

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## RASGOS BÁSICOS

**Con el fin de cumplir el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno ha adoptado una serie de medidas de política monetaria destinadas a proporcionar un grado suficiente de acomodación de la política monetaria.** Tras las iniciativas adoptadas por el BCE en este ámbito entre junio y septiembre de 2014, que comprendieron recortes adicionales de los tipos de interés, la introducción de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y compras de determinados activos del sector privado (en el marco del programa de compras de bonos de titulización de activos ABSPP y del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados CBPP3, en enero de 2015, el Consejo de Gobierno decidió ampliar su programa de compra de activos para incluir, a partir de marzo, valores con grado de inversión denominados en euros emitidos por administraciones centrales y agencias de la zona del euro e instituciones europeas. Las compras mensuales de valores de los sectores público y privado ascenderán a un total de 60 mm de euros. Se prevé que estas adquisiciones continúen al menos hasta finales de septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación que sea compatible con su objetivo de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

**El programa de compra de activos ya ha producido una relajación sustancial de las condiciones financieras generales.** En diciembre de 2014 y en la mayor parte de enero de 2015, la evolución de los mercados financieros estuvo determinada, en gran medida, por las expectativas de los mercados en relación con el anuncio del programa de compra de activos. En este contexto, los rendimientos de los bonos de la zona del euro se redujeron para los distintos instrumentos, vencimientos y emisores y, en muchos casos, registraron nuevos mínimos históricos. Dado que la disminución del rendimiento de la deuda soberana a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro coincidió con el aumento del rendimiento de los bonos equivalentes en Estados Unidos, la divergencia entre el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro y el de la deuda pública de Estados Unidos continuó. Los rendimientos de los bonos soberanos de la zona del euro con categorías de calificación más bajas también cayeron, pero mostraron mayor volatilidad en un entorno de incertidumbre sobre la continuidad del acceso de Grecia a la asistencia financiera. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión continuaron estrechándose, mientras que los diferenciales de los bonos de titulización de activos se mantuvieron prácticamente estables. Tras el anuncio del programa de compra de activos, los rendimientos de los bonos de la zona del euro registraron una caída adicional, mientras que las cotizaciones de las acciones de la zona experimentaron un avance considerable. El tipo de cambio del euro se ha debilitado significativamente en los últimos meses.

**La evolución favorable de los mercados financieros se ha traducido en una reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito, que se ha transmitido gradualmente al coste de la financiación externa del sector privado.** Las medidas de política monetaria del BCE han originado una mejora de las condiciones de financiación de las entidades de crédito, con una disminución del rendimiento de los bonos bancarios no garantizados hasta mínimos históricos en el cuarto trimestre de 2014. Esta mejora se ha transmitido gradualmente a los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras, que en el tercer y cuarto trimestre de 2014 cayeron sustancialmente. La reducción de los costes de financiación bancaria y de los tipos de interés del crédito bancario en la segunda mitad de 2014 puede atribuirse, en parte, a las TLTRO, que están destinadas a mejorar el acceso de las entidades de crédito a la liquidez a más largo plazo y a estimular el crecimiento del crédito en la economía real. Las TLTRO deberían haber contribuido también a estrechar los márgenes de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro. Con el fin de respaldar la eficacia de las TLTRO en su favorecimiento del crédito al sector privado, el Consejo de Gobierno decidió, en su reunión de enero, que el tipo de interés aplicable a las TLTRO pendientes



sería igual al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, eliminándose así el diferencial de 10 puntos básicos con respecto al tipo de las OPF que se aplicó a las dos primeras TLTRO. Parece que las medidas de política monetaria del BCE han propiciado asimismo un estrechamiento de la dispersión de los costes de financiación entre países, especialmente en el caso de las sociedades no financieras, aunque las condiciones del crédito siguen siendo heterogéneas entre los distintos países. El coste nominal de la financiación externa no bancaria de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó descendiendo en el cuarto trimestre de 2014 y en los dos primeros meses de 2015, como consecuencia de la caída adicional del coste de los valores de renta fija y del coste de las acciones.

**Los datos recientes también indican un afianzamiento del crecimiento monetario y crediticio.** El crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 sigue estando respaldado por sus componentes más líquidos, como muestra el sólido crecimiento del agregado monetario estrecho M1. El crédito bancario al sector privado ha seguido recuperándose, lo que corrobora que se produjo un giro en la dinámica crediticia a principios de 2014. En concreto, la contracción de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras continuó registrando una moderación en los últimos meses, mientras que el crecimiento de los préstamos a hogares se stabilizó en niveles positivos. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2015 confirmó la valoración de que las restricciones en la oferta de crédito estaban disminuyendo progresivamente y que la demanda de crédito se estaba recuperando. En conjunto, la evolución reciente sugiere que las medidas de política monetaria del BCE están contribuyendo a relajar las condiciones de concesión del crédito bancario y, con carácter más general, a restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

**La considerable relajación adicional de la orientación de la política monetaria del BCE respalda y refuerza la aparición de aspectos más favorables en la actividad económica de la zona del euro.** La recuperación económica se afianzó gradualmente en la segunda mitad de 2014. El PIB real creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año y, según la estimación preliminar de Eurostat, un 0,3 % en el cuarto trimestre, un avance algo más elevado de lo previsto anteriormente. Los indicadores de corto plazo y los resultados de las encuestas apuntan a una nueva mejora de la actividad económica a principios de 2015. Parece que la actividad de la zona del euro se ha visto respaldada por la significativa caída de los precios del petróleo desde julio de 2014. El entorno de mayor confianza de las empresas y de los consumidores favorecerá la transmisión eficaz de las medidas de política monetaria a la economía real, lo que contribuirá a mejorar aún más las perspectivas de crecimiento económico y a reducir la holgura de la economía.

**Se espera que la recuperación económica vaya fortaleciéndose y ampliándose gradualmente.** El crecimiento de la actividad debería aumentar como consecuencia de las recientes mejoras de la confianza de las empresas y de los consumidores, la acusada caída de los precios del petróleo, el debilitamiento del tipo de cambio efectivo del euro y el impacto de las recientes medidas de política monetaria del BCE. La orientación acomodaticia de la política monetaria —reforzada significativamente por el programa de compra de activos— respaldará previsiblemente el crecimiento del PIB real tanto a corto como a más largo plazo. Además, la economía real debería beneficiarse gradualmente de los avances en las reformas estructurales y en la consolidación fiscal. Asimismo, las exportaciones deberían verse favorecidas por las ganancias de competitividad-precio y por la recuperación mundial.

**Al mismo tiempo, persisten diversos obstáculos para que la actividad repunte con mayor vigor.** Algunos de estos obstáculos son la continuación de los ajustes de los balances en varios sectores y el ritmo bastante lento de las reformas estructurales. Además, el crecimiento de la zona del euro se está

viendo frenado por el mantenimiento de la incertidumbre relacionada con la crisis de la deuda soberana europea y con factores geopolíticos, pese a que esta incertidumbre es cada vez menor.

**Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro<sup>1</sup>, que incorporan el impacto estimado de las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno, prevén un crecimiento interanual del PIB real del 1,5 % en 2015, el 1,9 % en 2016 y el 2,1 % en 2017.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 de los expertos del Eurosistema, las previsiones de crecimiento del PIB real para 2015 y 2016 se han revisado al alza, como reflejo del impacto favorable del descenso de los precios del petróleo, del debilitamiento del tipo de cambio efectivo del euro y de los efectos de las medidas de política monetaria adoptadas recientemente. En la valoración del Consejo de Gobierno, los riesgos en torno a las perspectivas de actividad económica siguen siendo a la baja, aunque han disminuido tras las recientes decisiones del Consejo de Gobierno y la caída de los precios del petróleo.

**Teniendo en cuenta la información disponible, se prevé que la inflación se mantenga en niveles muy bajos o negativos durante los próximos meses.** Los precios del petróleo han sido un factor determinante en la bajada de la inflación medida por el IAPC a niveles negativos en los últimos meses. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el -0,3 % en febrero de 2015 (frente al -0,6 % de enero). Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continuó por una senda básicamente estable, manteniéndose en el 0,6 % en febrero.

**Se prevé que las tasas de inflación aumenten de forma gradual más avanzado el año 2015.** En primer lugar, a medida que los anteriores descensos de los precios de la energía vayan eliminándose progresivamente de la tasa de variación interanual, y siempre que los precios del petróleo aumenten en el horizonte de las proyecciones en línea con la curva ascendente de los futuros sobre el petróleo, el impacto negativo de los precios de la energía sobre el IAPC general debería disiparse en 2015 y los precios de la energía deberían elevar la inflación general en 2016 y 2017. El repunte previsto de la inflación general está determinado, en gran medida, por este giro en los precios de la energía. Además, el incremento de la inflación general debería ser consecuencia del afianzamiento de la recuperación económica, favorecida por las recientes decisiones de política monetaria. Este afianzamiento debería traducirse en un estrechamiento significativo de la brecha de producción negativa y, por tanto, en un crecimiento más fuerte de los márgenes y de la remuneración por asalariado. El avance de la inflación también debería sustentarse en el aumento de los precios de las materias primas no energéticas y en los efectos retardados del descenso del tipo de cambio del euro.

**Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en un 0,0 % en 2015, un 1,5 % en 2016 y un 1,8 % en 2017.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2014, la previsión de la tasa de inflación en 2015 se ha revisado a la baja, principalmente como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, mientras que la proyección de la inflación para 2016 se ha revisado al alza, debido, en parte, al impacto esperado de las medidas de política monetaria.

1 Véase el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

**Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE dependen de la aplicación plena de las medidas de política monetaria del BCE.** El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo y prestará especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria, a los acontecimientos geopolíticos y a la evolución del tipo de cambio y de los precios de la energía.

**El actual foco de atención de la política monetaria se centra en la aplicación de las medidas decididas por el Consejo de Gobierno en enero de 2015.** Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), en su reunión del 5 de marzo de 2015, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Asimismo, facilitó información adicional sobre aspectos relacionados con la aplicación del programa de compra de activos. Las adquisiciones de valores del sector público en el mercado secundario con arreglo a este programa comenzaron el 9 de marzo de 2015.

## I ENTORNO EXTERIOR

El crecimiento mundial se está recuperando gradualmente, aunque de forma dispar según las economías. Por una parte, se prevé que la significativa caída de los precios del petróleo estimule la actividad económica mundial, respaldada por las sólidas perspectivas de crecimiento en Estados Unidos. Por otro lado, el deterioro de la situación en algunas economías emergentes está afectando a las perspectivas de crecimiento a escala global. La inflación mundial se ha moderado en los últimos meses. Las tasas de inflación interanual probablemente se mantendrán en niveles reducidos en el corto plazo, debido al descenso que han experimentado los precios del petróleo, y aumentarán de forma gradual más adelante, a medida que continúe la recuperación. Al mismo tiempo, se mantienen los riesgos a la baja para la actividad mundial.

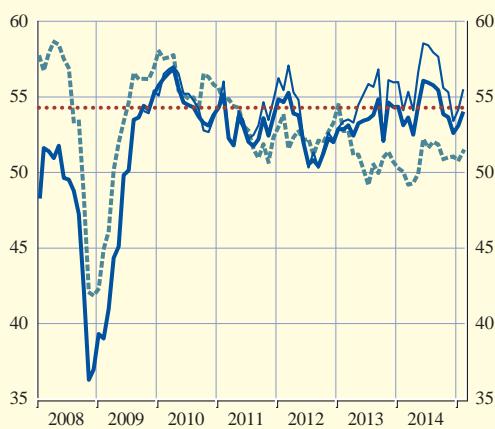
**La economía mundial continúa por una senda de recuperación gradual.** Tras el repunte del crecimiento mundial a mediados de 2014, los datos disponibles por países apuntan a una ligera moderación del crecimiento fuera de la zona del euro hacia finales del año. Las encuestas más reciente indican un ritmo de crecimiento estable a comienzos de 2015. El índice PMI global compuesto de producción, excluida la zona del euro, se incrementó en febrero, aunque persisten las divergencias entre regiones (véase gráfico 1).

**Se espera que los precios más bajos del petróleo estimulen la demanda mundial.** Los precios del Brent registraron una abrupta caída en diciembre y enero, si bien repuntaron ligeramente en febrero para situarse, el 4 de marzo de 2015, en 61 dólares estadounidenses el barril, casi la mitad del nivel registrado hace un año (véase gráfico 2). Según indica la curva de futuros, los mercados ya han tenido en cuenta un incremento gradual de los precios del crudo para los próximos años. Aunque parte de la caída de los precios durante el pasado año puede atribuirse a la relativa moderación de la demanda mundial, el descenso se

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

(índice de difusión)

- Índice global, excluida la zona del euro
- .... Índice global, excluida la zona del euro  
— media de largo plazo
- Economías emergentes
- Economías avanzadas, excluida la zona del euro



Fuente: Markit.

Notas: La observación más reciente corresponde a febrero de 2015. La «media de largo plazo» se refiere al período transcurrido a partir de 1999; «Economías emergentes» incluye Brasil, China, India y Rusia; «Economías avanzadas» incluye Japón, Estados Unidos y Reino Unido.

**Gráfico 2 Precios del petróleo – reales y de los futuros**

(USD por barril)

- Actualizados el 4 de marzo de 2015
- .... Proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2015
- Proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2014
- actual



Fuentes: Bloomberg y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Datos mensuales; la observación más reciente de los precios reales corresponde a febrero de 2015.

debe principalmente a un incremento de la oferta. La abundante oferta de petróleo no convencional de América del Norte, la producción de Rusia, Libia e Irak, superior a lo previsto a pesar de las tensiones geopolíticas, y la decisión de la OPEP de no recortar su producción, adoptada en su reunión de noviembre de 2014, han contribuido a que los participantes en los mercados reconsideren la dinámica de la oferta y la demanda y a que se produzca una fuerte caída de los precios del petróleo. Se espera que los precios más bajos beneficien a los países consumidores netos de petróleo y que, al mismo tiempo, afecten a las perspectivas de los países exportadores de crudo. Sin embargo, en conjunto, es probable que favorezcan la demanda mundial en la medida en que los países importadores de petróleo, que son los beneficiarios de la caída de los precios, suelen tener una mayor propensión al gasto que los países exportadores.

**El sólido crecimiento económico en Estados Unidos también está respaldando las perspectivas mundiales.** La actividad continuó siendo sólida en el último trimestre de 2014, impulsada por el consumo personal y la inversión residencial. El mercado de trabajo también siguió mejorando, registrándose una vigorosa expansión del empleo. De cara al futuro, aunque la apreciación del dólar estadounidense atenuará el crecimiento de las exportaciones, se espera una recuperación sostenida de la demanda interna, respaldada por las condiciones financieras acomodaticias y por una moderación de la presión fiscal. Se prevé que la reducción del desapalancamiento de los hogares, las mejoras sostenidas de los mercados de trabajo y de la vivienda y el aumento de las rentas reales como consecuencia de los precios más bajos del petróleo estimulen el consumo privado. Por su parte, la mejora de la confianza, el fortalecimiento de la demanda y los bajos tipos de interés probablemente impulsarán la inversión empresarial, compensando el menor gasto de capital en las industrias del petróleo no convencional.

**Se afianza también el ritmo de crecimiento en la mayoría de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro.** En Japón, tras el desplome de la actividad que siguió al incremento del IVA en abril del año pasado, el crecimiento se reanudó en el cuarto trimestre de 2014. De cara al futuro, se espera un lento fortalecimiento de los factores subyacentes determinantes del crecimiento, favorecidos por el aumento de la renta real de los hogares asociado a los precios más bajos del petróleo, el impulso al crecimiento de las exportaciones como consecuencia de la depreciación del yen japonés, y la reducción de la presión fiscal tras el anuncio del Gobierno de que en el próximo ejercicio fiscal se adoptarán medidas adicionales de estímulo. En el Reino Unido, pese a la ligera ralentización observada en el cuarto trimestre de 2014, la economía continúa su expansión a un ritmo relativamente robusto. De cara al futuro, aunque se prevé que las continuas medidas de consolidación fiscal moderen el crecimiento, la caída de los precios de energía y la aceleración del crecimiento de los salarios deberían favorecer un aumento de la renta real disponible y del consumo privado. Además, la recuperación de la demanda y la relajación de las condiciones crediticias deberían estimular la inversión empresarial. Al mismo tiempo, se espera que la abrupta apreciación del franco suizo tras la decisión adoptada en enero por el Banco Nacional de Suiza de eliminar el tope impuesto al tipo de cambio del franco suizo frente al euro tenga un importante impacto negativo sobre las perspectivas económicas del país, principalmente a través de una reducción de las exportaciones.

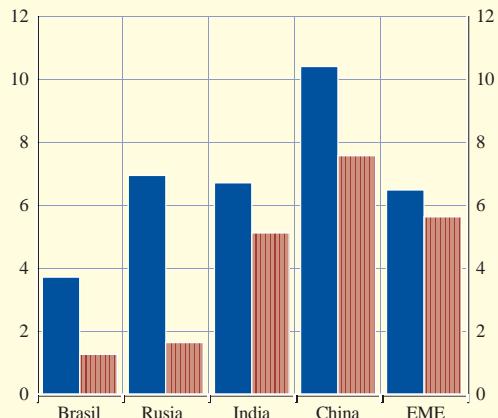
**Las perspectivas a corto plazo han mejorado en algunas economías emergentes, especialmente en los países importadores de petróleo.** En China, aunque la desaceleración del mercado de la vivienda afectó al crecimiento en el cuarto trimestre de 2014, se espera que la caída de los precios del petróleo, la solidez sostenida del consumo, la reciente relajación de la política monetaria y el ligero estímulo fiscal respalden temporalmente la economía. No obstante, los líderes políticos chinos han venido haciendo cada vez más hincapié en la necesidad de hacer frente a la fragilidad financiera y a los desequilibrios macroeconómicos desde una perspectiva de más largo plazo. A medida que la economía avance hacia una senda más sostenible, el crecimiento probablemente se moderará. La desaceleración

del crecimiento en China tendrá efectos adversos en las economías asiáticas con las que China mantiene estrechos lazos económicos y financieros, pero a muchas economías emergentes de Asia les debería beneficiar en el corto plazo el estímulo que para las rentas reales disponibles supone el descenso de los precios del petróleo. En particular, la confianza se mantiene en niveles elevados en India, en un contexto de incipiente mejora del ritmo de crecimiento. En su calidad de país importador de petróleo, a India le beneficiarán los precios más bajos del crudo, lo que contribuirá a contener tanto la inflación como el déficit por cuenta corriente, permitiendo al mismo tiempo al Gobierno recortar las subvenciones a los combustibles y apoyar los esfuerzos de consolidación fiscal. En cuanto a los países de Europa Central y Oriental, también se espera que se beneficien del fortalecimiento de la demanda interna, ya que la mejora de la dinámica del mercado de trabajo y el reciente descenso de los precios del petróleo deberían respaldar el consumo de los hogares.

**Gráfico 3 Crecimiento del PIB real en las economías emergentes**

(tasas de variación)

■ Media 2000-2008  
■ Media 2011-2014



Fuente: FMI, base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial.  
Nota: «EME» se refiere a las economías emergentes y en desarrollo conforme a la definición del FMI.

**En otras regiones, las perspectivas indican un debilitamiento de la actividad.** En América Latina, las perspectivas a medio plazo parecen menos favorables de lo previsto anteriormente, tras un período de tasas de crecimiento decepcionantes, ya que el crecimiento se ha visto empañado por estrangulamientos de oferta y elevados desequilibrios internos en algunas de las principales economías (véase gráfico 3). La caída de los precios del petróleo está afectando también a las perspectivas de los países exportadores de crudo. En Rusia en particular, se prevé que, tras las recientes turbulencias en los mercados financieros, la economía entre en recesión en 2015. La acusada depreciación del rublo y el endurecimiento de la política monetaria se traducirán en un notable incremento de los costes financiación, que podría exacerbar los problemas de financiación de las empresas que ya sufren sanciones que restringen su acceso a los mercados financieros externos. Se prevé que el consumo de los hogares se vea afectado por la elevada inflación, que supone un lastre para las rentas reales disponibles. En un contexto de deterioro de la confianza empresarial y de fuerte incertidumbre, se espera que se reduzca la inversión. A medio plazo, los precios más bajos de la energía podrían socavar la inversión en exploración de depósitos de gas y petróleo. Se prevé que todo ello tenga un efecto negativo sobre la demanda exterior de la zona del euro.

**El comercio mundial perdió cierto impulso hacia finales de 2014 y se espera que la recuperación sea solo gradual.** Las importaciones mundiales de bienes crecieron, en términos reales, un 1,3% en tasa intertrimestral en diciembre. Tras el descenso experimentado en los meses anteriores el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se recuperó en diciembre de 2014 y se estabilizó en enero de 2015, lo que sugiere una mayor capacidad de resistencia del comercio internacional hacia finales del año. A más largo plazo, se espera un fortalecimiento a un ritmo muy moderado. En los últimos años, la debilidad cíclica de la inversión empresarial, que normalmente tiene un elevado contenido importador, ha frenado el ritmo de crecimiento del comercio mundial, que también se ha visto afectado por factores estructurales en la medida en que las empresas han reducido la complejidad y la longitud de sus cadenas de

producción. Esto significa que la expansión de las cadenas de valor mundiales ya no respalda el crecimiento del comercio mundial con la misma intensidad que en el pasado. Como resultado, aunque se espera un repunte de la actividad comercial mundial a medida que desaparezca la debilidad cíclica y se recupere la inversión mundial, es improbable que se registre una expansión al mismo ritmo que en las décadas de 1990 y 2000, cuando las grandes economías emergentes se estaban integrando en la economía mundial incrementando significativamente las oportunidades en materia de intercambios comerciales.

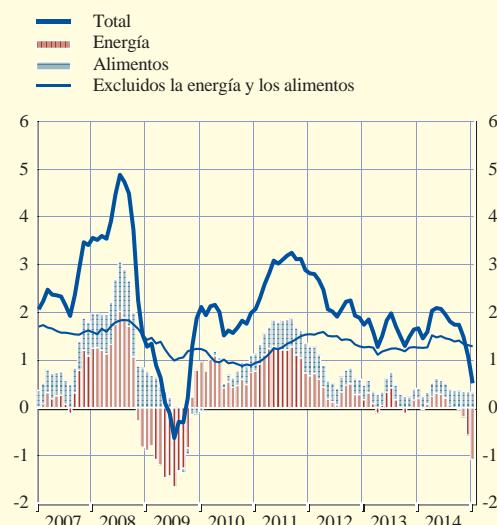
**En conjunto, se espera un repunte gradual de la recuperación mundial.** Según indican las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, se espera que el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro), aumente desde el 3,6% observado en 2014 hasta alrededor del 4% en 2016 y 2017<sup>1</sup>. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 2,8% de 2014 hasta el 5,1% para 2017. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2014, las expectativas del crecimiento mundial y de la demanda exterior apenas se han revisado. Esto significa que se prevé que el impulso de la demanda mundial asociado a la caída de los precios del petróleo se compensará con creces con unas perspectivas menos favorables en algunas economías emergentes.

**Se mantienen los riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad mundial.** Aunque el impacto de los precios más bajos del petróleo sobre las perspectivas de crecimiento mundial podría ser mayor de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, en Estados Unidos los mercados siguen esperando que el ritmo de aumento de los tipos sea más lento de lo previsto en las proyecciones más recientes del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Como se analiza en el recuadro 1, se espera que en Estados Unidos las presiones inflacionistas continúen siendo limitadas. No obstante, existe cierta incertidumbre respecto al grado de holgura en la economía y en cuanto a la medida en que el aumento de la demanda pueda traducirse en una intensificación de las presiones salariales e inflacionistas. Una normalización de las políticas monetarias más rápida de lo que prevén actualmente los mercados podría provocar una reversión de las percepciones del riesgo. En China, el fuerte crecimiento del crédito y del apalancamiento plantea riesgos para la estabilidad financiera. Los riesgos geopolíticos también continúan afectando a las perspectivas, y un escenario en el que volviera a producirse una escalada de las tensiones entre Rusia y Ucrania tendría repercusiones adversas en el crecimiento mundial.

**La inflación mundial se ha reducido en los últimos meses, principalmente como consecuencia del descenso de los precios de la energía.** La inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo en los países de la OCDE hasta el 0,5% en enero de 2015. Al mismo tiempo, la inflación

**Gráfico 4 Inflación en los países de la OCDE**

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a enero de 2015. El cálculo de las contribuciones se basa en los cálculos realizados por los expertos del BCE.

1 Véanse las «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» en <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections2015.en.pdf>

interanual, excluidos la energía y los alimentos, se ha mantenido más estable (véase gráfico 4). En cuanto a los países no pertenecientes a la OCDE, la inflación también se ha moderado en China en los últimos meses, dado que persisten las presiones desinflacionistas generalizadas. Sin embargo, en otras grandes economías emergentes, se ha producido un aumento de la inflación cuando la depreciación de la moneda ha dado lugar a un aumento de los precios de importación o cuando la falta de credibilidad de la política monetaria del país se ha reflejado en la persistencia de elevadas expectativas de inflación.

**Se espera que la inflación mundial se mantenga en niveles bajos en el corto plazo y que después solo aumente gradualmente.** Se prevé que la actual debilidad de los precios de las materias primas contribuya a mantener la inflación mundial en niveles bajos a corto plazo. Posteriormente, se espera que el repunte previsto de la actividad económica mundial reduzca la capacidad no utilizada. Además, la curva de futuros sobre precios del petróleo sugiere cierta recuperación en los próximos años, al igual que los precios de los futuros sobre materias primas no energéticas.

## 2 EVOLUCIÓN FINANCIERA

En diciembre de 2014 y durante la mayor parte de enero de 2015, la evolución financiera estuvo determinada, en gran medida, por las expectativas de los mercados respecto al programa ampliado de compra de activos anunciado tras la reunión que celebró el Consejo de Gobierno del BCE el 22 de enero de 2015. Antes del anuncio, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro habían experimentado un descenso para todos los instrumentos, vencimientos y emisores, y registraron nuevos mínimos históricos en muchos casos. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujeron, al tiempo que aumentaron los rendimientos de los bonos equivalentes en Estados Unidos, lo que supuso un incremento adicional del diferencial entre las dos áreas económicas. Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con categorías de calificación más bajas también se redujeron, aunque mostraron una mayor volatilidad, en un entorno de incertidumbre sobre la continuación del acceso de Grecia a la asistencia financiera. Tras el anuncio del programa de compra de activos, y en febrero y marzo, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro siguieron disminuyendo. Además, las cotizaciones bursátiles de la zona aumentaron significativamente y el euro se debilitó de forma notable.

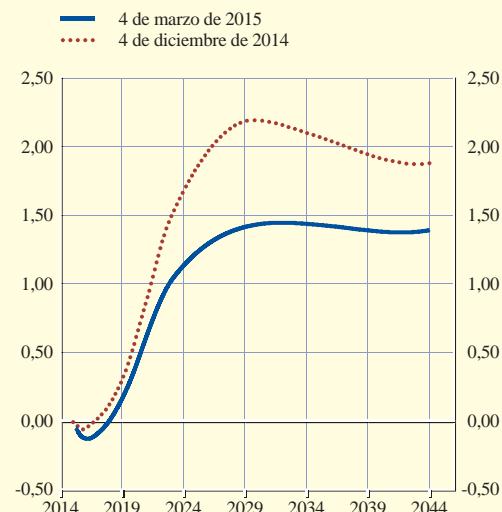
**El eonia se redujo entre principios de diciembre de 2014 y principios de marzo de 2015 en un contexto de niveles más elevados de exceso de liquidez**, situándose, en promedio, en el  $-0,04\%$  durante ese período, es decir, unos 3 puntos básicos por debajo de la media registrada en los tres meses anteriores. En el recuadro 2 se analizan con mayor detalle la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria.

**El anuncio del programa de compra de activos –y las expectativas que le precedieron– dieron lugar a un significativo descenso de los tipos forward del eonia.** Así, pues, desde principios de diciembre de 2014 hasta principios de marzo de 2015, la curva de tipos forward del eonia se tornó más invertida, tocando fondo a un nivel de  $-0,15\%$  durante los ocho primeros meses de 2016, próximo al tipo de interés actual de la facilidad de depósito, que se sitúa en el  $-0,20\%$  (véase gráfico 5). Esta evolución es coherente con las expectativas de los participantes en los mercados que anticipaban un incremento significativo aunque gradual del exceso de liquidez como resultado del anuncio del programa de compra de activos. En comparación con la situación de principios de diciembre de 2014, a comienzos de marzo de 2015 el momento en el que los mercados esperaban un retorno del eonia a niveles positivos se retrasó siete meses, de julio de 2017 a febrero de 2018. La senda futura del euríbor a tres meses registró una evolución bastante similar.

**Los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro también se redujeron, debido a las expectativas asociadas al anuncio del programa de compra de activos** (véase gráfico 6). No obstante, debido a que se vieron directamente afectados por el programa de compra de activos —y a que también les beneficiaron las reducciones de las primas de riesgo de liquidez— los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro experimentaron

Gráfico 5 Tipos forward del eonia

(porcentaje)

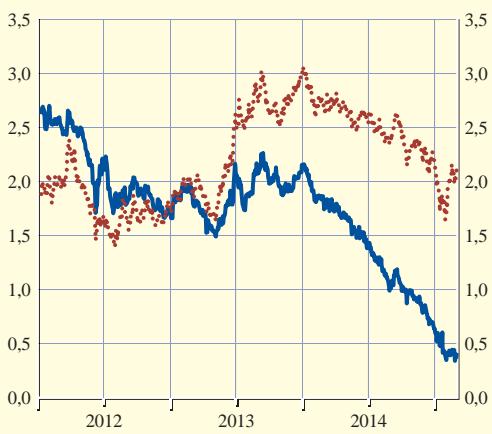


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 6 Rendimiento de la deuda pública a diez años

(porcentaje)

— Zona del euro (con calificación AAA)  
····· Estados Unidos



Fuentes: EuroMTS, BCE y Bloomberg.

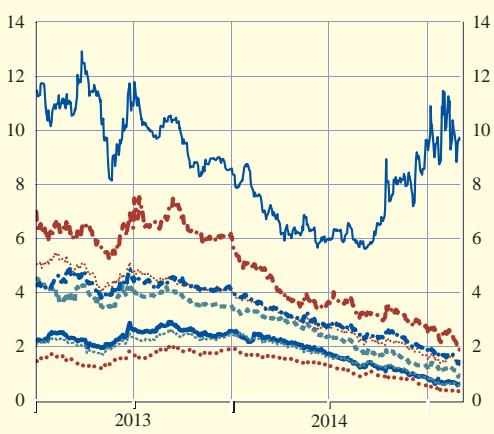
Nota: El rendimiento de la deuda de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluye bonos de Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.

Gráfico 7 Rendimiento de la deuda pública a siete años de algunos países de la zona del euro

(porcentaje)

— Bélgica  
····· Alemania  
- - - Irlanda  
— Grecia

····· España  
- - - Francia  
— Italia  
- - - Portugal



Fuente: Thomson Reuters.

una caída ligeramente más pronunciada que los tipos *swap* del eonia. Como resultado, los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA a 10 y 30 años descendieron en torno a 50 puntos básicos entre principios de diciembre y principios de marzo, situándose en el 0,4% y en el 1,1%, respectivamente, el 4 de marzo. Los rendimientos de la deuda pública a plazos más cortos, como la deuda a dos años con calificación AAA, también se redujeron, registrando cifras negativas en algunos países.

**Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con categorías de calificación más bajas (salvo la deuda pública griega) también se redujeron, aunque mostraron una mayor volatilidad.** Desde principios de diciembre de 2014 hasta principios de marzo de 2015, los descensos de los rendimientos tendieron a ser más acusados en el caso de la deuda pública con categorías de calificación más bajas que en el de la deuda con calificaciones más elevadas, lo que refleja en parte una mayor «búsqueda de rentabilidad» en respuesta a unos rendimientos bajos y decrecientes. Aunque el aumento de la incertidumbre en torno a la continuación del acceso de Grecia a la financiación ejerció cierta presión al alza sobre los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con calificaciones más bajas (véase gráfico 7), el nuevo acuerdo alcanzado en el Eurogrupo a finales de febrero de 2015 contribuyó, en general, a contener esta presión alcista. En particular, los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de Grecia y Alemania aumentaron alrededor de 250 puntos básicos entre principios de diciembre de 2014 y principios de marzo de 2015, mientras que los diferenciales equivalentes entre la deuda pública de Alemania y la de otros países de la zona del euro se mantuvieron estables o se redujeron.

**La incertidumbre en el mercado de deuda pública de la zona del euro aumentó ligeramente, como se observa en el leve incremento de la volatilidad implícita obtenida de las opciones.** Ello podría reflejar la incertidumbre sobre la continuación del acceso de Grecia a la financiación, así como cierta dudas respecto a los detalles concretos de la implementación del programa de compra de activos.

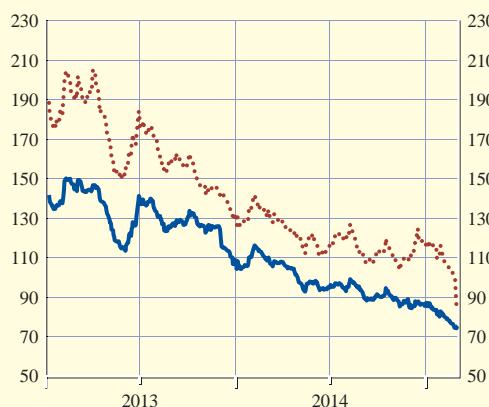
**Continuó la divergencia de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos.** El diferencial entre los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó entre principios de diciembre de 2014 y principios de marzo de 2015, situándose en torno a 180 puntos básicos a principios de marzo. Este diferencial comenzó a aumentar a mediados de 2013 y desde entonces ha continuado la tendencia divergente entre los diferenciales, habiéndose registrado recientemente la diferencia más amplia observada desde el inicio de esta serie en septiembre de 2004. Esta divergencia entre los rendimientos es coherente con las expectativas de los mercados respecto a la futura política monetaria en las dos áreas económicas.

**Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión siguieron reduciéndose.** Los diferenciales de los valores de renta fija privada —de emisores tanto financieros como no financieros— experimentaron una nueva caída en los últimos meses (véase gráfico 8) y, por consiguiente, se mantuvieron en niveles reducidos, próximos a los observados antes del inicio de la crisis financiera. Esta evolución pudo haber estado impulsada por las expectativas de que, como resultado del programa de compra de activos, se produjesen efectos de reequilibrio de las carteras y, en relación con los mismos, una mayor búsqueda de rentabilidad. Además, es de esperar que el programa reduzca aún más el coste de la financiación e incremente los ingresos de las empresas y, por consiguiente, reduzca la probabilidad percibida de impago de los valores de renta fija privada. Los diferenciales de los emisores financieros descendieron más que los de los emisores no financieros, lo que podría reflejar el sentimiento de los mercados respecto a los progresos realizados en el proceso de recapitalización de las instituciones financieras de la zona del euro (véase también la sección 5 sobre dinero y crédito). Los diferenciales de los bonos de titulización de activos se mantuvieron prácticamente estables.

**Gráfico 8 Diferenciales ajustados por las opciones de los valores de renta fija privada denominados en euros de la zona del euro**

(puntos básicos)

— Emisores no financieros  
···· Emisores financieros

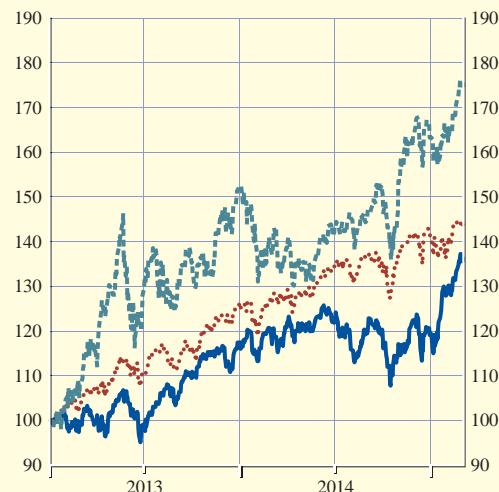


Fuentes: iBoxx y BCE.

**Gráfico 9 Índices bursátiles**

(1 de enero de 2013 = 100)

— Zona del euro  
···· Estados Unidos  
--- Japón



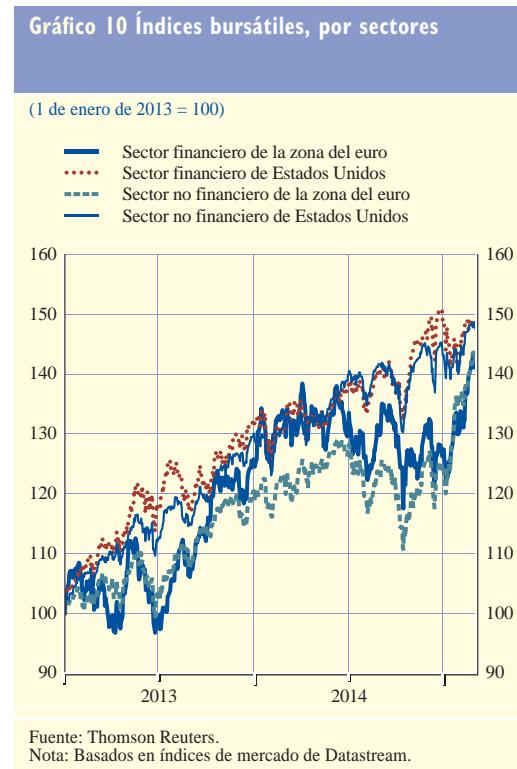
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón. La observación más reciente corresponde al 4 de marzo de 2015.

**Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro aumentaron significativamente.** Desde principios de diciembre de 2014 hasta principios de marzo de 2015, las cotizaciones aumentaron en torno a un 13 % en la zona del euro, superando en sus resultados a los mercados bursátiles de Estados Unidos y Japón (véase gráfico 9). La mayor parte de los incrementos en la zona del euro se registraron inmediatamente después del anuncio del programa de compra de activos (que dio lugar a un descenso del coste futuro esperado de la financiación y, por lo tanto, tuvo un efecto positivo sobre el valor descontado de los beneficios empresariales futuros esperados). A finales de febrero, el hecho de que el Eurogrupo acordara prorrogar el programa de asistencia financiera a Grecia también contribuyó a incrementar el apetito por el riesgo. No obstante, la relación entre la cotización y el valor contable de las acciones de la zona del euro se mantiene por debajo de los niveles observados antes de la crisis financiera, lo que sugiere que las expectativas de los inversores respecto a los futuros beneficios empresariales siguen siendo un tanto contenidas o que todavía exigen unas remuneraciones relativamente elevadas para compensar el riesgo de invertir en valores de renta variable. Esta situación se observa en particular en el caso de las acciones financieras, cuyas cotizaciones siguen situándose muy por debajo de los máximos observados antes de la crisis financiera. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó de forma marginal, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, en el período considerado.

**Las cotizaciones bursátiles aumentaron de forma más acusada en el sector no financiero que en el sector financiero.** Los precios de las acciones financieras aumentaron en torno al 10 % entre principios de diciembre y principios de marzo, mientras que los de las acciones no financieras se incrementaron algo más del 14 %. La relativa debilidad del sector financiero se concentró en el período anterior al anuncio del programa de compra de activos, mientras que, tras el anuncio del programa, las cotizaciones se movieron prácticamente de forma paralela en ambos sectores (véase gráfico 10).

**El tipo de cambio efectivo del euro se depreció aún más en los últimos meses.** La depreciación del euro, que se había iniciado en mayo de 2014 continuó, especialmente en el período anterior a la reunión del Consejo de Gobierno de enero de 2015, reflejando las expectativas de los mercados respecto a las inminentes decisiones de política monetaria. En general, a comienzos de marzo, el tipo de cambio efectivo del euro se situaba en torno a un 10 % por debajo del nivel registrado un año antes. En el recuadro 3 se examina la evolución reciente del tipo de cambio efectivo del euro. Por lo que respecta a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro se depreció en torno a un 10 % frente al dólar estadounidense entre diciembre de 2014 y comienzos de marzo de 2015. El euro también se debilitó considerablemente frente al franco suizo tras la decisión del Banco Nacional de Suiza de eliminar el límite fijado anteriormente para el tipo de cambio de 1,20 francos suizos por euro a mediados de enero. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central en el MTC II durante este período, mientras que el



**Gráfico 11 Tipo de cambio del euro frente a algunas monedas**

(1 de diciembre de 2008 = 100)

—	Dólar estadounidense	—	Franco suizo
···	Renminbi chino	···	Yen japonés
---	Libra esterlina	---	TCE-38



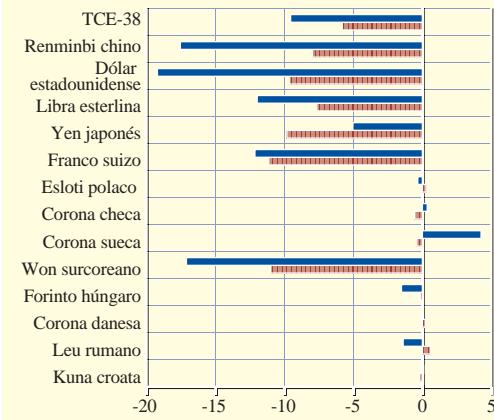
Fuente: BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al 4 de marzo de 2015. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

**Gráfico 12 Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas**

(porcentaje)

—	Desde el 4 de marzo de 2014
---	Desde el 4 de diciembre de 2014



Fuente: BCE.

Nota: Variaciones porcentuales hasta el 4 de marzo de 2015. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

Danmarks Nationalbank intervino en los mercados de divisas y redujo el tipo de interés de los certificados de depósito en cinco ocasiones. Además, el 30 de enero, se suspendió hasta nuevo aviso la emisión de bonos del Gobierno danés. Al mismo tiempo, el euro se apreció significativamente frente al rublo ruso.

### 3 ACTIVIDAD ECONÓMICA

*La recuperación económica de la zona del euro se ha ido afianzando de forma progresiva desde mediados de 2014, y la situación de los mercados de trabajo ha mejorado. Además, diversos factores han dado últimamente un impulso adicional a la actividad de la zona del euro. La caída de los precios del petróleo se está traduciendo en una mayor renta real disponible, lo que favorece el consumo privado. La reciente depreciación del tipo de cambio del euro ha facilitado las exportaciones. El programa ampliado de compra de activos, anunciado hace poco, debería contribuir a relajar las condiciones de financiación y a mejorar el acceso al crédito. Por tanto, de cara al futuro, se espera que la actividad económica siga fortaleciéndose a lo largo de 2015 y posteriormente, impulsada por la demanda interna y externa, aunque se prevé que el desempleo se mantenga en un nivel elevado. En este contexto, las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro contemplan unas perspectivas de crecimiento mayor que las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2014.*

**La demanda interna se intensificó en el segundo semestre de 2014.** El PIB real aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre, frente a un 0,2% en el tercer trimestre de 2014. En consecuencia, tras siete trimestres consecutivos de crecimiento, en el cuarto trimestre de 2014, el PIB real de la zona del euro volvió a situarse en el nivel observado en el primer trimestre de 2011, aunque siguió estando casi un 2% por debajo del nivel registrado justo antes del comienzo de la crisis en 2008 (véase gráfico 13). Además, la fortaleza de la recuperación sigue siendo desigual en los distintos países de la zona del euro. Aunque a la fecha de cierre del presente Boletín Económico no se disponía de datos desagregados, los indicadores económicos y los datos de los países sugieren que la demanda interna continuó contribuyendo positivamente al crecimiento en el cuarto trimestre de 2014. Asimismo, parece que la aportación de la demanda exterior neta fue positiva, al verse favorecidas las exportaciones por la depreciación del euro.

**Gráfico 13 PIB real de la zona del euro**

(índice I 2008 = 100)

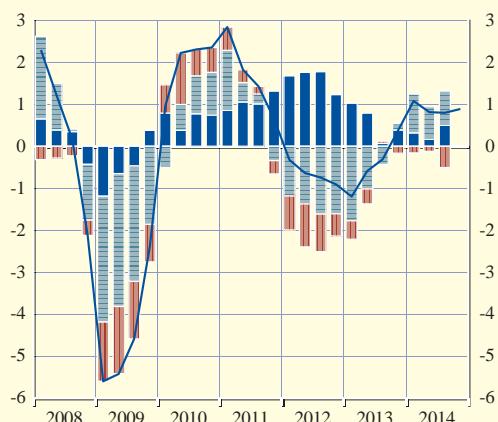


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 14 Crecimiento del PIB real de la zona del euro y de sus componentes**

(tasas de variación interanual y contribuciones interanuales en puntos porcentuales)

■ Demanda exterior neta  
■ Variación de existencias  
■ Demanda interna  
■ PIB real



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2014 no están desestacionalizados ni ajustados por días laborables. El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2014 se calcula utilizando la estimación preliminar, que está desestacionalizada y ajustada por días laborables.

**Las bases para la recuperación económica actual se han afianzado ostensiblemente en los últimos meses.** En primer lugar, la fuerte caída de los precios del petróleo, determinada en gran medida por la oferta, contribuye al sustancial aumento de la renta real disponible. En segundo lugar, la demanda interna seguirá beneficiándose de la orientación acomodaticia de la política monetaria, que se traduce en una mejora continua de las condiciones de financiación, así como de la relajación de las condiciones de oferta del crédito. En tercer lugar, se prevé que la actividad de la zona del euro se vea cada vez más respaldada por el fortalecimiento gradual de la demanda exterior y la depreciación del euro. Por otra parte, factores como la debilidad de la demanda mundial y los ajustes de los balances de los sectores público y privado, que habían contribuido al prolongado período de muy frágil crecimiento de PIB real de los últimos años, están cambiando progresivamente y ejerciendo una influencia más positiva en la actividad económica de la zona del euro. En este entorno, la confianza de los consumidores y de las empresas se sitúa en la actualidad en niveles notablemente superiores a los observados a finales de 2012.

**Esta evolución positiva se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro<sup>1</sup>.** Se prevé que la recuperación económica de la zona del euro vaya fortaleciéndose gradualmente durante los tres próximos años. Se espera que la demanda interna y la demanda externa contribuyan positivamente al crecimiento. Las medidas de política monetaria adoptadas recientemente por el BCE deberían proporcionar un importante respaldo a la actividad económica a corto y a medio plazo, a través de diversos canales. Según las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, el crecimiento anual del PIB real de la zona de euro será del 1,5% en 2015, el 1,9% en 2016 y el 2,1% en 2017 (véase gráfico 15).

**El crecimiento del consumo cobró impulso en la última parte de 2014.** El crecimiento del consumo privado en 2014 se benefició en gran medida del aumento cada vez mayor de la renta real disponible, reflejo del incremento de las rentas salariales y no salariales, de una menor necesidad de medidas de consolidación fiscal y del descenso de los precios de la energía. Tras un crecimiento trimestral del 0,5% en el tercer trimestre de 2014, los indicadores de corto plazo apuntan a un nuevo avance, relativamente fuerte, en el último trimestre del año. Por ejemplo, en el cuarto trimestre, tanto el comercio al por menor como las matriculaciones de automóviles crecieron a un ritmo superior al registrado en el trimestre anterior.

**De cara al futuro, se espera que el crecimiento del gasto en consumo privado siga siendo un factor determinante de la recuperación de la actividad.**

El consumo privado debería continuar beneficiándose del efecto favorable del aumento del crecimiento salarial en un contexto de mayor empleo. Además, el impacto positivo de la caída de los precios de la ener-

**Gráfico 15 PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)**

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

Notas: Datos ajustados por días laborables. Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009.

1 Véase el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

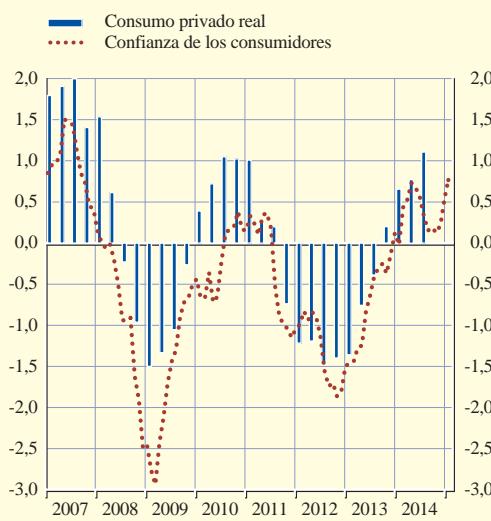
gía en la renta real disponible seguirá favoreciendo el consumo privado. No obstante, parte de las ganancias derivadas de la bajada de los precios del petróleo se destinarán inicialmente al ahorro, como indica el incremento previsto de la tasa de ahorro de los hogares (véase recuadro 4). Los resultados de las encuestas apuntan a una resistencia sostenida del gasto en consumo. Por ejemplo, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro de la Comisión Europea, que ofrece una orientación razonablemente buena de la evolución tendencial del consumo privado, mejoró notablemente en enero y en febrero de 2015, hasta alcanzar los niveles registrados antes de la crisis (véase gráfico 16).

**El gasto en inversión mantuvo su falta de dinamismo en el segundo semestre de 2014.** La formación bruta de capital fijo en la zona del euro disminuyó en el tercer trimestre de 2014, como consecuencia del descenso de la inversión en construcción, mientras que la inversión, excluida la construcción, se mantuvo estable. Es probable que la inversión total haya registrado un ligero aumento en términos intertrimestrales en el cuarto trimestre de 2014, debido a la creciente producción de bienes de equipo, el leve incremento de la utilización de la capacidad productiva y la recuperación de la confianza en el sector de bienes de equipo. En lo que respecta a la inversión en construcción, la mayor producción del sector de la construcción, en comparación con el tercer trimestre, junto con la mejora de los indicadores de confianza —que no obstante permanecen por debajo de la media—, apuntan a un débil crecimiento positivo en el cuarto trimestre.

**Se prevé que el crecimiento de la inversión empresarial cobre impulso en 2015.** El índice de sentimiento económico de la Comisión Europea mejoró tanto en enero como en febrero hasta situarse en un nivel superior al registrado el trimestre anterior, lo que indica una posible aceleración de la inversión. En consonancia general con lo ocurrido en las recuperaciones que han seguido a las crisis financieras en el pasado, el actual repunte de la inversión ha sido débil, lastrado por factores persistentes, como balances deteriorados, en muchas partes del sector empresarial y la muy paulatina desaparición de la incertidumbre derivada de la crisis. En el tercer trimestre de 2014, la inversión permaneció casi un 17% por debajo del máximo registrado

**Gráfico 16 Consumo privado y confianza de los consumidores en la zona del euro**

(tasas de variación interanual, ajustada a la media)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

**Gráfico 17 Inversión en porcentaje del PIB en la zona del euro**

(porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE

en el primer trimestre de 2008, lo que se tradujo en un acusado descenso de la inversión en porcentaje del PIB (véase gráfico 17). De cara al futuro, se espera que la recuperación de la inversión empresarial cobre impulso, favorecida por el fortalecimiento de la demanda externa y la demanda interna total, por la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de inversión contenida, por las condiciones de financiación altamente favorables, por la debilidad del tipo de cambio del euro y por la mejora progresiva de los márgenes.

**En lo que respecta a la inversión en construcción, se prevé una recuperación moderada a partir de 2015**, respaldada por tipos de interés hipotecarios muy bajos en la mayoría de los países, la relajación de las condiciones de financiación, el aumento de los préstamos a los hogares y el mayor crecimiento de la renta disponible. Asimismo, la menor necesidad de ajustes en el mercado de la vivienda en algunos países favorecerá con el tiempo la inversión residencial.

**Se espera que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB sea moderadamente positiva, dado que las exportaciones se están viendo respaldadas por la demanda mundial y el debilitamiento del tipo de cambio del euro.** En el tercer trimestre de 2014, las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro aumentaron un 1,3 %, en tasa intertrimestral. En el cuarto trimestre de 2014, las exportaciones a Estados Unidos, China y otras economías asiáticas continuaron incrementándose, mientras que las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro y a América Latina se caracterizaron por su falta de dinamismo. Se prevé que las exportaciones de la zona del euro sigan creciendo en 2015 y posteriormente, respaldadas por el fortalecimiento gradual de la demanda mundial y por la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Se espera que las importaciones de la zona del euro sigan creciendo a comienzos de 2015 y aumenten aún más a medio plazo, en consonancia con la recuperación de la demanda interna. En consecuencia, se prevé que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real en el horizonte de las proyecciones sea solo moderada.

**Algunos factores siguen impidiendo un repunte más fuerte de la actividad general.** Los ajustes de los balances en curso en diversos sectores seguirán ejerciendo presiones a la baja sobre la demanda interna. A este respecto, la persistente necesidad de realizar ajustes en los mercados de la vivienda, como se refleja también en la constante caída de los precios de la vivienda en algunos países de la zona del euro, está frenando la construcción residencial en esos países. Además, aunque la prolongada incertidumbre existente en torno a la crisis de la deuda soberana europea y a los factores geopolíticos está disminuyendo, continuará frenando la recuperación. El largo período de débil crecimiento que ha experimentado la zona del euro en los últimos años se ha asociado a la corrección de los desequilibrios macroeconómicos en varios países. En este contexto, en el recuadro 5 se analizan los resultados de la revisión de 2015 realizada en el marco del Procedimiento de desequilibrios macroeconómicos.

**Los riesgos para las perspectivas de actividad apuntan a la baja, aunque han disminuido tras las recientes decisiones de política monetaria y la caída de los precios del petróleo.** Entre los riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica se incluyen una nueva escalada de las tensiones geopolíticas, así como renovadas tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Estos riesgos se ven contrarrestados, aunque sólo en parte, por los riesgos al alza relacionados con un impacto mayor de lo previsto de las reformas estructurales y de los planes de inversión de la UE en la actividad.

**La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro está mejorando gradualmente.** El empleo (véase gráfico 18) creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014 (el último período para el que se dispone de datos), por tercer trimestre consecutivo. Estos incrementos reflejan el crecimiento sostenido del sector servicios (especialmente de los servicios de mercado), y algunas

señales más recientes de estabilización en la industria y la construcción. En la construcción, el moderado crecimiento del empleo registrado en el tercer trimestre refleja un incremento positivo, en términos intertrimestrales, por primera vez desde el tercer trimestre de 2007. En los distintos países de la zona del euro, al margen de la evolución positiva del mercado de trabajo alemán, el crecimiento del empleo se vio impulsado principalmente por mejoras en los países con elevadas tasas de desempleo en la actualidad, como España, Portugal y Grecia. Asimismo, el total de horas trabajadas aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014, es decir, de nuevo a un ritmo algo mayor que en trimestres anteriores, tras la recuperación observada desde la última recesión de la zona del euro. Aunque los resultados de las encuestas siguen indicando niveles bajos de empleo, señalan una mejora constante a finales de 2014 y principios de este año. Los indicadores adelantados también apuntan a algunas mejoras en la situación de los mercados de trabajo.

**Gráfico 18 Empleo en la zona del euro, índice PMI relativo a las expectativas de empleo y desempleo**

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Nota: El índice PMI se expresa en desviaciones de 50 dividido por 10.

### El desempleo sigue descendiendo gradualmente

**desde niveles elevados.** La tasa de desempleo de la zona del euro se situó en el 11,2 % en enero de 2015, lo que representa una disminución de 0,6 puntos porcentuales con respecto al nivel alcanzado un año antes, aunque todavía permanece 1,3 puntos porcentuales por encima del mínimo de abril de 2011 y 4 puntos porcentuales por encima del mínimo registrado antes de la crisis. Sin embargo, se observan descensos continuos de las tasas de desempleo en todos los grupos (jóvenes, adultos, hombres y mujeres) y en la mayoría de las economías de la zona del euro, aunque persisten diferencias considerables.

**De cara al futuro, se espera que los mercados de trabajo de la zona del euro sigan mejorando a corto y a medio plazo.** Aunque el reciente repunte del empleo ha sido más acusado de lo que cabría anticipar de acuerdo con relaciones históricas, se prevé un mayor crecimiento del empleo en los próximos trimestres, como consecuencia del fortalecimiento de la recuperación, reflejando de este modo el impacto positivo de las reformas estructurales en los países más afectados por la crisis. En consecuencia, se prevé que la tasa de desempleo de la zona del euro siga disminuyendo a medida que la recuperación se extienda.

## 4 PRECIOS Y COSTES

Factores globales e internos explican el prolongado descenso de la inflación medida por el IAPC observado desde finales de 2011, y la acusada caída que han experimentado recientemente los precios del petróleo ha sido el principal factor determinante de que la inflación se haya situado en terreno negativo en los últimos meses. A partir de los precios vigentes de los futuros sobre el petróleo, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC permanezca en niveles negativos o muy bajos en los próximos meses. Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la tasa media de inflación en el 0,0% en 2015, aunque aumentará de forma significativa en 2016, hasta el 1,5%, y hasta el 1,8% en 2017. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se incremente del 0,8% en 2015 al 1,3% en 2016 y el 1,7% en 2017, así como que las recientes medidas de política monetaria contribuyan al aumento de la inflación en el horizonte de las proyecciones y a reforzar el anclaje de las expectativas de inflación. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo serán objeto de un atento seguimiento, prestando especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria y a los acontecimientos geopolíticos, así como a la evolución del tipo de cambio y de los precios de la energía.

**En los últimos meses, las tasas de inflación han sido considerablemente más bajas de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro.** Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el -0,3% en febrero de 2015, frente al -0,6% de enero y el -0,2% de

**Gráfico 19 Inflación medida por el IAPC e inflación medida por el IAPC, excluidos energía y alimentos, en la zona del euro**

(tasas de variación interanual)

- Inflación medida por el IAPC
- Inflación medida por el IAPC, excl. energía y alimentos
- ▲ Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 del BCE para la inflación
- Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 del BCE para la inflación, excl. energía y alimentos

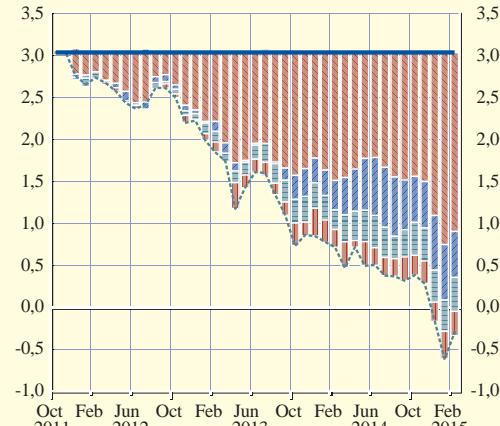


Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.  
Notas: Las últimas observaciones relativas a la inflación medida por el IAPC y a la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, corresponden a febrero de 2015 (estimaciones preliminares). Los datos de las proyecciones se refieren a medias anuales para 2015, 2016 y 2017, como en el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicadas en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

**Gráfico 20 Evolución de la inflación medida por el IAPC desde octubre de 2011**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Índice general – período base (octubre 2011)
- Servicios
- Bienes industriales no energéticos
- Alimentos
- Energía
- Índice general



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2015 (estimaciones preliminares). El gráfico muestra la contribución en puntos porcentuales de los componentes al descenso de la inflación general desde el último máximo registrado por la inflación medida por el IAPC en octubre de 2011.

diciembre de 2014 (véase gráfico 19). Estas tasas inferiores a lo esperado tienen su origen principalmente en la menor contribución de los precios de la energía, ya que los precios del petróleo han experimentado un acusado descenso desde mediados de noviembre, cuando se cerró la recepción de datos para la elaboración de las proyecciones de diciembre de 2014, en las que se tuvieron en cuenta los precios de los futuros vigentes entonces (véase gráfico 2).

**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha continuado en una senda básicamente estable.** La reducida inflación subyacente puede atribuirse a una combinación de factores, entre los que se incluyen los efectos retardados de la fuerte apreciación del euro hasta mayo de 2014, el proceso de ajuste de los precios relativos en algunos países de la zona del euro y la persistente debilidad de la demanda de consumo y de la capacidad para fijar precios de las empresas. Además, la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas también ha presionado a la baja la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ya que el descenso de los costes de los bienes intermedios se ha transmitido a través de la cadena de precios<sup>1</sup>.

**Los efectos directos de la caída de los precios del petróleo han determinado la evolución reciente de la inflación (véase gráfico 20).** Es probable que el reciente descenso de los precios del petróleo se haya transmitido en gran medida a los precios antes de impuestos de los combustibles líquidos. Otros efectos directos habituales, por ejemplo a través de los precios de la electricidad y el gas, también han contribuido a las tasas de inflación negativas observadas en los últimos meses.

**Los precios de los alimentos también han continuado sometidos a presiones a la baja.** En los últimos meses, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados ha seguido adentrándose en territorio negativo, mientras que la de los precios de los alimentos elaborados ha continuado moderándose. Esta evolución refleja en cierta medida la transmisión de los efectos indirectos de la caída de los precios agrícolas y de otras materias primas a través de la cadena de producción y de precios.

**El impacto retardado de la apreciación del euro hasta mayo de 2014 y el descenso de los precios internacionales de las materias primas sigue afectando a los precios de los bienes industriales no energéticos.** Se ha de observar que muchos de los componentes de estos bienes, como los ordenadores y los aparatos eléctricos, tienden a ser importados o a tener un contenido relativamente elevado de importaciones. Por otra parte, la disminución de los precios internacionales del petróleo puede estar presionando a la baja los precios de los bienes industriales no energéticos, ya que la energía es un importante factor de costes en la producción de estos bienes. Aparte de factores de naturaleza más cíclica, es posible que factores de carácter más estructural estén influyendo en la evolución de la tasa de variación de los precios de estos bienes. En el recuadro 6 se analizan los efectos potenciales del comercio electrónico en la moderación de la inflación.

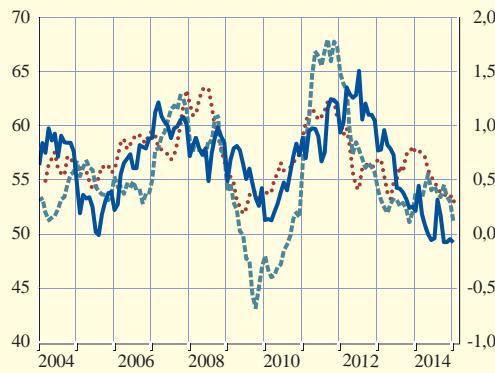
**Las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos siguen siendo moderadas.** La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, que tiende a adelantarse a la de los precios de los bienes industriales no energéticos entre seis y doce meses, aproximadamente, se mantuvo en un nivel reducido en enero de 2015. Además, los datos de las encuestas sobre los precios de los bienes intermedios en el sector no alimentario minorista continuaron retrocediendo en enero de 2015 (véase gráfico 21). Por un lado, en las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes intermedios ha sido positiva por segundo mes consecutivo como consecuencia de la depreciación del euro. Por otro, los

1 Para un análisis más detallado de los efectos indirectos, véase el recuadro titulado «Efectos indirectos de la evolución de los precios del petróleo sobre la inflación de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2014.

**Gráfico 21 Presiones latentes en las últimas fases de la cadena de precios de los bienes industriales no energéticos**

(tasas de variación interanual)

- IAPC – bienes industriales no energéticos (escala derecha)
- ..... Índice de directores de compras – costes de los bienes intermedios del sector minorista no alimentario (media móvil de tres meses; escala izquierda)
- Índice de precios industriales –bienes de consumo no alimenticio (escala derecha)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2015.

**Gráfico 22 Remuneración por asalariado en la zona del euro, por sectores**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Total
- Servicios no de mercado
- Servicios de mercado
- Construcción
- Industria (excluida construcción)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al Euro-18. Los «servicios no de mercado» incluyen actividades de las Administraciones Públicas y de instituciones privadas sin fines de lucro en áreas como servicios públicos generales, educación o sanidad. Los «servicios de mercado» se definen como la diferencia restante con el total de servicios. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2014.

precios industriales de estos bienes, así como los precios en euros del petróleo y de otras materias primas, permanecen en niveles moderados.

**La tímida evolución de los costes laborales ha contenido las presiones sobre los precios de los servicios.** Como los costes laborales tienden a constituir una proporción relativamente elevada del total de costes del sector servicios, el moderado crecimiento de los salarios ha contribuido a que la tasa de variación de los precios de este sector se haya mantenido en niveles reducidos aunque básicamente estables (véase gráfico 22). La debilidad del crecimiento de los salarios y de la tasa de variación de los precios de los servicios puede deberse a diversos factores. Es posible que, en gran medida, refleje el elevado grado de holgura de la economía y del mercado de trabajo en la zona del euro. Además, los efectos indirectos de la caída de los precios del petróleo también han contribuido recientemente al descenso de los precios de los servicios de transporte, como el transporte aéreo, en el que los combustibles son un importante factor de costes. Además, puede indicar una mayor flexibilidad de los salarios y los precios en algunos países de la zona del euro resultante de las reformas estructurales emprendidas en los mercados de productos y de trabajo en los últimos años (véase gráfico 23).

**Es necesario realizar un seguimiento de la posibilidad de que se produzcan efectos de segunda vuelta derivados del descenso de los precios del petróleo.** Por una parte, un aumento de la flexibilidad salarial implicaría la posibilidad de que cualquier ajuste a la baja sea ahora más pronunciado. Por otro, una reducción significativa de la indicación salarial automática puede significar que cualquier ajuste a la baja del crecimiento de los salarios sea menos acusado de lo que podría haber sido el caso anteriormente. Además, todavía persisten rigideces nominales de salarios en muchos países, lo que dificulta aún más los recortes salariales en términos absolutos.

**Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo sugieren que esta retornará gradualmente a niveles próximos al 2% (véase gráfico 24).** Tras el reciente descenso de los precios del petróleo, las expectativas de inflación a más corto plazo basadas en indicadores de opinión han disminuido sustancialmente. No obstante, la reducción de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en estos indicadores ha sido mucho menos pronunciada que la de las expectativas basadas en indicadores de mercado. En general, las expectativas de inflación parecen haberse reducido como consecuencia de las bajas tasas de inflación registradas, en un entorno de caída de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como de debilidad del crecimiento.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han descendido más que los indicadores de opinión.** El nivel relativamente reducido de las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado de se debe, en parte, a la influencia de unas primas de riesgo de inflación negativas. Una prima de riesgo de inflación negativa hace que los tipos *swap* de inflación y las tasas de inflación implícitas sean inferiores a la inflación futura realmente esperada por los participantes en el mercado. Esta situación puede plantearse si los participantes en el mercado consideran más probable un escenario de inflación más baja que uno de inflación más elevada. En consecuencia, los intervinientes en el mercado muestran mayor preferencia por los bonos nominales frente a los activos indexados a la inflación, ya que el rendimiento real de los bonos nominales sería relativamente favorable en ese escenario. El retroceso de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado registrado en los últimos meses también se ha observado en Estados Unidos y el Reino Unido (véase gráfico 25), y es muy probable que refleje un incremento global de las primas de riesgo de inflación negativas.

**De cara al futuro, se prevé que la inflación medida por el IAPC se sitúe, en promedio, en el 0,0% en 2015, aunque aumentará de forma significativa en 2016 y seguirá incrementándose en 2017.** A partir de la información disponible a mediados de febrero, las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación

**Gráfico 23 Tasa de variación de los precios de los servicios en la zona del euro**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

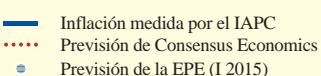


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2015.

**Gráfico 24 Indicadores de opinión de las expectativas de inflación**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, encuesta a expertos en previsión económica, Consensus Economics y cálculos del BCE.

Nota: Las previsiones de Consensus Economics se publicaron en febrero de 2015 para 2015 y 2016, y en octubre de 2014 para el resto del horizonte de proyección.

**Gráfico 25 Tipos *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años**

(tasas de variación interanual)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Los tipos *swap* de inflación del Reino Unido están indexados al índice de precios al por menor de este país. Las últimas observaciones corresponden al 3 de marzo de 2015.

**Gráfico 26 IAPC de la zona del euro (incluidas las proyecciones)**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

Notas: Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009).

medida por el IAPC general se ha incrementado desde el -0,4% en el primer trimestre de 2015 hasta el 1,9% en el último trimestre de 2017, y que se sitúa, en promedio, en el 0,0% en 2015, el 1,5% en 2016 y el 1,8% en 2017 (véase gráfico 26). El repunte esperado de la inflación general medida por el IAPC refleja un cambio de sentido esperado en los precios de la energía, como indican la curva ascendente de los futuros sobre el petróleo, el impacto de la mayor debilidad del tipo de cambio efectivo del euro y el significativo fortalecimiento de las presiones internas sobre los costes a medida que la economía se recupera y se estrecha con rapidez la brecha de producción negativa.

**La mejora de la situación en los mercados de trabajo y la disminución del grado de holgura de la economía conllevan un aumento de las presiones internas sobre los precios en el horizonte de las proyecciones.** Se prevé que el crecimiento actual del empleo y la disminución de la tasa de paro sostengan un aumento gradual del crecimiento de la remuneración por asalariado, aunque los actuales procesos de ajuste de la competitividad en términos de costes en algunos países de la zona del euro están dificultando una recuperación más fuerte. Aunque el crecimiento de la remuneración por asalariado está repuntando, la mejora cíclica de la productividad resultante implica un perfil de crecimiento de los costes laborales unitarios sin cambios en los dos próximos años. Según las previsiones, en 2017, el avance del crecimiento de la remuneración por asalariado superará ligeramente el de la productividad, dado que se espera un repunte de los salarios en algunos países como consecuencia de la recuperación económica en curso tras años de moderación salarial. Después de experimentar un descenso en 2015, se espera que los márgenes

se incrementen durante el resto del horizonte de las proyecciones cuando la productividad se recupere de manera significativa y la actividad económica se fortalezca.

**Se espera que las medidas de política monetaria no convencionales contribuyan a que la inflación aumente durante el horizonte de las proyecciones a través de presiones internas y externas sobre los precios.** Se prevé que el impacto favorable de las medidas de política monetaria no convencionales aplicadas recientemente en el crecimiento del PIB real y el cierre más rápido de la brecha de producción resultante redunden en beneficio de los márgenes y de los salarios. El impacto a la baja de estas medidas en el tipo de cambio del euro conlleva presiones externas adicionales sobre los precios a través del canal de tipos de cambio. Además, los efectos favorables en los niveles de confianza derivados de estas medidas deberían contribuir a estabilizar las expectativas de inflación.

**El Consejo de Gobierno del BCE anunció que realizará un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo.** En este contexto, prestará especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria y a los acontecimientos geopolíticos, así como a la evolución del tipo de cambio y de los precios de la energía.

## 5 DINERO Y CRÉDITO

*La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó recuperándose, pese a que permanece en niveles reducidos. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los préstamos repuntó, confirmando un giro en la dinámica de estos activos a principios de 2014 —las restricciones en la oferta de crédito están disminuyendo progresivamente y la demanda de crédito está aumentando—. En conjunto, la evolución reciente sugiere que las medidas de política monetaria del BCE están ayudando a restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y a relajar las condiciones de concesión del crédito bancario.*

**En un entorno de tipos de interés muy bajos, el crecimiento monetario y crediticio registró una nueva mejora.** En comparación con el tercer trimestre de 2014, los indicadores monetarios apuntan a una evolución ligeramente positiva, que también es apreciable en la oferta y en la demanda de crédito bancario. Sin embargo, el crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro aún es débil en términos históricos, y persiste la fragmentación de los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona del euro.

**Los datos recientes indican un repunte del crecimiento subyacente de M3, que, no obstante, continúa siendo débil.** La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 2,9 % en el cuarto trimestre de 2014 y hasta el 4,1 % en enero de 2015, desde el 2 % del tercer trimestre y un mínimo del 0,8 % en abril de 2014 (véase gráfico 27). El crecimiento interanual de M3 sigue estando respaldado por sus componentes más líquidos, como muestra el sólido crecimiento del agregado monetario estrecho M1,

Gráfico 27 M3 y M3 subyacente

(tasas de variación interanual)

- Intervalo de medidas del crecimiento monetario «subyacente»
- Tasa de crecimiento interanual de M3 basada en serie trimestral
- Tasa de crecimiento intertrimestral anualizada basada en serie mensual



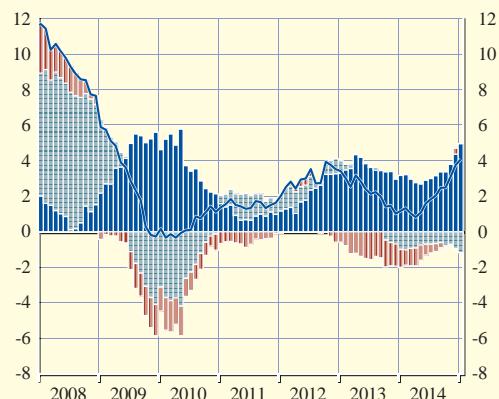
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El intervalo de medidas del crecimiento monetario subyacente incluye un filtro univariante y un filtro multivariante del crecimiento monetario, una medida basada en un modelo de factores dinámicos para un amplio conjunto de variables monetarias, una medida del crecimiento de M3 ajustado de ciclo basado en un modelo de vectores auroregresivos bayesianos y una medida de exclusión (estimación de los depósitos de M3 de los hogares).

Gráfico 28 M3 y sus componentes

(contribución en términos de tasa de variación interanual de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

- M1
- Instrumentos negociables
- Otros depósitos a corto plazo
- M3



Fuente: BCE.

que registró una tasa interanual del 6,7% en el cuarto trimestre de 2014 y del 9% en enero de 2015 (frente al 5,7% del tercer trimestre).

**El sector tenedor de dinero se centra en los depósitos a la vista.** El entorno de tipos de interés muy bajos sigue favoreciendo que el sector tenedor de dinero invierta en depósitos a la vista dentro de M3. M1 se benefició del elevado crecimiento de estos depósitos en poder de los hogares y de las sociedades no financieras (véase gráfico 28). La preferencia del sector tenedor de dinero por los activos más líquidos, en especial los depósitos a la vista, señala una acumulación sostenida de colchones de liquidez. Los reducidos (y cada vez menores) niveles de remuneración de los activos monetarios menos líquidos contribuyeron a la continua contracción de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. Además, la tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 es relativamente reducido, fue menos negativa y se situó en niveles positivos a finales del cuarto trimestre de 2014. En concreto, las tenencias de valores representativos de deuda a corto plazo emitidos por instituciones financieras monetarias (IFM) permanecieron en una senda descendente hasta el cuarto trimestre de 2014, aunque su tasa de crecimiento interanual pasó a ser positiva a principios de año.

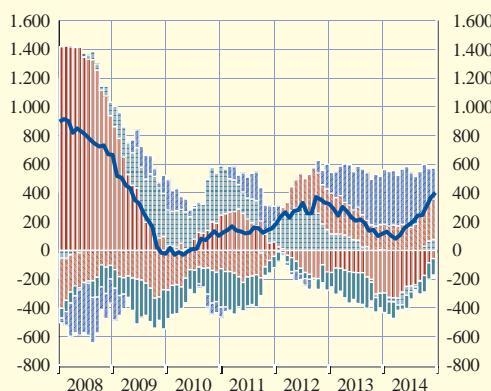
#### Las operaciones exteriores continúan respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio.

El análisis de las contrapartidas de M3 (véase gráfico 29) muestra que su evolución estuvo determinada, principalmente, por los activos exteriores netos y por una contracción de los pasivos financieros a más largo plazo, aunque el giro en la dinámica de los préstamos también fue un factor positivo. Con relación a su máximo de mediados de 2014, la aportación de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujo significativamente en el cuarto trimestre de 2014, aunque continúa siendo positiva,

Gráfico 29 Contrapartidas de M3

(flujos interanuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

- M3
- Crédito al sector privado (1)
- Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)



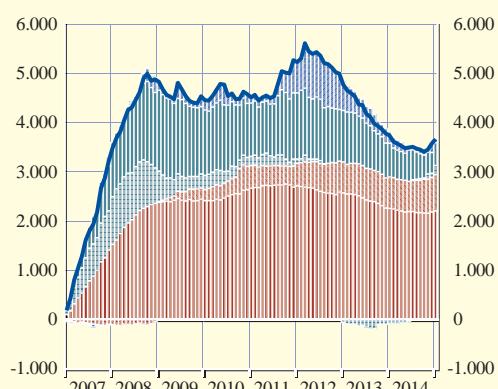
Fuente: BCE.

Notas: M3 figura solo como referencia ( $M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ ). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

Gráfico 30 Principales activos de las IFM de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados a partir de 2007; datos desestacionalizados)

- Total
- Crédito al sector privado
- Activos exteriores
- Activos frente al Eurosistema
- Crédito a las AAPP
- Otros activos de las IFM



Fuente: BCE.

Notas: Sector IFM excluido el Eurosistema. Total se refiere a los principales activos de las IFM, es decir, algunas categorías de activos no se incluyen.

sustentada por el considerable superávit de la balanza por cuenta corriente. Esta reducción puede reflejar las expectativas de los mercados, especialmente de los inversores internacionales, de menores rendimientos de los activos de la zona del euro en el futuro. También contribuyó un nuevo descenso de la tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder del sector tenedor de dinero, que se situó en el -4,8% en el cuarto trimestre de 2014 y en el -5,7% en enero de 2015, en comparación con el -3,4% del tercer trimestre.

**Las entidades de crédito aumentaron el tamaño de sus balances en el cuarto trimestre de 2014 por primera vez desde mediados de 2012 (véase gráfico 30).** Entre finales de 2011 y abril de 2014 el desapalancamiento de las entidades de crédito se tradujo en una reducción de sus activos totales del 6%, aproximadamente. Este proceso de desapalancamiento llevó a las IFM a moderar su actividad crediticia frente al sector privado. Fue la respuesta a un período de fuerte expansión de los balances bancarios: entre 2005 y 2012, los activos totales de las instituciones financieras monetarias se elevaron significativamente, alcanzando un máximo de 33,7 billones de euros (es decir, 3,55 veces el PIB de la zona del euro), lo que representa un aumento de más de 60 puntos porcentuales del PIB.

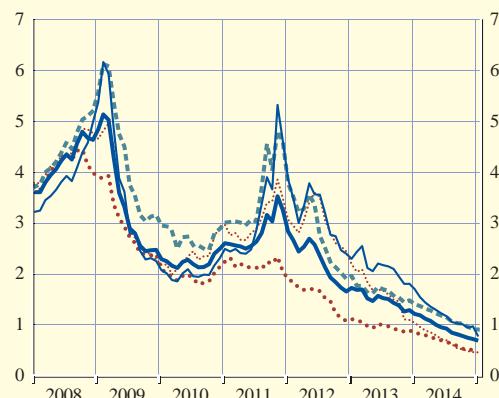
**Los procesos de ajuste continuaron siendo una característica del sector bancario durante el cuarto trimestre de 2014.** Como muestran los resultados de la evaluación global de las entidades de crédito de la zona del euro llevada a cabo por el BCE (que se publicaron en octubre de 2014), los bancos han efectuado esfuerzos sustanciales para fortalecer sus balances. Las entidades de crédito han mejorado sus ratios de capital, en parte aumentando las emisiones de acciones, pero también mediante el desapalancamiento y la aplicación de unas condiciones crediticias más restrictivas (criterios de aprobación del crédito más estrictos y diferenciales de los préstamos más elevados). El énfasis en los ajustes de los balances y los notables avances realizados recientemente en relación con las ratios de capital han ayudado a fijar las condiciones para lograr una mejora sostenida del canal del crédito bancario de la política monetaria. Sin embargo, la rentabilidad bancaria sigue siendo baja, lo que puede limitar la capacidad crediticia de las entidades de crédito si la demanda repuntara con mayor fuerza y debilitara la transmisión de la reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito a los tipos de los préstamos bancarios.

**Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron mejorando en el cuarto trimestre de 2014.** La reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito está relacionada con el paquete de medidas de expansión crediticia (las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico —TLTRO—, el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados —CBPP3— y el programa de compras de bonos de titulización de activos —ABSPP—). Las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito se reflejan en el rendimiento de los bonos bancarios no garantizados, que disminuyó hasta mínimos históricos en el cuarto trimestre

**Gráfico 31 Coste agregado de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda**

(coste agregado de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentaje)

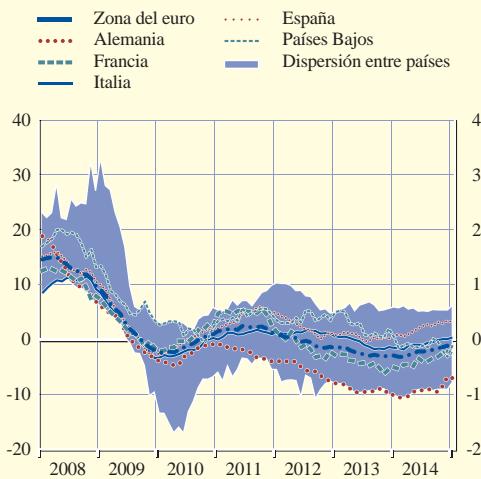
— Zona del euro  
.... Alemania  
--- Francia  
— Italia  
.... España



Fuentes: BCE, índice Merrill Lynch Global y cálculos del BCE.  
Notas: La media de los tipos de interés de los depósitos de las nuevas operaciones y el coste de financiación mediante deuda se ha ponderado con los correspondientes saldos vivos.

**Gráfico 32 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro**

(tasas de variación interanual)

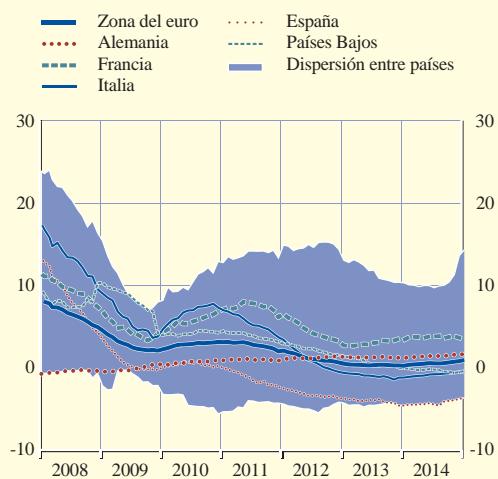


Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de ventas y titulizaciones. La dispersión entre países se calcula como el valor mínimo/máximo en una muestra fija de doce países de la zona del euro. Flujos ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos a partir de enero de 2009.

**Gráfico 33 Préstamos de las IFM a los hogares en una selección de países de la zona del euro**

(tasas de variación interanual)



Notas: Ajustados de ventas y titulizaciones. La dispersión entre países se calcula como el valor mínimo/máximo en una muestra fija de doce países de la zona del euro. Flujos ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos a partir de enero de 2009.

de 2014 (véase gráfico 31), cayendo a una media del 0,69 % en enero de 2015. El coste de los depósitos para las entidades de crédito volvió a descender, pero, por el momento, no hay signos de un movimiento general a niveles negativos debido al tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE. En conjunto, el coste agregado de la financiación de las entidades de crédito continúa reduciéndose en un entorno de amortizaciones netas de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. La atonía de la actividad de emisión de deuda puede reflejar factores de oferta, ya que las entidades de crédito sanearon sus balances y se beneficiaron de las TLTRO del BCE. Asimismo, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2015 (véase la encuesta en [www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html)) mostró que el acceso de las entidades de crédito a la financiación había mejorado para todos los instrumentos de mercado principales. Las nuevas emisiones de valores representativos de deuda fueron las más beneficiadas, mientras que los bancos indicaron un ligero endurecimiento neto de su acceso a los depósitos a largo plazo y a otros instrumentos de financiación minorista.

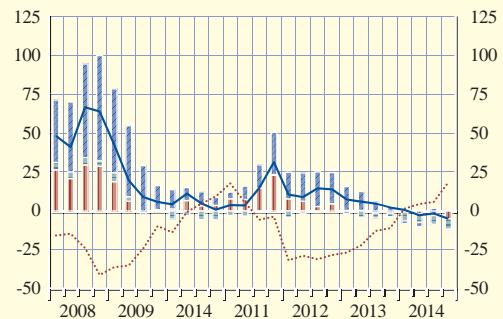
**Los datos recientes confirman un giro en la dinámica crediticia en el primer trimestre de 2014.** La contracción del crédito bancario al sector privado volvió a moderarse. Ajustado de ventas y titulizaciones, el crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado continuó su recuperación en el cuarto trimestre de 2014 (situándose en el -0,3 %, frente al -0,9 % del tercer trimestre) y en enero (0,5 %). En concreto, la disminución de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguió atenuándose (véase gráfico 32), mientras que el crecimiento de los préstamos a los hogares se estabilizó en niveles positivos (véase gráfico 33). Esta evolución se vio favorecida por la significativa reducción de los tipos de interés del crédito bancario observada en algunos lugares de la zona del euro desde el verano de 2014, así como por los signos de mejora de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Aunque la atonía económica y las condiciones históricamente duras de los préstamos siguen afectando a la provisión de crédito, las ediciones recientes de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirman la valoración de que las tensiones en la oferta de crédito están disminuyendo progresivamente y apuntan a

un aumento de la demanda de préstamos. De hecho, la encuesta de enero de 2015 muestra que la mayor competencia entre entidades de crédito contribuyó a relajar las condiciones de concesión del crédito en el cuarto trimestre de 2014, que coincidió con un repunte de la demanda de préstamos procedente de las empresas (véase gráfico 34).

**La reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito se va transmitiendo gradualmente a los tipos de interés de los préstamos bancarios.** Desde la segunda mitad de 2012, las entidades de crédito de todos los países de la zona del euro han registrado una disminución progresiva de su coste de financiación mediante deuda. Esta evolución positiva está relacionada con las medidas convencionales y no convencionales adoptadas por el BCE con el fin de aumentar el grado de acomodación de la política monetaria. Aunque la transmisión de la mejora de los costes de financiación de las entidades de crédito a los prestatarios

**Gráfico 34 Factores que contribuyen al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras y demanda neta**

(porcentaje neto medio por categoría)

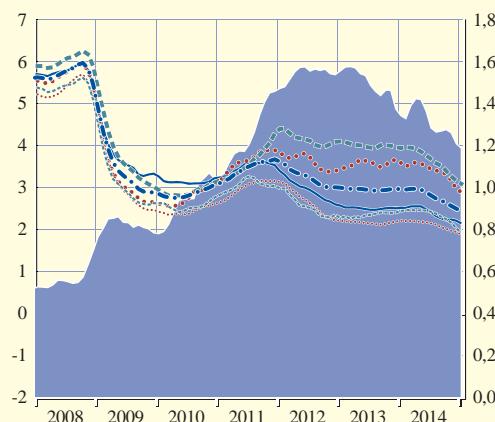


Fuente: BCE.

Notas: La percepción del riesgo se expresa como media no ponderada de la «actividad económica esperada» y las «perspectivas del mercado de la vivienda»; la competencia se expresa como media no ponderada de la «competencia de otras entidades de crédito» y la «competencia de entidades no bancarias».

**Gráfico 35 Indicador sintético del coste de financiación de las sociedades no financieras**

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)

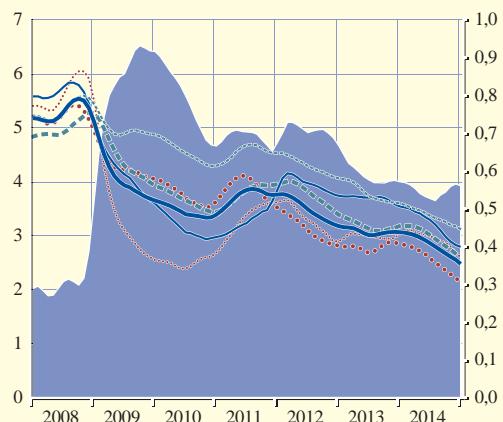


Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de la financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.

**Gráfico 36 Indicador sintético del coste de financiación de los hogares**

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de la financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.

en forma de tipos de interés más bajos de los préstamos bancarios ha sido lenta, se produjeron cambios significativos a este respecto en el segundo semestre de 2014, dado que los costes agregados de la financiación de los hogares y las sociedades no financieras de todos los países de la zona del euro se redujeron en torno a 40 puntos básicos (véanse gráficos 35 y 36).

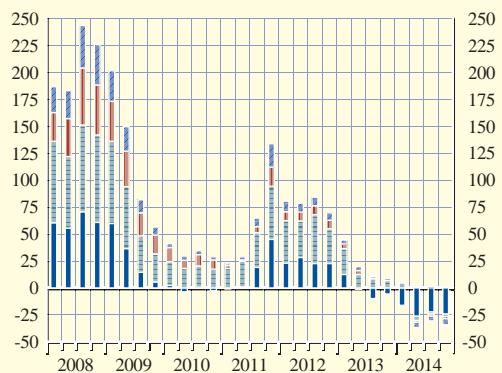
**El crecimiento total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro cobró algo de fuerza a finales de 2014.** Los datos sobre emisiones de valores correspondientes a diciembre de 2014 confirman datos anteriores, que indican que la emisión de valores representativos de deuda y de acciones por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se está recuperando con respecto a un tercer trimestre de débil actividad emisora. La recuperación de la financiación externa se vio respaldada, además, por los flujos menos negativos de préstamos bancarios. El coste nominal de la financiación externa no bancaria de las sociedades no financieras de la zona del euro volvió a disminuir en los dos primeros meses de 2015, debido al descenso del coste de los valores de renta fija y del coste de las acciones, que, a su vez, puede atribuirse sobre todo al programa ampliado de compra de activos (véase sección 2).

**Las diferencias entre países en los tipos de interés de los préstamos han comenzado a reducirse.** Parece que el paquete de medidas de expansión crediticia adoptadas en junio de 2014 han propiciado un estrechamiento de la dispersión de los costes de financiación entre países. En los países de la zona del euro que registran actualmente una débil actividad de préstamo a las sociedades no financieras, los descensos de los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a estos préstamos han sido especialmente acusados. La encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2015 muestra asimismo una relajación adicional de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos a las sociedades no financieras, particularmente en forma de otro estrechamiento de los márgenes de los préstamos ordinarios (véase gráfico 37). Además, pese a algunos cambios muy alentadores en las condiciones de oferta del crédito en la zona del euro en su conjunto, los criterios de concesión siguen siendo heterogéneos entre los distintos países y sectores.

**Gráfico 37 Cambios en las condiciones de los préstamos o líneas de crédito a empresas**

(porcentaje neto de entidades que indican un factor que contribuye al endurecimiento de las condiciones)

- Márgenes de los préstamos ordinarios
- Garantías requeridas
- Márgenes de los préstamos de mayor riesgo
- Otras condiciones



Fuente: BCE.

Nota: Otras condiciones se expresa como media no ponderada de «Gastos, excluidos intereses», «Cuantía de los préstamos o líneas de crédito», «Compromisos asociados a los contratos de préstamo» y «Plazo de vencimiento».

## 6 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

*Se espera que la consolidación fiscal continúe. No obstante, será necesario llevar a cabo ajustes estructurales adicionales para que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente. Además, para fortalecer la confianza en el marco fiscal europeo, es importante que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se aplique íntegramente y de manera coherente. En particular, existe el riesgo de que la regla de la deuda se desatienda.*

**Se espera que el déficit fiscal agregado de la zona del euro siga disminuyendo.** Las previsiones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén una reducción continuada del déficit agregado de las Administraciones Públicas, desde el 2,6% del PIB en 2014 hasta el 1,5% del PIB en 2017 (véase cuadro 1). En 2014, la consolidación fiscal se debió principalmente a la mejora cíclica de la economía de la zona del euro y fue reflejo, en particular, del incremento de los ingresos por impuestos indirectos derivados del aumento del consumo privado. De cara al futuro se espera que la mejora cíclica continúe, lo que contribuirá a que la ratio de déficit público siga disminuyendo. Las perspectivas de las finanzas públicas han mejorado ligeramente con respecto a las proyecciones de diciembre de 2014, también como consecuencia de los menores pagos de intereses.

**Las previsiones indican que la deuda agregada de las Administraciones Públicas alcanzó un máximo en 2014.** Según las proyecciones de marzo de 2015, la ratio de deuda de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 91,7% del PIB en 2014, como consecuencia del efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, y de la contribución al incremento de la deuda procedente del ajuste déficit-deuda, que estuvo relacionado, en gran parte, con las medidas de apoyo al sector financiero. A partir de 2015 se espera que la ratio de deuda de la zona del euro descienda, hasta situarse en el 87,9% del PIB a finales de 2017. Este descenso, ligeramente mayor de lo previsto en diciembre, es atribuible principalmente a la mejora de los saldos primarios, al fortalecimiento del crecimiento económico y a los reducidos tipos de interés.

**Se espera que la orientación de la política fiscal sea básicamente neutral.** Tras varios años de sustanciales restricciones presupuestarias, el ajuste fiscal estructural fue moderado en 2014 y, según las previsiones, hasta 2017 los progresos serán limitados. En los próximos años será necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente. En concreto, algunos países de la zona del euro deberán adoptar medidas estructurales adicionales para

**Cuadro 1 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Ingresos totales	45,8	46,5	46,6	46,5	46,2	46,0
b. Gastos totales	49,4	49,3	49,2	48,7	48,1	47,5
<i>De los cuales:</i>						
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3
d. Gasto primario (b - c)	46,4	46,6	46,5	46,2	45,7	45,2
Saldo presupuestario (a - b)	-3,6	-2,9	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	-0,6	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,7
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,4	-2,2	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7
Saldo estructural	-3,1	-2,2	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7
Deuda bruta	88,7	90,6	91,7	91,4	89,8	87,9
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,7	-0,4	0,9	1,5	1,9	2,1

Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro, incluida Lituania (también para el período anterior a 2015). Los datos son acordes con los datos que figuran en el documento del BCE titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

asegurar el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En su comunicación de noviembre de 2014, la Comisión Europea consideró que los planes de proyectos presupuestarios de siete países planteaban el riesgo de incumplimiento del PEC. El 27 de febrero, la Comisión publicó detallados informes relativos al seguimiento de la evaluación sobre la implementación del PEC relativos a Bélgica, Francia e Italia (para más información, véase el recuadro 7).