

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria celebrada el 10 de marzo de 2016, y sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno realizó una evaluación exhaustiva de la orientación de la política monetaria, en la que también tuvo en cuenta las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, que abarcan hasta el año 2018.** Como resultado, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un conjunto de medidas en aras de su objetivo de estabilidad de precios. Este amplio paquete de medidas aprovechará las sinergias entre los distintos instrumentos y se ha calibrado para relajar en mayor medida las condiciones de financiación, estimular la concesión de nuevos créditos y, por ende, reforzar el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro y acelerar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 10 de marzo de 2016

**La actividad económica mundial se moderó en torno al cambio de año y se espera que continúe creciendo a un ritmo discreto.** Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas a medio plazo para las economías emergentes siguen siendo más inciertas. Las previsiones apuntan a que la actividad económica de China continuará desacelerándose, con efectos de contagio negativos a otras economías emergentes, especialmente las asiáticas, mientras que los países exportadores de materias primas han de seguir ajustándose a la reducción de los precios de estas materias. En este contexto, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado significativamente en los últimos meses.

**La volatilidad de los mercados financieros se ha intensificado en los últimos meses.** Inicialmente, la preocupación en torno al crecimiento mundial contribuyó al descenso de los precios de los activos financieros de mayor riesgo entre principios de diciembre de 2015 y mediados de febrero. Sin embargo, más recientemente, estos descensos se han revertido en parte, al disminuir la inquietud de los inversores en un entorno de aumento de los precios del petróleo, de datos económicos mejores de lo esperado en Estados Unidos y de expectativas de estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro. Los rendimientos de la deuda soberana de los países con calificación crediticia más elevada registraron una nueva caída en los tres últimos meses.

**La recuperación económica de la zona del euro continúa, aunque con un ritmo de crecimiento menor de lo esperado a principios de año como consecuencia de la mayor debilidad del entorno exterior.** En términos intertrimestrales, el PIB real creció un 0,3% en el cuarto trimestre de 2015, respaldado por la demanda interna, pese a que se vio frenado por la contribución negativa de la demanda exterior neta. Los datos de opinión más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento a principios de este año más débil de lo esperado.

**De cara al futuro, se espera que la recuperación económica avance a un ritmo moderado.** La demanda interna debería verse apoyada aún más por las medidas de política monetaria del BCE y por su efecto favorable sobre las condiciones de financiación, así como por las continuas mejoras en el empleo derivadas de las reformas estructurales realizadas en el pasado. Asimismo, los bajos precios del petróleo deberían prestar un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado, así como a los beneficios empresariales y a la inversión. Además, la orientación de la política fiscal de la zona del euro es ligeramente expansiva, en parte como reflejo de las medidas de ayuda a los refugiados. No obstante, la recuperación económica de la zona del euro continúa viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la volatilidad de los mercados financieros, los ajustes necesarios en los balances de algunos sectores y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,4% en 2016, del 1,7% en 2017 y del 1,8% en 2018.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2015, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja, debido principalmente al empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. De acuerdo con el análisis del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja y están relacionados, en particular, con el aumento de la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y con el mayor alcance de los riesgos geopolíticos.

**Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0,2 % en febrero de 2016, frente al 0,3% observado en enero.** Todos los componentes principales del IAPC contribuyeron a este retroceso. Las tasas de inflación deberían recuperarse más adelante en 2016 y seguir avanzando posteriormente, favorecidas por las medidas de política monetaria del BCE y por las expectativas de recuperación económica.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,1 % en 2016, el 1,3% en 2017 y el 1,6% en 2018.** En comparación

con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2015, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, principalmente como consecuencia del descenso de los precios del petróleo en los últimos meses. El Consejo de Gobierno realizará un estrecho seguimiento de la fijación de precios y de la evolución de los salarios en la zona del euro, prestando especial atención a asegurar que el actual entorno de baja inflación no se traduzca en efectos de segunda vuelta sobre el proceso de fijación de precios y salarios.

**Las medidas de política monetaria del BCE continúan transmitiéndose a las condiciones de concesión del crédito y siguen respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito.** El crecimiento monetario se ha mantenido sólido, mientras que el de los préstamos ha permanecido en la senda de recuperación gradual observada desde principios de 2014. Las fuentes internas de creación de dinero continúan siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y del programa ampliado de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE, han contribuido a mejorar la evolución monetaria y crediticia. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos. Pese a la considerable heterogeneidad entre países, las entidades de crédito han trasladado sus favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. La mejora de las condiciones de concesión del crédito ha seguido favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el cuarto trimestre de 2015, tras haberse estabilizado en los dos trimestres anteriores. En general, las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 han mejorado sustancialmente las condiciones de financiación para las empresas y los hogares.

## Decisiones de política monetaria

**El Consejo de Gobierno consideró que el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmaba la necesidad de estímulos monetarios adicionales para asegurar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % sin excesiva demora.** La situación económica y financiera había vuelto a deteriorarse desde la última reunión del Consejo de Gobierno de enero y los riesgos para el objetivo de estabilidad de precios a medio plazo de este órgano habían aumentado claramente, como indicaron asimismo las revisiones a la baja de la inflación y del crecimiento en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un conjunto de medidas en aras de su objetivo de estabilidad de precios.

- En primer lugar, por lo que respecta a los tipos de interés oficiales del BCE, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 5 puntos básicos, hasta el 0,00 %, y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 5 puntos básicos, hasta el 0,25 %. El tipo aplicable a la facilidad de depósito se rebajó en 10 puntos básicos, hasta el -0,40 %.
- En segundo lugar, el Consejo de Gobierno decidió incrementar las compras mensuales en el marco del APP de 60 mm de euros a 80 mm de euros. Está previsto que estas compras continúen hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior, si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. Para garantizar la realización fluida y continuada de las compras de activos, el Consejo de Gobierno también decidió aumentar del 33 % al 50 % los límites por emisor y por emisión para las adquisiciones de valores emitidos por organismos internacionales y bancos multilaterales de desarrollo admitidos.
- En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió incluir los bonos denominados en euros con calificación de grado de inversión emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario establecidas en la zona del euro en la lista de activos admitidos para las adquisiciones regulares al amparo de un nuevo programa de compras de bonos corporativos. Estas adquisiciones reforzarán aún más la transmisión de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema a las condiciones de financiación de la economía real. Las compras en el marco de este nuevo programa comenzarán hacia finales del segundo trimestre del presente año.
- En cuarto lugar, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, por sus siglas en inglés), que comenzarán en junio de 2016 y tendrán un plazo de vencimiento de cuatro años. Estas nuevas operaciones reforzarán la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y fortalecerán la transmisión de la política monetaria incentivando aún más la concesión de crédito bancario a la economía real. Las entidades de contrapartida podrán obtener financiación por un importe total de hasta el 30 % de la parte computable de sus préstamos a 31 de enero de 2016. El tipo de interés de las TLTRO II se mantendrá fijo durante el período de vigencia de cada operación en el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema vigente en la fecha de adjudicación. Para las entidades de crédito cuya financiación neta supere un valor de referencia, el tipo de interés aplicado a las TLTRO II será inferior, y podrá ser tan bajo como el tipo de interés de la facilidad de depósito en la fecha de adjudicación. No se exigirán reembolsos anticipados de carácter obligatorio en el marco de las TLTRO II, y los importes obtenidos en las TLTRO I se podrán trasladar a las TLTRO II.

**De cara al futuro, teniendo en cuenta las actuales perspectivas de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos.** Junto con las medidas adoptadas desde junio de 2014, el amplio paquete de decisiones de política monetaria aprobado en marzo de 2016 proporciona un importante estímulo monetario para contrarrestar el incremento de los riesgos para el objetivo de estabilidad de precios del BCE. Aunque es inevitable que las tasas de inflación sean muy bajas o incluso negativas en los próximos meses debido a las variaciones de los precios del petróleo, es fundamental evitar efectos de segunda vuelta asegurando el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% sin excesiva demora. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios en el próximo período.

*La actividad mundial se ralentizó en torno al cambio de año, pero se espera que continúe creciendo a un ritmo gradual. Los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas de medio plazo para las economías emergentes siguen siendo más inciertas. En China, el crecimiento continúa desacelerándose, con efectos de contagio negativos a otras economías emergentes, especialmente a las asiáticas, mientras que los países exportadores de materias primas han de seguir ajustándose a la caída de los precios de estas materias.*

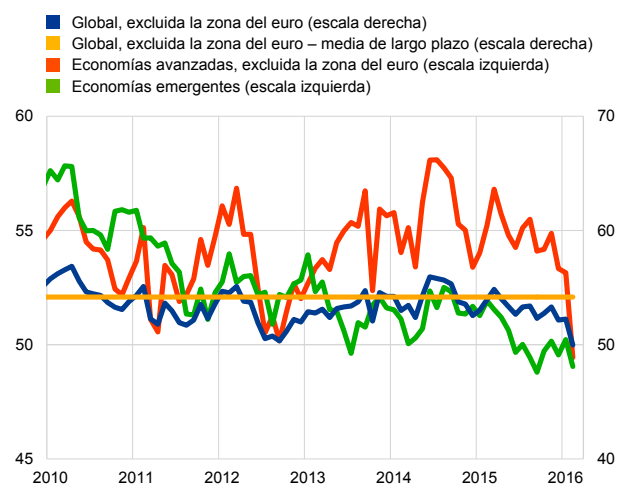
## Actividad económica y comercio mundiales

**La evolución de las economías avanzadas y de las emergentes a finales de 2015 resultó ser más débil de lo esperado.** Se espera que la recuperación sea más gradual de lo previsto, confirmando que el ritmo de crecimiento continúa siendo débil. En Estados Unidos, la economía experimentó una acusada desaceleración en el último trimestre de 2015, tras el vigoroso crecimiento observado en el tercer trimestre. La economía japonesa también perdió impulso y se contrajo de nuevo en el cuarto trimestre. Entre las principales economías avanzadas, excluida la zona del euro, únicamente el Reino Unido parece haber seguido registrando un crecimiento robusto y sostenido en el segundo semestre del año. Asimismo, el crecimiento de las economías emergentes también perdió impulso en el último trimestre del año. Uno de los factores determinantes de esta contracción son las economías emergentes asiáticas, en parte como consecuencia del actual proceso de reequilibrio de la economía china. En América Latina, la actividad se ralentizó

hacia finales de 2015, principalmente como consecuencia de la profunda recesión de Brasil y, más en general, de los efectos adversos de los reducidos precios de las materias primas en los países productores de estas materias de la región.

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

(Índice de difusión)



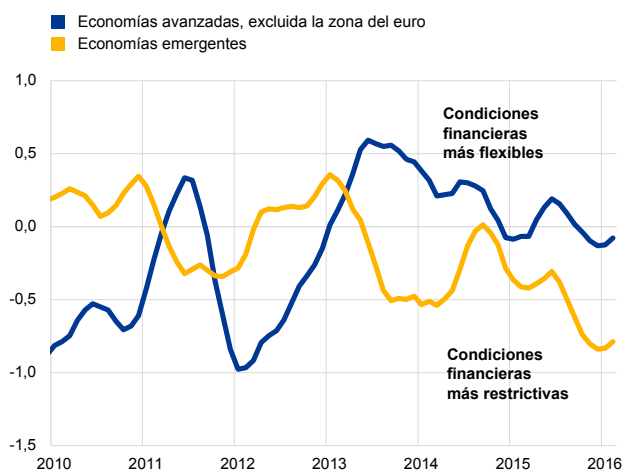
Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

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

**Los indicadores de actividad mundial confirman la moderación del crecimiento global en torno al cambio de año.** El índice PMI compuesto de producción global (excluida la zona del euro) cayó de manera bastante acusada en febrero y se situó en niveles justo por encima del umbral de expansión (véase gráfico 1). Este descenso fue generalizado en las economías avanzadas y en las emergentes, y estuvo impulsado no solo por una evolución persistentemente moderada de las manufacturas a escala mundial, sino también por un retroceso significativo de la actividad en los servicios. Esto

**Gráfico 2**  
**Índices de condiciones financieras**

(desviación típica, media cero; datos mensuales)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a febrero de 2016. Las economías emergentes son un agregado integrado por China, Rusia, Brasil, India y Turquía. Las economías avanzadas incluyen Estados Unidos, Reino Unido y Japón.

podría indicar que es posible que la actual debilidad de la actividad manufacturera a escala global se esté propagando al sector de servicios, que hasta ahora ha mostrado mayor capacidad de resistencia. Al mismo tiempo, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE apuntan a que hay signos de ralentización del crecimiento económico en el conjunto de la OCDE.

**Tres factores clave han estado determinando las perspectivas mundiales; en concreto, el endurecimiento de las condiciones de financiación en las economías emergentes, la incertidumbre en torno a las perspectivas de China y la persistente debilidad de los precios de las materias primas.**

El endurecimiento de las condiciones de financiación en las economías emergentes (véase gráfico 2) es evidente en el aumento de los rendimientos de la deuda pública, en la sustancial corrección a la baja

de los precios de las acciones y en las salidas netas de capitales de estos países en un entorno de elevada volatilidad en los mercados internacionales. Esta volatilidad estuvo asociada, en parte, a la creciente incertidumbre sobre las perspectivas económicas de China. Por último, la persistente debilidad de los precios de las materias primas (en particular, de los del petróleo) se ha ido interpretando de manera creciente como un signo de debilidad subyacente de la economía mundial.

**En respuesta a las crecientes señales de debilidad a escala mundial, los mercados han retrasado las expectativas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y el Reino Unido.** Desde la subida de los tipos de interés en Estados Unidos de diciembre de 2015, la curva de futuros sobre fondos federales de la Reserva Federal se ha desplazado significativamente hacia abajo, lo que apunta a que se espera que se retrase el endurecimiento adicional de la política monetaria en Estados Unidos. La política monetaria adoptó una orientación más restrictiva en algunas economías emergentes en respuesta a la subida de los tipos en Estados Unidos, especialmente en los países con estrechos vínculos comerciales con este país, como los de América Latina, así como en economías cuyas monedas están ligadas al dólar estadounidense.

**Mientras que los descensos que experimentaron los precios de las materias primas durante 2015 se debieron en su mayor parte a un acusado aumento de la oferta, se ha atribuido mayor importancia al papel que han desempeñado los factores de demanda para explicar las recientes presiones a la baja sobre los precios del petróleo.** La naturaleza de un *shock* de precios del petróleo puede tener repercusiones muy diferentes para la economía mundial (véase también recuadro 2). La caída de los precios del petróleo en el segundo semestre de 2014 y principios de 2015, impulsada en gran medida por la oferta, tuvo un impacto neto positivo en el PIB mundial, principalmente a través de dos canales:



i) una redistribución de la renta de los países productores a los países consumidores de petróleo, que luego mostraron una mayor propensión marginal al gasto, y ii) mejoras de la rentabilidad derivadas de los menores costes de los bienes intermedios energéticos, lo que estimuló la inversión y, por tanto, la oferta total de crudo en los países importadores netos de esta materia prima. Con todo, el cambio gradual hacia una caída de los precios más determinada por la demanda en la segunda mitad del año pasado requiere una interpretación más prudente. Aunque los bajos precios del petróleo todavía podrían tener un impacto positivo en los países importadores de crudo como consecuencia del incremento de la renta real, se espera que la mayor debilidad de la demanda exterior prácticamente contrarreste los efectos positivos de la bajada de los precios del crudo en la actividad. Además, el impacto negativo de los descensos adicionales de estos precios en los países exportadores ha sido más pronunciado de lo esperado. En algunos países, la gestión de los crecientes desequilibrios presupuestarios para amortiguar el impacto de la disminución de los precios del crudo puede ser una tarea compleja y podría traducirse en una contracción mayor de lo esperado de la demanda interna y exterior.

**De cara al futuro, se prevé que la actividad económica mundial crezca a un ritmo gradual, respaldada por las actuales perspectivas de resistencia del crecimiento en las principales economías avanzadas, así como por el progresivo alivio de las profundas recesiones en las que están inmersas varias importantes economías emergentes.** El mantenimiento de los bajos tipos de interés, la mejora de los mercados de trabajo y el aumento de la confianza de los consumidores sostienen las perspectivas para las economías avanzadas. En cambio, las perspectivas de medio plazo para las economías emergentes siguen siendo más inciertas. En China, el ritmo de crecimiento de la economía continúa ralentizándose, lo que está causando efectos de contagio negativos a otras economías emergentes, en especial a las asiáticas, mientras que los países exportadores de materias primas han de seguir ajustándose a la caída de los precios de estas materias. Con todo, el alivio gradual de las profundas recesiones que están sufriendo Rusia y Brasil debería respaldar el crecimiento mundial.

**En Estados Unidos, los fundamentos económicos internos siguen siendo favorables.** Se espera que el crecimiento se acelere a medida que la recuperación del mercado de trabajo se traduzca paulatinamente en aumentos de los salarios nominales, lo que, junto con la persistencia de unos precios del petróleo reducidos, favorece la renta real disponible y el consumo. La continuación de la recuperación del mercado de la vivienda y una orientación ligeramente expansiva de las finanzas públicas también deberían estimular la demanda interna, que se prevé que siga siendo el principal factor impulsor del crecimiento de la economía estadounidense. Al mismo tiempo, las condiciones crediticias y de financiación han pasado a ser algo más restrictivas a pesar de los bajos tipos de interés, mientras que la caída de los precios del crudo está restando algo de dinamismo a la inversión privada. Se espera que la demanda exterior neta continúe lastrando la actividad, debido a la apreciación del dólar estadounidense y a la debilidad del crecimiento de la demanda exterior.



En este contexto, en el recuadro 1 se analizan los principales factores de la desaceleración del crecimiento de la productividad en Estados Unidos y sus implicaciones económicas.

**En el Reino Unido, la actividad económica continúa avanzando a un ritmo moderado.** El crecimiento está impulsado en gran parte por el consumo, ya que los reducidos precios de la energía siguen contribuyendo al aumento de la renta real disponible. El crecimiento de la inversión continúa siendo positivo, aunque está disminuyendo en comparación con años anteriores, favorecido por la relajación de las condiciones crediticias. Sin embargo, el crecimiento podría verse frenado por la incertidumbre en torno al referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea, que se celebrará en junio de 2016. La demanda exterior neta constituyó un lastre para el crecimiento durante los dos últimos trimestres de 2015.

**En Japón, la recuperación económica ha continuado siendo débil.** Tras retomar una trayectoria de crecimiento moderado en el tercer trimestre de 2015, la economía se desaceleró de nuevo en el último trimestre, en un entorno de contracción de la demanda mundial y de escaso dinamismo del consumo privado. De cara al futuro, el crecimiento debería volver a registrar cifras positivas en 2016, ya que se espera que el consumo privado se recupere en un entorno de aumento de la renta real como consecuencia de las subidas salariales y del descenso de los precios del petróleo. También se prevé un repunte de las exportaciones, en un contexto de recuperación gradual de la demanda exterior.

**El proceso de reequilibrio de la economía china está traduciéndose en una desaceleración gradual, ya que la caída de la inversión no se ha visto totalmente compensada con un aumento del gasto en consumo.** Se espera que los bajos precios del petróleo y la fortaleza del consumo presten cierto apoyo a la economía en el corto plazo. Aunque la reciente corrección de las valoraciones excesivas en el mercado bursátil ha acrecentado la incertidumbre, no se considera que esto haya tenido repercusiones directas importantes en las perspectivas. Los recientes recortes de los tipos de interés oficiales, el moderado estímulo fiscal del Gobierno central y los esfuerzos por reducir las restricciones que afectan a las finanzas de las Administraciones Locales deberían influir positivamente en la demanda en el futuro. No obstante, en el medio plazo el ritmo de expansión podría verse ralentizado por los mayores esfuerzos por reducir el exceso de capacidad productiva en algunas industrias pesadas y por abordar la cuestión de los préstamos morosos relacionados, principalmente a través del canal de inversión.

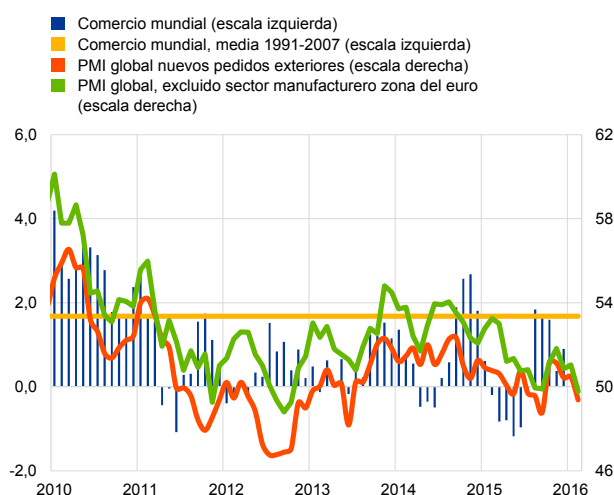
**En los países de Europa Central y Oriental, las proyecciones indican que la actividad económica real seguirá siendo robusta, aunque desigual según los países.** Los principales factores determinantes del crecimiento de la región continúan siendo el dinamismo del consumo privado, que se beneficia del avance de la renta real disponible en un entorno de baja inflación, y el fuerte crecimiento de la inversión respaldado por fondos estructurales de la UE.

**En cambio, los países exportadores de materias primas siguen afrontando las consecuencias del sostenido descenso de los precios de estas materias.**

En Rusia, que continúa sumida en una profunda recesión, los costes de financiación siguen siendo elevados, pese a la relajación de las condiciones financieras durante 2015. La nueva caída de los precios del petróleo incrementó las presiones depreciatorias sobre el rublo, lo que podría provocar un aumento de la inflación, mientras que la caída de los ingresos procedentes del petróleo continúa frenando el gasto público. La incertidumbre sigue siendo elevada, y la confianza empresarial, débil. En América Latina, la desaceleración económica de Brasil se ha intensificado de forma acusada. La incertidumbre política, el deterioro de la relación real de intercambio en un contexto de disminución de los precios de las materias primas y el endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones de financiación están afectando a la actividad económica. Sin embargo, de cara al futuro se espera un alivio de las profundas recesiones que están experimentando Brasil y Rusia, en un entorno de estabilización de sus respectivas monedas y de los precios de las materias primas.

**Gráfico 3**  
**Comercio mundial de bienes**

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a febrero de 2016 para los PMI y a diciembre de 2015 para el comercio mundial.

**Parece que el comercio mundial volvió a perder impulso en torno al cambio de año, tras haber retornado a un crecimiento positivo en el segundo semestre de 2015.**

Las importaciones mundiales de bienes y servicios (excluida la zona del euro) se incrementaron un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras una caída del 0,9 % en el segundo (véase gráfico 3). Este repunte refleja, en cierta medida, una corrección de las bajas cifras registradas en algunas economías avanzadas y emergentes, como el Reino Unido, Japón y China, que fue resultado principalmente de la volatilidad de los datos. Al mismo tiempo, se debe a unos retrocesos algo menos pronunciados en Brasil y en Rusia, países en los que la acusada reducción de las importaciones puede explicarse en gran parte por la atonía de la demanda interna y la depreciación del tipo de cambio. Con todo, los datos iniciales sobre comercio y las encuestas correspondientes al cuarto trimestre

sugieren que el ritmo de crecimiento del comercio mundial se está desacelerando de nuevo. El avance de las importaciones mundiales de bienes retrocedió hasta el 0,7 % (en tasa intertrimestral) en noviembre, frente al 1,7 % de octubre. El ritmo de crecimiento de las importaciones volvió a ser negativo en las economías emergentes, como consecuencia del acusado retroceso observado en los países emergentes de Asia (así como en Oriente Próximo y en África). En cambio, el crecimiento de las importaciones mantuvo mayor vigor en las economías avanzadas, aunque también se moderó ligeramente a partir de octubre. Además, el índice global de nuevos pedidos exteriores se redujo en febrero hasta situarse en 49,4, frente al 50,4 del mes precedente, lo que apunta a una renovada debilidad del crecimiento del comercio mundial en torno al cambio de año.

**En general, las perspectivas de crecimiento mundial siguen apuntando a una recuperación gradual y desigual.**

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2016, se prevé que el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, aumente solo de forma muy gradual desde el 3,1 % de 2015 hasta el 3,2 % en 2016, el 3,8 % en 2017 y el 3,9 % en 2018. En cuanto a la demanda exterior de la zona del euro, se espera que se incremente desde el 0,4 % de 2015 hasta el 2,2 % en 2016, el 3,8 % en 2017 y el 4,1 % en 2018. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2015, esto constituye una revisión a la baja del crecimiento mundial, reflejo de las perspectivas menos favorables de lo esperado tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Las revisiones relacionadas con la demanda exterior de la zona del euro son básicamente acordes con las relativas al crecimiento mundial.

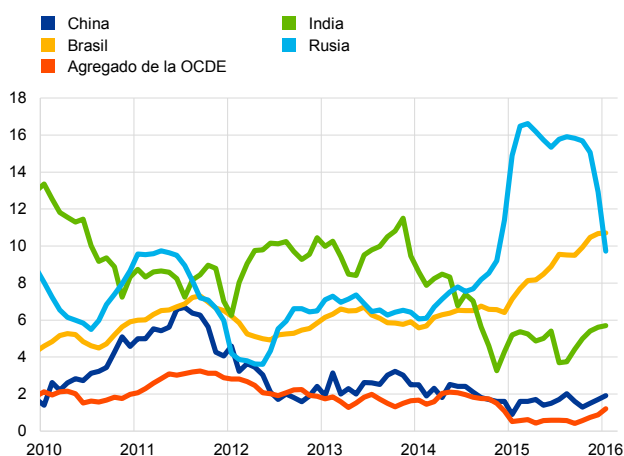
**Los riesgos para las perspectivas relativas a la actividad mundial continúan situándose a la baja, especialmente para las economías emergentes.**

Un importante riesgo a la baja está relacionado con una desaceleración más pronunciada en las economías emergentes, incluida China. El endurecimiento de las condiciones financieras y la intensificación de la incertidumbre política podrían exacerbar los desequilibrios macroeconómicos existentes, minar la confianza y desacelerar el crecimiento en mayor medida de lo esperado. La incertidumbre política acerca de la transición económica de China puede provocar un aumento de la volatilidad financiera a escala mundial. Los riesgos geopolíticos también siguen afectando a las perspectivas. Por último, la persistencia de los reducidos precios del petróleo está exacerbando los desequilibrios presupuestarios y suscitando dudas sobre la estabilidad financiera de algunos de los principales países exportadores de crudo.

## Evolución mundial de los precios

**Gráfico 4**  
Inflación de los precios de consumo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y OCDE.

Nota: La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

**La inflación mundial se ha incrementado en los últimos meses, aunque se mantiene en niveles bastante reducidos, en general.**

La inflación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE aumentó de nuevo en enero, hasta el 1,2 %, desde el 0,9 % de diciembre, debido principalmente a una contribución menos negativa de los precios de la energía (véase gráfico 4). Aunque la inflación todavía permanece en niveles reducidos, esta evolución representa un incremento significativo con respecto al último trimestre de 2015 (en el que, en promedio, se situó en el 0,7 %). En los países de la OCDE, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo invariable en el 1,9 %, en comparación con el mes anterior, solo ligeramente por encima de la tasa observada en el último trimestre de 2015 (un 1,8 %, en promedio). En enero, los precios de

la energía continuaron descendiendo por decimoséptimo mes consecutivo (un  $-5,3\%$  en tasa interanual), pero a un ritmo más lento, mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos básicamente no varió. En los distintos países, la inflación general aumentó en Canadá, el Reino Unido y Estados Unidos, mientras que en Japón cayó hasta situarse en territorio negativo. Entre las principales economías no pertenecientes a la OCDE, la inflación general se incrementó en China, pero disminuyó en India y Rusia, al tiempo que, en Brasil, la inflación interanual se mantuvo invariable en tasas de dos dígitos.

**Tras descender hasta situarse, a finales de enero, en los niveles más bajos de los doce últimos años, los precios del petróleo se han recuperado ligeramente desde entonces.** Los precios del crudo descendieron de nuevo entre mediados de octubre de 2015 y finales de enero de 2016, en un contexto de exceso de oferta en el mercado de petróleo y de debilitamiento de la demanda de esta materia prima. Por el lado de la oferta, la decisión adoptada en diciembre por la OPEP de mantener las actuales cotas de producción en niveles récord y la capacidad de resistencia de la producción de los países no pertenecientes a la OPEP impulsaron la evolución a la baja. Más recientemente, las conversaciones sobre un acuerdo entre la OPEP y los países productores que no son miembros de esta organización para congelar la producción y mantenerla en los niveles de enero, así como las perturbaciones de oferta en Irak y Nigeria, contribuyeron a una ligera recuperación. Como consecuencia de la mayor volatilidad, los precios del crudo subieron en febrero y principios de marzo. El mercado mundial de petróleo continúa registrando un exceso de oferta como resultado de: i) la escasa probabilidad de que los países de la OPEP y los países productores no pertenecientes a esta organización apliquen un recorte de la producción concertado; ii) el regreso de Irán al mercado global de crudo, y iii) el debilitamiento de la demanda de petróleo. Los países de la OPEP siguen produciendo a niveles casi históricos, y la producción de los países que no forman parte de esta organización también sigue siendo elevada, con Rusia produciendo a niveles históricamente elevados, aunque la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos está mostrando señales de acusado descenso. Las existencias de petróleo de los países de la OCDE aumentaron de nuevo y alcanzaron niveles récord al final del cuarto trimestre de 2015. Los precios de las materias primas no energéticas se han incrementado levemente desde finales de enero, como consecuencia de las subidas de los precios de los metales.

**Se espera que la inflación mundial se mantenga en niveles moderados en el medio plazo.** Por un lado, los bajos precios del petróleo y de otras materias primas deberían atenuar en mayor medida las presiones inflacionistas en el corto plazo. Al mismo tiempo, el hecho de que las brechas de producción se estén cerrando lentamente en las economías avanzadas y se estén ampliando en varias economías emergentes indica que todavía existe una holgada capacidad productiva sin utilizar a escala mundial, que se prevé que continuará afectando a la inflación subyacente a escala global en el medio plazo. Por otro lado, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo implica que los precios del crudo aumentarán de forma significativa en el medio plazo.

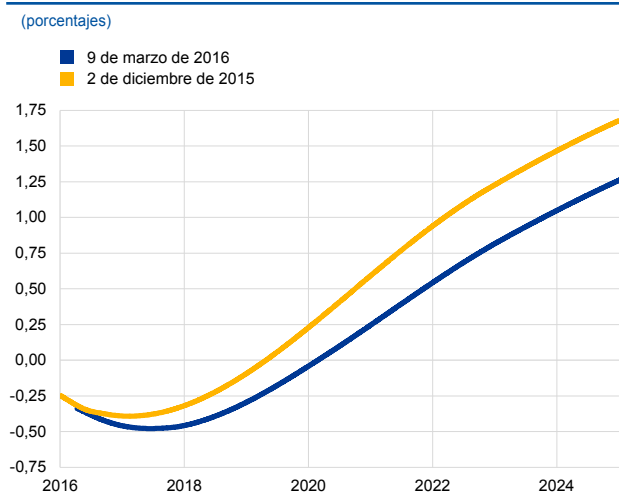
*Los últimos meses se han caracterizado por la elevada volatilidad de los mercados financieros. La preocupación en torno al crecimiento mundial y la nueva caída de los precios del petróleo contribuyeron al descenso de los precios de los activos financieros de mayor riesgo entre principios de diciembre de 2015 y mediados de febrero. Posteriormente, estos descensos se revirtieron en parte, dado que el aumento de los precios del petróleo, los datos económicos mejores de lo esperado en Estados Unidos y las expectativas de estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro atenuaron la inquietud de los inversores. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro retrocedieron, en conjunto, en torno a un 12 % en el período analizado (entre el 2 de diciembre de 2015 y el 9 de marzo de 2016), habiendo anotado una caída temporal de más del 20 % a mediados de febrero. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda soberana con calificaciones más elevadas disminuyeron, al buscar los inversores activos más seguros.*

**Entre principios de diciembre de 2015 y mediados de febrero de 2016, la preocupación en torno al crecimiento mundial y la nueva caída de los precios del petróleo contribuyeron al pronunciado descenso de los precios de los activos de riesgo, que posteriormente se revirtió en parte.**

La preocupación por el crecimiento mundial se intensificó a comienzos de 2016, en un entorno de acusado retroceso de las cotizaciones bursátiles en China y de los precios del petróleo. Esta preocupación también se vio alimentada por los indicadores económicos negativos de la zona del euro y de Estados Unidos, que se tradujeron en un ajuste a la baja de los precios de los activos financieros. Entre mediados de febrero y principios de marzo, la subida de los precios del petróleo, los indicadores económicos mejor de lo esperado en Estados Unidos y las expectativas de estímulos de política monetaria adicionales en la zona del euro contribuyeron al repunte parcial de los precios de los activos de mayor riesgo. También se apreciaron amplias fluctuaciones en los índices de volatilidad bursátil, que aumentaron significativamente hasta mediados de febrero, antes de retroceder ligeramente hacia finales del período analizado.

**El eonia descendió durante el período considerado tras la decisión del Consejo de Gobierno de reducir el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el -0,30 %, en diciembre de 2015.** Tras situarse en un intervalo de entre -13 y -15 puntos básicos durante la semana anterior a que fuera efectiva la rebaja de tipos de interés de diciembre de 2015, el eonia permaneció en un rango de entre -22 y -25 puntos básicos, salvo por un ascenso de carácter temporal registrado a finales de 2015, debido al aumento de la demanda de liquidez. El descenso del eonia se produjo en un entorno de incremento del exceso de liquidez en el contexto de las compras realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos. En el recuadro 3 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria de la zona del euro.

**Gráfico 5**  
Tipos *forward* del eonia



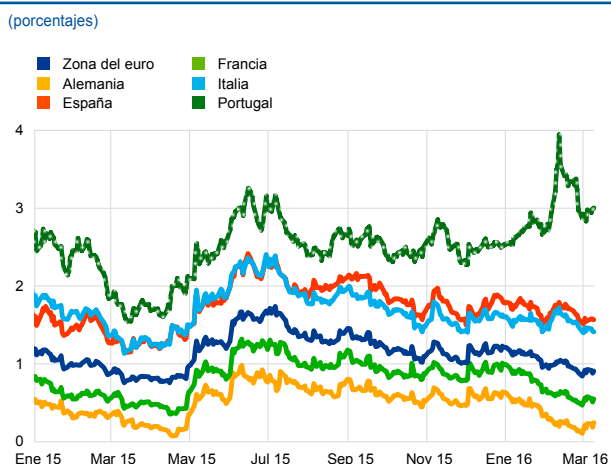
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

La curva de tipos *forward* del eonia se aplanó significativamente, dado que la incertidumbre global y las expectativas en torno a la política monetaria comprimieron los rendimientos en toda la curva. Los tipos *forward* del eonia a más largo plazo disminuyeron en torno a 50 puntos básicos durante el período analizado, siendo las caídas algo menores en los plazos más cortos. Este descenso se tradujo en un mayor aplanamiento de la curva (véase gráfico 5). El 9 de marzo, el punto más bajo de la curva se situó en alrededor de -50 puntos básicos y fue indicativo de que los mercados ya esperaban reducciones adicionales del tipo de interés de la facilidad de depósito antes de la reunión del Consejo de Gobierno del 10 de marzo. La considerable caída de los tipos *forward* del eonia puede atribuirse, en cierta medida, a las expectativas de estímulos

de política monetaria adicionales por parte del BCE, y se vio reforzada por el aumento de la incertidumbre global, que dio lugar a cambios en la demanda a favor de activos más seguros, incluidos los que están estrechamente ligados a los tipos del eonia.

**La media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro se redujo 11 puntos básicos entre principios de diciembre y el 9 de marzo (véase gráfico 6).** Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se incrementaron inicialmente tras la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de principios de diciembre. A partir de comienzos de enero de 2016, la intensificación de la incertidumbre global y el aumento de las

**Gráfico 6**  
Rendimientos de la deuda soberana a diez años en algunos países de la zona del euro



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: «Zona del euro» se refiere a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La observación más reciente corresponde al 9 de marzo de 2016.

expectativas de los mercados de nuevos estímulos de política monetaria en la zona del euro ejercieron presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro, haciendo que se revirtiera con creces el incremento observado en diciembre. En conjunto, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro se redujo 11 puntos básicos entre principios de diciembre de 2015 y comienzos de marzo, y se situó en el 0,9 % el 9 de marzo.

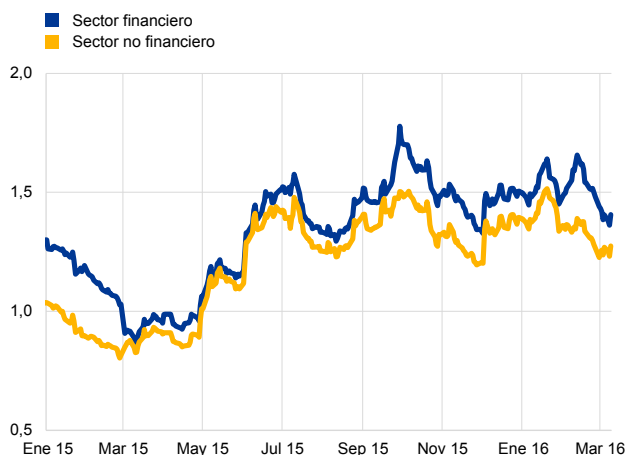
**Los rendimientos de la deuda soberana registraron ciertas divergencias entre países, observándose los descensos más importantes en los países con calificación más elevada.** En cambio, los rendimientos de la deuda de la mayoría de los países con calificación más baja se mantuvieron sin variación o aumentaron de forma ligera en el mismo período.



### Gráfico 7

#### Rendimientos de los valores de renta fija privada en la zona del euro

(porcentajes)



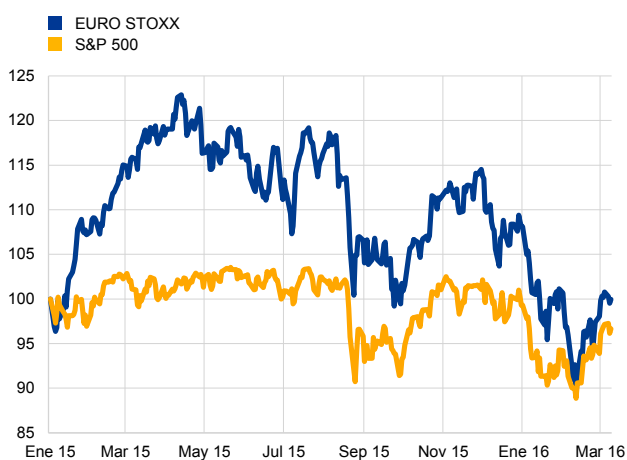
Fuentes: iBoxx y BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 9 de marzo de 2016.

### Gráfico 8

#### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 9 de marzo de 2016.

En Portugal, estos rendimientos fluctuaron significativamente, como reflejo de la preocupación de los mercados por los presupuestos públicos y el calendario de reformas del nuevo Gobierno.

**La desinversión global en activos de riesgo también afectó a los valores de renta fija privada, habiendo aumentado en mayor medida los diferenciales de los bonos con calificación más baja que los de los bonos con calificación más elevada.** Mientras que los diferenciales de renta fija privada se ampliaron, los rendimientos de la renta fija privada del sector financiero y no financiero registraron volatilidad, pero permanecieron más o menos sin variación, en conjunto, durante el período analizado (véase gráfico 7), dado que el aumento de los diferenciales de crédito fue

contrarrestado, en promedio, por la disminución de los tipos de interés sin riesgo. Los rendimientos de los valores de renta fija tanto del sector financiero como del no financiero se mantienen muy bajos desde una perspectiva a más largo plazo.

**Los mercados bursátiles de la zona del euro se fortalecieron hacia finales del período considerado, tras haber retrocedido sustancialmente entre principios de diciembre y mediados de febrero.** Los precios de las acciones de la zona del euro, medidos por el índice EURO STOXX amplio, disminuyeron en torno a un 21 % entre principios de diciembre y el 11 de febrero (véase gráfico 8) ante el aumento de la incertidumbre global. Entre el 11 de febrero y el 9 de marzo, las cotizaciones bursátiles avanzaron de nuevo, lo que se tradujo en un descenso total del 12 % durante el período analizado. Antes de la recuperación de las

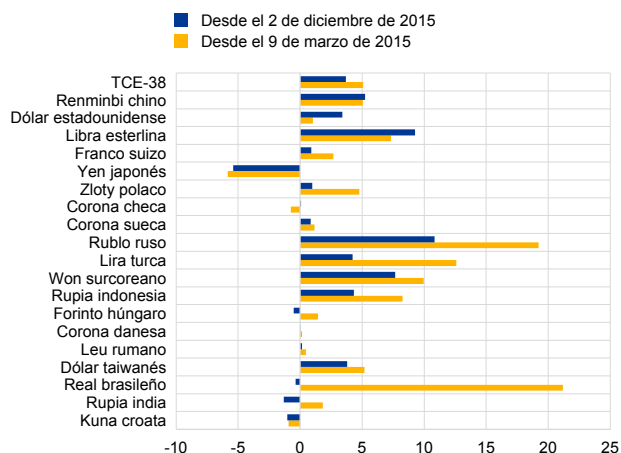
cotizaciones, los valores bancarios de la zona del euro perdieron significativamente más que el total del mercado, ya que afloraron inquietudes acerca de la rentabilidad general de este sector, que se unieron a determinados acontecimientos en entidades de crédito o países específicos. En concreto, el índice EURO STOXX de banca cayó un 35 % entre comienzos de diciembre y mediados de febrero, y después avanzó ligeramente hacia finales del período analizado, lo que supuso un retroceso total del 22 %, aproximadamente. En los mercados de renta variable de Estados Unidos se observaron fluctuaciones similares, aunque más leves, y el índice S&P 500 registró una caída total de solo el 4 %.



## Gráfico 9

### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(variaciones porcentuales)



Fuente: BCE.

Notas: Variaciones porcentuales con respecto al 9 de marzo de 2016. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

### El tipo de cambio efectivo del euro se apreció significativamente en los tres meses analizados.

En términos efectivos, el euro se apreció notablemente entre principios de diciembre de 2015 y mediados de febrero de 2016, en un entorno de intensificación de la incertidumbre global. Desde entonces, la moneda única se ha depreciado ligeramente en términos efectivos y frente al dólar estadounidense, en un contexto de ampliación de los diferenciales de rendimiento de la deuda a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro y de expectativas de estímulos de política monetaria adicionales por parte del BCE. En total, ponderado por el comercio, el euro se revalorizó un 3,7 % en el período analizado (véase gráfico 9). En términos bilaterales, el euro se apreció un 3,4 % frente al dólar estadounidense durante el mismo período. El aumento de la incertidumbre en torno al referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE afectó a la libra

esterlina, lo que se tradujo en una apreciación del euro frente a esta moneda del 9,3 %. El euro también se fortaleció significativamente frente al rublo ruso, el renminbi chino y las monedas de las economías emergentes y de los países exportadores de materias primas. El yen japonés se vio respaldado por la mayor volatilidad y el menor apetito por el riesgo, lo que hizo que el euro se depreciara un 5,4 % frente a la moneda japonesa.

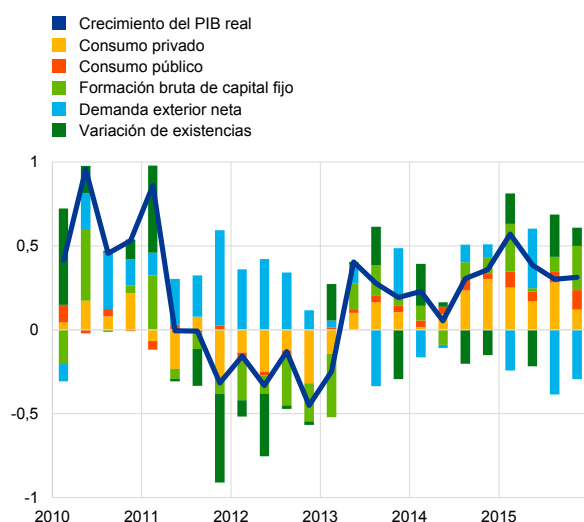
## 3 Actividad económica

*La recuperación económica de la zona del euro continúa, aunque su crecimiento mostró señales de moderación a principios del año debido a la mayor debilidad del entorno exterior. En términos intertrimestrales, el PIB real creció a una tasa del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2015, sin variación con respecto al trimestre anterior. Los indicadores de opinión más recientes apuntan a un ritmo de crecimiento a comienzos de 2016 más débil de lo esperado. Posteriormente, se espera que la recuperación económica continúe avanzando a un ritmo discreto. La demanda debería sustentarse además en las medidas de política monetaria del BCE y su impacto favorable en las condiciones de financiación, la orientación ligeramente expansiva de la política fiscal y el efecto favorable en el empleo de las reformas estructurales realizadas en el pasado. El bajo precio del petróleo debería prestar apoyo adicional a la renta real disponible de los hogares y a la rentabilidad de las empresas y, por ende, al consumo privado y la inversión. No obstante, la recuperación económica continúa viéndose frenada por las débiles perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, la volatilidad de los mercados financieros, los ajustes necesarios en los balances de algunos sectores*

y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 prevén un crecimiento del PIB real de la zona del euro algo más bajo —del 1,4 %— en 2016 (revisado a la baja desde el 1,7 %), del 1,7 % en 2017 (revisado a la baja desde el 1,9 %) y del 1,8 % en 2018.

**Gráfico 10**  
PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones intertrimestrales en puntos porcentuales)

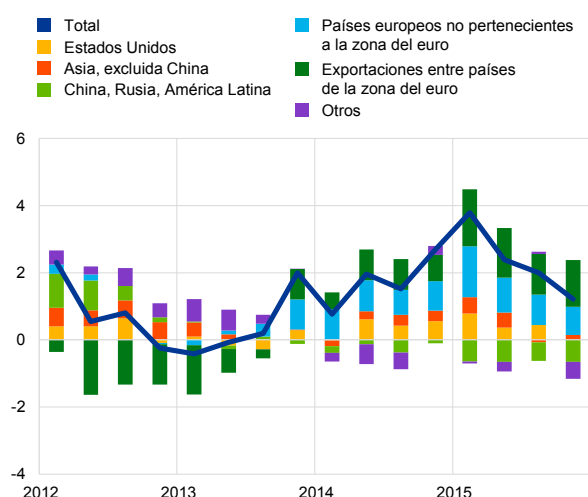


Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2015.

**Gráfico 11**  
Total exportaciones de bienes de la zona del euro

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



Fuente: Eurostat.

Notas: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015. El cuarto trimestre en los países de la UE corresponde a datos de octubre y noviembre.

### La recuperación económica de la zona del euro continúa, pero los acontecimientos a escala mundial están afectando a las perspectivas a corto plazo.

En términos intertrimestrales, el PIB real creció a una tasa del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2015, sin variación con respecto al trimestre anterior, y continuó beneficiándose de las contribuciones positivas del consumo privado, aunque en menor medida que en el trimestre anterior, del repunte de la inversión y del aumento sostenido del consumo público (véase gráfico 10)<sup>1</sup>. Así pues, el nivel del producto se situó alrededor de un 3 % por encima de su mínimo reciente y solo un 0,2 % por debajo del máximo registrado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. En el conjunto de 2015, el PIB real creció un 1,6 %, el avance más pronunciado desde 2011.

### La desaceleración registrada en las economías emergentes afectó negativamente al crecimiento de las exportaciones de la zona del euro a lo largo de 2015 y las dificultades continuaron cobrando fuerza en el último trimestre.

La desaceleración de China, la débil demanda en Rusia y la recesión de Brasil continuaron lastrando las exportaciones de bienes de la zona del euro (véase gráfico 11). Como consecuencia, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real en el último trimestre de 2015 fue negativa (−0,3 puntos porcentuales). Aunque la ralentización de la demanda en algunas grandes economías emergentes, como China, tuvo efectos adversos en la actividad de la zona del euro, es probable que el impacto a través del canal del comercio no sea tan acusado como indicarían las cifras de comercio tradicionales medidas en términos brutos<sup>2</sup>. La desaceleración del crecimiento de los

<sup>1</sup> En la segunda publicación de Eurostat de los datos sobre las cuentas nacionales de la zona del euro, el PIB real para el primer y para el segundo trimestre de 2015 se revisó al alza en 0,1 puntos porcentuales en ambos casos.

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «La transmisión de las perturbaciones en la actividad – El papel de las cadenas de producción internacionales» en esta edición del *Boletín Económico*.

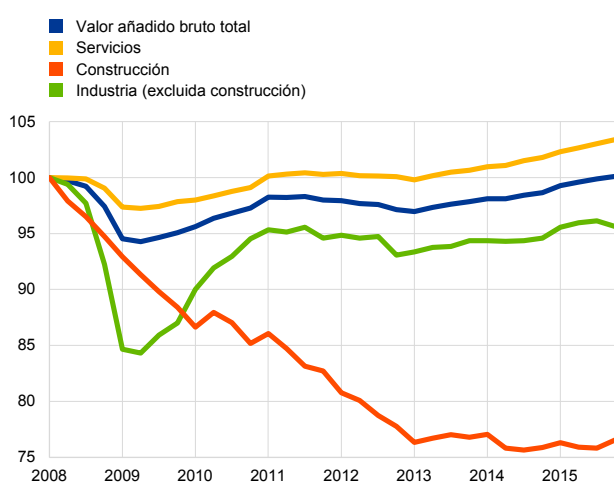
mercados emergentes en el transcurso de 2015 quedó compensada, en parte, por la fuerte demanda interna de la zona del euro, que sustentó el comercio entre países de la zona. Además, la demanda procedente de otras economías avanzadas (particularmente, europeas) también fue relativamente intensa y, combinada con la evolución favorable del tipo de cambio del euro a partir de mediados de 2014, respaldó el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, lo que se tradujo en significativos aumentos de las cuotas de exportación de los exportadores de la zona del euro.

**Tanto los pedidos exteriores como los indicadores de sentimiento económico apuntan a una evolución del comercio mundial bastante falta de dinamismo a corto plazo.** Además, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado en los primeros meses de 2016, lo que atenuará más adelante el impacto favorable de la anterior depreciación de la moneda (2014-2015). No obstante, se espera que, a medida que se vaya recuperando la actividad mundial, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro aumente y cobre más impulso, en línea con la demanda exterior.

### Gráfico 12

Valor añadido bruto real de la zona del euro por actividad económica

(Índice: I TR 2008 = 100)



Fuente: Eurostat.

**A escala sectorial, el valor añadido de los servicios ha superado el nivel registrado antes de la crisis, si bien la industria y la construcción aún no lo han conseguido (véase gráfico 12).** La actual

recuperación económica ha estado impulsada, en gran medida, por el consumo privado y, por tanto, ha beneficiado al sector servicios, cuyo valor añadido se sitúa actualmente un 3 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis<sup>3</sup>. El crecimiento del valor añadido de la industria (excluida la construcción) en 2015 se vio frenado por la debilidad del entorno exterior y ahora se sitúa por debajo del máximo registrado antes de la crisis. El valor añadido de la construcción, que sufrió un considerable descenso debido a las importantes correcciones del mercado de la vivienda tras la crisis de 2008-2009 en algunos países, se ha estabilizado en niveles bajos. En el cuarto trimestre de 2015, el crecimiento del valor añadido siguió aumentando en el sector servicios

y repuntó algo en el de la construcción, tras las condiciones climatológicas relativamente suaves que favorecieron la actividad de este sector en algunos países de la zona del euro. Al mismo tiempo, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) se redujo.

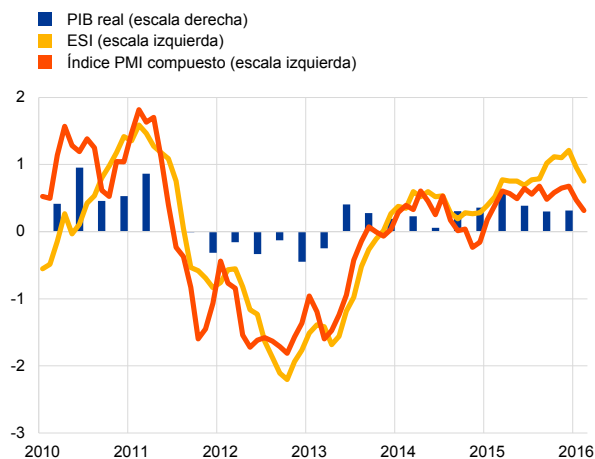
**Los datos de las encuestas de opinión disponibles hasta febrero apuntan a un crecimiento moderado a principios de año.** Tanto el indicador de sentimiento

<sup>3</sup> Véase también el recuadro titulado «Factores determinantes de la actividad relativamente intensa de los servicios en la zona del euro» en esta edición del *Boletín Económico*.

### Gráfico 13

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

(escala izquierda: índice de difusión y saldos netos; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)



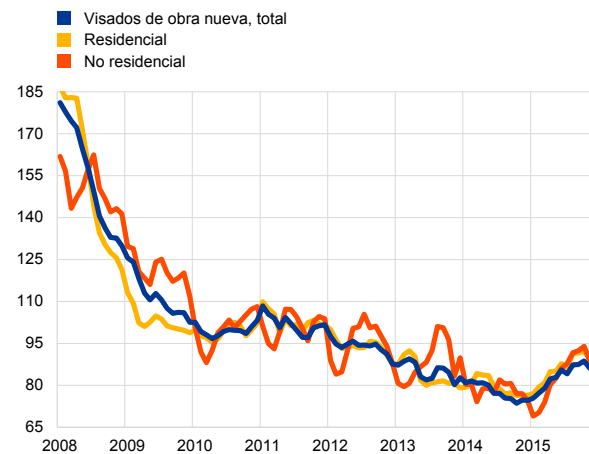
Fuentes: Markit, DG-ECFIN y Eurostat.

Notas: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2015 para el PIB real, a enero de 2016 para el indicador ESI y a febrero de 2016 para el índice PMI compuesto. El indicador ESI y el índice PMI compuesto están normalizados.

### Gráfico 14

#### Visados de obra nueva

(índice, 2010 = 100, medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La serie están desestacionalizadas, con la excepción de los visados de obra nueva no residencial, que no están desestacionalizados.

económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea como el índice PMI compuesto de producción descendieron durante los dos primeros meses de 2016 (véase gráfico 13), aunque se mantienen por encima de sus respectivos niveles medios de largo plazo. La caída de la confianza ha sido bastante generalizada en los distintos sectores de actividad y en los hogares, y está relacionada con las expectativas de demanda y de producción, así como con la valoración por parte de los hogares de su actual situación económica.

**El crecimiento de la inversión cobró impulso en el cuarto trimestre, muy probablemente apoyado tanto en la inversión en construcción como en la inversión, excluida la construcción.** El crecimiento

de la inversión, tras haber registrado un débil avance en el segundo y tercer trimestre de 2015, repuntó en el cuarto trimestre con carácter relativamente generalizado en los distintos países de la zona del euro. De cara al futuro, se espera que la inversión, excluida la construcción, se recupere como resultado del gradual fortalecimiento de la demanda, de la mejora de los márgenes empresariales y de la continua reducción de la capacidad productiva sin utilizar. Las condiciones de financiación también están mejorando y las empresas de la zona del euro deberían tener a su disposición abundante efectivo para la inversión. Del mismo modo, las condiciones de financiación muy favorables y los bajos tipos de interés hipotecarios, junto con el aumento de la renta disponible de los hogares, deberían impulsar la demanda de inmuebles residenciales en los próximos meses y respaldar la inversión en construcción. De hecho, las señales de fortalecimiento de los mercados de la vivienda y el incremento de las solicitudes de visados de obra nueva en algunos países tienden a confirmar este panorama (véase

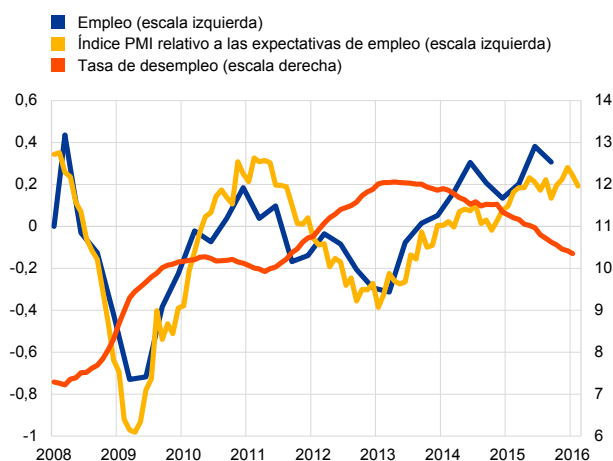
gráfico 14). Además, los indicadores de opinión relativos al sector de la construcción disponibles a principios de 2016 apuntan a un mayor ritmo de crecimiento subyacente de la inversión en dicho sector. No obstante, la necesidad de desapalancamiento adicional de las empresas en algunos países, la reciente volatilidad de los mercados financieros, las perspectivas de crecimiento menos favorables de las economías emergentes y las menores expectativas de crecimiento a largo plazo de los inversores podrían ralentizar la recuperación de la inversión.

**El consumo privado, que ha sido el principal factor determinante de la recuperación actual, se redujo a finales de 2015.**

Esta reducción se debió en parte al efecto moderador de unas temperaturas relativamente suaves sobre las ventas de prendas de temporada y el consumo de energía, así como a los ataques terroristas perpetrados en noviembre en París. Los datos relativos al comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles de enero señalan un repunte del gasto en consumo y tienden a confirmar que la desaceleración del crecimiento del consumo privado registrada en el último trimestre de 2015 fue temporal. Desde una perspectiva más amplia, el gasto en consumo se ha visto favorecido por el incremento de la renta real disponible de los hogares, atribuible fundamentalmente al aumento del empleo, al descenso de los precios del petróleo y a una ratio de ahorro bastante estable. Además, los balances de los hogares presentan gradualmente mayor disponibilidad de fondos, y la confianza de los consumidores se ha mantenido relativamente sólida debido a la disminución de las tasas de desempleo.

**Gráfico 15**  
**Empleo, expectativas de empleo y tasa de desempleo**

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



Fuentes: Eurostat, DG-ECFIN y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2015 para el empleo, a enero de 2016 para la tasa de desempleo y a febrero de 2016 para el índice PMI relativo a las expectativas de empleo.

**La tasa de desempleo de la zona del euro ha seguido descendiendo, pero continúa siendo elevada.**

En enero de 2016, dicha tasa se situó en el 10,3 %, su nivel más bajo desde mediados de 2011 (véase gráfico 15). El empleo ha ido aumentando de forma continuada desde 2013 y el empleo total de la zona del euro se incrementó en más de dos millones de ocupados en el tercer trimestre de 2015. Sin embargo, desde la crisis se ha producido una divergencia entre el empleo y el total de horas trabajadas, debida fundamentalmente al descenso cíclico de las horas de trabajo de los asalariados a tiempo completo y al mayor recurso a trabajadores a tiempo parcial, sobre todo en el sector servicios. Los indicadores más amplios del grado de holgura del mercado de trabajo —que también tienen en cuenta a los sectores de la población que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial o que se han retirado del

mercado de trabajo— se mantienen en niveles altos. Habida cuenta de que actualmente hay alrededor de siete millones de trabajadores (el 5 % de la población activa) que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial ante la falta de empleo a tiempo completo y más de 6 millones de trabajadores desanimados (que han dejado de buscar empleo y se han retirado del mercado laboral), es probable que el mercado de trabajo de la zona del euro presente un mayor grado de holgura de lo que sugiere la tasa de desempleo por sí misma.

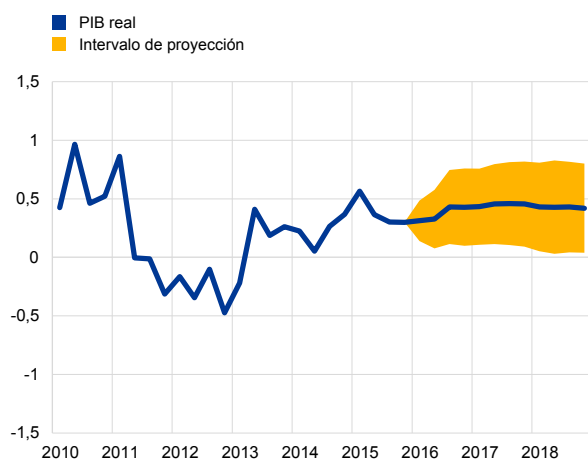
**Se prevé que la recuperación económica se fortalezca, aunque se verá frenada por una demanda exterior más débil de lo previsto.**

Los efectos adversos derivados del menor crecimiento de las economías emergentes, el fortalecimiento del tipo de cambio efectivo del euro, el debilitamiento de la confianza y el aumento de la volatilidad de los mercados financieros lastrarán la actividad

de la zona del euro a corto plazo. Posteriormente, la recuperación, impulsada por la demanda interna, debería seguir estando respaldada por los efectos de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE, que continúan transmitiéndose a la economía real, como indica la relajación adicional de las condiciones crediticias. La demanda interna debería verse apoyada adicionalmente por la mejora de los mercados de trabajo, el descenso de los precios del petróleo, la orientación

**Gráfico 16**  
**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 2016 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 10 de marzo de 2016.

ligeramente expansiva de la política fiscal y un eventual repunte de la demanda exterior de la zona del euro. Al mismo tiempo, las perspectivas menos favorables de crecimiento de las economías emergentes y el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales continúan frenando la recuperación de la zona del euro<sup>4</sup>.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 prevén un crecimiento del PIB real del 1,4 % en 2016, del 1,7 % en 2017 y del 1,8 % en 2018** (véase gráfico 16). En comparación con las proyecciones de diciembre, la revisión a la baja del crecimiento del PIB real refleja fundamentalmente el efecto adverso combinado de la reducción de la demanda exterior de la zona del euro y del fortalecimiento del tipo de cambio efectivo del euro

sobre el crecimiento de las exportaciones, así como el impacto negativo del aumento de la volatilidad de los mercados financieros y del debilitamiento de los indicadores de confianza. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro continúan situados a la baja, debido, en particular, al incremento de la incertidumbre relativa a la evolución de las economías emergentes y al mayor alcance de los riesgos geopolíticos.

## 4 Precios y costes

*Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el -0,2% en febrero de 2016, en comparación con el 0,3% de enero. Todos los principales componentes del IAPC contribuyeron a este descenso. De cara al futuro, sobre la base de los precios de los futuros de la energía vigentes, se espera que las tasas de inflación se mantengan en niveles negativos durante los próximos meses y que repunten más adelante en 2016. Posteriormente, se prevé que las tasas de inflación sigan recuperándose, favorecidas por las medidas de política monetaria del BCE y por las expectativas de recuperación económica. Esta pauta general también ha quedado reflejada en las proyecciones*

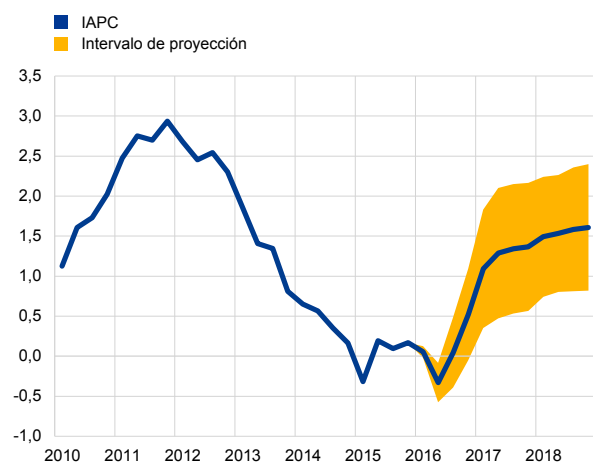
<sup>4</sup> Véase el recuadro titulado «El procedimiento de desequilibrios macroeconómicos de 2016 y la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015» de esta edición del *Boletín Económico*.



macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 0,1 % en 2016, el 1,3 % en 2017 y el 1,6 % en 2018. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2015, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja, fundamentalmente como consecuencia de la caída que han experimentado los precios del petróleo en los últimos meses.

**Gráfico 17**  
IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)

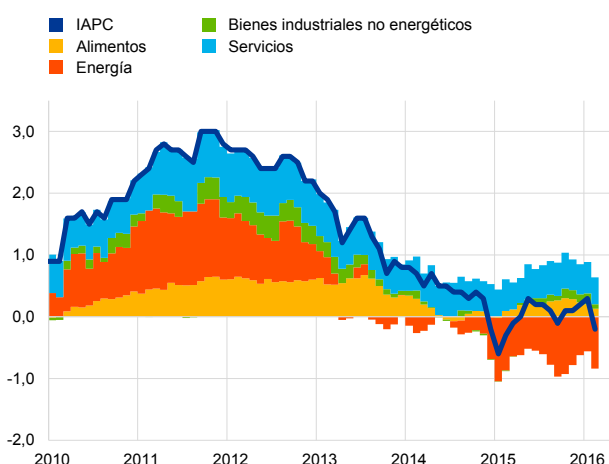
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro y cálculos del BCE.  
Nota: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2015 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2018 (proyecciones).

**Gráfico 18**  
Contribución de los componentes a la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: La observación más reciente corresponde a febrero de 2016 (estimación preliminar).

### La inflación general volvió a registrar tasas negativas en febrero.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación general descendió hasta el -0,2 %, desde el 0,3 % de enero, un descenso al que contribuyeron todos los principales componentes del IAPC (véanse gráficos 17 y 18). La nueva caída que recientemente han experimentado los precios del petróleo hizo que la tasa de variación interanual de los precios de la energía, ya negativa, se redujera aún más. Al mismo tiempo, los moderados aumentos de la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, también se desaceleraron.

### La evolución de la tasa de variación de los precios de la energía continúa determinando el perfil de la inflación general.

Tras registrar un mínimo del -8,9 % en septiembre de 2015, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se recuperó hasta situarse en el -5,4 % en enero de 2016, debido fundamentalmente a efectos de base al alza, contribuyendo a la mayor parte de la recuperación observada en la inflación medida por el IAPC general, desde el -0,1 % de septiembre de 2015 hasta el 0,3 % de enero de 2016. Sin embargo, los nuevos descensos que experimentaron los precios del crudo en diciembre de 2015 y enero de 2016 hicieron que la tasa de variación del componente energético del IAPC volviera a caer hasta el -8 % en febrero, representando aproximadamente la mitad de la disminución de la inflación medida por el IAPC general (véase gráfico 18). El impacto más pronunciado de los precios del petróleo en la tasa de variación de los precios de la energía es evidente en los precios de los combustibles (véase recuadro 6).

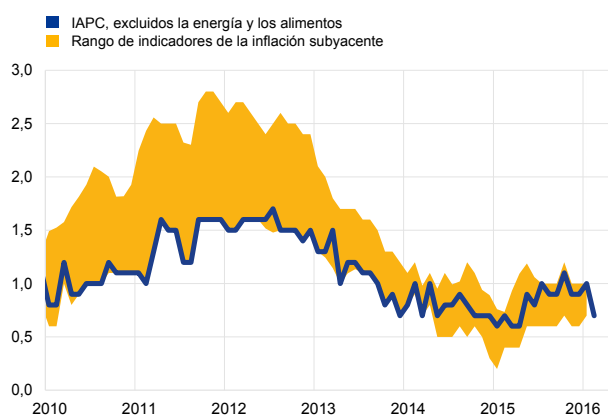
### Los aumentos de la tasa de variación de los precios de los alimentos han seguido revirtiendo



**en los últimos meses.** Tras haber registrado una tendencia al alza durante la mayor parte de 2015, la tasa de variación de los precios de los alimentos comenzó a descender en el tercer trimestre, cayendo desde el 1,6 %, en tasa interanual, en octubre de 2015, hasta el 0,7 % en febrero de 2016, según la estimación preliminar de Eurostat. Este descenso estuvo casi enteramente impulsado por los precios de los alimentos no elaborados y se debió a la reversión de los efectos al alza de las temperaturas inusualmente altas del verano pasado sobre los precios de las verduras y hortalizas y de los alimentos. En cambio, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados continuó aumentando durante ese período. No obstante, en conjunto, la inflación de los precios de los alimentos se mantiene en un nivel relativamente reducido en términos históricos<sup>1</sup>.

**Gráfico 19**  
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el rango de indicadores de la inflación subyacente se han considerado los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; media truncada (10 %); media truncada (30 %); la mediana del IAPC y la medida basada en un modelo de factores dinámicos. Las observaciones más recientes disponibles corresponden a febrero de 2016 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación preliminar), y a enero de 2016 (resto de indicadores).

### Los indicadores de la inflación subyacente no muestran una tendencia al alza clara.

Tras registrar un aumento en la primera mitad de 2015, la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fluctuó entre el 0,9 % y el 1,1 % desde julio de 2015 hasta enero de 2016 y, por lo tanto, ha sido mucho más estable que la inflación general (véase recuadro 7). Otros indicadores de la inflación subyacente también se mantuvieron relativamente estables durante ese período (véase gráfico 19). En febrero, la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 0,7 %, el nivel más bajo observado desde abril de 2015. Esta caída fue consecuencia de la disminución de las tasas de variación interanual de los precios de los servicios (1 %, frente al 1,2 % de enero) y de los bienes industriales no energéticos (0,3 %, desde el 0,7 % de enero). Al interpretar los datos más recientes

sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha de tener presente que las tasas de variación interanual de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos pueden ser muy volátiles de un mes a otro. Esta volatilidad puede deberse, por ejemplo, a las diferentes fechas y alcance de las rebajas de fin de temporada de los artículos de vestir y del calzado, o a efectos de calendario en el caso de servicios relacionados con el turismo y los viajes. No obstante, puede haber otros factores más fundamentales que estén influyendo en la evolución de la inflación subyacente, como el impacto indirecto a la baja de las recientes caídas que recientemente han vuelto a experimentar los precios del petróleo (principalmente, sobre los precios de algunos servicios de transporte). Además, la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro podría suponer que no se materialice completamente el repunte previsto (especialmente de los precios de los bienes de consumo duradero) derivado de la anterior depreciación de la moneda única.

<sup>1</sup> Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015.

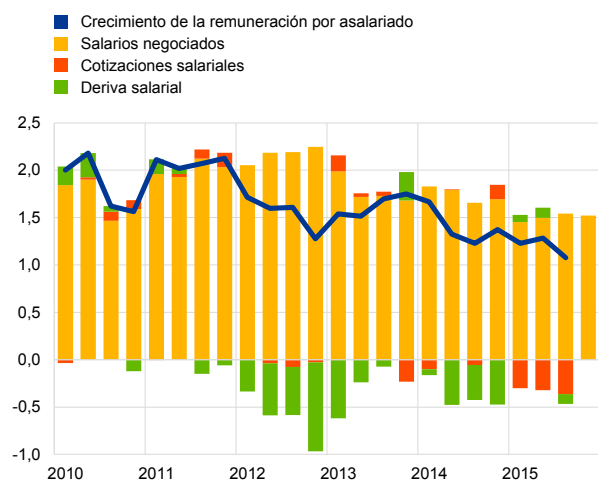
**Recientemente, los precios de importación han aumentado de forma menos acusada, pero siguen siendo la principal fuente de presiones latentes al alza.**

En 2015, la tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo, excluidos la energía y los alimentos, fue vigorosa y alcanzó un máximo histórico del 5,6% en abril. Como consecuencia de la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro, así como del impacto de las presiones desinflacionistas a escala mundial derivadas de la caída de los precios del petróleo, la tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo, excluidos la energía y los alimentos, ha disminuido desde entonces, y en enero de 2016 se situó en el 1,6%. No obstante, continuó siendo la principal fuente de presiones inflacionistas, habida cuenta de que las presiones latentes procedentes de fuentes internas fueron más contenidas, en general. En particular, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo estable, en el 0,2%, por sexto mes consecutivo, hasta enero de 2016. Los datos procedentes de encuestas sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción para el período transcurrido hasta febrero de 2016 también apuntan a que las moderadas presiones inflacionistas internas sobre los precios de producción continuarán.

**Gráfico 20**

**Evolución de los salarios en la zona del euro**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2015 (salarios negociados) y al tercer trimestre de 2015 (resto de indicadores).

**El crecimiento de los salarios ha continuado siendo moderado.**

En los tres primeros trimestres de 2015, el avance de la remuneración por asalariado, que registró una tasa media interanual del 1,2%, fue menor que en 2014 (1,4%). Esto fue resultado de un crecimiento más débil de los salarios negociados (1,5% en 2015, frente al 1,7% de 2014), y de la disminución de las cotizaciones sociales, relacionados fundamentalmente con factores de países concretos (véase gráfico 20). Es probable que el crecimiento de los salarios esté viéndose frenado por diversos factores, entre los que se incluyen la persistencia de unos niveles elevados de holgura en el mercado de trabajo, una inflación reducida y los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países de la zona del euro en años anteriores. El tímido avance de los salarios también refleja un crecimiento relativamente débil de la productividad, lo que en cierta medida puede

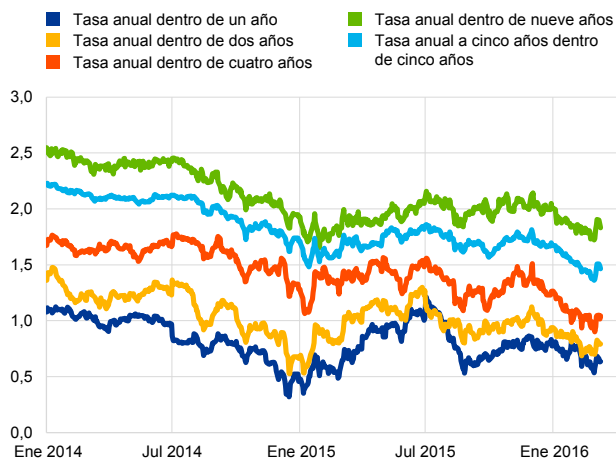
explicarse por el hecho de que gran parte de la fuerte expansión del empleo observada recientemente se ha producido en los servicios, un sector en el que los niveles de productividad y salariales han sido relativamente bajos.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han descendido desde mediados de enero, en un entorno de turbulencias en los mercados, mientras que los indicadores de opinión han permanecido más estables.**

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a corto y a largo plazo continúan en niveles muy reducidos, y la tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años registró un nuevo mínimo histórico en febrero. Estos

**Gráfico 21**  
Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 9 de marzo de 2016.

niveles extraordinariamente bajos se deben, en parte, a un interés relativamente escaso del mercado por mantener instrumentos financieros con flujos financieros vinculados a la inflación. Esto indica que los participantes en el mercado consideran muy improbable que la inflación repunte en un futuro próximo. Al mismo tiempo, es posible que los indicadores de mercado de las expectativas de inflación estén algo distorsionados actualmente, en un entorno de reaparición de las turbulencias en los mercados y de búsqueda de liquidez. Más concretamente, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años retrocedió desde el 1,58 % hasta el 1,46 % entre el 18 de enero y el 9 de marzo de 2016 (véase gráfico 21). Pese al bajo nivel de inflación observada y a la caída de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación, el riesgo de deflación

descontado por el mercado continúa siendo muy limitado. En contraposición a los indicadores de mercado, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo, como los obtenidos de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y de las encuestas de Consensus Economics, han mostrado mayor estabilidad y capacidad de resistencia al ajuste a la baja de las expectativas a corto plazo. Los resultados de la última EPE sitúan la previsión media de las expectativas de inflación dentro de cinco años en el 1,8 %.

**De cara al futuro se prevé que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantendrá en niveles reducidos en 2016, pero que repuntará en 2017 y 2018.** Sobre la base de la información disponible a mediados de marzo, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 prevén que la inflación medida por el IAPC se mantendrá en niveles muy reducidos —el 0,1 %— en 2016, y que aumentará hasta situarse en el 1,3 % en 2017 y en el 1,6 % en 2018 (véase gráfico 17)<sup>2</sup>. Se espera que la evolución de la tasa de variación de los precios de la energía desempeñe un destacado papel en la determinación del perfil de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de proyección. Se prevé que la contribución de la tasa de variación de los precios de la energía será negativa en 2016, pero que pasará a ser positiva en 2017, como consecuencia de subidas de los precios del petróleo (en consonancia con los precios de los futuros del petróleo) y de acusados efectos de base al alza. Según las proyecciones, la inflación subyacente (medida, por ejemplo, por la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos) aumentará gradualmente en los próximos años a medida que la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo y la disminución de la capacidad ociosa de la economía se traduzcan en incrementos de los salarios y de los márgenes de beneficio. Este aumento se verá

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016», publicado en el sitio web del BCE el 10 de marzo de 2016.

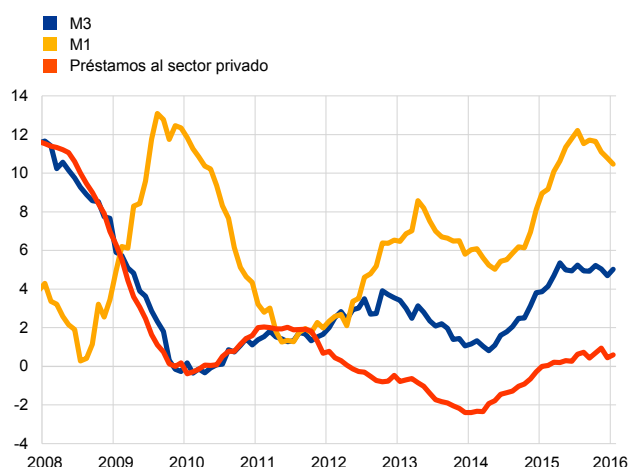
favorecido por los efectos de las medidas de política monetaria del BCE y por la continuación de la transmisión de anteriores depreciaciones del tipo de cambio efectivo del euro. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja, principalmente debido al descenso de la tasa de variación de los precios de la energía.

## 5 Dinero y crédito

*El crecimiento monetario se ha mantenido sólido, mientras que el de los préstamos se va recuperando solo de forma gradual. Las fuentes internas de creación de dinero continuaron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio. Los bajos tipos de interés, así como los efectos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el programa ampliado de compra de activos (APP) del BCE, han contribuido a mejorar la evolución monetaria y crediticia. Los costes de financiación de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles próximos a sus mínimos históricos. Pese a la considerable heterogeneidad entre países, las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. La mejora de las condiciones de concesión del crédito ha seguido favoreciendo la recuperación del crecimiento de los préstamos. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras aumentó de nuevo en el cuarto trimestre de 2015, tras haberse estabilizado en los dos trimestres anteriores.*

**Gráfico 22**  
M3, M1 y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual, datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

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

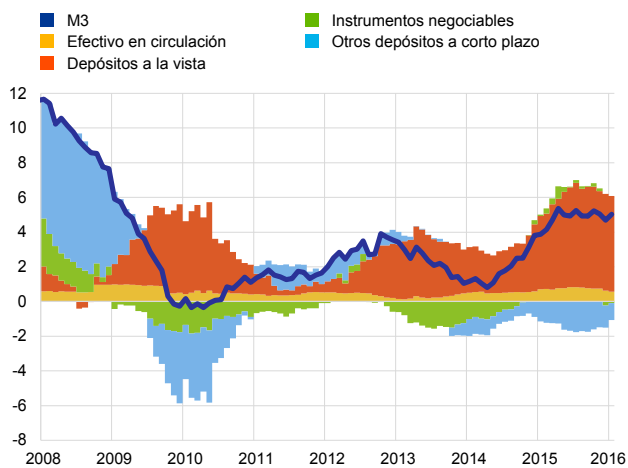
La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo fuerte en el 5 % en enero de 2016, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2015 (véase gráfico 22). El crecimiento monetario volvió a estar sustentado por los componentes más líquidos del agregado monetario amplio M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 disminuyó en enero de 2016, aunque permaneció en niveles elevados. En conjunto, la evolución reciente del agregado monetario estrecho sugiere que la zona del euro continúa en una senda de recuperación económica.

### Los depósitos a la vista, que representan una parte significativa de M1, continuaron impulsando el

**crecimiento de M3 (véase gráfico 23).** El entorno de tipos de interés muy bajos está incentivando la tenencia de los componentes más líquidos de M3. Esta evolución refleja asimismo entradas de fondos relacionadas con la venta de valores públicos,

### Gráfico 23 M3 y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

de bonos garantizados y de bonos de titulización de activos por parte del sector tenedor de dinero en el marco del APP. En cambio, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) han continuado disminuyendo, aunque en menor medida que en meses anteriores. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, fue negativa en torno al cambio de año, pese a la recuperación que han registrado las participaciones en fondos del mercado monetario desde mediados de 2014.

#### **Las fuentes internas de creación de dinero fueron de nuevo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio.**

Este hecho se explica, en parte, por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. En lo que respecta a las contrapartidas, las principales fuentes de creación de dinero en enero de 2016 fueron

las adquisiciones de bonos realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y la contracción de los pasivos financieros a más largo plazo. Un porcentaje significativo de estos activos fueron adquiridos a IFM (excluido el Eurosistema). La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) continuó siendo marcadamente negativa (–6,9 %) en enero de 2016, prácticamente sin cambios con respecto al cuarto trimestre de 2015. Esta evolución refleja el perfil plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, que ha reducido los incentivos que tienen los inversores para mantener activos bancarios a más largo plazo. El atractivo de las TLTRO como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados es otro factor explicativo. Además, la creación de dinero siguió viéndose respaldada por el crédito concedido por las IFM al sector privado de la zona del euro. La posición acreedora neta frente al exterior del sector de IFM volvió a ser un lastre para el crecimiento interanual de M3. Esta evolución refleja las salidas de capital de la zona del euro y la recomposición continuada de las carteras en favor de instrumentos de fuera de la zona (más concretamente, las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP).

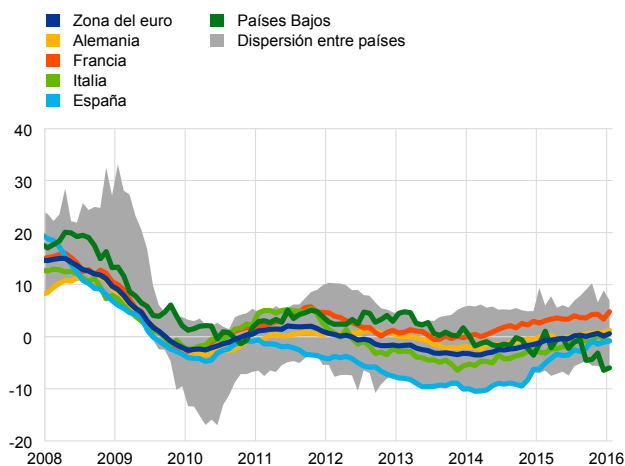
**El crecimiento de los préstamos se recuperó gradualmente, pero el crédito bancario continuó siendo débil<sup>1</sup>.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado permaneció prácticamente estable en el cuarto trimestre de 2015 y en enero de 2016 (véase gráfico 22).

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

**Gráfico 24**

Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en algunos países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



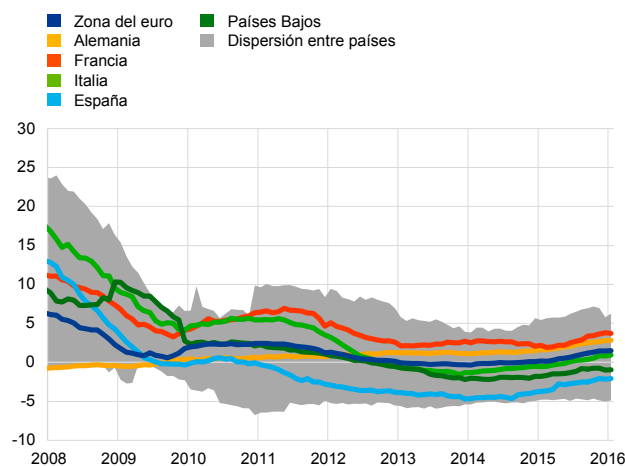
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

**Gráfico 25**

Préstamos de las IFM a los hogares en algunos países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo contenida (véase gráfico 24), se recuperó considerablemente con respecto al mínimo del primer trimestre de 2014. Esta mejora es generalizada en los países de mayor tamaño, pese a que las tasas de crecimiento de los préstamos continuaron siendo negativas en algunas jurisdicciones. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de titulaciones y otras transferencias) repuntó ligeramente en el cuarto trimestre de 2015 y en enero de 2016 (véase gráfico 25). Las significativas reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han respaldado esta evolución. Sin embargo, el saneamiento de los balances de las entidades de crédito y los niveles permanentemente elevados de préstamos dudosos en algunos países siguen lastrando el crecimiento del crédito.

### Los cambios en los criterios de aprobación y en la demanda de préstamos continuaron favoreciendo el avance del crecimiento de los préstamos.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2016 identificó el bajo nivel general de tipos de interés, las mayores necesidades de financiación de la inversión en capital fijo y las perspectivas del mercado de la vivienda como importantes factores determinantes del aumento de la demanda de préstamos (véase la encuesta en: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>). En este contexto, el APP tuvo un efecto de relajación neta de los criterios de aprobación y, especialmente, de las condiciones aplicadas a los préstamos. Las entidades de crédito también señalaron que la liquidez adicional procedente del APP y de las TLTRO se había utilizado para conceder préstamos,

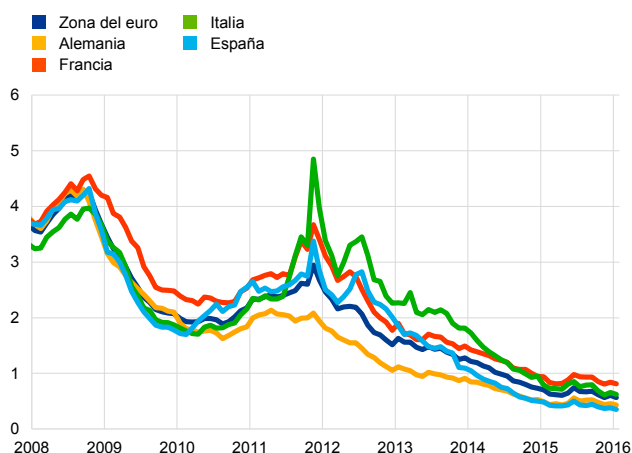


así como para sustituir a otras fuentes de financiación. Pese a esta tendencia positiva, la dinámica crediticia se mantuvo débil y continuó reflejando factores como la atonía del crecimiento económico y el saneamiento de los balances bancarios. Además, en algunas partes de la zona del euro, las restrictivas condiciones de concesión de crédito siguen afectando a la oferta de préstamos.

## Gráfico 26

### Coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda

(coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes)



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

### Los costes de financiación de las entidades de crédito se mantienen próximos a sus mínimos históricos, pese a la revisión de los precios de los bonos que tuvo lugar a principios de 2016.

El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito ha ido disminuyendo durante varios años (véase gráfico 26), en un entorno de amortizaciones netas de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. En general, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, el fortalecimiento de los balances y la menor fragmentación de los mercados financieros han favorecido la disminución de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito. Asimismo, por lo que respecta al acceso de los bancos a la financiación, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2016 muestra que, salvo por las titulizaciones, no se apreciaron nuevas mejoras en el cuarto trimestre de 2015 en lo que respecta a los otros instrumentos de financiación principales.

### Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron estables en enero de 2016, pero se han reducido de manera considerable en los cuatro últimos años (véanse gráficos 27 y 28).

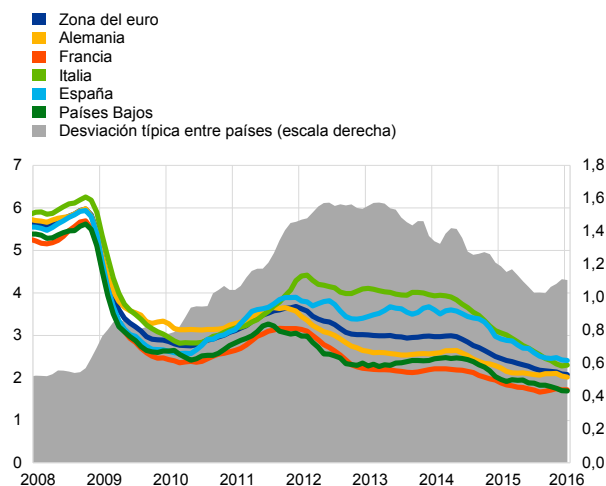
Pese a las recientes señales de estabilización, los tipos de interés sintéticos del crédito concedido a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde junio de 2014. Esta evolución también está relacionada con la menor fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro y con la mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios. Asimismo, la reducción del coste sintético de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido el descenso de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Desde que el BCE anunció el paquete de medidas de expansión crediticia en junio de 2014, las entidades de crédito han ido transmitiendo la disminución de sus costes de financiación aplicando tipos de interés más bajos a sus préstamos. Entre mayo de 2014 y enero de 2016, el tipo de interés sintético de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo más de 80 puntos básicos, hasta situarse en el 2,09 %. En el mismo período, el tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendió más de 60 puntos



**Gráfico 27**

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



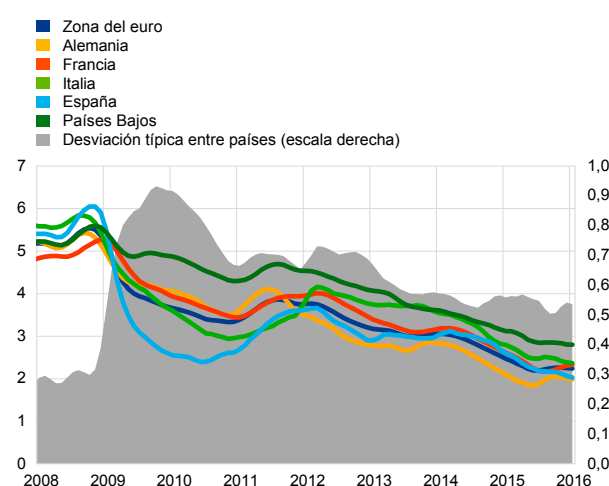
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de 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. La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

**Gráfico 28**

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de 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. La observación más reciente corresponde a enero de 2016.

básicos, situándose en el 2,23 % en enero de 2016. Además, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro ha seguido una trayectoria descendente desde que comenzó la expansión crediticia. En conjunto, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se están beneficiando en mayor grado que las grandes empresas de la reciente evolución de los tipos de interés de los préstamos.

**El APP y el citado paquete de medidas de expansión crediticia han contribuido a reducir significativamente la dispersión entre países de los costes de financiación de las sociedades no financieras (medida por la desviación típica).**

En los países de la zona del euro vulnerables, los tipos de interés de los préstamos bancarios han disminuido de forma especialmente acusada. Sin embargo, pese a alguna mejora alentadora en las condiciones de oferta del crédito en la zona del euro en su conjunto, los criterios de aprobación continúan variando entre países y sectores.

**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa a las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó de nuevo en el cuarto trimestre de 2015, tras haberse estabilizado en los dos trimestres anteriores.**

La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en niveles similares a los observados en el otoño de 2011 (el máximo tras la crisis) y a finales de 2004 (antes del inicio del período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación observada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, la reducción adicional del coste de los préstamos bancarios, la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos y el coste todavía muy bajo de

los valores de renta fija. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras siguieron incrementándose en el cuarto trimestre de 2015 y registraron nuevos máximos históricos, lo que guarda relación con los bajos costes de oportunidad y con la mayor incertidumbre en los mercados financieros.

**La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras pasó a ser negativa en enero de 2016.** Esta contracción podría haberse debido, con gran probabilidad, a la elevada volatilidad de los mercados y al aplazamiento de las emisiones previstas. Los beneficios no distribuidos registraron una tasa de crecimiento interanual de dos dígitos en el tercer trimestre del año anterior. Es muy posible que este fuerte crecimiento de los beneficios no distribuidos haya afectado también a las emisiones netas en los últimos meses. Desde mayo de 2015, la emisión de valores representativos de deuda ha sido sustancialmente más débil que en los primeros meses de dicho año, en los que recibió un impulso gracias al anuncio y la aplicación del APP. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras también se ha mostrado falta de dinamismo desde mediados de 2015.

**El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se ha incrementado moderadamente desde diciembre de 2015, tras registrar un mínimo histórico en noviembre de dicho año.** Esta tendencia refleja, sobre todo, el mayor coste de financiación mediante acciones, como consecuencia del descenso de las cotizaciones bursátiles asociado a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento económico mundial y de beneficios empresariales. Al mismo tiempo, el coste de financiación mediante valores de renta fija solo registró un ligero incremento.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro prácticamente no varíe durante el horizonte de proyección, dado que, a tenor de las proyecciones, la orientación ligeramente expansiva de la política fiscal contrarrestará el efecto de reducción del déficit resultante de la mejora de las condiciones cíclicas y el descenso de los pagos por intereses. Aunque puede considerarse que, en conjunto, la orientación de la política fiscal de la zona euro es adecuada en general, el tono de la política presupuestaria de varios países de la zona suscita inquietud por el riesgo de incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En particular, es necesario que los países con niveles de deuda elevados realicen esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, incrementando así su capacidad de resistencia ante perturbaciones adversas.*

**Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro prácticamente no varíe durante el horizonte de proyección, interrumpiendo la tendencia a la baja iniciada en 2011.**

Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas<sup>1</sup> elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016, se prevé que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se mantenga en el 2,1 % del PIB hasta 2017, antes de descender marginalmente 0,1 puntos porcentuales en 2018 (véase cuadro 1). En comparación con las proyecciones de diciembre de 2015, las perspectivas de las finanzas públicas se han deteriorado ligeramente en el horizonte de proyección, debido, entre otros factores, a los efectos arrastre derivados de la revisión a la baja del PIB nominal de 2015 y al tono algo más expansivo de las medidas de política fiscal.

**Se espera que la orientación de la política fiscal<sup>2</sup> de la zona del euro sea ligeramente expansiva durante el horizonte de proyección.** El tono algo más expansivo, en su conjunto, de la política fiscal puede considerarse adecuado en general, en vista de que la recuperación sigue siendo frágil. Este tono es resultado, en gran medida, de recortes discrecionales de impuestos y del aumento del gasto público relacionado con la afluencia de refugiados, que previsiblemente contrarrestarán en su totalidad la contribución favorable del componente cíclico y del impacto positivo de los menores pagos por intereses sobre el déficit nominal. De acuerdo con las proyecciones, la relajación de la política fiscal será especialmente acusada en Alemania, Italia y los Países Bajos, mientras que se prevén algunos esfuerzos de consolidación adicionales en Irlanda y Chipre.

**Cuadro 1**  
Evolución fiscal en la zona del euro

(porcentaje del PIB)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Ingresos totales	46,6	46,8	46,6	46,3	46,0	45,9
b. Gastos totales	49,6	49,4	48,7	48,5	48,1	47,9
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	2,8	2,7	2,4	2,2	2,1	2,1
d. Gasto primario (b – c)	46,8	46,7	46,3	46,2	46,0	45,8
Saldo presupuestario (a – b)	-3,0	-2,6	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Saldo presupuestario primario (a – d)	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,3	-1,9	-1,8	-2,1	-2,2	-2,1
Saldo estructural	-2,2	-1,8	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Deuda bruta	91,1	92,1	91,1	90,8	90,0	89,2
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,2	0,9	1,5	1,4	1,7	1,8

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016 elaboradas por los expertos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

**La deuda pública de la zona del euro descenderá solo de manera gradual con respecto a los altos niveles actuales.** Se prevé que la deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya con lentitud desde el nivel máximo del 92,1 % del PIB registrado en 2014 hasta situarse en el 89,2 % del PIB al final de 2018. La reducción prevista de la deuda pública, ligeramente inferior a la esperada en las proyecciones de diciembre de 2015, se sustenta en una evolución favorable

<sup>1</sup> Véanse las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201603.es.pdf>).

<sup>2</sup> La orientación de la política fiscal se mide como la variación en el saldo estructural, es decir, el saldo ajustado de ciclo neto de medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero.

del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, a la luz de las previsiones de recuperación económica y los bajos tipos de interés esperados. Además, los reducidos superávits primarios y los ajustes negativos entre déficit y deuda, reflejo, entre otras cosas, de los ingresos procedentes de las privatizaciones, también contribuirán a las mejoras de las perspectivas de deuda. No obstante, se espera que, en algunos países, la deuda en relación con el PIB aumente durante el horizonte de proyección. Para 2018, dicha ratio seguirá situándose muy por encima del valor de referencia del 60 % en la gran mayoría de los países de la zona del euro.

**Es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para lograr que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente.**

Los países con elevados niveles de deuda serían especialmente vulnerables si se registran nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros, dado que todavía existe un fuerte vínculo entre las finanzas públicas y el sistema financiero. Además, su capacidad para absorber posibles perturbaciones de carácter adverso es bastante limitada. En su Informe sobre sostenibilidad fiscal 2015<sup>3</sup> (*Fiscal Sustainability Report 2015*), publicado recientemente, la Comisión Europea ha señalado que ocho países de la zona del euro, a saber, Bélgica, Irlanda, España, Francia, Italia, Portugal, Eslovenia y Finlandia, están expuestos a importantes riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, debido sobre todo a sus altos niveles de deuda pública y/o a sus elevados pasivos implícitos. El informe muestra que para abordar los riesgos identificados es necesario cumplir plenamente las exigencias de ajuste establecidas en el PEC. En este contexto, las conclusiones del Consejo ECOFIN aprobadas el 8 de marzo de 2016<sup>4</sup> subrayaron la necesidad de que los países de la zona del euro aseguren la sostenibilidad de su posición fiscal y de que cumplan las reglas fiscales de la UE. Además, los países deberían destinar los recursos extraordinarios derivados del actual entorno de tipos de interés reducidos a acumular reservas y a reforzar su capacidad de resistencia ante futuras perturbaciones.

**Para contribuir al crecimiento económico a medio plazo de forma más efectiva y duradera, los países deberían orientar sus acciones de política hacia un gasto en inversión pública adecuadamente diseñado, teniendo en cuenta al mismo tiempo el margen de maniobra presupuestario disponible.** Aunque la cuantificación de los efectos macroeconómicos tiende a estar sujeta a una elevada incertidumbre, es de esperar que la inversión pública tenga un impacto positivo sobre la demanda y que incremente el producto potencial aumentando el *stock* de capital público (véase también el artículo titulado «La inversión pública en Europa» incluido en esta edición del *Boletín Económico*).

**Aunque puede considerarse que la orientación de la política fiscal de la zona del euro es adecuada en su conjunto, oculta importantes diferencias entre los distintos países que la integran, apreciándose crecientes riesgos**

<sup>3</sup> Véase *Fiscal Sustainability Report 2015*, Comisión Europea ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eeip/pdf/ip018\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip018_en.pdf)).

<sup>4</sup> Véase [http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209647\\_en\\_635930313600000000.pdf](http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209647_en_635930313600000000.pdf).

### **de incumplimiento del PEC en algunos países sin margen de maniobra**

**presupuestario.** Los Gobiernos han de encontrar un equilibrio en la orientación de su política fiscal que les permita reducir sus elevados niveles de deuda sin frenar la recuperación, y seguir cumpliendo plenamente las exigencias del PEC. Los países que dispongan de margen de maniobra fiscal —como Alemania, que necesita absorber el considerable impacto presupuestario de la afluencia de refugiados— deberían utilizarlo. A su vez, los países sin este margen deberían seguir aplicando las medidas necesarias para asegurar la plena observancia del PEC, abordando así los riesgos para la sostenibilidad de la deuda y reforzando su capacidad de resistencia ante futuras perturbaciones. En su declaración del 7 de marzo de 2016<sup>5</sup>, el Eurogrupo reiteró que existía un riesgo creciente de que los presupuestos de 2016 de algunos países no cumplieran las obligaciones impuestas en el marco del PEC, y que los compromisos asumidos previamente aún tenían que plasmarse en medidas concretas. En comparación con la revisión de los planes de proyectos presupuestarios realizada en noviembre de 2015, el número de países a los que se considera en riesgo de incumplimiento ha seguido aumentando. Además de los cuatro países de la zona del euro en los que ya se identificaron riesgos de incumplimiento en noviembre (esto es, Italia, España, Austria y Lituania), actualmente el Eurogrupo también aprecia estos riesgos en Portugal, basándose en su nuevo plan de proyecto presupuestario, así como en Bélgica y Eslovenia, cuyas evaluaciones de riesgos arrojan peores resultados que en noviembre. Además, se han identificado al menos algunos riesgos de desviación de las exigencias del PEC en seis países (Francia, Países Bajos, Letonia, Malta, Finlandia e Irlanda). Aunque se prevé que Francia cumpla sus objetivos de déficit en 2015 y 2016, los esfuerzos de ajuste estructural previstos hasta 2017, el plazo fijado en el procedimiento de déficit excesivo (PDE), son muy insuficientes, lo que pone en peligro la corrección del déficit excesivo en el plazo establecido. Si bien se considera que los Países Bajos cumplen el valor de referencia del gasto público a tenor de las proyecciones, el déficit estructural registrará un deterioro considerable durante el período 2015-2016, que se traducirá en una desviación de 1,1 puntos porcentuales respecto del objetivo de medio plazo (OMP)<sup>6</sup>. En conjunto, es fundamental que los mecanismos de alerta temprana y los instrumentos correctores introducidos en el marco presupuestario reforzado se apliquen íntegramente y de manera coherente.

**A continuación se presenta un breve resumen sobre los siete países de la zona del euro a los que se considera en riesgo de incumplimiento del PEC. El análisis se centra en la situación presupuestaria prevista en estos países, en las medidas de seguimiento adoptadas desde noviembre de 2015 y, en su caso, en los compromisos asumidos en marzo en el marco de la declaración del Eurogrupo para reducir las deficiencias en la consolidación.**

Empezando por los países sujetos al componente corrector, en marzo el Eurogrupo reiteró su llamamiento a España para que implemente medidas adicionales con

<sup>5</sup> Véase [http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209632\\_en\\_635929785000000000.pdf](http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/3/40802209632_en_635929785000000000.pdf).

<sup>6</sup> La Comisión consideró que los presupuestos de 2016 de cuatro países cumplen plenamente el PEC (Alemania, Estonia, Luxemburgo y Eslovaquia).

el fin de garantizar la corrección de su déficit excesivo en 2016. Este llamamiento obedece a la ausencia de medidas contundentes desde el mes de noviembre. Según las previsiones de invierno de la Comisión, España no cumpliría los compromisos asumidos en el marco del PDE. Se prevé que el objetivo general de déficit del PDE para 2016 no se cumpla por un margen del 0,8 % del PIB, y se estima que los esfuerzos estructurales realizados han sido sustancialmente inferiores a los exigidos durante el período 2013-2016 del PEC. En este contexto, el 9 de marzo de 2016 la Comisión formuló una recomendación indicando que volvería a valorar la conveniencia de acelerar el PDE en la primavera, basándose en datos validados por Eurostat, que se publicarán en abril.

No se espera que Portugal corrigiera su déficit excesivo en 2015, el plazo fijado. Atendiendo a las previsiones de invierno de la Comisión, el déficit se situó en el 4,2 % del PIB en 2015, lo que incluye los abultados costes presupuestarios relacionados con la resolución de una entidad de crédito. Tras las considerables deficiencias observadas en lo que respecta a los esfuerzos de ajuste estructural, no existe evidencia de la adopción de medidas efectivas, que sería el requisito indispensable para ampliar el plazo del PDE sin acelerar el procedimiento. La Comisión volverá a evaluar la situación en lo que respecta al PDE en primavera, basándose en los resultados presupuestarios de 2015 validados por Eurostat. Además, en su dictamen del 5 de febrero de 2016 la Comisión consideró que el proyecto de plan presupuestario para 2016, presentado por las autoridades portuguesas en enero y modificado el 5 de febrero, entrañaba riesgos de incumplimiento del PEC. En sus declaraciones del 11 de febrero y del 7 de marzo, el Eurogrupo instó a las autoridades portuguesas a elaborar medidas adicionales para implementarlas cuando sea preciso, con el fin de garantizar que los presupuestos de 2016 cumplan el PEC.

Por lo que se refiere a los países sujetos al componente preventivo, las previsiones de invierno de la Comisión para Italia apuntan a una brecha de 0,8 puntos porcentuales del PIB en 2016 con respecto a la senda de ajuste exigida hacia la consecución del OMP. Esta brecha es mayor de lo que se anticipaba en las previsiones de otoño de 2015, como consecuencia del gasto adicional contemplado en la Ley de Estabilidad Presupuestaria de 2016, que incrementó el déficit en 0,2 puntos porcentuales, hasta el 2,4 % del PIB. Sobre la base de la información disponible actualmente, existe el riesgo de que Italia se desvíe sustancialmente de las exigencias establecidas en el componente preventivo en 2016, incluso si en la primavera se le concediera mayor flexibilidad. También se prevé que Italia incumpla la regla sobre la deuda en 2015 y 2016. En este contexto, el Eurogrupo reiteró su llamamiento a que se apliquen las medidas necesarias para garantizar que los presupuestos de 2016 cumplan las normas del PEC. El 9 de marzo, la Comisión notificó a las autoridades italianas su inquietud al respecto e indicó que valorará la conveniencia de abrir un PDE basado en el criterio de deuda en la primavera.

Se espera asimismo que Bélgica incumpla la regla sobre la deuda en 2015 y 2016, atendiendo a las previsiones de invierno de la Comisión. En vista de ello, el Eurogrupo, en su declaración de marzo, instó a las autoridades a adoptar las

medidas estructurales necesarias para asegurar el pleno cumplimiento del PEC, lo que fue reiterado por la Comisión en su carta del 9 de marzo a las autoridades belgas. La Comisión valorará en la primavera si es necesario abrir un PDE basado en el criterio de deuda.

Eslovenia, Austria y Lituania son los otros tres países sujetos al componente preventivo que el Eurogrupo consideró que planteaban un riesgo de incumplimiento del PEC en marzo. A tenor de las previsiones de invierno de la Comisión, Eslovenia habría corregido su déficit excesivo de forma sostenible en 2015, el plazo fijado, mientras que los esfuerzos de ajuste estructural previstos para 2016 serán insuficientes para cumplir las exigencias del componente preventivo. Las proyecciones para Austria indican que el saldo estructural se desviará más del 0,5 % del PIB respecto del OMP en 2016, aunque se podría considerar que esta desviación no es significativa una vez contabilizados los costes relacionados con los refugiados. Se prevé que Lituania se desvíe significativamente de las exigencias relativas al valor de referencia del gasto del componente preventivo.