

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

Las medidas de política monetaria del BCE han seguido manteniendo las condiciones de financiación muy favorables que se necesitan para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. La información disponible desde la reunión del Consejo de Gobierno de principios de marzo confirma que la recuperación cíclica de la economía de la zona del euro es cada vez más sólida y que los riesgos a la baja han seguido reduciéndose¹. Al mismo tiempo, las presiones sobre la inflación subyacente siguen siendo débiles, y hasta ahora no han mostrado una clara tendencia al alza. Por otra parte, la actual volatilidad de la inflación refuerza la necesidad de hacer abstracción de la evolución transitoria de la inflación medida por el IAPC, que no tiene consecuencias para las perspectivas de la estabilidad de precios a medio plazo.

Los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento mundial sostenido a comienzos de 2017 y al mantenimiento de la recuperación del comercio mundial. La recuperación mundial se está generalizando y la mejora del crecimiento se ha extendido a todos los países. Las condiciones financieras internacionales han seguido siendo, en general, favorables, pese al significativo grado de incertidumbre que rodea a las políticas. La inflación general a escala mundial ha seguido aumentando, debido fundamentalmente a los precios de la energía. No obstante, los precios del petróleo han experimentado últimamente cierta volatilidad.

Las condiciones de financiación de la zona del euro siguen siendo muy favorables. Si se compara la evolución observada entre las reuniones del Consejo de Gobierno de 8 de marzo y 27 de abril, en general, los mercados de renta fija, renta variable y divisas solo muestran ligeros movimientos.

Los datos más recientes, procedentes principalmente de encuestas, sugieren que la actual expansión económica seguirá fortaleciéndose y generalizándose. La transmisión de las medidas de política monetaria está favoreciendo la demanda interna y facilitando el proceso actual de desapalancamiento. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de las mejoras de la rentabilidad empresarial. El aumento del empleo, favorecido también por anteriores reformas de los mercados de trabajo, respalda la renta real disponible y el consumo privado. Asimismo, las señales de una recuperación mundial más intensa y de un aumento del comercio global sugieren que la demanda exterior debería contribuir cada vez más a la fortaleza general de la expansión económica en la zona del euro. No obstante, el crecimiento económico continúa viéndose frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, en particular en los

¹ Según la información disponible en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 27 de abril de 2017.

mercados de productos, y por los ajustes aún pendientes en los balances de algunos sectores. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, si bien tienen una configuración cada vez más equilibrada, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global.

La inflación general se ha ido recuperando desde los niveles muy bajos observados en 2016, debido fundamentalmente a subidas más acusadas de los precios de la energía. Tras alcanzar el 2 % en febrero de 2017, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro se situó en el 1,5 % en marzo de 2017. Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos y se espera que muestren una tendencia gradual al alza a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, la continuación esperada de la recuperación económica y la correspondiente absorción progresiva de la capacidad productiva sin utilizar.

El agregado monetario amplio sigue creciendo a un ritmo sólido y prosigue la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado observada desde principios de 2014. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro del primer trimestre de 2017 indican un aumento de la demanda neta de préstamos y una nueva relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario en todas las categorías de préstamos. Así pues, la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas desde junio de 2014 sigue respaldando sustancialmente las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, así como los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. Además, se considera que los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro han seguido siendo favorables en los primeros meses de 2017.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 27 de abril 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 supere con creces el horizonte de las compras netas de activos. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que las compras netas de activos continuarán al nuevo 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 reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos a medida que vayan venciendo.

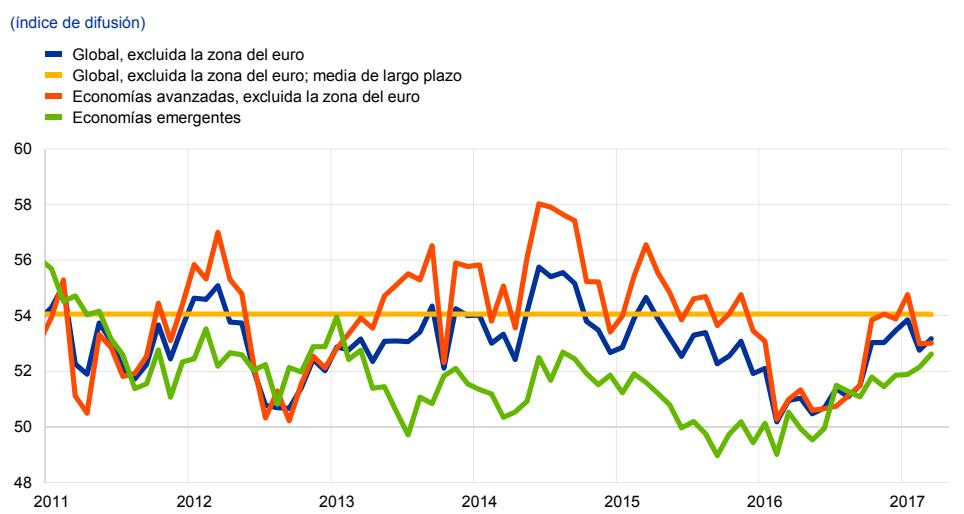
De cara al futuro, el Consejo de Gobierno confirmó que se necesita un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas en la zona del euro aumenten y respalden la inflación a medio plazo. Si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras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

Entorno exterior

Las encuestas apuntan a que el crecimiento mundial fue sostenido en el primer trimestre de 2017. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, se incrementó en marzo (véase gráfico 1), impulsado por el aumento del índice PMI de los servicios, mientras que el PMI de las manufacturas se mantuvo prácticamente sin variación en el nivel más elevado de los tres últimos años. En términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2017 el PMI permaneció aproximadamente en el mismo nivel que en el trimestre anterior, apuntando a que el crecimiento continuó siendo sólido. Los índices PMI trimestrales se redujeron en el Reino Unido y, en menor medida, en Estados Unidos, pero repuntaron en Japón. Entre las economías emergentes, los PMI trimestrales retrocedieron en China, pero mejoraron en Rusia, la India y Brasil, aunque siguen por debajo del nivel de expansión.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto global de producción



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2017.

La recuperación se está generalizando y la mejora del crecimiento se está extendiendo a todos los países. Ciertamente, la dispersión observada en las tasas de crecimiento intertrimestral de los distintos países se ha reducido considerablemente en los últimos trimestres. En particular, en los países exportadores de materias primas, la actividad se ha estabilizado tras el repunte de los precios de estas materias, al tiempo que las contracciones transitorias causadas por factores internos en países como Turquía también están tocando fondo.

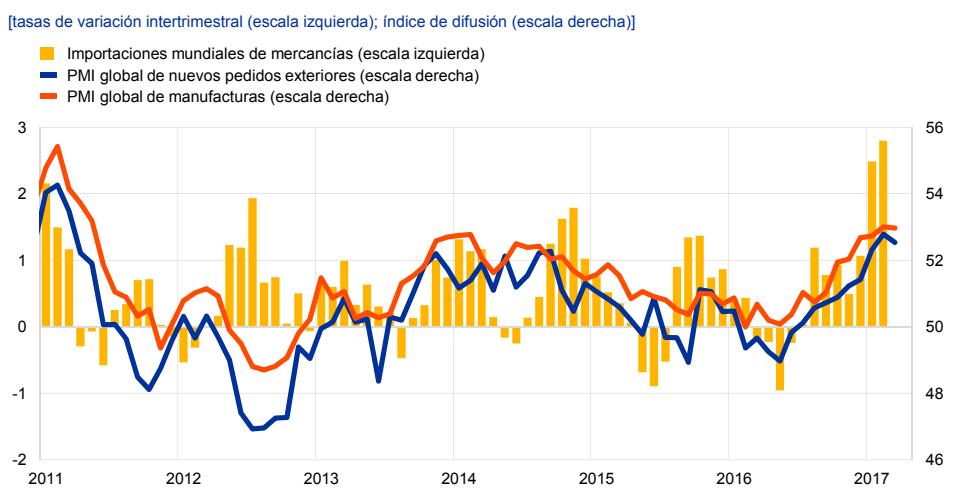
Las condiciones financieras internacionales siguen siendo, en general, favorables. Recientemente, los mercados de renta variable han experimentado cierta moderación, ya que a los inversores les preocupaba la capacidad de la nueva Administración estadounidense para poner en práctica sus propuestas de política económica. Con todo, pese a la considerable incertidumbre, los mercados financieros han mostrado capacidad de resistencia, en términos generales, con una

aversión al riesgo reducida. La Reserva Federal incrementó los tipos de interés oficiales en su reunión de marzo. Aunque se espera que otros bancos centrales importantes mantengan una orientación acomodaticia, los mercados también se han visto impulsados por las expectativas de que el endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos será gradual. En China, las condiciones financieras han pasado a ser más restrictivas para las entidades de crédito y los rendimientos de los valores de renta fija han aumentado, pero los tipos de interés de referencia del crédito bancario no se han modificado. En la mayoría de las demás economías emergentes, las condiciones financieras han mejorado con la recuperación de los mercados financieros y, después de unas semanas de salidas, los flujos de capital han retorna a esas economías.

La recuperación del comercio mundial continuó a principios de año. El crecimiento de las importaciones mundiales de bienes aumentó hasta el 2,8 % (en tasa intertrimestral) en febrero, la tasa más alta registrada en más de diez años (véase gráfico 2). El mayor dinamismo estuvo impulsado fundamentalmente por las economías emergentes, observándose mejoras particularmente pronunciadas en Europa Central y Oriental y en América Latina. Los indicadores adelantados también confirman esta tendencia positiva. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se incrementó hasta situarse en el 52,5 en el primer trimestre de 2017, apuntando a una recuperación sostenida del crecimiento del comercio mundial.

Gráfico 2

Comercio mundial y encuestas



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos de los expertos del BCE.
 Nota: La última observación corresponde a febrero de 2017 para las importaciones mundiales de bienes y marzo de 2017 para los PMI.

La inflación mundial aumentó de nuevo en febrero, impulsada principalmente por los precios de la energía. En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) se situó en el 2,5 % en febrero, un nivel no observado en casi cinco años. En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin variación (1,9 %) con respecto a las tasas de enero. Se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga en cierta medida la inflación subyacente en el futuro, al tiempo que

la actual curva de futuros del petróleo anticipa que los precios del crudo se mantendrán muy estables, lo que apunta a que la contribución futura de los precios de la energía a la inflación será muy limitada.

Desde el año pasado, cuando los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y once países productores no pertenecientes a esta organización alcanzaron un acuerdo para recortar la producción de crudo, los precios del Brent han fluctuado entre 49 y 56 dólares estadounidenses por barril. Aunque la producción mundial de petróleo disminuyó en enero, como se esperaba, la oferta de los países pertenecientes y no pertenecientes a la OPEP se incrementó en febrero, suscitando dudas acerca del cumplimiento del recorte de la producción acordado. Al mismo tiempo, el aumento de las existencias de crudo y de la oferta de petróleo no convencional en Estados Unidos siguió repercutiendo negativamente en los precios, que retrocedieron hasta los 50 dólares por barril, el nivel en el que estaban situados a finales de noviembre de 2016. Desde principios de abril, los precios han revertido y muestran una tendencia ligeramente positiva, debido a la nueva caída de las existencias en Estados Unidos y a las interrupciones registradas en el principal yacimiento de Libia por el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas. Las expectativas de que el recorte de la producción de la OPEP se ampliaría al segundo semestre de 2017 también se han tenido en cuenta recientemente. Los precios de las materias primas no energéticas han descendido alrededor de un 5 %, en dólares estadounidenses, desde principios de marzo. Este descenso ha estado impulsado, en gran parte, por la sustancial caída del precio del mineral de hierro, como consecuencia de las elevadas existencias en los puertos de China y de las expectativas de moderación de la demanda de acero por parte de este país, así como, en menor medida, de la disminución de los precios de los alimentos. Los precios de otros metales no ferrosos se mantuvieron prácticamente estables.

Las perspectivas de actividad económica en Estados Unidos siguen siendo, en general, sólidas. El PIB real avanzó a una tasa anualizada del 2,1 % en el cuarto trimestre de 2016, sustentado fundamentalmente en el gasto en consumo y en la inversión privada. Las encuestas y los indicadores cuantitativos mostraron divergencias a principios de 2017, ya que la confianza de los consumidores y las empresas continuaba siendo elevada, mientras que la producción industrial, los nuevos pedidos de bienes de equipo básicos y el gasto en consumo se están moderando. No obstante, algunos de los factores que están frenando el consumo son transitorios, entre ellos unas temperaturas excepcionalmente altas que afectan al consumo de energía y los retrasos en las devoluciones de impuestos. Al mismo tiempo, las condiciones del mercado de trabajo continuaron tornándose más restrictivas en marzo, mes en que la tasa de desempleo se situó en el 4,5 % (por debajo de la estimación del pleno empleo del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal) y el crecimiento interanual del salario medio por hora en el 2,7 %. En marzo, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) de Estados Unidos descendió hasta el 2,4 %, principalmente como consecuencia del retroceso del componente energético. Los principales componentes de la inflación subyacente también se moderaron, por lo que el IPC, excluida la energía y los alimentos, cayó hasta situarse en el 2 %.

En Japón, el crecimiento económico sigue siendo modesto. El PIB real creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2016, ya que tanto el avance de la demanda interna como la demanda exterior neta continuaron siendo contenidos. Tras registrar cierta debilidad en enero, la producción industrial y las exportaciones reales se han recuperado y, en promedio, se mantienen por encima de los niveles observados en el mismo período del año pasado. Además, los datos sobre consumo privado apuntan a tímidas señales de recuperación, respaldada por la evolución del mercado de trabajo. Con todo, el aumento de las tensiones en el mercado de trabajo, con la tasa de paro en su nivel más bajo desde 1994, no ha llevado a una aceleración del crecimiento de los salarios. La tasa de variación interanual de la inflación medida por el IPC aumentó hasta el 0,4 % en enero. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos y la energía, el indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, también avanzó ligeramente, hasta el 0,2 %.

Tras el sólido crecimiento económico registrado el año pasado en el Reino Unido, los indicadores recientes apuntan a una evolución más moderada a principios de 2017. En el último trimestre de 2016, el PIB real se incrementó un 0,7 % en tasa intertrimestral. Sin embargo, los indicadores recientes sugieren que, en general, el ritmo de expansión económica se moderó a comienzos de este año. En concreto, hay señales de que el aumento de la inflación está reduciendo la renta real y el consumo privado. El repunte de la inflación observado en los últimos meses ha estado determinado principalmente por los precios de la energía y por la depreciación que ha experimentado la libra esterlina desde la celebración del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE. En marzo de 2017, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 2,3 %. El 29 de marzo de 2017, el Gobierno británico notificó formalmente su intención de abandonar la Unión Europea, allanando el camino para las negociaciones entre la UE y este país de conformidad con el artículo 50 del Tratado.

En China, el crecimiento económico se estabilizó. El PIB real se incrementó un 6,9 % en tasa interanual, en el primer trimestre de 2017, ligeramente por encima del trimestre precedente. El crecimiento estuvo impulsado fundamentalmente por el consumo, mientras que la contribución de la formación bruta de capital fijo fue la más baja desde principios de 2015. Con todo, en general, el dinamismo fue menor en el primer trimestre que en el último trimestre de 2016, y también inferior a lo que sugerían algunos indicadores disponibles, en particular en lo que respecta a la inversión y la construcción, lo que podría reflejar una estacionalidad residual que afecta a la estimación para el primer trimestre. La inflación interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 0,8 % en febrero, desde el 2,5 % de enero, ya que los precios de los alimentos y de los servicios turísticos disminuyeron tras las celebraciones del Año Nuevo chino. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 1,8 %, desde el 2,2 %. Mientras, la tasa de variación interanual de los precios industriales aumentó hasta el 7,8 %, lo que se atribuye a la subida de los precios de los metales ferrosos y de la energía. Las reducciones del exceso de capacidad productiva en la industria pesada han impulsado al alza los precios de las materias primas, aunque es probable que este incremento sea transitorio.

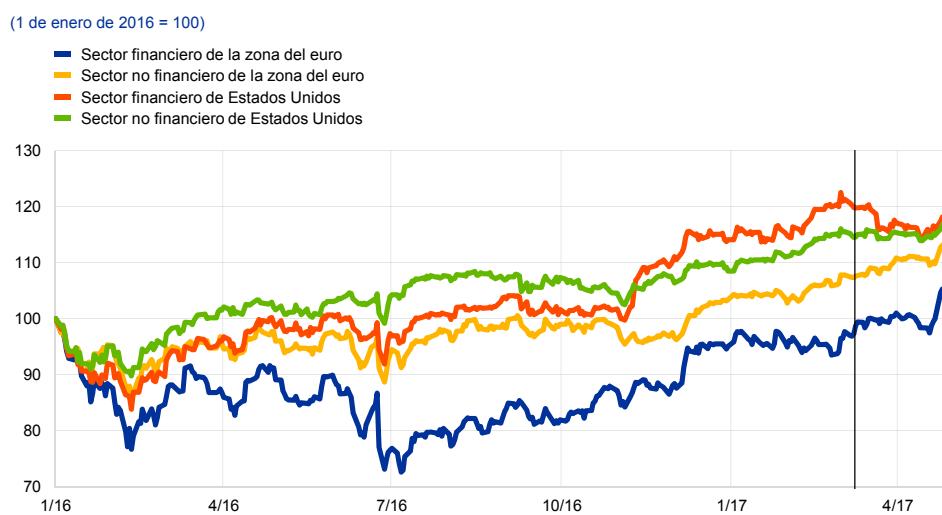
2

Evolución financiera

En conjunto, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de marzo. El leve descenso durante el período de referencia (del 9 de marzo al 26 de abril de 2017) se ha producido en un contexto de mayor incertidumbre política en torno a las elecciones presidenciales en Francia. Como consecuencia, la fase de caída de los rendimientos registrada entre finales de marzo y el día antes de conocerse los resultados de la primera vuelta de las elecciones francesas se vio compensada en parte por el aumento de los rendimientos tras la votación. En conjunto, el rendimiento de los tipos *swap* del eonia a diez años de la zona del euro se redujo en cinco puntos básicos, al tiempo que los rendimientos de la deuda soberana disminuyeron, en promedio, en torno a 15 puntos básicos. En los distintos países, los descensos oscilaron entre unos pocos puntos básicos y alrededor de 70 puntos básicos, mientras que en Italia y los Países Bajos se observaron algunos incrementos marginales. Los diferenciales frente al tipo de interés del bono alemán a diez años se mantuvieron, en general, sin variación o disminuyeron ligeramente en la mayoría de los países, con las excepciones de Grecia y Portugal (que registraron caídas de aproximadamente 70 puntos básicos) e Italia y los Países Bajos (donde los diferenciales aumentaron de forma marginal).

Gráfico 3

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Datos diarios. La línea vertical negra se refiere al comienzo del período de referencia (9 de marzo de 2017). La última observación corresponde al 26 de abril de 2017.

Los precios de las acciones de la zona del euro han aumentado desde principios de marzo. Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 5 % más elevados que al comienzo, mientras que, en el caso de las cotizaciones del sector financiero, la subida alcanzó casi el 7 %. En general, la reciente evolución positiva de los mercados bursátiles de la zona del euro ha dado lugar a que los precios de las acciones de las entidades de crédito se encuentren actualmente en torno a un

70 % por encima de los mínimos registrados tras el referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE celebrado en junio de 2016 (véase gráfico 3). Al igual que ha ocurrido con los valores de renta fija, la incertidumbre política también ha afectado a la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro: las cotizaciones de la zona registraron fundamentalmente movimientos laterales antes de conocerse el resultado de las elecciones presidenciales francesas y, posteriormente, aumentaron de manera significativa. Desde principios de marzo, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de Estados Unidos y del Reino Unido se han incrementado considerablemente menos que en la zona del euro, mientras que en Japón el descenso fue marginal. Las cotizaciones 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 aumentaron sustancialmente en la zona del euro, hasta situarse en torno al 23 % antes de las elecciones francesas, pero después volvieron a los niveles observados a principios de marzo, es decir, alrededor del 14 %. En Estados Unidos, en cambio, estas expectativas se mantuvieron prácticamente estables desde principios de marzo.

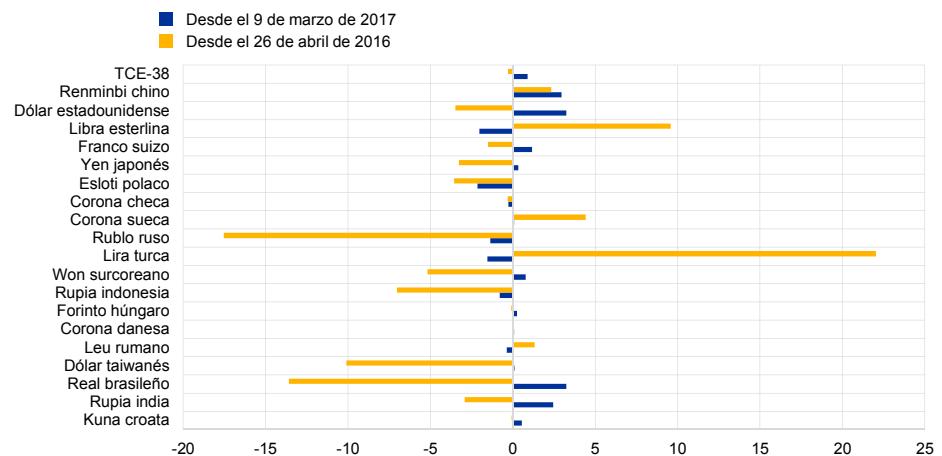
Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras descendieron ligeramente durante el período considerado. El 26 de abril, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión (en promedio, correspondientes a las calificaciones AAA, AA, A y BBB) de las sociedades no financieras se contrajeron 4 puntos básicos con respecto a principios de marzo y continúan situándose unos 25 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y 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 mismo período, en 4 y en 10 puntos básicos, respectivamente.

En los mercados cambiarios, el euro registró una ligera depreciación en cifras ponderadas por el comercio. En términos bilaterales, desde el 9 de marzo, el euro se ha apreciado un 3,2 % frente al dólar estadounidense y un 2,9 % frente al renminbi chino. Estas subidas se vieron contrarrestadas con creces por el debilitamiento del euro frente a las monedas de otros principales socios comerciales de la zona del euro. Concretamente, el euro se ha depreciado frente a la libra esterlina (2 %) y frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En el caso de la corona checa, el euro se debilitó ligeramente (0,3 %) después de que dejase de aplicarse el tipo de cambio mínimo de la corona (véase gráfico 4).

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.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo estable, en torno a –35 puntos básicos, durante el período considerado. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 243 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.608 mm de euros. El incremento se debió principalmente a la última operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico de la segunda serie de operaciones de este tipo (TLTRO-II, en sus siglas en inglés), que se tradujo en una inyección neta de liquidez de unos 200 mm de euros (véase el recuadro 5 de este Boletín Económico para más detalles sobre las TLTRO). Además, las compras efectuadas en el marco del programa ampliado de compras de activos (APP, en sus siglas en inglés) siguieron contribuyendo al incremento del exceso de liquidez.

La curva de tipos *forward* del eonia ha registrado, en promedio, un movimiento a la baja de alrededor de 10 puntos básicos en todos los plazos. La evolución al alza inicial de la curva, que duró, más o menos, hasta mediados de marzo, revirtió con creces durante el resto del período considerado. En general, la curva de tipos *forward* del eonia correspondiente a los plazos superiores a ocho años se ha desplazado a la baja unos 15 puntos básicos, mientras que en el segmento de tres a siete años el descenso ha sido de unos 10 puntos básicos. En plazos más cortos, los tipos *forward* solo registraron una reducción más marginal. La curva se mantiene por debajo de cero en los vencimientos anteriores a principios de 2020.

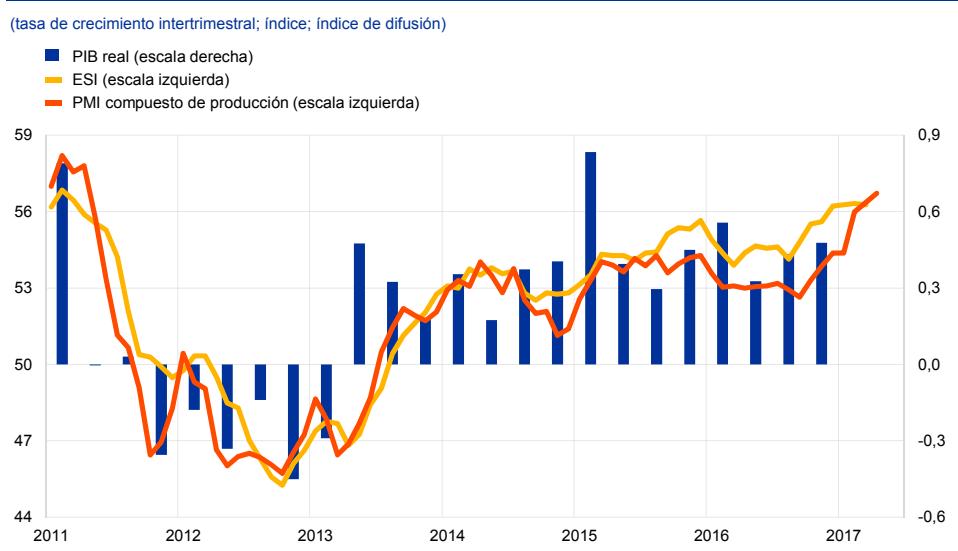
3

Actividad económica

En la zona del euro, la expansión económica impulsada por la demanda interna está fortaleciéndose y generalizándose. El PIB real se incrementó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2016 (véase gráfico 5), como resultado de la contribución positiva de la demanda interna y, en menor medida, de la variación de existencias. Al mismo tiempo, la demanda exterior neta contribuyó negativamente al crecimiento del PIB, ya que el avance de las importaciones superó significativamente el aumento de las exportaciones. Los indicadores económicos más recientes, tanto cuantitativos como cualitativos, mantienen su fortaleza y apuntan a un crecimiento sostenido en la primera mitad de 2017, a un ritmo más o menos similar al observado en el cuarto trimestre del año anterior.

Gráfico 5

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y BCE.

Notas: El ESI se normaliza con la media y la desviación típica del PMI. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 para el PIB real, marzo de 2017 para el ESI y abril para el índice PMI.

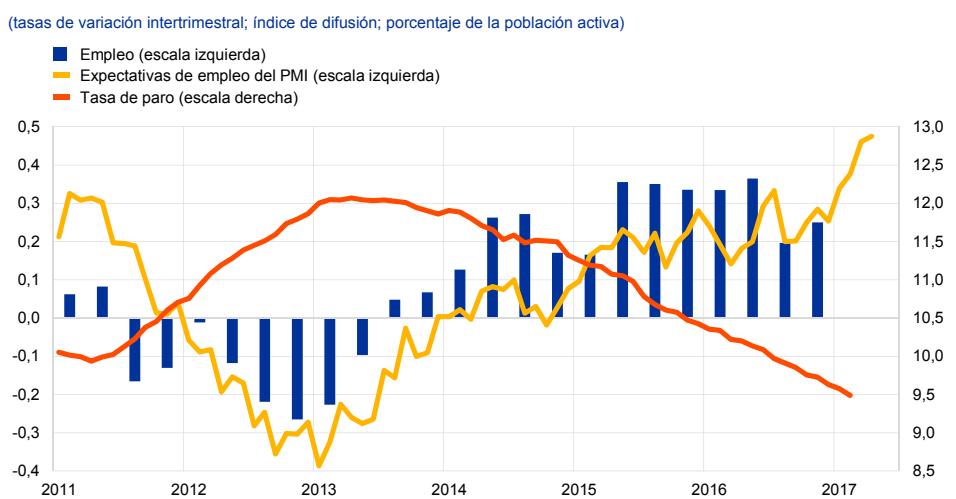
El gasto en consumo volvió a aumentar en el cuarto trimestre de 2016, por lo que sigue siendo un importante factor impulsor de la recuperación actual. El consumo privado continuó creciendo hasta el 0,5 % en tasa intertrimestral. Esta mejora del crecimiento se produjo pese a una subida del precio del petróleo en euros de casi el 15 % entre el tercer y el cuarto trimestre del año. En términos interanuales, el consumo aumentó un 1,9 % en el cuarto trimestre, frente al 1,8 % del tercer trimestre. Este ligero incremento contrastó con la acusada desaceleración del crecimiento de la renta real disponible de los hogares, que pasó de una tasa interanual del 1,6 % en el tercer trimestre al 1,1 %. Este descenso reflejó, a su vez, el avance de la inflación interanual, medida por el deflactor del consumo privado, entre el tercer y el cuarto trimestre. No obstante, conviene tener en cuenta que el crecimiento de la renta, a pesar de su reciente retroceso, sigue siendo relativamente elevado desde una perspectiva histórica. De hecho, durante la recuperación actual el gasto en consumo se ha visto favorecido por el aumento de las rentas reales del

trabajo de los hogares, que ha obedecido, fundamentalmente, al ascenso del empleo y a unos precios del petróleo más bajos. El avance ligeramente mayor del consumo, junto con el menor crecimiento de la renta real, entre el tercer y el cuarto trimestre, llevaron a una caída de la tasa de ahorro de los hogares.

Los mercados de trabajo de la zona del euro continúan mejorando, favoreciendo con ello las rentas y el gasto. En el cuarto trimestre de 2016, el empleo experimentó un crecimiento adicional del 0,3 %, en tasa intertrimestral, que se tradujo en un incremento interanual del 1,2 %. Así, el empleo se sitúa actualmente un 3,4 % por encima del último mínimo, registrado en el segundo trimestre de 2013. Sin embargo, en comparación con el máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008, el nivel de empleo sigue siendo inferior en casi medio punto porcentual. La tasa de paro de la zona del euro descendió hasta el 9,5 % en febrero de 2017, es decir, 2,6 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado después de la crisis, en abril de 2013 (véase gráfico 6). Este descenso fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos (véase también el recuadro 2). Sin embargo, el grado de infrautilización del trabajo continúa siendo muy alto y considerablemente superior al sugerido por la tasa de paro (véase recuadro 3). La información procedente de las encuestas apunta a continuas mejoras en los mercados de trabajo en los próximos meses.

Gráfico 6

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI se expresa como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 para el empleo, abril de 2017 para el índice PMI y febrero de 2017 para el desempleo.

Se espera que el crecimiento del consumo mantenga su solidez. Tras mejorar en el cuarto trimestre de 2016, la confianza de los consumidores volvió a aumentar en el primer trimestre, con lo que se sitúa muy por encima de su media de largo plazo y en niveles próximos al máximo anterior a la crisis, registrado en 2007. Además, los datos sobre comercio minorista (hasta febrero de 2017) y las matriculaciones de automóviles (para el primer trimestre completo) están en consonancia con un crecimiento positivo del gasto en consumo en el primer trimestre de 2017, a un ritmo similar al observado en el cuarto trimestre. Por otra

parte, el crecimiento adicional del empleo, como sugieren los indicadores de opinión más recientes, también debería seguir respaldando la renta agregada y el gasto en consumo. Por último, el patrimonio neto de los hogares continúa aumentando en relación con la renta disponible, debido principalmente a la revalorización de los activos inmobiliarios, lo que debería contribuir a sostener el crecimiento total del consumo.

En el cuarto trimestre, el crecimiento de la inversión se recuperó con fuerza, tras registrar una débil evolución en el tercer trimestre. La inversión total aumentó un 3,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2016, como resultado del fuerte incremento de la inversión, excluida la construcción. El avance del 6,4 % de la inversión, excluida la construcción, se debió al acusado aumento de la inversión en productos de propiedad intelectual, lo que reflejó, a su vez, las transacciones de activos efectuadas por un pequeño número de grandes operadores económicos en Irlanda. En cambio, la inversión en maquinaria y bienes de equipo se contrajo ligeramente en el cuarto trimestre. Mientras tanto, el reducido crecimiento de la inversión en construcción (del 0,1 % en términos intertrimestrales) fue consecuencia de una mayor inversión en vivienda, que se vio contrarrestada en parte por un descenso de la inversión en otros edificios y construcciones.

La información disponible sugiere que tanto la inversión empresarial como la inversión en construcción continuaron incrementándose en el primer trimestre de 2017. El nivel promedio de la producción industrial de bienes de equipo en enero y febrero, que aumentó un 0,2 % con respecto al del cuarto trimestre de 2016, indica la continuación del crecimiento positivo de la inversión empresarial. Asimismo, la confianza en el sector de bienes de equipo fue más elevada, en promedio, en el primer trimestre que en el trimestre anterior, y la valoración de las carteras de pedidos de dicho sector mejoró tanto en general como en lo que se refiere a los pedidos exteriores, al tiempo que se observó una mejora gradual del entorno exterior. Por lo que respecta a la inversión en construcción, los datos mensuales de producción de la construcción apuntan a un crecimiento positivo en el primer trimestre de 2017. Además, los indicadores de opinión sobre la situación de la demanda y la valoración de la cartera de pedidos del sector, así como la concesión de visados de obra nueva, siguen estando en línea con una dinámica subyacente positiva a corto plazo.

Se espera que la inversión continúe recuperándose a medio plazo. Se prevé que la inversión empresarial se vea respaldada por la demanda interna y externa y por unas condiciones de financiación favorables, en el contexto de la política monetaria acomodaticia. El aumento de los beneficios empresariales también debería favorecer la inversión. Por lo que respecta a la inversión en construcción, factores como el incremento de la renta disponible de los hogares y la mejora de las condiciones de concesión de crédito deberían sostener la demanda en el sector. Los riesgos a la baja para las perspectivas de inversión empresarial están relacionados con las necesidades de desapalancamiento en algunos países.

Los datos mensuales sobre comercio apuntan a un aumento sostenido de las exportaciones de la zona del euro a corto plazo. Las exportaciones totales de la zona del euro crecieron un 1,8 % en el cuarto trimestre, debido principalmente a un

repunte de las exportaciones de bienes, que se sustentó en la mayor debilidad del tipo de cambio efectivo del euro y en la recuperación gradual del comercio internacional. Los resultados mensuales del comercio de bienes correspondientes a enero y febrero sugieren que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro continuaron afianzándose en el primer trimestre de 2017. El ritmo de crecimiento de las exportaciones (en tasas de variación intertrimestral) parece haber estado impulsado por la demanda, fundamentalmente de Asia (incluida China), y por las mejoras en Rusia y en Estados Unidos.

Se espera que las exportaciones de la zona del euro repunten a medida que el comercio internacional continúe afianzándose. Los indicadores de opinión señalan mejoras en la demanda exterior, y los nuevos pedidos exteriores han registrado un aumento. Además, en los cuatro primeros meses de 2017, el tipo de cambio efectivo del euro se ha depreciado y podría dar lugar a ganancias de competitividad en los exportadores de la zona del euro. Sin embargo, la eventual aparición de tendencias proteccionistas a escala mundial podría plantear riesgos a la baja para las perspectivas de la demanda exterior y, por lo tanto, de las exportaciones de la zona del euro a más largo plazo.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes son compatibles con un crecimiento sostenido del PIB real en el primer y segundo trimestre de 2017, a un ritmo más o menos similar al observado en el cuarto trimestre del año anterior. La producción industrial (excluida la construcción) mostró un ligero descenso en febrero de 2017, tras haber aumentado en la misma proporción el mes anterior. En consecuencia, la producción durante esos dos meses se situó, en promedio, al mismo nivel que en el último trimestre de 2016, en el que la producción se incrementó un 0,9 %, en tasa intertrimestral. Los indicadores de opinión más recientes también están en consonancia con una dinámica de crecimiento continua y positiva en el corto plazo. El índice PMI compuesto de producción se situó, en promedio, en 55,6 en el primer trimestre de 2017, frente a un valor de 53,8 en el cuarto, antes de aumentar hasta 56,7 en abril, desde 56,4 en marzo (véase gráfico 5). Asimismo, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea pasó de 106,9 en el cuarto trimestre a 107,9 en el primer trimestre. Por consiguiente, tanto el ESI como el PMI, que se mantienen por encima de sus respectivas medias a largo plazo, se están acercando a sus máximos de principios de 2011.

De cara al futuro se espera que la expansión económica siga fortaleciéndose y generalizándose. La transmisión de las medidas de política monetaria está favoreciendo la demanda interna y facilitando el proceso actual de desapalancamiento. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de las mejoras de la rentabilidad empresarial. Las mejoras del empleo, favorecidas también por anteriores reformas de los mercados de trabajo, respaldan la renta real disponible y el consumo privado. Asimismo, las señales de una recuperación mundial más intensa y de un aumento del comercio global sugieren que la demanda exterior debería contribuir cada vez más a la fortaleza general de la expansión económica en la zona del euro. No obstante, el crecimiento continúa viéndose frenado por el lento ritmo de aplicación

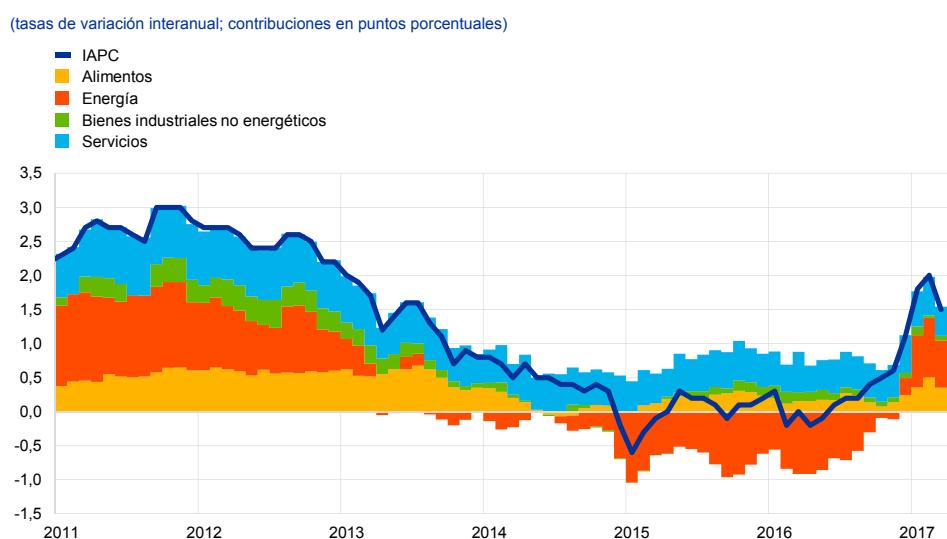
de las reformas estructurales, en particular en los mercados de productos, y por los ajustes aún pendientes en los balances de algunos sectores. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, si bien tienen una configuración cada vez más equilibrada, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global. Los resultados de la última [encuesta a expertos en previsión económica del BCE](#), realizada a principios de abril, muestran que las previsiones del sector privado sobre el crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2017 y 2018 con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de enero.

Precios y costes

La inflación general retrocedió en marzo. Tras alcanzar el 2 % en febrero, la inflación general disminuyó hasta situarse en el 1,5 % en marzo (véase gráfico 7). El descenso se debió, en particular, a las menores tasas de variación de los precios de los componentes volátiles —energía y alimentos no elaborados—, pero también a la caída de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

Gráfico 7

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2017.

Los indicadores de la inflación subyacente han seguido siendo débiles. La tasa de inflación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta situarse en el 0,7 % en marzo de 2017, frente al 0,9 % registrado en febrero, el nivel más bajo de los últimos dos años. El descenso fue resultado, en gran medida, de la desaceleración observada en los componentes muy volátiles de los servicios (turismo y viajes). Es muy probable que esta evolución haya reflejado, principalmente, efectos que tienen las fechas de las vacaciones de Semana Santa (que este año fue en abril y el año pasado en marzo) sobre los precios, que posiblemente sean de carácter más transitorio. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha mantenido muy por debajo de su media de largo plazo del 1,4 %. Además, la mayoría de los demás indicadores tampoco señalan un repunte de las presiones inflacionistas subyacentes, lo que puede reflejar, en parte, efectos indirectos retardados a la baja derivados de caídas anteriores de los precios del petróleo, pero también, y más importante, la persistencia de débiles presiones internas de costes.

Se han acumulado algunas presiones latentes en las primeras fases de la cadena de producción y de precios. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación de los precios industriales mundiales (excluido el

petróleo) superior a la media y el fuerte crecimiento de los precios de importación de los bienes intermedios indican una acumulación de presiones inflacionistas latentes. Los bienes intermedios son también el principal determinante de los recientes incrementos registrados en la inflación de los precios industriales en el total de la industria (excluidas la construcción y la energía) de la zona del euro, que aumentó hasta situarse en el 2,1 % en febrero de 2017, frente al 1,5 % de enero. En otras fases de la cadena de precios se aprecian algunas presiones al alza sobre la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio, que continuaron con el notable repunte observado desde noviembre de 2016 y aumentaron nuevamente hasta situarse en el 0,6 % en febrero, desde el –0,1 % de enero. Sin embargo, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo prácticamente constante en un nivel bajo y en febrero se situó en el 0,2 %, por lo que todavía no ha contribuido a la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos (véase también el recuadro 4, titulado «¿Qué nos puede decir la reciente evolución de los precios industriales sobre las presiones latentes?»).

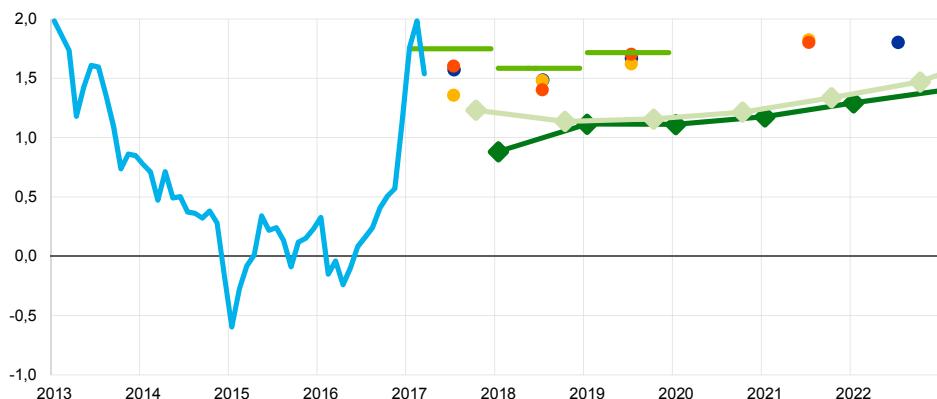
El crecimiento de los salarios de la zona del euro ha repuntado ligeramente, pero sigue siendo reducido. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó hasta situarse en el 1,5 % en el cuarto trimestre de 2016, frente al 1,3 % del tercer trimestre, pero permanece aún muy por debajo de su media de largo plazo (desde 1999), del 2,1 %. Entre los factores que pueden haber estado lastrando el 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, es posible que el entorno de baja inflación de los últimos años todavía esté contribuyendo a un menor crecimiento salarial debido a los mecanismos formales e informales de indicación a la inflación pasada.

Gráfico 8

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- EPE (II TR 2017)
- EPE (I TR 2017)
- Previsiones de *Consensus Economics* (abril de 2017)
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (marzo de 2017)
- Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (abril de 2017)
- Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (enero de 2017)
- IAPC



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se obtienen de los swaps cupón cero de inflación medida por el IAPC (IAPC de la zona del euro excluido el tabaco).

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso, mientras que los indicadores de opinión se han mantenido estables. Desde principios de marzo, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han disminuido en todos los horizontes (véase gráfico 8). La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se redujo hasta situarse aproximadamente en el 1,6 %, en torno a 10 puntos básicos por debajo del nivel observado a principios de marzo de 2017. En cambio, según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) de abril de 2017, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro permanecieron estables en el 1,8 %.

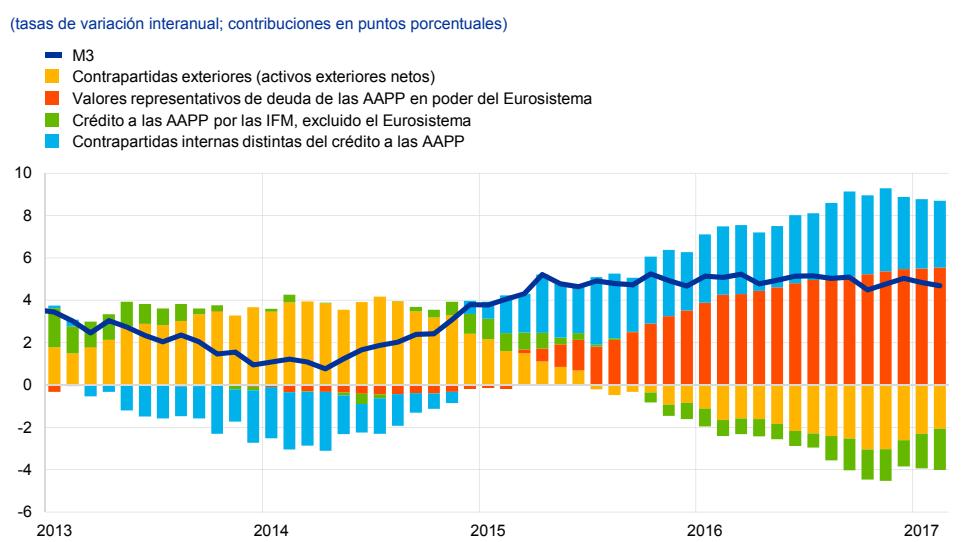
Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro volvieron a aumentar. Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda de la zona del euro se incrementaron en un 3,8 %, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2016, frente al 3,4 % registrado en el tercer trimestre, lo que apunta al fortalecimiento y la generalización del ciclo de precios de la vivienda.

5

Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido. La tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció prácticamente estable en febrero de 2017 (4,7 %, frente al 4,8 % de enero), y lleva fluctuando en torno al 5 % desde mediados de 2015 (véase gráfico 9). Los bajos costes de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y el impacto de las medidas de política monetaria del BCE continuaron respaldando el crecimiento de M3. El crecimiento interanual de M1 fue de nuevo el que más contribuyó al avance del agregado monetario amplio, y su tasa de crecimiento se mantuvo estable en febrero (8,4 %).

Gráfico 9
M3 y sus contrapartidas



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 febrero de 2017.

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 Eurosistema, se mantuvo negativa (véanse las barras verdes del gráfico 9).

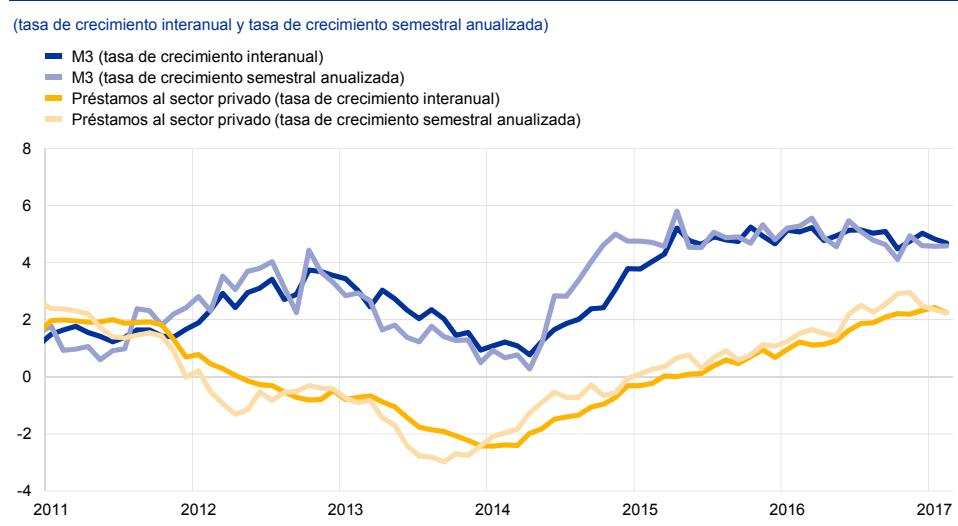
Las contrapartidas internas distintas del crédito a las Administraciones Públicas tuvieron también un impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras azules del gráfico 9). Por un lado, esto refleja la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado. Por otro, la tasa de 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 ejerciendo presiones a la baja sobre 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 están contribuyendo notablemente a esta tendencia.

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

Gráfico 10
M3 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

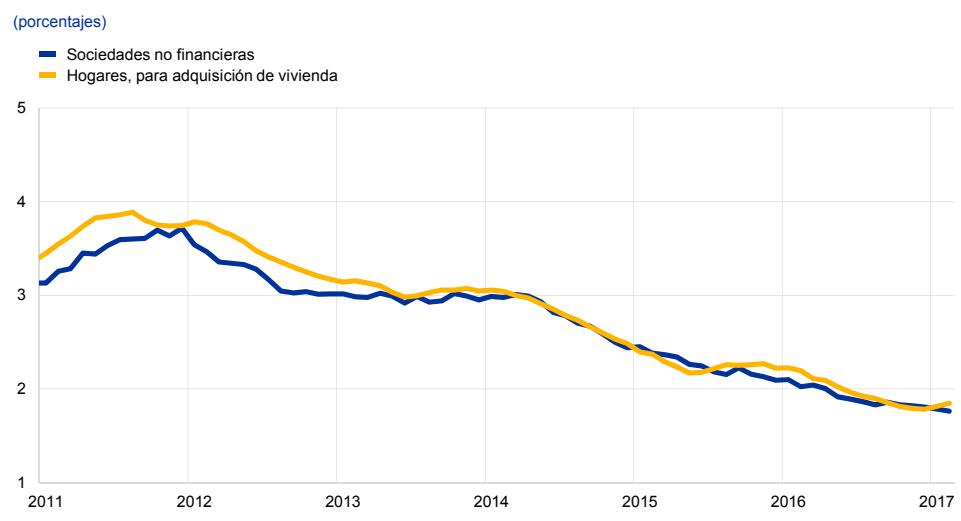
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería. La última observación corresponde a febrero de 2017.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2017 sugiere que el crecimiento de los préstamos continuó estando respaldado por la mejora de las condiciones de concesión del crédito y por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamo. En el primer trimestre de 2017, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se relajaron ligeramente. El programa ampliado de compra de activos (APP) del BCE ha relajado las condiciones aplicadas a todas las categorías de préstamo. El efecto de relajación neta se plasmó en mayor medida en las condiciones aplicadas a los préstamos que en los criterios de aprobación. Las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que este programa ha contribuido a la mejora de su nivel de liquidez y de sus condiciones de financiación en los mercados, así como que habían utilizado la liquidez procedente del APP principalmente para conceder préstamos. Asimismo, señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE había tenido un impacto positivo en los volúmenes de crédito, aunque había lastrado los ingresos netos por intereses de las entidades, y que la demanda neta de préstamos por parte de los hogares y las sociedades no financieras había aumentado. Este incremento estuvo determinado por diversos factores, en particular, el bajo nivel general de los tipos de interés, las fusiones y adquisiciones, y las perspectivas favorables del mercado de la vivienda.

La disminución de los tipos de interés de los préstamos bancarios, que se inició a principios de 2014, se estabilizó a comienzos de 2017 (véase gráfico 11). Entre mayo de 2014 y febrero de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro cayeron 117 y 106 puntos básicos, respectivamente. Estos tipos sintéticos han disminuido sustancialmente 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 otorgados a las sociedades no financieras fue especialmente pronunciado en los países vulnerables, contribuyendo así a reducir las asimetrías observadas anteriormente en la transmisión de la política monetaria en los distintos países. En ese mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable. 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 febrero de 2017.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras continuó siendo elevada en el primer trimestre de 2017. Los datos del BCE más recientes muestran que la emisión neta de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó de nuevo en enero y febrero de 2017, después de disminuir en diciembre de 2016, principalmente como consecuencia de factores estacionales. La emisión siguió estando respaldada, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos no bancarios con calificación de grado de inversión por parte del BCE. Los datos preliminares sugieren que la actividad emisora se mantuvo sólida en marzo. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fue moderada en los primeros meses de 2017.

Se estima que los costes de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguieron siendo favorables en los primeros meses de 2017. Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras apenas varió en el primer trimestre de 2017 con respecto a diciembre de 2016. El nivel observado en marzo fue solo ligeramente superior al mínimo histórico registrado el verano pasado. No obstante, el coste de financiación mediante acciones sigue siendo alto en comparación con el coste de financiación mediante valores de renta fija, reflejando una prima de riesgo de las acciones relativamente elevada. En cambio, el coste de la financiación mediante valores de renta fija ha seguido disminuyendo en los últimos meses, alcanzando un nuevo mínimo histórico.