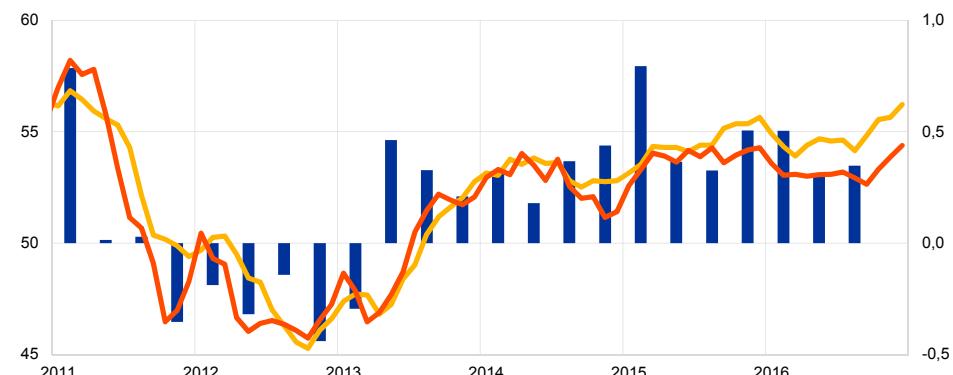
**La expansión económica de la zona del euro prosigue y se fortalece, impulsada principalmente por la demanda interna.** Además, el crecimiento se ha generalizado en todos los sectores y, más recientemente, también en todos los países (véase recuadro 1). El PIB real se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2016, como resultado de la contribución positiva de la demanda interna y, en menor medida, de la variación de existencias (véase gráfico 5). Al mismo tiempo, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento del PIB en el tercer trimestre. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, han seguido mostrando una cierta capacidad de resistencia y apuntan a un crecimiento ligeramente más intenso en el cuarto trimestre.

**Gráfico 5**

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

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

- PIB real (escala derecha)
- ESI (escala izquierda)
- PMI compuesto de producción (escala izquierda)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI se estandariza con la media y la desviación típica del PMI. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 para el PIB real y a diciembre de 2016 para el ESI y el índice PMI.

**El gasto en consumo, principal factor impulsor de la recuperación actual, siguió contribuyendo positivamente al avance del PIB en el tercer trimestre de 2016.** El crecimiento del consumo privado se situó en el 0,3 %, en tasa intertrimestral, solo ligeramente por encima de la registrada en el segundo trimestre. Este resultado relativamente modesto, al menos cuando se compara con la evolución de 2015 y comienzos de 2016, puede reflejar, en parte, un aumento de la incertidumbre como resultado del referéndum en el Reino Unido y de los ataques terroristas, así como la subida de los precios del petróleo a lo largo de 2016. En términos interanuales, el consumo creció un 1,6 % en el tercer trimestre, frente al 1,7 % del segundo. Esta ligera moderación fue reflejo de una desaceleración más acusada del crecimiento interanual de la renta real disponible de los hogares, que se redujo del 2,5 % registrado en el segundo trimestre al 1,7 % en el tercero. El crecimiento de la renta,

pese a su descenso más reciente, sigue siendo elevado desde una perspectiva histórica. En efecto, durante la recuperación actual el gasto en consumo se ha visto favorecido por el incremento de la renta real disponible de los hogares, que ha sido consecuencia, fundamentalmente, del crecimiento del empleo y de los bajos precios del petróleo.

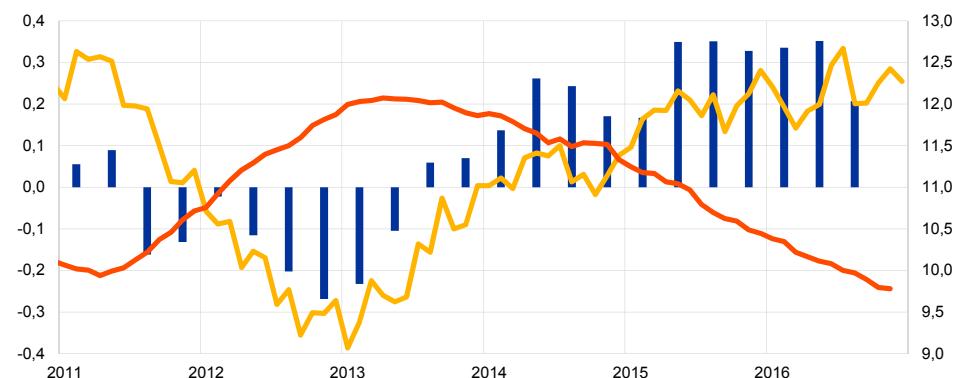
**Los mercados de trabajo de la zona del euro han seguido mejorando y, por tanto, respaldando el consumo.** En el tercer trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0,2 %, en tasa intertrimestral, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,2 %. Desde el segundo trimestre de 2013, cuando el empleo empezó a recuperarse, el número de personas ocupadas ha aumentado un 3,1 % en términos acumulados. La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo sin cambios en el 9,8 % en noviembre de 2016, es decir, 2,3 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado después de la crisis en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad. El número de parados de larga duración (las personas que llevan al menos 12 meses en situación de desempleo) sigue situándose ligeramente por encima del 5 % de la población activa.

#### Gráfico 6

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

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

- Empleo (escala izquierda)
- Expectativas de empleo del PMI (escala izquierda)
- Tasa de desempleo (escala derecha)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 para el empleo, diciembre de 2016 para el índice PMI y noviembre de 2016 para el desempleo.

**De cara al futuro, el crecimiento del consumo debería fortalecerse.** Tras haber empeorado en el tercer trimestre de 2016, la confianza de los consumidores mejoró significativamente en el cuarto trimestre y, como resultado, se sitúa muy por encima de su media a largo plazo. Además, los datos sobre comercio minorista (hasta noviembre de 2016) y las matriculaciones de automóviles (para el cuarto trimestre) están en consonancia con el crecimiento positivo del gasto en consumo en el cuarto trimestre, posiblemente a un ritmo algo mayor que en el tercero. Por otra parte, el crecimiento adicional del empleo, como sugieren los indicadores de opinión más recientes, también debería continuar respaldando el gasto en consumo. Por último, las restricciones presupuestarias de los hogares se han reducido, como muestra la

disminución de la ratio deuda-renta. Esta evolución debería añadir solidez al crecimiento total del consumo.

**La actividad inversora se ralentizó en el tercer trimestre, tras un resultado bastante positivo en el segundo trimestre.** Según la segunda estimación de Eurostat de las cuentas nacionales de la zona del euro para el tercer trimestre de 2016, publicada el 6 de diciembre de 2016, la inversión total registró una avance del 0,2 %, en tasa intertrimestral, como consecuencia de un aumento de la inversión en construcción, que se vio contrarrestado, en parte, por un descenso de la inversión, excluida la construcción. La caída de la inversión, excluida la construcción, en el tercer trimestre se debió a una contracción de la inversión en material de transporte, que puede considerarse, en parte, una reversión tras el crecimiento favorable observado en el segundo trimestre. La inversión en otros bienes de equipo se mantuvo prácticamente sin cambios en el tercer trimestre, mientras que la inversión en productos de propiedad intelectual registró un crecimiento positivo. Al mismo tiempo, la mejora de la inversión en construcción reflejó, principalmente, el crecimiento de la inversión residencial. La evolución más reciente de la inversión en construcción tiende a confirmar la recuperación del sector.

**En el cuarto trimestre de 2016, la información disponible sugiere que la inversión empresarial se recuperó, mientras que la inversión en construcción aumentó a un ritmo ligeramente más lento que en el tercer trimestre.** El alza de la producción industrial de bienes de equipo en octubre y noviembre sugiere un crecimiento más sólido de la inversión empresarial en el cuarto trimestre. Además, la confianza en el sector de bienes de equipo fue, en promedio, más elevada en el cuarto trimestre que en el tercero, y la valoración de las carteras de pedidos mejoró tanto en general como en lo que se refiere a los pedidos exteriores. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los datos sobre producción de la producción apuntan a un crecimiento positivo en el cuarto trimestre de 2016, aunque menos acusado que en el tercer trimestre. Por otra parte, los indicadores de opinión sobre la situación de la demanda y la valoración de la cartera de pedidos, así como la concesión de visados de obra nueva, siguen en línea con una recuperación sostenida en el corto plazo.

**Se espera que la recuperación de la inversión continúe más allá del corto plazo.** Es probable que las muy favorables condiciones de financiación, las necesidades de reposición y la mejora de los beneficios respalden la inversión empresarial. En el recuadro 2 se analiza el impacto de los ciclos financieros sobre el producto potencial, así como otras medidas relacionadas. Por lo que respecta a la inversión en construcción, factores como el aumento de la renta disponible de los hogares y la mejora de las condiciones de concesión de crédito deberían sostener la demanda en este sector. Los riesgos a la baja para la inversión empresarial están relacionados con factores geopolíticos, incluida la incertidumbre en torno al Brexit y a la política comercial de Estados Unidos.

**Los datos sobre el comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro indican una ligera mejora del dinamismo de las exportaciones en el cuarto trimestre.** Mientras que las exportaciones totales de la zona del euro registraron un descenso en el tercer trimestre, debido principalmente a la debilidad

de las exportaciones de bienes, las cifras de comercio, en términos mensuales, correspondientes a octubre y noviembre sugieren que el crecimiento de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se incrementó levemente en el cuarto trimestre. Este ligero repunte se basó en la demanda procedente de las economías emergentes y de las economías avanzadas. Por lo que respecta a las economías emergentes, el crecimiento de las exportaciones a China se aceleró, y las exportaciones destinadas a Rusia y América Latina registraron un crecimiento positivo. En cuanto a las economías avanzadas, las exportaciones a Estados Unidos permanecieron prácticamente estables, y es probable que hayan aumentado las destinadas a países europeos no pertenecientes a la zona del euro.

**Se prevé que las exportaciones de la zona del euro se recuperen gradualmente en consonancia con el comercio mundial.** Los indicadores de opinión señalan mejoras en la demanda exterior y en los nuevos pedidos exteriores. Asimismo, la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde el tercer trimestre de 2016 debería proporcionar ciertas ganancias de competitividad a los exportadores de la zona del euro. Sin embargo, cualquier aparición de tendencias proteccionistas a escala mundial podría suponer riesgos a la baja para las perspectivas de la demanda exterior a largo plazo.

**Resumiendo, los indicadores económicos más recientes son, en general, compatibles con un crecimiento en el último trimestre de 2016 algo más intenso que en el tercer trimestre.** La producción industrial (excluida la construcción) se situó, en promedio, en octubre y noviembre un 1 % por encima del nivel registrado en el tercer trimestre, cuando la producción se elevó un 0,5 %, en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes también apuntan a un aumento moderado del crecimiento en el corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 53,8 en el cuarto trimestre de 2016, frente a 52,9 en el tercero, mientras que el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea pasó de 104,3 en el tercer trimestre a 106,9 (véase gráfico 5). Por consiguiente, tanto el ESI como el PMI se mantienen por encima de sus respectivas medias a largo plazo.

**De cara al futuro se espera que la expansión económica siga afianzándose.** La transmisión de las medidas de política monetaria está favoreciendo la demanda interna y facilitando el proceso de desapalancamiento actual. Las muy favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan propiciando la recuperación de la inversión. Asimismo, el aumento sostenido del empleo, que también es consecuencia de las reformas estructurales realizadas en el pasado, respalda el consumo privado a través de incrementos de la renta real disponible de los hogares. Al mismo tiempo, se observan señales de una recuperación mundial algo más intensa. No obstante, se prevé que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados, principalmente, con factores de carácter global. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a primeros de enero, muestran que las previsiones

de crecimiento del PIB en el sector privado solo fueron revisadas ligeramente con respecto a las de la ronda anterior llevada a cabo a comienzos de octubre, lo que apunta a un crecimiento cercano al 1,5 % durante el período comprendido entre 2017 y 2019.

## 4

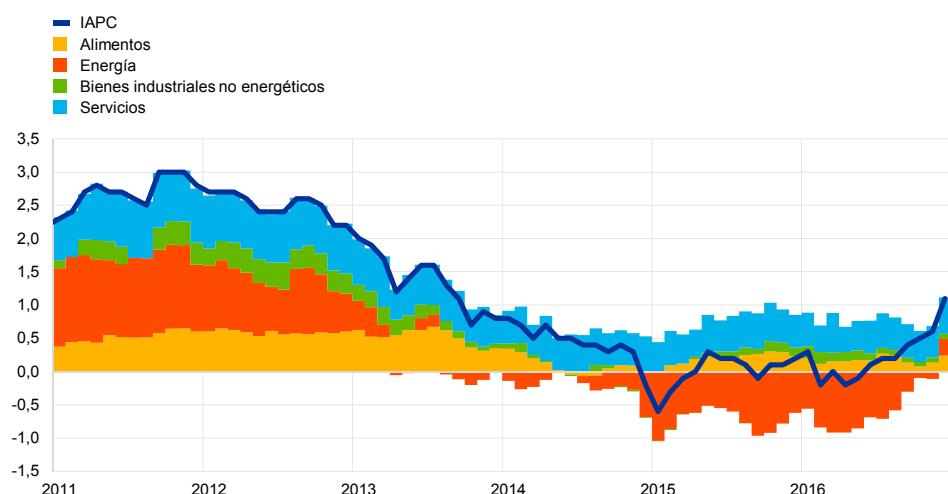
## Precios y costes

**La inflación general aumentó notablemente en diciembre de 2016.** La inflación medida por el IAPC se incrementó hasta el 1,1 % en diciembre, desde el 0,6 % registrado en noviembre (véase gráfico 7). Este incremento estuvo impulsado, en particular, por una inflación de los precios de la energía mucho más elevada, que continuó desempeñando un papel predominante en la recuperación de la inflación general desde el mínimo del –0,2 % registrado en abril de 2016. Gran parte del aumento de la tasa de variación de los precios de la energía puede deberse a unos efectos de comparación al alza considerables, que también afectarán a la inflación a principios de 2017 (véase recuadro 4).

**Gráfico 7**

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2016.

**La inflación subyacente no mostró señales de una clara tendencia al alza.**

La tasa interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fue del 0,9 % en diciembre, tras situarse en el 0,8 % durante los cuatro meses transcurridos hasta noviembre. Los datos disponibles a escala nacional indican que el repunte observado en diciembre fue, principalmente, el resultado de un aumento del componente volátil relacionado con turismo y viajes. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantiene muy por debajo de su media de largo plazo del 1,5 %. Además, tampoco otros indicadores indican un repunte de las presiones inflacionistas subyacentes, lo que puede reflejar, en parte, los efectos indirectos a la baja retardados de los bajos precios del petróleo anteriores, pero también, y más importante, la persistencia de débiles presiones internas sobre los costes.

### **Las presiones latentes sobre los precios continuaron siendo débiles.**

La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio fue del –0,9 % en noviembre, frente al –0,5 % de octubre, mientras que la correspondiente inflación de los precios industriales permaneció invariable en el 0,2 % en noviembre. Hasta el momento, las presiones al alza relacionadas con el aumento de la utilización de la capacidad productiva y el impacto retardado de la anterior depreciación del tipo de cambio parecen haber sido contrarrestadas por presiones a la baja asociadas al desfase en la transmisión del descenso de los precios de las materias primas y presiones desinflacionistas globales más generales.

**El crecimiento salarial en la zona del euro aumentó ligeramente, aunque partía de un nivel reducido.** El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado registró un cierto aumento, hasta situarse en el 1,3 % en el tercer trimestre de 2016, frente al 1,1 % registrado en el trimestre anterior, aunque sigue siendo moderado en términos históricos. Entre los factores que pueden estar afectando al avance de los salarios se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, que aún es significativo, el débil crecimiento de la productividad y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis. Asimismo, el entorno de baja inflación de los últimos años ha contribuido a un menor crecimiento salarial debido a los mecanismos de indexación formales e informales.

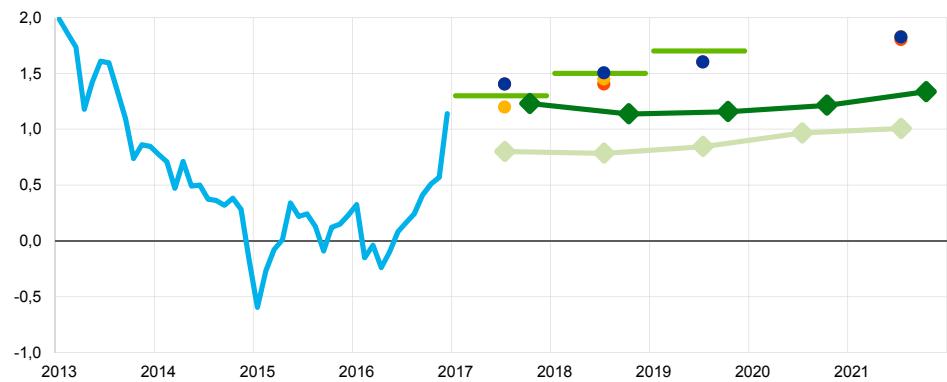
**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo volvieron a aumentar y se redujo la diferencia con respecto a los indicadores de opinión, que eran más elevados.** Desde principios de diciembre, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han seguido recuperándose en todos los horizontes, continuando una tendencia que comenzó en la segunda mitad de 2016. La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se incrementó desde el 1,70 % registrado a principios de diciembre hasta el 1,73 % de mediados de enero. Esta subida refleja, principalmente, un incremento de la prima de riesgo de inflación. La última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, realizada en enero, muestra que las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro siguen manteniéndose prácticamente estables en torno al 1,8 %. Las expectativas de inflación a corto plazo se revisaron ligeramente al alza (véase gráfico 8), debido, probablemente, a la evolución de los precios del petróleo (véase también recuadro 5).

## Gráfico 8

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

(tasas de variación interanual)

- EPE (I TR 2017)
- EPE (IV TR 2016)
- Previsiones de *Consensus Economics* (diciembre de 2016)
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (diciembre de 2016)
- Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (18 de enero de 2017)
- Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (31 de octubre de 2016)
- IAPC



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

Nota: Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se refieren a los tipos *forward* a un año obtenidos de los swaps cupón cero de inflación medida por el IAPCx (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco) y ajustados por un desfase de indexación de tres meses. Las últimas observaciones corresponden al 18 de enero de 2017.

## 5

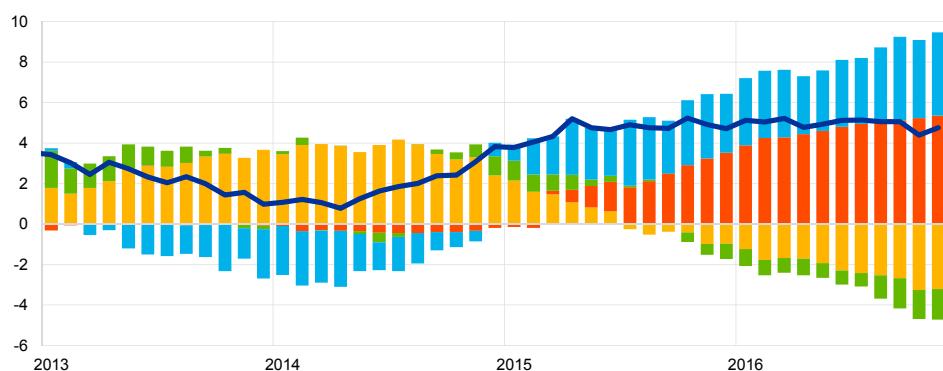
## Dinero y crédito

**El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido.** La tasa de crecimiento interanual de M3 repuntó en noviembre hasta el 4,8 %, desde el 4,4 % observado en octubre, después de haber permanecido en torno al 5 % desde abril de 2015 (véanse gráficos 9 y 10). El crecimiento de M3 volvió a verse impulsado por los componentes más líquidos, dado el bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y un perfil plano de la curva de rendimientos. Tras registrar una serie de desaceleraciones con respecto al máximo alcanzado en julio de 2015, el crecimiento interanual de M1 se elevó hasta situarse en el 8,7 % en noviembre, frente al 8 % de octubre.

**Gráfico 9**  
M3 y sus contrapartidas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- M3
- Contrapartidas exteriores (activos exteriores netos)
- Valores representativos de deuda de las AAPP en poder del Eurosystema
- Crédito a las AAPP por las IFM, excluido el Eurosystema
- Contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP



Fuente: BCE.

Notas: «Contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP» incluye los pasivos financieros a más largo plazo (incluidos capital y reservas) de las IFM, el crédito al sector privado por parte de las IFM y otras contrapartidas. La última observación corresponde a noviembre de 2016.

**Las fuentes internas de creación de dinero fueron de nuevo el factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.** Las compras de valores representativos de deuda en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) continuaron teniendo un considerable impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras naranjas del gráfico 9). En cambio, la contribución del crédito a las AAPP concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM), excluido el Eurosystema, se mantuvo negativa (véanse las barras verdes del gráfico 9).

**Las contrapartidas internas distintas del crédito a las Administraciones Públicas tuvieron también un impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras azules del gráfico 9).** Por una parte, esto refleja la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado. Por otra parte, la tasa de variación interanual significativamente negativa de los pasivos financieros a más largo plazo

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

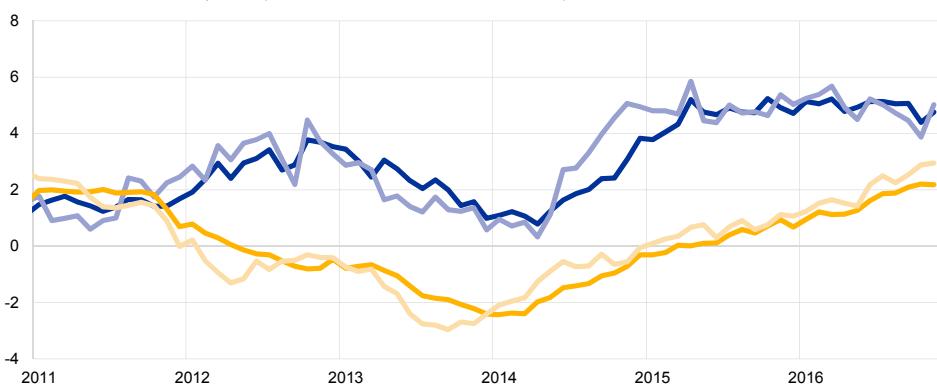
**La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM continuó siendo un lastre para el crecimiento interanual de M3 (véanse las barras amarillas del gráfico 9).** Esta evolución refleja las salidas continuadas de capital de la zona del euro. Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP contribuyen notablemente a esta tendencia, ya que los ingresos de estas ventas se invierten, sobre todo, en instrumentos fuera de la zona del euro.

**El crecimiento del crédito continuó recuperándose gradualmente.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería (*notional cash pooling*)] fue estable en noviembre (véase gráfico 10), mientras que el crecimiento interanual tanto de los préstamos a las sociedades no financieras como de los préstamos a hogares aumentó moderadamente. La recuperación del crecimiento del crédito estuvo respaldada por las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas desde el verano de 2014 (debido, principalmente, a las medidas de política monetaria del BCE) y por el incremento de la demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, el saneamiento de los balances de los sectores financiero y no financiero y la necesidad de ajustar los modelos de negocio de las entidades de crédito en algunos países siguen lastrando el crecimiento del crédito.

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

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)
- Préstamos al sector privado (tasa de crecimiento interanual)
- Préstamos al sector privado (tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

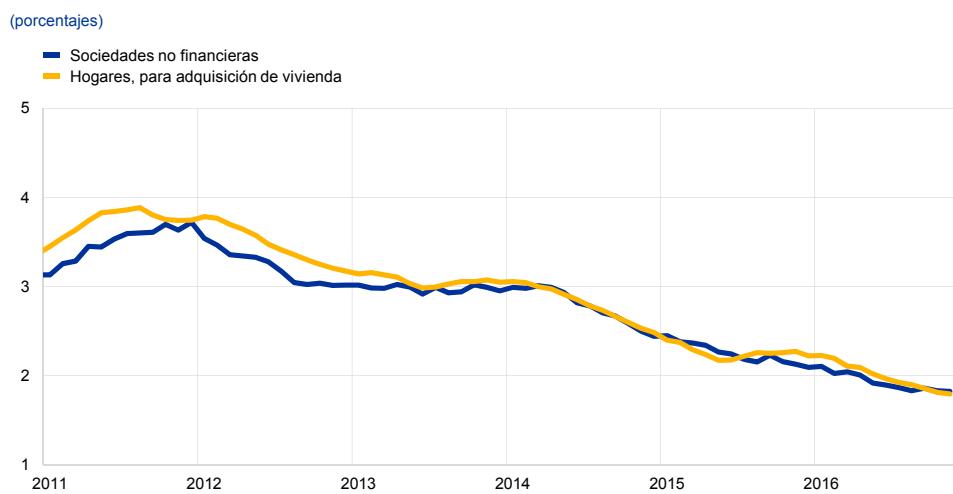
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería. La última observación corresponde a noviembre de 2016.

**La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2017 indica que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamo en el cuarto trimestre de 2016.** Los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se están estabilizando en gran medida. El aumento de la demanda de préstamos estuvo impulsado por una variedad de factores, en particular, el bajo nivel general de los tipos de interés, el aumento de las fusiones y adquisiciones y la refinanciación de la deuda, las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y la mejora de la confianza de los consumidores. Las TLTRO siguieron propiciando la suavización de las condiciones de crédito y, en la segunda mitad de 2016, también aumentó la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos. Las entidades de crédito indicaron que habían participado en la tercera operación TLTRO-II en diciembre motivadas, casi exclusivamente, por razones de rentabilidad. Asimismo, en lo que respecta al uso de los fondos obtenidos de las TLTRO anteriores, las entidades de crédito siguen señalando que las utilizan para conceder préstamos, especialmente a empresas. En el segundo semestre de 2016, las entidades de crédito también siguieron respondiendo a los cambios en materia de regulación y supervisión reforzando en mayor medida sus posiciones de capital y reduciendo sus activos ponderados por riesgo.

**Los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se estabilizaron en sus mínimos históricos en noviembre (véase gráfico 11).** Entre mayo de 2014 y noviembre de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro cayeron en torno a 110 puntos básicos. Estos tipos sintéticos han disminuido considerablemente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. El descenso de los tipos de interés de los préstamos bancarios durante este período fue más pronunciado en los países vulnerables de la zona del euro que en otros países de la zona, lo que indica una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro siguió una trayectoria descendente. En general, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos.

### Gráfico 11

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



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo, utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a noviembre de 2016.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras continuó siendo elevada en el cuarto trimestre de 2016, aunque se moderó en diciembre.** Los datos del BCE más recientes muestran que la actividad emisora mantuvo su dinamismo en octubre y en noviembre. La emisión siguió estando respaldada, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos por parte del BCE. Los datos preliminares sugieren que la actividad emisora se moderó en diciembre debido al incremento de los rendimientos a escala mundial y a factores estacionales. La emisión de acciones cotizadas por parte de sociedades no financieras creció de forma significativa en el cuarto trimestre.

**Se estima que los costes de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro han seguido siendo favorables en diciembre.** Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras se redujo ligeramente en diciembre de 2016 y volvió al mínimo histórico registrado en julio, tras haber permanecido prácticamente estable en octubre y en noviembre. La caída del coste total de la financiación en diciembre se debe íntegramente al descenso del coste de la financiación mediante acciones. Dicho descenso tuvo su origen en un incremento de los beneficios esperados y en una reducción de la prima de riesgo de las acciones. El coste de la financiación mediante valores de renta fija ha mostrado señales de un posible giro en los últimos meses, tras el incremento de los rendimientos a escala mundial.