

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria del 9 de marzo de 2017, el Consejo de Gobierno concluyó que continúa siendo necesario un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten y respalden la inflación general a medio plazo. Las medidas de política monetaria del BCE han seguido manteniendo las condiciones de financiación muy favorables que son necesarias para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. La transmisión continuada de estas medidas a las condiciones de financiación de las empresas y los hogares estimula la creación de crédito y respalda la recuperación cada vez más firme de la economía de la zona del euro. La inflación general ha aumentado de nuevo, debido en gran medida a la subida de la inflación de los precios de la energía y de los alimentos. Sin embargo, las presiones inflacionistas subyacentes se mantienen contenidas. El Consejo de Gobierno seguirá haciendo abstracción de las variaciones de la inflación medida por el IAPC si considera que son transitorias y que no tienen implicaciones para las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 9 de marzo de 2017

La actividad mundial ha continuado recuperándose. El crecimiento mundial mejoró en el segundo semestre del año pasado y se espera que haya mantenido un ritmo sostenido a principios de 2017, aunque moderado desde una perspectiva histórica. La inflación mundial ha aumentado en los últimos meses, tras el repunte observado en los precios del petróleo, al tiempo que se prevé que el lento descenso de la capacidad productiva sin utilizar favorezca, en cierta medida, la inflación subyacente en el medio plazo.

Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de diciembre de 2016, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se han incrementado ligeramente y han mostrado cierta volatilidad. Los diferenciales de los valores de renta fija privada han caído y se mantienen por debajo de los niveles registrados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos. Las cotizaciones han subido en la zona del euro y se han observado avances similares en Estados Unidos. El euro se ha depreciado levemente en cifras ponderadas por el comercio.

La recuperación económica de la zona del euro se va afianzando de forma sostenida. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2016, tras haber registrado un ritmo de crecimiento similar en el tercer trimestre. Los datos más recientes (sobre todo, los

resultados de las encuestas) han acrecentado la confianza del Consejo de Gobierno en que la expansión económica en curso continuará afianzándose y generalizándose.

De cara al futuro, la transmisión de las medidas de política monetaria del BCE está sustentando la demanda interna y facilitando el proceso actual de desapalancamiento. Las condiciones de financiación muy favorables y la mejora de la rentabilidad empresarial continúan impulsando la recuperación de la inversión. Además, el aumento del empleo, favorecido también por las reformas estructurales acometidas en el pasado, está teniendo un impacto positivo sobre la renta real disponible de los hogares y, por tanto, está sosteniendo el consumo privado. Por otro lado, se observan señales de una recuperación mundial algo más intensa y de un aumento del comercio internacional. No obstante, se prevé que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,8 % en 2017, del 1,7 % en 2018 y del 1,6 % en 2019. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente al alza para 2017 y 2018. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, aunque menos pronunciados, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro registró una nueva subida, situándose en el 2 % en febrero, frente al 1,8 % de enero de 2017 y al 1,1 % de diciembre de 2016. Este aumento obedeció principalmente a un fuerte incremento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza de la inflación subyacente. En los próximos meses, es probable que la inflación general se mantenga en niveles próximos al 2 %, principalmente como consecuencia de las fluctuaciones registradas en la tasa de variación interanual de los precios de la energía.

Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos. Se espera que estos indicadores aumenten solo de forma gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, de la esperada continuación de la recuperación económica y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2017, el 1,6 % en 2018 y el 1,7 % en 2019. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado considerablemente al alza para 2017 y ligeramente al alza para 2018, mientras que se mantienen inalteradas para 2019. Las proyecciones elaboradas por los

expertos dependen de la aplicación plena de todas las medidas de política monetaria del BCE.

Las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE desde junio de 2014 están prestando un apoyo significativo a las condiciones de financiación de las empresas y los hogares y, por tanto, a los flujos de crédito en el conjunto la zona del euro. El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo generalmente estable en enero de 2017. Al mismo tiempo, el crédito al sector privado continuó su recuperación gradual en el cuarto trimestre de 2016 y en enero. Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando las condiciones de financiación de la economía real. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el cuarto trimestre de 2016.

En los próximos años, se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas y las ratios de deuda de la zona del euro se mantengan en una senda descendente. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona, que fue ligeramente expansiva en 2016, sea prácticamente neutral en 2017-2019. No obstante, el seguimiento por parte de los países de la zona del euro de las recomendaciones de la evaluación de la Comisión Europea de sus proyectos de planes presupuestarios para 2017 ha sido insatisfactorio, dado que ninguno de los países que se consideró que corrían el riesgo de incumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha aplicado medidas significativas.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de mantener un grado muy considerable de acomodación monetaria con el fin de asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %, sin retrasos indebidos. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que 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. Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó que seguirá realizando compras en el marco del programa de compra de activos (APP) al ritmo actual de 80 mm de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017, y que, a partir de abril, está previsto que las compras netas continúen a un ritmo de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Las compras netas se llevarán a cabo paralelamente a la reinversión de los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que vayan venciendo. Además, el Consejo de Gobierno confirmó que, si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, está preparado para ampliar el volumen y la duración del programa de compra de activos.

Entorno exterior

La actividad mundial mejoró en el segundo semestre del año pasado y se espera que el crecimiento mantenga un ritmo sostenido en el primer trimestre de 2017, aunque moderado si se considera desde una perspectiva histórica. La inflación mundial ha aumentado en los últimos meses, tras el repunte observado en los precios del petróleo, al tiempo que se prevé que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar favorezca, en cierta medida, la inflación subyacente en el medio plazo.

Actividad económica y comercio mundiales

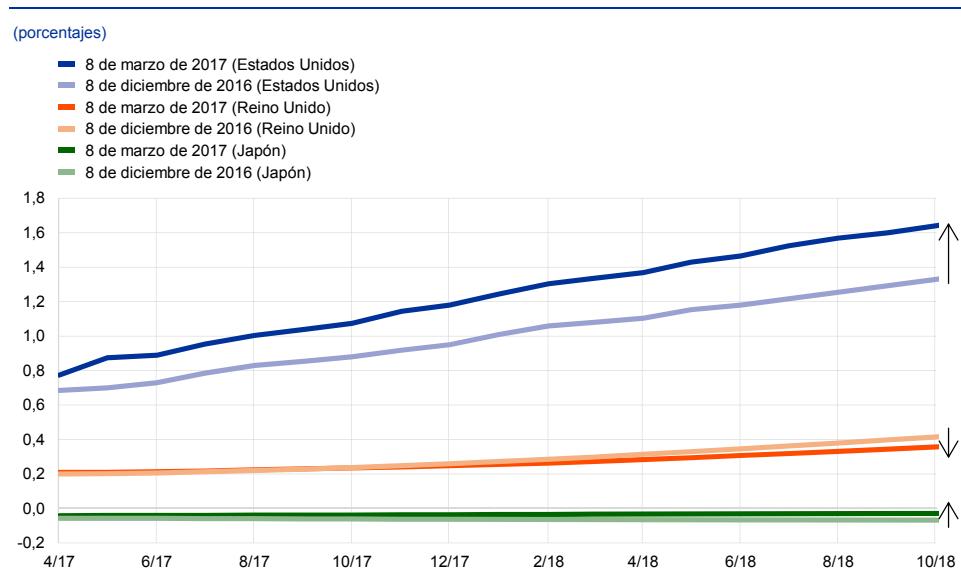
Se espera que el crecimiento mundial se mantenga sostenido, aunque moderado en comparación histórica. Los datos publicados recientemente confirman que la actividad económica mundial mejoró en el segundo semestre de 2016 y apuntan a un crecimiento sostenido a principios de 2017. De cara al futuro, se prevé que tanto las economías avanzadas como las emergentes contribuyan al crecimiento. En particular, se espera que el estímulo proporcionado por la política fiscal fortalezca la actividad en Estados Unidos, mientras que la moderación gradual de las profundas recesiones que están atravesando algunos de los principales exportadores de materias primas apoyará el crecimiento en las economías emergentes. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada debido a diversos factores, entre ellos el diseño de las políticas de la nueva Administración estadounidense y sus efectos en la economía de este país, así como los efectos de contagio sobre la actividad mundial, la fortaleza de la recuperación en los países exportadores de materias primas, el reajuste gradual de la economía china y las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea.

Aunque, en general, las condiciones financieras han seguido siendo favorables, se han endurecido en algunas economías emergentes. La volatilidad de los mercados financieros se ha mantenido reducida en las últimas semanas, y los mercados bursátiles de las economías avanzadas han registrado nuevas ganancias. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos aumentaron ligeramente, mientras que en otras economías avanzadas permanecieron en niveles bajos. En cambio, las condiciones financieras se endurecieron en algunas economías emergentes, ya que los diferenciales de la deuda soberana se incrementaron y sus monedas se depreciaron, en particular la lira turca y el peso mexicano. En conjunto se observó cierta disminución de las salidas de capital de las economías emergentes, siendo menos persistentes que en anteriores episodios de incertidumbre. Con todo, los flujos de salida de China fueron significativos en diciembre, y solo se vieron interrumpidos por las estrictas medidas de control impuestas por las autoridades. En el recuadro 1 se analiza la evolución de los mercados financieros en las economías emergentes desde las elecciones de Estados Unidos y se compara con el episodio conocido como *taper tantrum* de 2013.

Las políticas monetarias continuaron siendo acomodaticias, pero las divergencias entre las economías avanzadas están aumentando. La curva de futuros sobre fondos federales se ha desplazado al alza en los últimos meses, tras la decisión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal adoptada en diciembre. El Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, por el contrario, han mantenido una orientación acomodaticia (véase gráfico 1). Esta divergencia, que refleja una evolución económica heterogénea en las economías avanzadas, también se ha plasmado en ajustes de los tipos de cambio.

Gráfico 1

Expectativas de tipos de interés oficiales

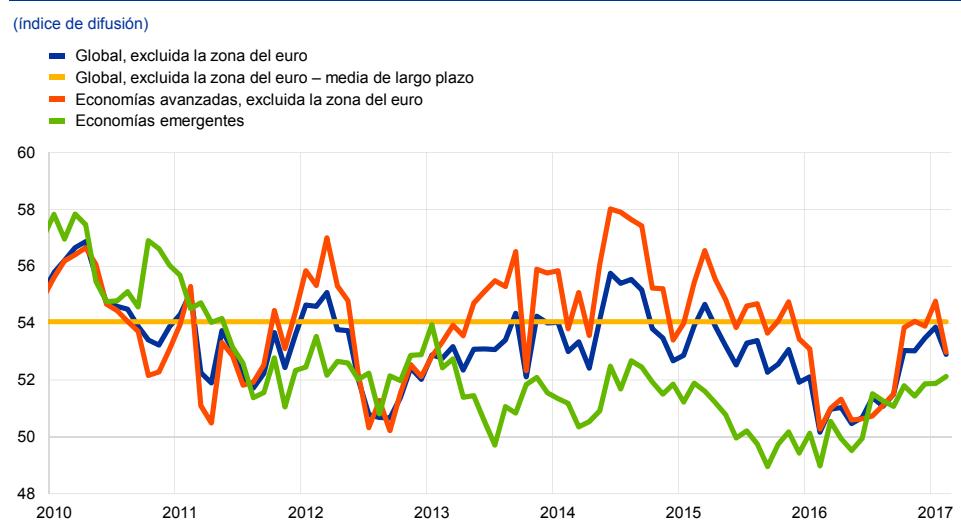


Fuentes: Bloomberg y Banco de Inglaterra.

Los datos publicados recientemente confirman que el ritmo de crecimiento mundial fue sostenido en el último trimestre de 2016. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, aumentó hasta situarse en 53,3 en el cuarto trimestre de 2016, desde el 51,5 del trimestre precedente, señalando que el crecimiento mundial se recuperó en el segundo semestre del año pasado. El índice PMI compuesto de producción global de principios de 2017 confirmó esta tendencia (véase gráfico 2). A nivel de países, los PMI trimestrales mejoraron en todas las economías avanzadas importantes en el último trimestre de 2016. Entre las economías emergentes, los datos trimestrales también mejoraron en China y Rusia, pero empeoraron en la India —a raíz de la reciente política de desmonetización— y en Brasil, permaneciendo por debajo del umbral de 50 en ambos países. De cara al futuro, los indicadores sintéticos adelantados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) continúan sugiriendo un repunte del ritmo de crecimiento en varias economías avanzadas y señalan que este ritmo se está intensificando en las principales economías emergentes.

Gráfico 2

Índice PMI compuesto de producción global



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017. «Economías emergentes» es un agregado de China, Rusia, Brasil, India y Turquía. «Economías avanzadas» incluye a Estados Unidos, Reino Unido y Japón. «Media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y febrero de 2017.

En Estados Unidos, la actividad económica finalizó el año en una posición más sólida, sostenida por el gasto en consumo y por la recuperación de la inversión, ya que se observaron un menor ajuste del sector energético y una disminución de los efectos negativos de la fortaleza del dólar sobre la rentabilidad de las empresas. La solidez del gasto en consumo y la recuperación de la inversión privada deberían favorecer una expansión moderada en 2017. Posteriormente se espera que la actividad económica avance a un ritmo más intenso, principalmente como consecuencia de la orientación más expansiva de la política fiscal que probablemente siga la nueva Administración.

En el Reino Unido, la actividad económica ha mostrado una sorprendente capacidad de resistencia tras el referéndum sobre la pertenencia a la UE. Aunque la inversión se estancó en el último trimestre de 2016 en el contexto de la incertidumbre relacionada con el Brexit, el consumo privado contribuyó de forma significativa al crecimiento del PIB, pese a la desaceleración que experimentó con respecto al trimestre precedente. No obstante, se prevé que la actividad económica se ralentice a lo largo de 2017. Según las previsiones, la subida de los precios de consumo impulsada por la evolución del tipo de cambio reducirá el consumo privado, mientras que es probable que las decisiones de inversión de las empresas se vean afectadas por la incertidumbre asociada al Brexit.

En Japón, el crecimiento del PIB real se desaceleró en el último trimestre de 2016, ya que la demanda interna se debilitó. La contribución de la demanda exterior neta —respaldada por la depreciación del yen— y de la recuperación de la actividad en el exterior al crecimiento del PIB real fue mayor que la de la demanda interna. En un horizonte de corto plazo, el crecimiento debería verse favorecido por los significativos estímulos de las políticas fiscal y monetaria, así como por la demanda exterior. A más largo plazo, se prevé que, a medida que desaparezca

gradualmente el apoyo procedente del paquete de medidas de estímulo fiscal del año pasado, la actividad económica se ralentice con el tiempo y se aproxime a la tasa de crecimiento del producto potencial del país.

En China, el crecimiento se intensificó en el último trimestre de 2016, sustentado en la fortaleza del consumo y en la recuperación de la inversión privada. Aunque las perspectivas a corto plazo están dominadas por el alcance de las medidas de estímulo fiscal, se espera que el crecimiento económico mantenga una tendencia gradual a la baja en el medio plazo. En particular, el avance de la inversión seguirá moderándose a medida que se reduzca paulatinamente el exceso de capacidad.

En los países de Europa Central y Oriental, el crecimiento del PIB real se desaceleró en 2016, como consecuencia de una disposición más lenta de los fondos de la UE al principio del nuevo ejercicio presupuestario. La mayor debilidad de la demanda exterior también ha contribuido a la desaceleración observada. No obstante, a medio plazo se prevé que la actividad económica mantenga una capacidad de resistencia relativa, debido a la fortaleza del gasto en consumo, a la mejora de los mercados de trabajo y al aumento de la absorción de fondos de la UE.

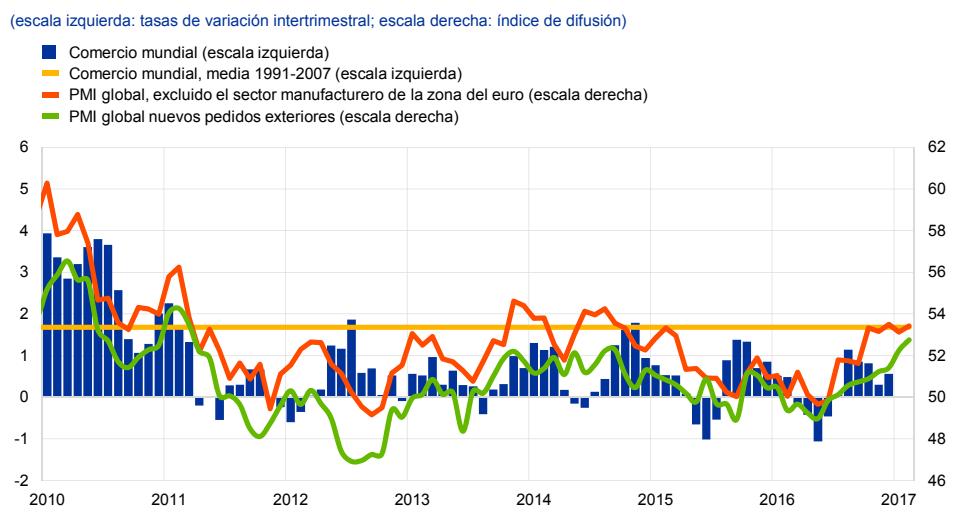
Las señales de recuperación de las profundas recesiones experimentada por los grandes países exportadores de materias primas son dispares. En Rusia, el crecimiento intertrimestral del PIB real pasó a ser positivo en el tercer trimestre de 2016, respaldado principalmente por la demanda exterior neta. Aunque el banco central de este país ha mantenido sin variación el tipo de interés oficial, el rublo se fortaleció y los mercados de renta variable registraron un alza como consecuencia del repunte de los precios del petróleo. Sin embargo, de cara al futuro, se espera que los retos fiscales afecten al entorno empresarial, y es muy posible que la falta de inversión en capital fijo y de reformas estructurales debiliten el potencial de crecimiento. En Brasil, el PIB real se redujo más de lo esperado en el segundo semestre de 2016. A corto plazo, la actividad económica debería beneficiarse de la lenta estabilización de la confianza empresarial, de la mejora de la relación real de intercambio y de la relajación de las condiciones financieras, aunque las recurrentes incertidumbres políticas y las necesidades de consolidación de las finanzas públicas siguen lastrando las perspectivas a medio plazo.

El comercio mundial cobró impulso en el segundo semestre de 2016 y se espera que haya mantenido este dinamismo en el primer trimestre de este año. Los datos sobre importaciones mundiales, excluida la zona del euro, se revisaron ligeramente al alza en el tercer trimestre de 2016, confirmando el repunte del primer semestre, y los indicadores disponibles señalan perspectivas positivas a corto plazo. Según datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis (CPB), las importaciones mundiales de bienes en términos reales se incrementaron un 0,6 % en diciembre (en tasa intertrimestral), ligeramente por debajo del tercer trimestre pero apuntando todavía a un crecimiento sostenido (véase gráfico 3). El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores ha continuado aumentando en los últimos meses, indicando una mejora del dinamismo del comercio mundial a comienzos de este año. A más largo plazo,

aunque las perspectivas están sujetas a cierto grado de incertidumbre relacionada con las políticas comerciales futuras de Estados Unidos, se espera que el comercio mundial avance prácticamente en línea con la actividad global.

Gráfico 3

Comercio mundial de bienes



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017 (PMI) y a diciembre de 2016 (comercio mundial).

En general se prevé un aumento gradual del crecimiento mundial en el período 2016-2019. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se acelerará gradualmente desde el 3,1 % en 2016 hasta el 3,5 % en 2017 y el 3,8 % en 2018-2019. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 1,6 % en 2016 hasta el 2,8 % en 2017, el 3,4 % en 2018 y el 3,5 % en 2019. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2016, el crecimiento mundial se ha revisado ligeramente al alza, reflejando la revisión de algunos datos y la inclusión de las expectativas de cierto estímulo fiscal en las proyecciones de referencia relativas a Estados Unidos. Mientras tanto, el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado al alza para 2016-2017, como consecuencia de la mejora de los datos sobre importaciones en el segundo semestre de 2016, pero marginalmente a la baja para 2019, debido principalmente a las expectativas de menor crecimiento de las importaciones en América Latina y en China.

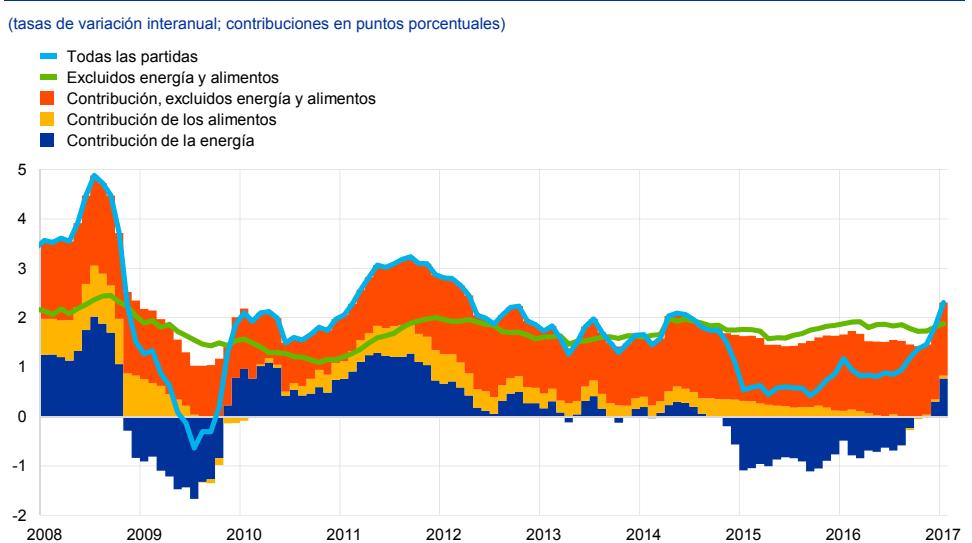
La incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relativas a la actividad económica mundial continúa siendo elevada, y los riesgos siguen apuntando a la baja. Entre los principales riesgos a la baja se incluyen un mayor proteccionismo comercial que está cobrando fuerza en las economías avanzadas, un endurecimiento desordenado de las condiciones financieras a escala global, que podría afectar especialmente a las economías emergentes vulnerables, posibles perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización de China y, por último, posibles perturbaciones causadas por la incertidumbre política y geopolítica, como las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea.

Evolución mundial de los precios

La inflación mundial ha aumentado en los últimos meses, tras el repunte de los precios del petróleo. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó hasta situarse en el 2,3 % en enero, retornando a niveles no observados desde hace casi cinco años. Esta evolución estuvo impulsada fundamentalmente por la subida de los precios de la energía, que registraron un incremento interanual del 8,5 %. En los países de la OCDE, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se incrementó hasta el 1,9 % en enero, desde el 1,8 % de diciembre (véase gráfico 4). La inflación medida por los precios de consumo volvió a aumentar en todas las economías avanzadas importantes en enero. En cambio, la inflación siguió descendiendo en la mayoría de los principales países no pertenecientes a la OCDE, con la excepción de China, donde los precios de consumo se recuperaron.

Gráfico 4

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE



Fuente: OCDE.

Nota: La última observación corresponde a enero de 2017.

Los precios del Brent han fluctuado entre 52 y 56 dólares estadounidenses por barril desde que, el 30 de noviembre de 2016, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) alcanzara un acuerdo para recortar la producción. La producción mundial de crudo disminuyó en enero, como consecuencia de la reducción de la producción en los países de la OPEP y en los países productores no pertenecientes a esta organización. Mientras que la producción de la OPEP registró uno de los mayores recortes de su historia, los países firmantes del acuerdo que no son miembros de la organización también contribuyeron al descenso intermensual más acusado de la oferta mundial de petróleo desde septiembre de 2008. Sin embargo, se prevé que la producción de los países no pertenecientes a la OPEP aumente en 2017, impulsada principalmente por los países que no han participado en el citado acuerdo (Estados Unidos, Canadá y Brasil), habiéndose observado ya un incremento de la producción

estadounidense de petróleo no convencional (*shale oil*) en diciembre de 2016. Los precios de las materias primas no energéticas han aumentado en torno a un 1 % (en dólares estadounidenses) en las últimas semanas, debido fundamentalmente a la subida del precio del mineral de hierro hasta un nivel cercano al máximo de los tres últimos años, subida que se compensó, en parte, por la caída de los precios de los alimentos.

De cara al futuro se espera que la inflación mundial aumente con lentitud. Se prevé que la reciente subida de los precios del petróleo y de otras materias primas sostenga la inflación general a corto plazo. Más adelante, la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial debería favorecer, en cierta medida, la inflación subyacente en el medio plazo. No obstante, dado que la actual curva de futuros del petróleo anticipa que los precios del crudo se mantendrán muy estables durante el horizonte de proyección, se espera que la contribución futura de los precios de la energía a la inflación sea muy limitada.

2

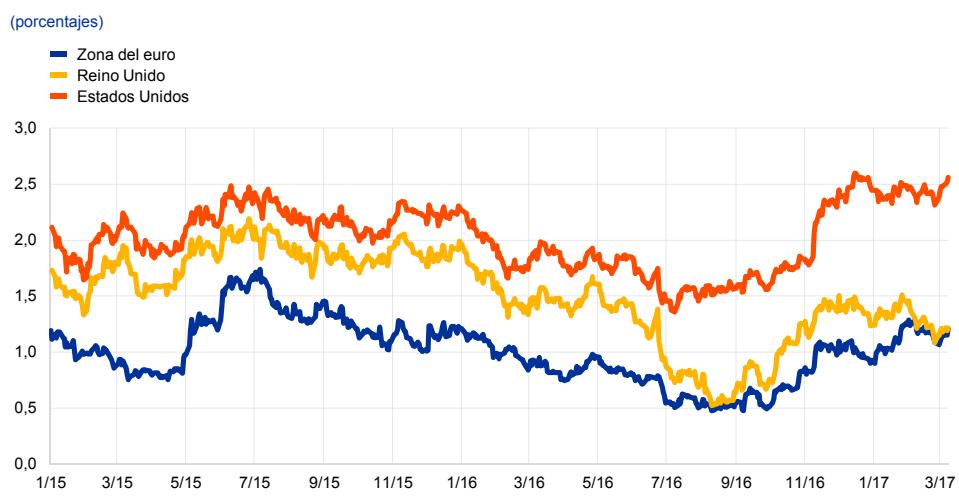
Evolución financiera

Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de diciembre, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado ligeramente y han mostrado cierta volatilidad. Los diferenciales de los valores de renta fija privada han descendido y se mantienen por debajo de los niveles registrados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Las cotizaciones han subido en la zona del euro y se han observado avances similares en Estados Unidos. El euro se ha depreciado levemente en cifras ponderadas por el comercio.

En conjunto, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han aumentado desde principios de diciembre. Durante el período de referencia (del 8 de diciembre de 2016 al 8 de marzo de 2017), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderada por el PIB se incrementó en unos 15 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,2 % (véase gráfico 5).

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años en la zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 8 de marzo de 2017.

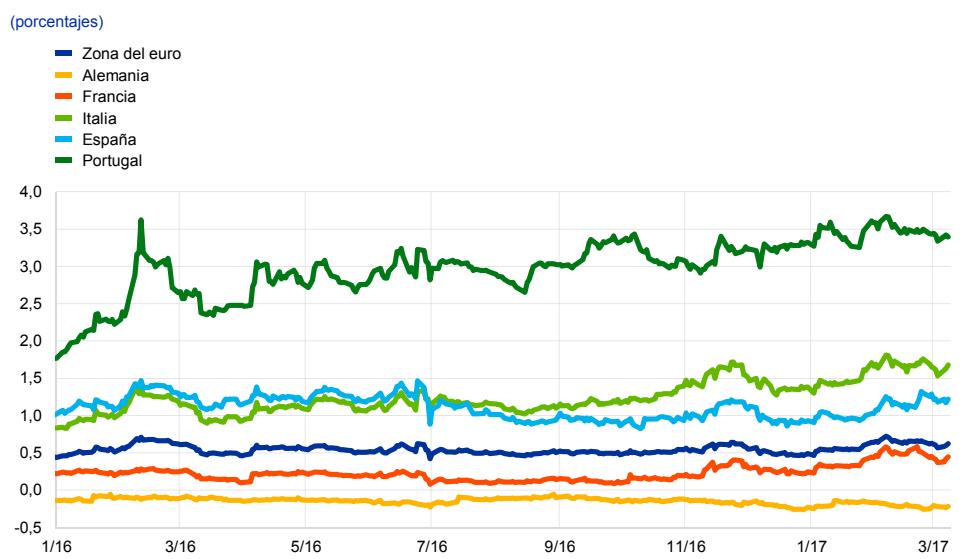
Dentro de la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se han incrementado como consecuencia de la incertidumbre política.

La estabilidad que, en su conjunto, ha mostrado la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda pública oculta una trayectoria algo heterogénea en los distintos países de la zona. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se ampliaron en varios de ellos (véase gráfico 6). Esto fue especialmente evidente en Francia, donde el aumento de la incertidumbre política en torno a las próximas elecciones presidenciales generó cierta volatilidad en los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana. El diferencial de rendimiento de la deuda soberana a diez años de Francia respecto al tipo *swap* a un día libre de riesgo

finalizó el período analizado con un alza de unos 20 puntos básicos, después de ampliarse hasta 40 puntos básicos durante dicho período. En países con una calificación crediticia más baja se observó un aumento similar del diferencial.

Gráfico 6

Diferenciales de deuda soberana de la zona del euro frente al tipo *swap* del eonia de la zona

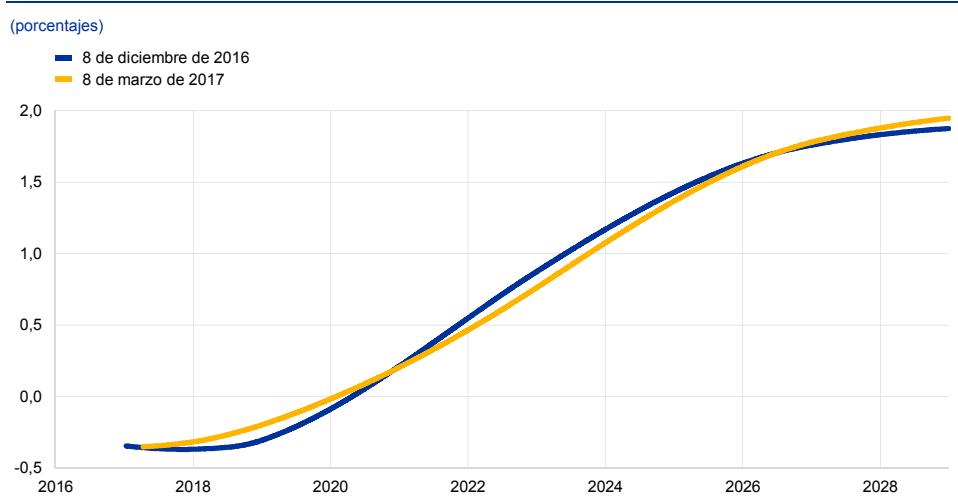


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia del rendimiento de la deuda soberana. Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 8 de marzo de 2017.

La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) ha permanecido prácticamente sin variación desde principios de diciembre, lo que indica la ausencia de expectativas de los mercados de nuevos recortes del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito. El perfil gradualmente ascendente de la curva de tipos *forward* del eonia sugiere que los participantes en el mercado continúan esperando que los tipos negativos del eonia se mantengan durante un período prolongado y que no habrá reducciones adicionales del tipo de interés de la facilidad de depósito (véase gráfico 7). Esta evolución representa un fuerte contraste con la situación de principios de octubre de 2016, cuando el tramo más corto de la curva mostraba una pendiente descendente y, por lo tanto, señalaba expectativas de nuevos recortes del tipo de interés de la facilidad de depósito.

Gráfico 7
Tipos *forward* del EONIA



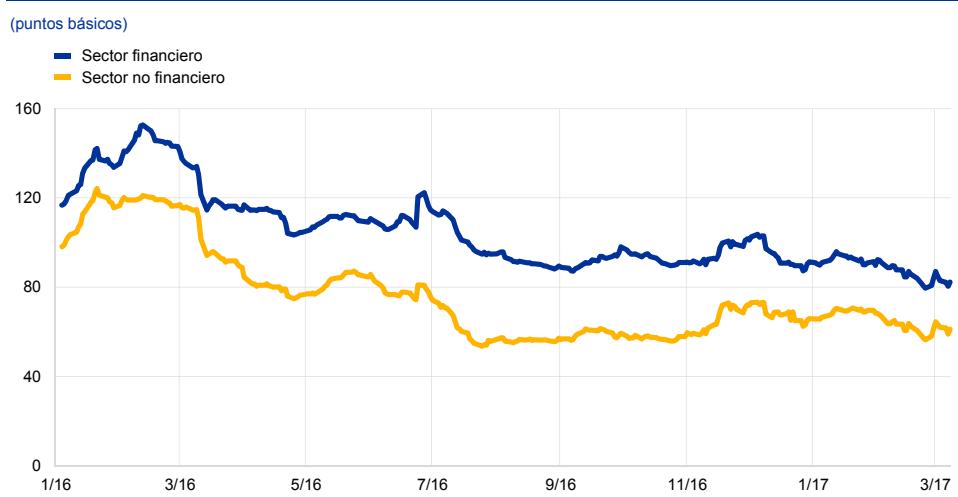
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

El eonia se mantuvo estable, en unos –35 puntos básicos, durante el período considerado, excepto por un ligero aumento registrado al final del año. El exceso de liquidez se incrementó alrededor de 165 mm de euros, hasta situarse en unos 1.356 mm de euros, en el contexto de las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema. El incremento del exceso de liquidez también reflejó la participación en la tercera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II), que se llevó a cabo en diciembre de 2016. En el recuadro 4 se presenta información más detallada sobre la situación de liquidez.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras han disminuido en todas las categorías de calificación crediticia desde principios de diciembre (véase gráfico 8). La disminución de los diferenciales (respecto a la curva correspondiente de bonos con calificación AAA de la zona del euro) se ha visto respaldada por la mejora de las perspectivas de crecimiento de la zona. Por sí misma, la caída de los diferenciales de los valores de renta fija privada indica una reducción de la percepción del riesgo para las empresas por parte de los mercados. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras se sitúan unos 60 puntos básicos por debajo de los niveles de principios de marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del CSPP. En el sector financiero, los diferenciales de los valores de renta fija privada también se estrecharon entre 5 y 20 puntos básicos en todas las categorías de calificación crediticia durante el período de referencia.

Gráfico 8

Diferenciales de los valores de renta fija privada en la zona del euro



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al 8 de marzo de 2017.

Las cotizaciones de la zona del euro han experimentado un alza considerable desde principios de diciembre. Los precios de las acciones de entidades no bancarias aumentaron un 7 % durante el período analizado, superando los de las acciones del sector bancario, que solo se incrementaron un 2 % (véase gráfico 9). Las cotizaciones de las entidades de crédito de la zona del euro superaron las de entidades homólogas de Estados Unidos, mientras que las del sector bancario de la zona registraron peores resultados que las de los bancos de Estados Unidos. Los incrementos se sustentaron en la mejora de las perspectivas de crecimiento macroeconómico y de inflación. Si se considera un horizonte más amplio y se comparan con los mínimos registrados después de conocerse el resultado del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE celebrado a finales de junio de 2016, las cotizaciones de la zona del euro se han incrementado alrededor de un 25 % (en torno al 50 % en el caso de las del sector bancario). La incertidumbre en los mercados —medida por las expectativas de volatilidad de los precios de las acciones— se mantuvo estable, en general, durante el período de referencia. A principios de marzo, la volatilidad implícita de los mercados bursátiles de la zona del euro era del 15 % en términos anualizados, mientras que en Estados Unidos se situaba en el 12 %. En ambas áreas económicas, la volatilidad implícita se encuentra muy por debajo de las medias históricas y en cierta medida refleja unos niveles reducidos de volatilidad observada en los movimientos de las cotizaciones.

Gráfico 9

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2016 = 100)

- Valores bancarios de la zona del euro
- Valores no bancarios de la zona del euro
- Valores bancarios de Estados Unidos
- Valores no bancarios de Estados Unidos



Fuentes: Thomson Reuters, índices iBoxx y cálculos del BCE.

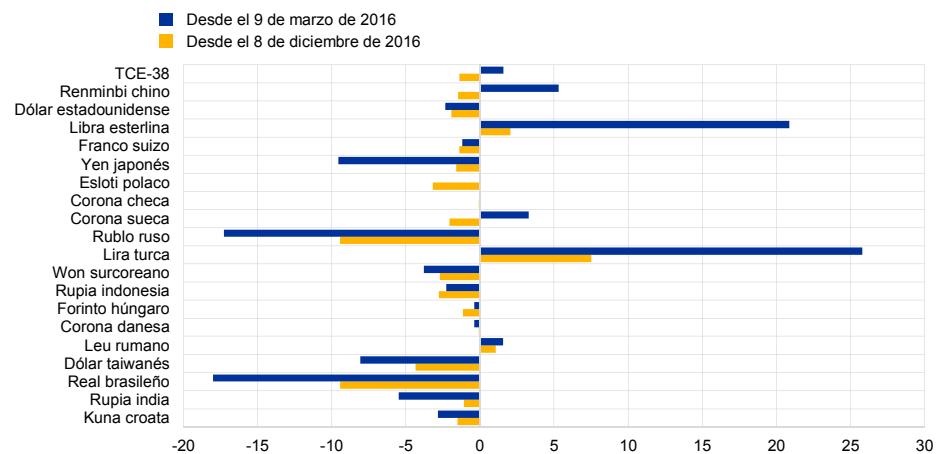
Nota: La última observación corresponde al 8 de marzo de 2017.

En los mercados de divisas, el euro se depreció ligeramente en cifras ponderadas por el comercio (véase gráfico 10). El tipo de cambio efectivo nominal del euro ha retrocedido un 1,4 % desde el 8 de diciembre. En términos bilaterales, la moneda única se depreció un 1,9 % frente al dólar estadounidense en ese mismo período. El euro también se debilitó frente a otras de las principales monedas, entre ellas el yen japonés (1,6 %) y el franco suizo (1,4 %), mientras que continuó apreciándose frente a la libra esterlina (2,1 %). Al mismo tiempo, el tipo de cambio del euro también se depreció frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y frente a las monedas de importantes economías emergentes (incluido el renminbi chino), con la excepción de la lira turca.

Gráfico 10

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

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

3

Actividad económica

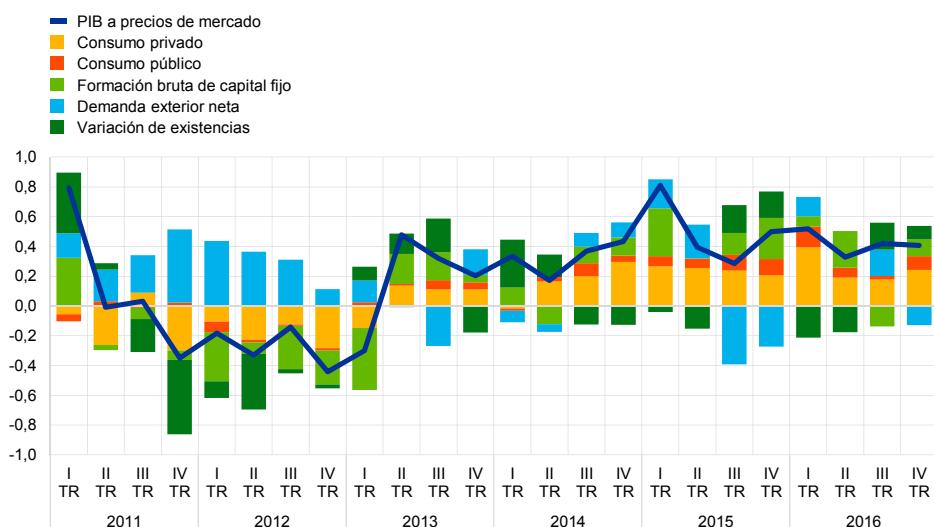
La expansión económica en curso continúa afianzándose, respaldada fundamentalmente por la demanda interna de la zona del euro. Se observan también señales de una recuperación mundial algo más intensa. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,8 % en 2017, del 1,7 % en 2018 y del 1,6 % en 2019. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona, aunque menos pronunciados, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global.

Continúa la expansión económica de la zona del euro sostenida por la demanda interna. El PIB real aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del año (véase gráfico 11). La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB real, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. El avance del producto en el cuarto trimestre se tradujo en un aumento anual del PIB del 1,7 % en 2016. La tendencia de la actividad económica a afianzarse y generalizarse en todos los sectores y países se mantuvo en el cuarto trimestre de 2016.

Gráfico 11

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones intertrimestrales, en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre de 2016 para el PIB y sus componentes.

El consumo privado continuó siendo la base de la expansión económica en curso. El gasto real en consumo se incrementó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del año. Este repunte con respecto al tercer trimestre se produjo pese a la subida de los precios del petróleo. La confianza de los consumidores mantuvo su fortaleza y se situó muy por encima de su media de largo plazo en enero y febrero, señalando una fuerte dinámica subyacente del gasto en consumo en el corto plazo. Además, el crecimiento del consumo privado continuó viéndose

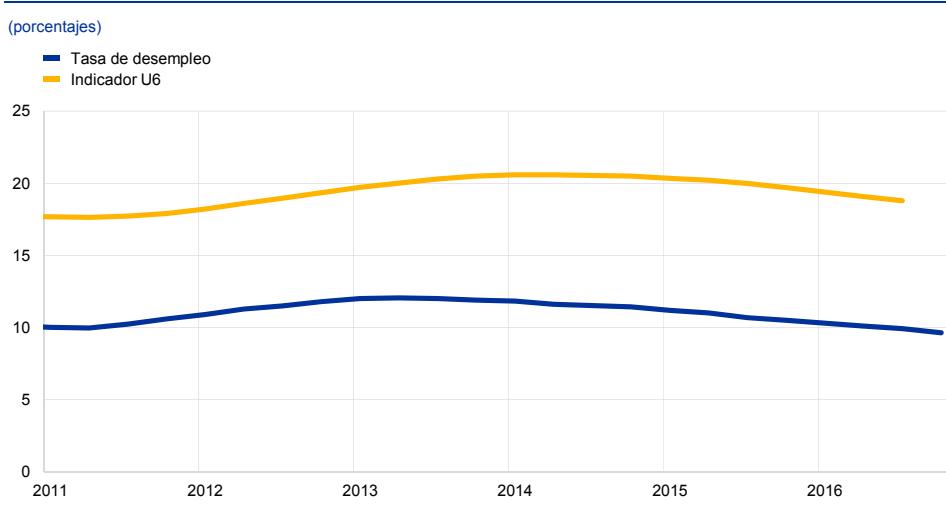
impulsado por el sólido aumento de la renta de los hogares, que se basa en la mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro.

El desempleo de la zona del euro ha caído durante 14 trimestres consecutivos.

El desempleo de la zona del euro siguió disminuyendo en el cuarto trimestre de 2016, tras haber registrado un máximo a principios de 2013. En enero, se situó en el 9,6 %, el nivel más bajo desde el segundo trimestre de 2009. El crecimiento del empleo en la zona del euro continuó en el tercer trimestre de 2016, debido fundamentalmente a la creación de empleo en el sector servicios. Las encuestas más recientes sugieren nuevas mejoras en los mercados de trabajo, y los principales indicadores reflejan una tendencia positiva en febrero de 2017, siendo la única excepción el sector de la construcción, donde se mantienen prácticamente sin variación.

Gráfico 12

Tasa de desempleo e indicador más amplio de la infrautilización del trabajo



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

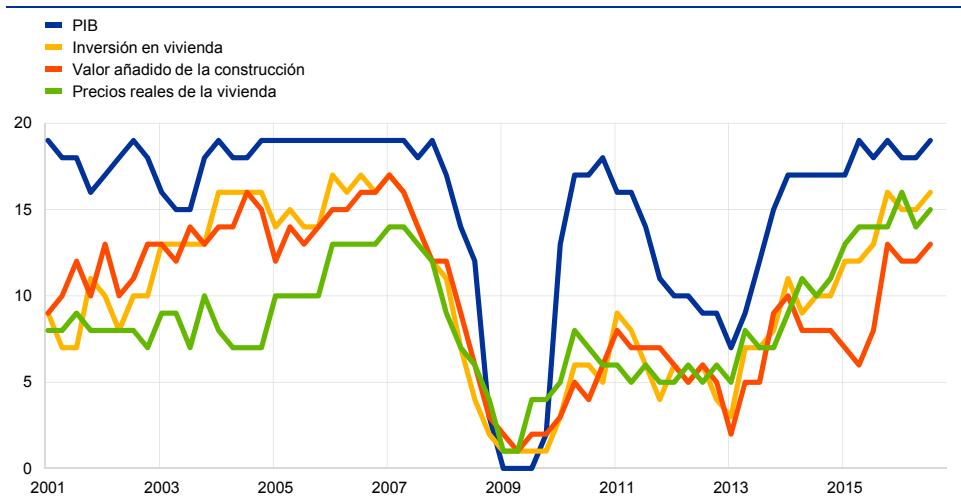
Notas: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016 para la tasa de desempleo y al tercer trimestre de 2016 para el indicador U6. U6 es un indicador más amplio de la infrautilización del trabajo que tiene en cuenta, también, estimaciones de los trabajadores desanimados, de los grupos con vinculación más débil con el mercado de trabajo (o inactivos potencialmente disponibles) y de los trabajadores a tiempo parcial subempleados.

Aunque la tendencia general del desempleo es claramente positiva, la holgura en los mercados de trabajo sigue siendo considerable cuando se toman en consideración medidas más amplias de la infrautilización del trabajo. Si bien hay menos desempleados en el mercado de trabajo, quedan todavía muchos que no se contabilizan como parados, pero que podrían competir por empleos, reduciendo así las presiones salariales. Indicadores más amplios de la infrautilización del trabajo (como el «indicador U6», que incluye estimaciones del número de «trabajadores desanimados», de otros grupos con vinculación más débil con el mercado de trabajo (o inactivos potencialmente disponibles) y de trabajadores a tiempo parcial subempleados, que trabajan actualmente, pero no las horas semanales que desearían) siguen situándose en niveles elevados y han disminuido menos que la tasa de paro (véase gráfico 12). Esto sugiere un grado de holgura todavía considerable en el mercado de trabajo de la zona del euro en su conjunto.

Los mercados de la vivienda de la zona de euro sostienen de forma creciente la dinámica de crecimiento. La recuperación de los mercados de la vivienda de la zona del euro ha sido más lenta y mucho más débil que la recuperación de la actividad económica general de la zona del euro. Recientemente, sin embargo, un número creciente de países ha registrado tasas de crecimiento interanual positivas en indicadores importantes de los mercados de la vivienda (véase gráfico 13). Así pues, parece que muchos mercados de la vivienda de la zona del euro están entrando en una fase expansiva. Con todo, la intensidad de esta recuperación sigue siendo, en conjunto, relativamente moderada y heterogénea entre los distintos países. De cara al futuro, la mejora de las condiciones financieras, el aumento de la confianza en el sector de la construcción y un número cada vez mayor de visados de obra nueva también indican un repunte continuado de la inversión en construcción en 2017.

Gráfico 13

Número de países con tasas de crecimiento interanual positivas e indicadores del mercado de la vivienda



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016. Las cifras, que no están ponderadas, pueden oscilar entre 0 y 9.

La inversión empresarial también parece haber aumentado en el cuarto trimestre, aunque probablemente a un ritmo más lento que en el tercer trimestre, dado que la producción de bienes de equipo creció de forma moderada. Al mismo tiempo, según la encuesta de la Comisión Europea correspondiente al primer trimestre de 2017, la percepción de la demanda como factor limitador de la producción de bienes de equipo ha vuelto a caer y se mantiene en su nivel más bajo desde el inicio de la Gran Recesión. La utilización de la capacidad productiva también aumentó por encima de los niveles medios anteriores a la crisis en el primer trimestre de 2017.

De cara al futuro, la inversión total debería verse respaldada adicionalmente por el tono extraordinariamente acomodaticio de la política monetaria del BCE.

Las condiciones de financiación siguen siendo muy favorables y se espera que los indicadores de márgenes se recuperen en el contexto de un sector de sociedades

no financieras que ya cuenta con un alto grado de liquidez. Además, la fuerte recuperación observada en los precios de las acciones y el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda han reducido la ratio de endeudamiento (deuda sobre activos totales). El aumento de los beneficios de las sociedades no financieras debería estimular la inversión, sobre todo dada la necesidad de sustituir el capital tras años de escaso dinamismo de la formación de capital fijo. Sin embargo, la recuperación de la inversión seguirá viéndose frenada por rigideces en los mercados de productos, unas expectativas de crecimiento a largo plazo más débiles que en el pasado y la continua necesidad de desapalancamiento en algunos países de la zona del euro. Además, el ajuste en curso a los cambios en el entorno regulatorio, la baja rentabilidad de las entidades de crédito y el volumen todavía elevado de préstamos dudosos en los balances de los bancos en varios países siguen afectando a la capacidad de intermediación de las entidades de crédito y, a su vez, a la financiación de las inversiones de las empresas a corto plazo.

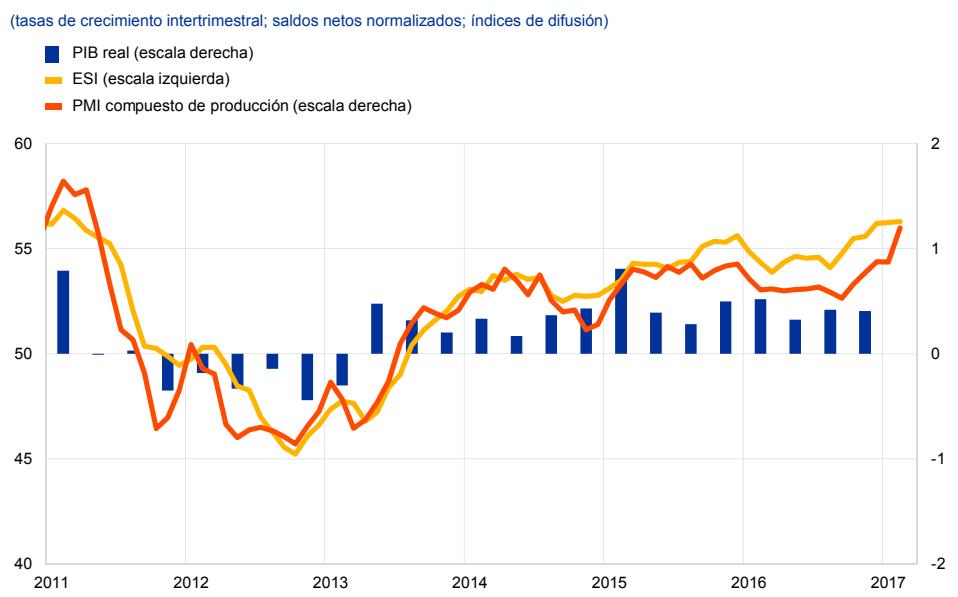
El crecimiento de las exportaciones de la zona del euro ha seguido recuperándose en un entorno de mejora gradual del comercio internacional.

Las exportaciones totales de la zona del euro aumentaron un 1,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre, favorecidas por el comercio de bienes y de servicios. Los datos mensuales hasta diciembre de 2016 señalan un sólido incremento (en tasas de variación intertrimestral) de las exportaciones de bienes a China y otros países asiáticos. Al mismo tiempo, la contribución de América Latina fue positiva, al igual que la de Estados Unidos. Hasta noviembre, las exportaciones al Reino Unido cayeron, mientras que las exportaciones a otros países de la zona del euro registraron un avance. Existen indicios de que las exportaciones de bienes de la zona del euro han superado las importaciones totales de bienes en el cuarto trimestre de 2016, señalando con ello un posible aumento de las cuotas de exportación de la zona en un entorno de depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Las encuestas y los nuevos pedidos exteriores relativos al primer trimestre de 2017 apuntan a una mejora de la dinámica de las exportaciones en el corto plazo. A más largo plazo, se prevé que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro aumenten como consecuencia de la recuperación gradual del comercio internacional. No obstante, los riesgos para las perspectivas del comercio están relacionados con los posibles efectos adversos derivados del incremento de la incertidumbre en torno a las políticas comerciales a escala mundial.

En general, las encuestas apuntan a una sólida dinámica de crecimiento en el primer trimestre de 2017. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESI, en sus siglas en inglés) mostró mejoras generalizadas en enero y se mantuvo sin cambios en niveles elevados en febrero. El índice PMI compuesto de producción, por otra parte, permaneció estable en enero y registró mejoras generalizadas en febrero. La subida observada en los dos primeros meses de 2017, en comparación con el cuarto trimestre de 2016, reflejó una mejor valoración de la situación actual y un aumento significativo de la cartera de pedidos en la industria y en la construcción. Ambas encuestas se sitúan actualmente por encima de sus niveles medios a largo plazo (véase gráfico 14).

Gráfico 14

PIB real de la zona del euro, índice PMI compuesto de producción y ESI



Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 para el PIB real y a febrero de 2017 para el ESI y el Índice PMI.

Se espera que la expansión económica de la zona del euro prosiga, respaldada por las medidas de política monetaria que continúan transmitiéndose a la economía real. La mejora de la rentabilidad empresarial y unas condiciones de financiación muy favorables siguen impulsando la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, que continúa viéndose favorecido por las reformas estructurales acometidas en el pasado, respalda la renta real disponible de los hogares y, por tanto, el consumo privado. Asimismo, se observan señales de una recuperación a escala mundial algo más intensa y de un aumento del comercio internacional. No obstante, se prevé que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,8 % en 2017, del 1,7 % en 2018 y del 1,6 % en 2019 (véase gráfico 15). Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real para 2017 y 2018 se han revisado ligeramente al alza, en 0,1 puntos porcentuales, debido a una demanda exterior algo más vigorosa en el corto plazo, a un tipo de cambio del euro más débil y a un sentimiento económico más favorable. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona, aunque menos pronunciados, siguen apuntando a la baja y están relacionados principalmente con factores de carácter global.

Gráfico 15

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 9 de marzo de 2017.

Notas: Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en el documento titulado *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio web del BCE.

4

Precios y costes

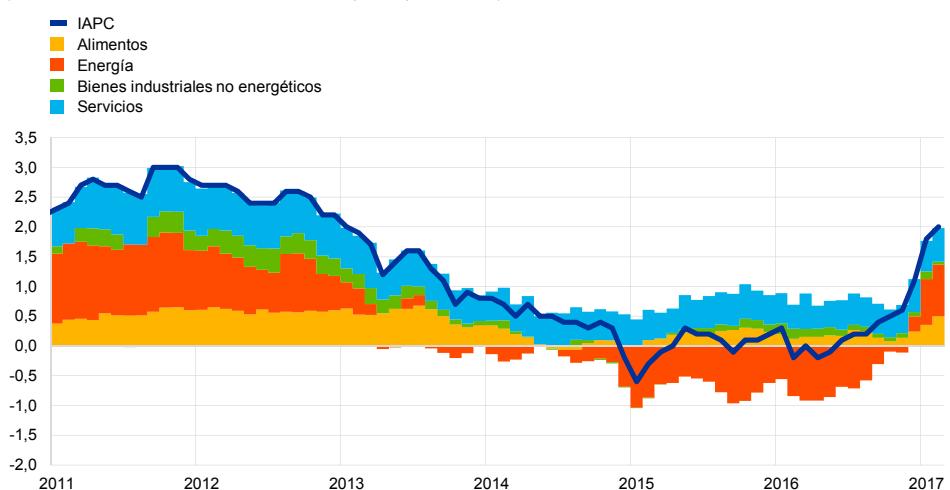
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2 % en febrero de 2017, frente al 1,8 % de enero. Teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que la inflación general permanezca en niveles próximos al 2 % en los próximos meses. Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos y se espera que aumenten solo de forma gradual a medio plazo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2017, el 1,6 % en 2018 y el 1,7 % en 2019.

La inflación general volvió a aumentar en febrero. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC registró una nueva subida, situándose en el 2 % en febrero, frente al 1,8 % de enero de 2017 y el 1,1 % de diciembre de 2016 (véase gráfico 16). El incremento de los últimos meses se debe, principalmente, a la inflación de los precios de la energía y, en menor medida, a la de los precios de los alimentos, y situó la inflación general en febrero de este año en el nivel más alto registrado desde enero de 2013.

Gráfico 16

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



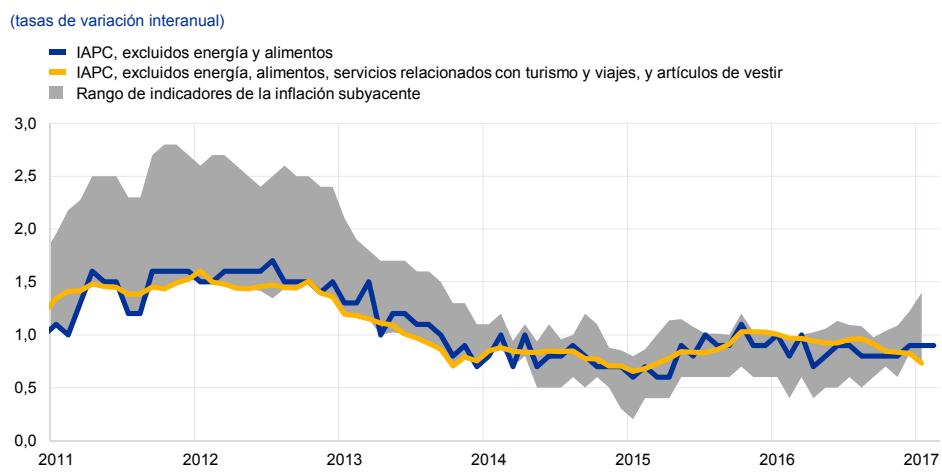
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017.

Sin embargo, la inflación subyacente se mantuvo contenida. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 0,9 % en febrero de 2017, muy por debajo de su media de largo plazo. La tasa no varió desde diciembre de 2016 y solo es ligeramente superior al 0,8 % registrado entre agosto y noviembre de 2016. La mayoría de los demás indicadores de la inflación subyacente tampoco mostraron signos de una evolución al alza más dinámica (véase gráfico 17). La contención de la inflación subyacente puede reflejar, en parte, los efectos indirectos a la baja derivados de caídas anteriores de los precios del

petróleo, que se materializan con un cierto desfase, pero también, y más importante, el grado de holgura de la economía y la persistencia de unas débiles presiones internas en términos de costes.

Gráfico 17
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada al 10 %; la media truncada al 30 %; la mediana del IAPC y un indicador basado en un modelo factorial dinámico. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos) y a enero de 2017 (resto de indicadores).

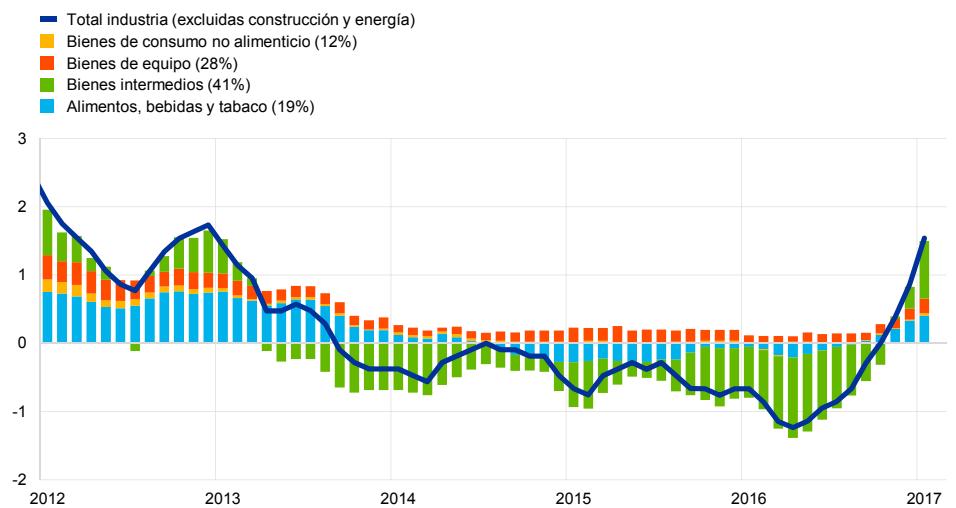
Solo se observan señales débiles de presiones inflacionistas latentes al alza.

Los fuertes incrementos registrados en la inflación de los precios industriales en el total de la industria (excluidas la construcción y la energía) desde la primavera de 2016 reflejan, principalmente, los considerables aumentos observados en los precios industriales de los bienes intermedios (véase gráfico 18). Es posible que parte de estos incrementos se esté trasladando —con cierto desfase— a los precios de los bienes de consumo no alimenticio en otras fases de la cadena de producción y de precios. Asimismo, la inflación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio registró una notable subida, hasta situarse en el 0 % en enero, desde el -0,1 % de diciembre y el -1 % de noviembre. No obstante, a principios de 2017 la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio aún no había mostrado una clara tendencia al alza y solo había aumentado hasta el 0,3 % en enero, tras fluctuar en torno al 0,1 % a lo largo de 2016. Una posible explicación es que las subidas de los costes y los precios de los bienes intermedios fueron absorbidas por los márgenes en distintas etapas del proceso de producción, y que la capacidad de fijación de precios de las empresas siguió estando limitada por la fuerte competencia mundial.

Gráfico 18

Contribución a los precios industriales

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2017.

El crecimiento de los salarios se ha mantenido en niveles reducidos en términos históricos. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro fue del 1,4 % en el cuarto trimestre de 2016, ligeramente por debajo del 1,5 % registrado en el segundo y tercer trimestres de 2016. Entre los factores que pueden estar afectando al avance de los salarios se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, que aún es significativo, el débil crecimiento de la productividad y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis¹. Asimismo, es posible que el entorno de baja inflación de los últimos años siga contribuyendo a un menor crecimiento salarial debido a los mecanismos de indexación formales e informales.

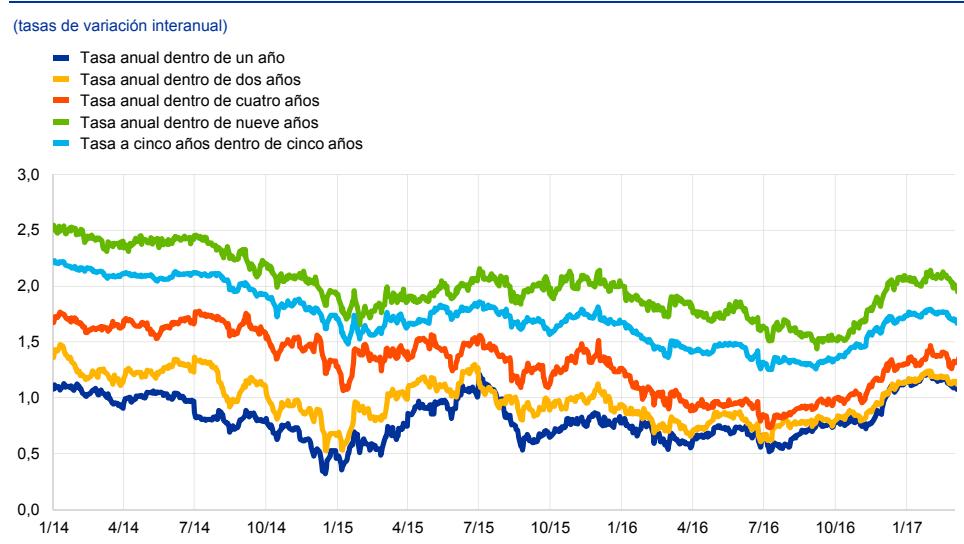
Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido prácticamente estables desde principios de diciembre de 2016, ligeramente por debajo de los indicadores basados en encuestas de opinión. La tendencia al alza de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación que se había observado desde finales de septiembre se stabilizó a partir de principios de diciembre. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en los mercados se mantuvieron prácticamente estables, mientras que a corto plazo se registró un incremento. Concretamente, la tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se sitúa ahora en torno al 1,71 % o cerca de 50 puntos básicos por encima de los bajos niveles observados en el otoño de 2016 (véase gráfico 19). Con independencia de los significativos incrementos que se registraron en todos los plazos desde septiembre de 2016, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguen señalando únicamente un retorno gradual de la inflación al nivel del 2 % aproximadamente y, por ejemplo, la tasa anual dentro de cuatro años continúa oscilando en torno al 1,35 %. La mejora de

¹ Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado ha reducido en parte, en comparación con el pasado otoño, la diferencia con respecto a las medidas basadas en indicadores de opinión, que se mantuvieron estables en el 1,8 % según la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2017².

Gráfico 19

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 3 de marzo de 2017.

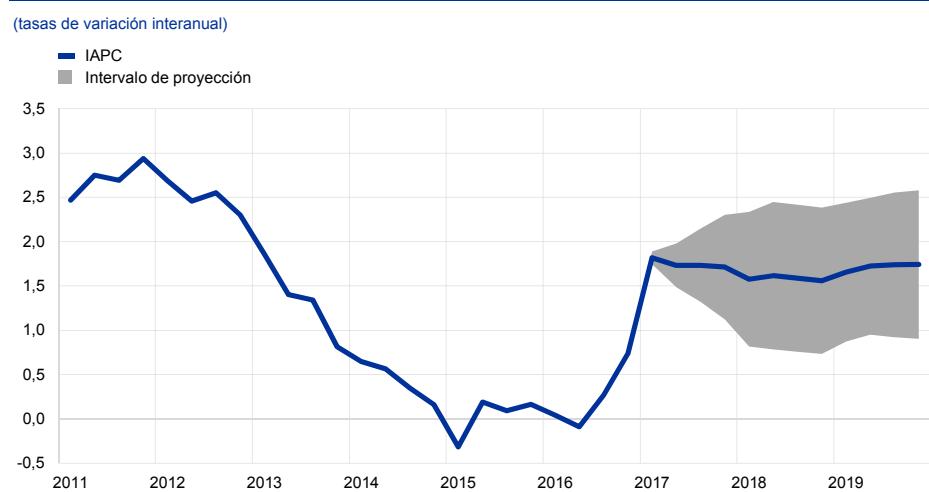
De cara al futuro, los expertos del BCE prevén que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentará con fuerza desde el 0,2 % de 2016 hasta el 1,7 % de 2017. Las perspectivas de inflación para 2017 se han revisado de forma significativa tras la reciente subida de los precios del petróleo. No obstante, se observan patrones contradictorios en la inflación de los bienes energéticos y no energéticos. Se espera que la mayor parte del aumento de la inflación medida por el IAPC entre 2016 y 2017 se deba a los precios de la energía. Esto, a su vez, es consecuencia de los efectos de base al alza y de los recientes y significativos incrementos de los precios del petróleo. Sobre la base de la información disponible a mediados de febrero, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 1,7 % en 2017, el 1,6 % en 2018 y el 1,7 % en 2019 (véase gráfico 20)³. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado considerablemente al alza para 2017 y ligeramente al alza para 2018, mientras que se mantienen inalteradas para 2019.

² A diferencia de los indicadores de opinión, los basados en los mercados incorporan una prima de riesgo.

³ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 9 de marzo de 2017.

Gráfico 20

Inflación medida por el IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 9 de marzo de 2017.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2019 (proyecciones).

A diferencia de la inflación de los precios de la energía, el repunte esperado en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, será probablemente mucho más gradual a lo largo del horizonte de la proyección.

Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente desde el 0,9 % registrado en 2016 hasta el 1,1 % en 2017 y que avance hasta situarse en el 1,6 % en 2018 y el 1,8 % en 2019, respectivamente. Uno de los factores principales que explican este repunte gradual es el incremento previsto de los salarios y de los costes laborales unitarios a medida que avanza y se consolida la recuperación. Se espera que la disminución de la holgura en el mercado laboral y la desaparición progresiva de los factores relacionados con la crisis, que han contenido el crecimiento de los salarios en los últimos años, conduzcan a un repunte del crecimiento de la remuneración por asalariado y también de los costes laborales unitarios, dado que se prevé que la recuperación de la productividad sea más moderada. En conjunto, el incremento gradual de la inflación subyacente debería respaldar el nivel de la inflación general durante el período 2017-2019.

5

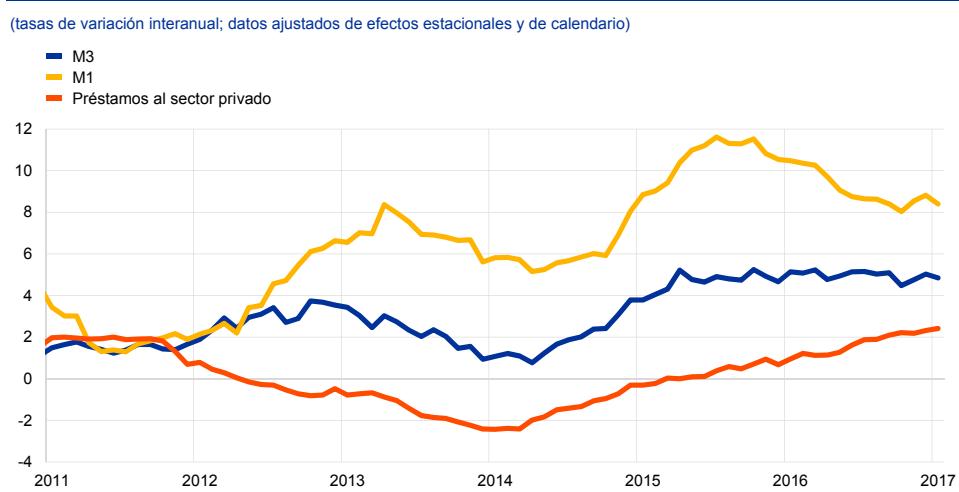
Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo prácticamente estable en enero de 2017. Al mismo tiempo, el crédito al sector privado continuó su recuperación gradual en el cuarto trimestre de 2016 y en enero. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el cuarto trimestre de 2016.

El crecimiento del agregado monetario amplio permaneció prácticamente estable en enero, manteniendo el sólido ritmo observado con carácter general desde mediados de 2015. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 4,9 % en enero (véase gráfico 21). El bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos, así como el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, continuó respaldando el crecimiento monetario. Además, el crecimiento interanual de M1 permaneció básicamente estable en el cuarto trimestre de 2016, al interrumpirse la tendencia descendente observada desde mediados de 2015, y disminuyó ligeramente en enero (8,4 %, frente al 8,8 % de diciembre de 2016).

Gráfico 21

M3, M1 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

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

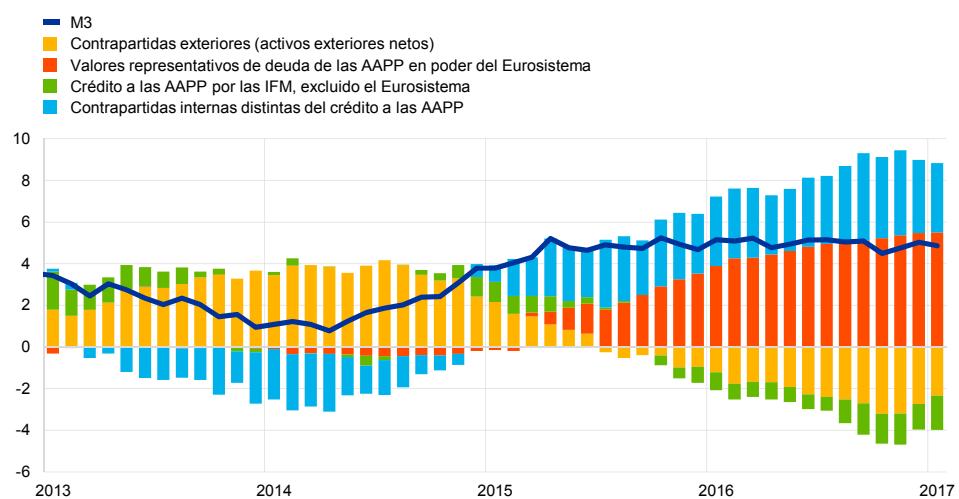
Los depósitos a la vista siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras aumentó en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017, hasta situarse en el 11,4 % y el 10,5 %, respectivamente, tras haber experimentado un descenso durante el trimestre anterior. En cambio, la volátil tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los intermediarios financieros (excluidas las IFM) se redujo en enero. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación permaneció contenida, lo que indica que no existe una tendencia general en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por tesorería en un entorno de tipos de interés muy

bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma negativa al agregado M3 en el cuarto trimestre y en enero. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, se fortaleció hacia finales del cuarto trimestre y en enero, gracias principalmente al sólido crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 22). Entre las contrapartidas de M3, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) por parte del Eurosystema (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 22), principalmente en el contexto del programa de compra de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, contribuyeron de forma positiva al avance de M3. Además, el crecimiento de M3 siguió estando respaldado por contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 22). Esto se debió a la recuperación sostenida del crédito al sector privado y a la persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. Estos pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas), cuya tasa de variación interanual ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, disminuyeron de nuevo en el cuarto trimestre de 2016 y en enero. Su tasa de crecimiento interanual negativa fue atribuible, en parte, al impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II) del BCE, que actúan como sustituto de la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados y hacen que a los inversores les resulte menos atractivo mantener bonos bancarios y depósitos a largo plazo.

Gráfico 22
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a enero de 2017.

Los activos exteriores netos de las IFM siguieron ejerciendo presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3. No obstante, registraron ligeros

flujos de entrada mensuales en diciembre y en enero que redujeron la presión a la baja sobre el crecimiento interanual de M3 (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 22). Esta evolución podría sugerir que está disminuyendo la proporción de ventas de bonos por parte de no residentes en el contexto del PSPP. Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP contribuyeron al descenso interanual de los activos exteriores netos de las IFM cuando los ingresos de estas ventas se invirtieron, sobre todo, en instrumentos fuera de la zona del euro. En cambio, la proporción de ventas de deuda pública en el marco de este programa por parte de IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, ha ido aumentando. Estas ventas han contribuido al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, y han frenado el crecimiento de M3 (véase la parte de color verde de las barras del gráfico 22).

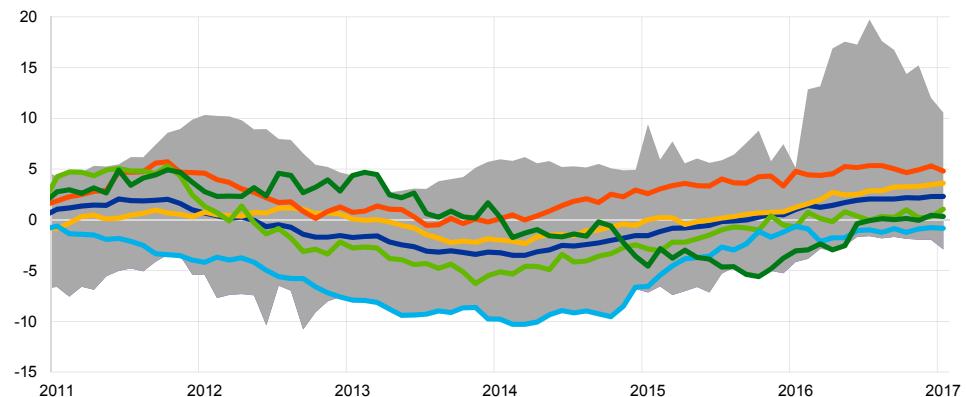
El crecimiento de los préstamos al sector privado continuó recuperándose gradualmente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de la tesorería *[notional cash pooling]*) aumentó en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017 (véase gráfico 21). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se incrementó nuevamente en el cuarto trimestre y se mantuvo estable en enero, en el 2,3 % (véase gráfico 23). En general, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se ha recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta evolución es generalizada en los países más grandes, aunque las tasas de crecimiento de los préstamos son aún negativas en algunas jurisdicciones. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares aumentó en el cuarto trimestre de 2016 y volvió a repuntar ligeramente en enero, hasta situarse en el 2,2 %, frente al 2 % registrado en diciembre (véase gráfico 24). Las considerables reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (fundamentalmente, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras generales en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos (NPL) sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar el crédito bancario.

Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Países Bajos
- Dispersión entre países



Fuente: BCE.

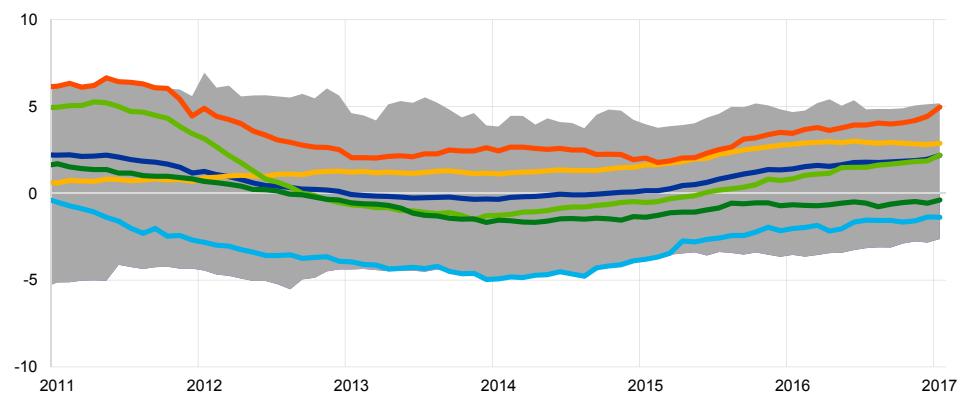
Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de la tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2017.

Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Países Bajos
- Dispersión entre países



Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de la tesorería. 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 última observación corresponde a enero de 2017.

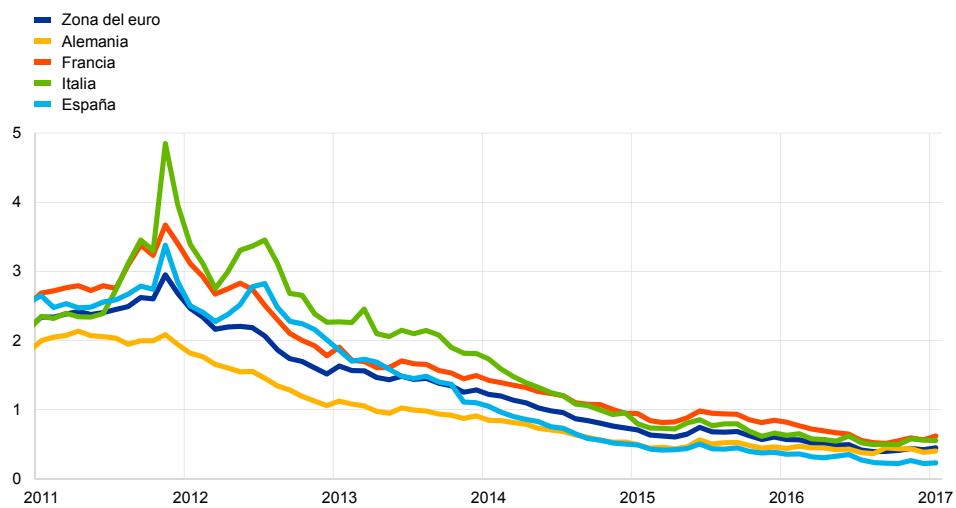
En el cuarto trimestre de 2016, el crecimiento de los préstamos continuó sustentándose en el aumento de la demanda en todas las categorías de préstamo, mientras que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se estabilizaron en gran medida. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2017, la presión de la competencia siguió contribuyendo a la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares, mientras que la menor disposición de las entidades de crédito a tolerar el riesgo propició su endurecimiento. El porcentaje de solicitudes de préstamos denegadas se redujo en todas las categorías de préstamo. El bajo nivel general de los tipos de interés continuó siendo un factor clave en el incremento neto de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares. Asimismo, las necesidades de financiación para fusiones y adquisiciones, así como la persistencia de las favorables perspectivas del mercado de la vivienda y la confianza de los consumidores, contribuyeron positivamente a la demanda de préstamos (véase [la encuesta](#)). En este contexto, las entidades de crédito encuestadas señalaron también que la rentabilidad fue el motivo primordial de su participación en la tercera TLTRO-II. Según las entidades, el efecto principal de las TLTRO anteriores en la oferta de crédito fue la suavización de las condiciones aplicadas, al tiempo que aumentó la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables. El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda aumentó algo en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017 (véase gráfico 25), impulsado por el incremento de los rendimientos de los bonos bancarios, mientras que el coste de los depósitos se mantuvo estable. Pese al reciente aumento, el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda siguió registrando niveles históricamente bajos. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, el fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito y la menor fragmentación de los mercados financieros contribuyeron a esta evolución.

Gráfico 25

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 última observación corresponde a enero de 2017.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron en niveles muy bajos en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017 (véanse gráficos 26 y 27). El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras disminuyó ligeramente en el cuarto trimestre de 2016 y permaneció básicamente estable en enero, en un nuevo mínimo histórico. Durante el mismo período, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para adquisición de vivienda volvió a experimentar un leve descenso en el cuarto trimestre de 2016, marcando un nuevo mínimo histórico en diciembre, y aumentó algo en enero. Desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido sustancialmente más que los tipos de referencia del mercado, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés del crédito bancario. La contracción de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y enero de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron en torno a 110 puntos básicos. La caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios a sociedades no financieras fue especialmente acusada en los países vulnerables, contribuyendo así a mitigar las asimetrías observadas anteriormente en la transmisión de la política monetaria en los distintos países. En el mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable y fluctuó en torno a los reducidos niveles registrados en el cuarto trimestre de 2016 y en enero de 2017. Esto indica que, en general, las pequeñas y

medianas empresas se han estado beneficiando en mayor grado que las grandes empresas de la contracción de los tipos de interés de los préstamos bancarios.

Gráfico 26

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)

■ Zona del euro

■ Alemania

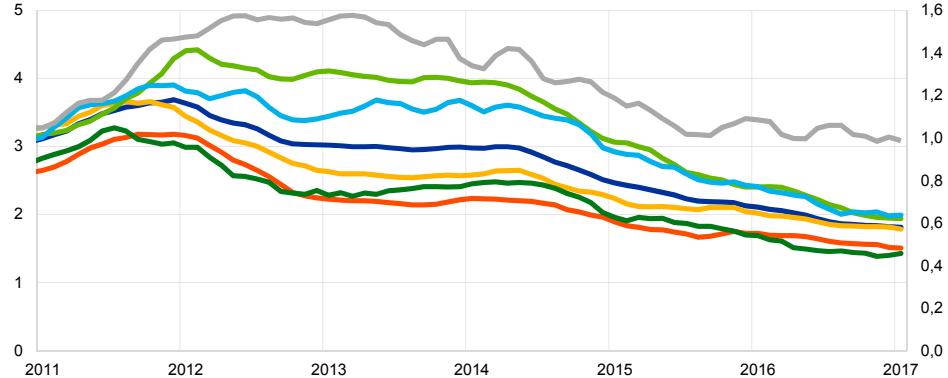
■ Francia

■ Italia

■ España

■ Países Bajos

■ Desviación típica entre países (escala derecha)



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 última observación corresponde a enero de 2017.

Gráfico 27

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)

■ Zona del euro

■ Alemania

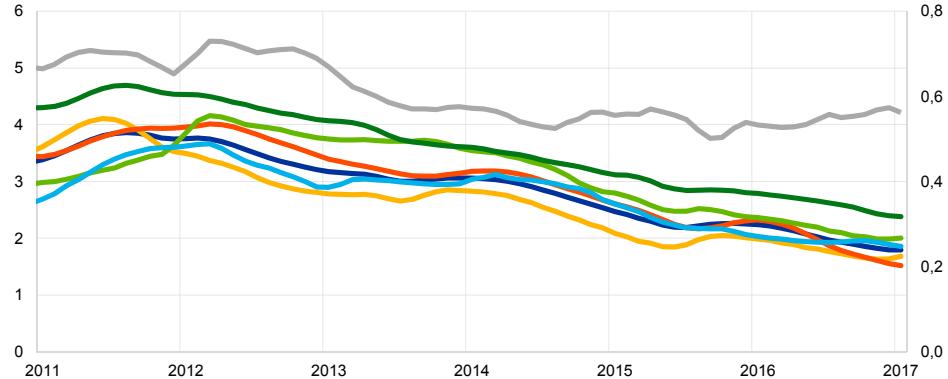
■ Francia

■ Italia

■ España

■ Países Bajos

■ Desviación típica entre países (escala derecha)



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 última observación corresponde a enero de 2017.

Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó en el cuarto trimestre de 2016, tras disminuir temporalmente en el trimestre anterior. La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en los niveles observados a principios de 2005 (justo antes de que comenzara el período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación que ha registrado este tipo de financiación desde principios de 2014 se ha sustentado en la mejora de la actividad económica, la reducción adicional del coste de los préstamos bancarios, la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos, el muy bajo coste de los valores de renta fija y el número más elevado de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, han reducido la necesidad de financiación externa.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se incrementó de nuevo a principios de 2017, después de haber descendido hacia finales de 2016. Los datos del BCE más recientes muestran que la actividad emisora se redujo en diciembre debido a factores estacionales. Los datos preliminares indican que las emisiones volvieron a aumentar en enero y en febrero, nuevamente respaldadas, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos por parte del BCE. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras disminuyó en el cuarto trimestre de 2016 como resultado de importantes recompras de acciones, que ascendieron a un total de, aproximadamente, 7,5 mm de euros en noviembre y en diciembre.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras siguen siendo muy favorables. Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras aumentó ligeramente, en promedio, en enero y en febrero de 2017, tras volver en diciembre a su mínimo histórico de julio de 2016. El incremento del coste total de la financiación obedece a una ligera subida del coste de las acciones, atribuible a un leve aumento del tipo de interés libre de riesgo, mientras que las primas de riesgo de las acciones se mantuvieron prácticamente sin cambios.

6

Evolución de las finanzas públicas

A tenor de las proyecciones, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas y las ratios de deuda de la zona del euro se mantendrán en una senda descendente durante el período 2017-2019. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona, que fue ligeramente expansiva en 2016, sea prácticamente neutral en 2017-2019. No obstante, el seguimiento por parte de los países de la zona del euro de las recomendaciones de la evaluación de la Comisión Europea de sus proyectos de planes presupuestarios para 2017 ha sido insatisfactorio, dado que ninguno de los países que se consideró que corrían el riesgo de incumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) ha aplicado medidas significativas.

Las proyecciones indican que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá durante el horizonte de proyección. Con arreglo a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017⁴, se espera que el déficit presupuestario descienda desde el 1,6 % del PIB de 2016 hasta el 0,9 % del PIB en 2019 (véase cuadro). La reducción prevista obedece a una nueva caída de los pagos por intereses y al aumento del superávit presupuestario primario, que también reflejan las condiciones cíclicas. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, las perspectivas de las finanzas públicas son más favorables. Los inesperados ingresos extraordinarios observados en algunos países se tradujeron en un resultado mejor de lo esperado en 2016. Esta evolución también tendrá un impacto positivo sobre el resultado de 2017, lo que, unido a la reducción del gasto primario, explica la mejora de las perspectivas presupuestarias para 2017-2019.

Cuadro

Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Ingresos totales	46,8	46,5	46,3	46,0	45,9	45,8
b. Gastos totales	49,4	48,5	47,9	47,4	47,1	46,7
De los cuales:						
c. Gasto por intereses	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Gasto primario (b - c)	46,7	46,1	45,8	45,4	45,2	45,0
Saldo presupuestario (a - b)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1
Saldo estructural primario	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6
Deuda bruta	92,0	90,4	89,3	88,0	86,4	84,5
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	1,2	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podrían producirse diferencias con respecto a los últimos datos validados por Eurostat.

⁴ Véanse las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017.

La orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2016 y se prevé que sea prácticamente neutral en 2017-2019⁵. Las principales medidas de estímulo adoptadas en 2016 incluyeron recortes de los impuestos directos en varios países. Es probable que, en el período 2017-2019, las nuevas medidas que incrementan el déficit por el lado de los ingresos se vean compensadas por los componentes del gasto público con un crecimiento menos dinámico. Según las proyecciones, la remuneración de los asalariados y el gasto en consumo intermedio, en particular, crecerán por debajo del crecimiento tendencial del PIB nominal, mientras que se prevé que otras partidas, como la inversión pública, crezcan por encima del potencial. Estas proyecciones cambian muy poco con respecto a las de diciembre de 2016. En vista de la necesidad de encontrar un equilibrio entre la estabilización económica y la sostenibilidad de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro, una orientación prácticamente neutral de la política presupuestaria en los próximos meses puede considerarse adecuada.

Las proyecciones indican que los elevados niveles de deuda pública agregada de la zona del euro continuarán descendiendo gradualmente. Se prevé que la deuda en relación con el PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, disminuya desde el 89,3 % de 2016 hasta el 84,5 % a finales de 2019. La reducción de la deuda se deriva, en gran parte, del diferencial positivo entre tipos de interés y crecimiento, que refleja mejores condiciones cíclicas y tipos de interés bajos. También se espera que los reducidos superávits primarios tengan un impacto favorable en la trayectoria prevista de la deuda. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2016, la deuda en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en todo el horizonte de proyección, debido a la mejora de las perspectivas presupuestarias y a una mayor contribución del diferencial entre tipos de interés y crecimiento a la reducción de la deuda. Con todo, las proyecciones señalan que las ratios de deuda de más de la mitad de los países de la zona del euro superarán el valor de referencia del 60 % del PIB al final del horizonte de proyección y se espera que, en algunos casos, de hecho aumenten durante este horizonte.

Es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con niveles de deuda elevados. Estos países deben situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente, ya que son particularmente vulnerables a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o a un repunte de los tipos de interés. El cumplimiento íntegro del PEC garantizaría la corrección de los desequilibrios presupuestarios y que la deuda siga una trayectoria sostenible. En cambio, los países de la zona del euro con margen de maniobra fiscal pueden utilizarlo, por ejemplo, aumentando la inversión pública. La realización de esfuerzos para lograr una composición de los

⁵ La orientación presupuestaria refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

presupuestos públicos más propicia al crecimiento beneficiaría a todos los países. En el recuadro 6 se presenta un análisis del concepto de margen fiscal.

El seguimiento, por parte de los países de la zona del euro, de las recomendaciones de la evaluación de sus proyectos de planes presupuestarios para 2017 ha sido insatisfactorio⁶. El 16 de noviembre, la Comisión Europea, basándose en sus previsiones de otoño de 2016, concluyó que los proyectos de planes presupuestarios de ocho de los 18 Estados miembros que habían participado en la evaluación corrían el riesgo de incumplir las disposiciones del PEC. Estos países son Bélgica, Italia, Chipre, Lituania, Eslovenia y Finlandia, sujetos al componente preventivo del Pacto, y de España y Portugal, sometidos al componente corrector⁷. A mediados de enero de 2017, la Comisión revisó su evaluación de España con el fin de reflejar que el proyecto de plan presupuestario actualizado del Gobierno era conforme, en líneas generales, con las disposiciones del PEC. En las reuniones posteriores del Eurogrupo, los Gobiernos de los países en los que se consideró que existía riesgo de incumplimiento se comprometieron a adoptar las medidas necesarias para garantizar la observancia de las reglas fiscales de la UE. Sin embargo, según las previsiones de invierno de 2017 de la Comisión, ninguno de estos países ha aplicado medidas significativas para abordar las brechas de consolidación identificadas.

El 22 de febrero de 2017, la Comisión publicó su informe sobre el cumplimiento del criterio de deuda por parte de Italia, con la conclusión de que actualmente no se está cumpliendo este criterio⁸. En consonancia con las prácticas seguidas en el pasado, el cumplimiento del componente preventivo del PEC podría constituir un factor atenuante en la evaluación del cumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda. Sin embargo, según las previsiones de invierno de 2017 de la Comisión, se considera que las finanzas públicas italianas corren el riesgo de desviarse sustancialmente de las exigencias del componente preventivo del PEC. Según el informe de la Comisión, sería esencial realizar un ajuste fiscal adicional equivalente al 0,2 % del PIB en 2017 para que Italia retome la senda de ajuste hacia el objetivo a medio plazo (OMP) este año. No obstante, teniendo en cuenta todas las disposiciones sobre flexibilidad pertinentes del PEC, dicho ajuste solo permitiría garantizar el cumplimiento de las exigencias del componente preventivo «en líneas generales» en 2017. Además, la Comisión prevé que la inversión pública haya disminuido ligeramente en Italia en 2016, mientras que, para que el país pueda acogerse a la «cláusula de inversión», el nivel de inversión debería, como mínimo, mantenerse. En primavera, la Comisión adoptará una decisión final acerca de si recomienda o no iniciar un PDE para Italia, basándose en los datos definitivos de 2016 y en sus previsiones de

⁶ Véase el recuadro titulado «La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2017 y la situación presupuestaria de la zona del euro en su conjunto», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.

⁷ Los planes presupuestarios de Lituania y Finlandia serán conformes, en líneas generales, con las disposiciones del PEC si se autoriza la reducción del ritmo de ajuste estructural exigido para la consecución de los OMP solicitada por estos países acogiéndose a las cláusulas de reformas estructurales y de inversión; en primavera, la Comisión reconsiderará la posibilidad de que ambos países se acojan a estas cláusulas basándose en sus programas de estabilidad.

⁸ Véase https://ec.europa.eu/info/publications/italy-report-prepared-accordance-article-126-3-treaty_en.

primavera de 2017, así como en el cumplimiento de los compromisos presupuestarios adquiridos por las autoridades italianas en febrero de 2017.

Es importante que las herramientas disponibles en el marco de gobernanza reforzado se apliquen con eficacia y de forma coherente en el tiempo y en los distintos países. Es fundamental que estas herramientas se utilicen según lo previsto para garantizar una situación presupuestaria sostenible en los países de la zona del euro. En particular, existe el riesgo de que el cumplimiento de la regla sobre la deuda quede relegado si, de hecho, se subordina al componente preventivo del PEC, lo que podría no dar la suficiente importancia a cuestiones relacionadas con la sostenibilidad de la deuda. En definitiva, la aplicación íntegra y coherente del PEC es esencial para la confianza en el marco fiscal europeo.

Además, el 22 de febrero de 2017, la Comisión también publicó su evaluación de la transposición del Pacto Fiscal (*Fiscal Compact*) al ordenamiento jurídico nacional⁹. El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG) incluye como disposición principal la exigencia de introducir una regla de equilibrio presupuestario en la legislación nacional, el denominado «Pacto Fiscal»¹⁰. El TECG entró en vigor el 1 de enero de 2013, con un plazo de un año para su transposición a la legislación nacional (es decir, el 1 de enero de 2014). De conformidad con el artículo 8, apartado 1, del TECG, la Comisión informará oportunamente de la transposición del pacto fiscal al ordenamiento jurídico nacional. La evaluación de la Comisión, publicada el 22 de febrero de 2017, solo tiene en cuenta la transposición del Pacto Fiscal a la legislación y no su aplicación práctica. La Comisión concluyó que todas «las partes contratantes han adaptado significativamente sus marcos presupuestarios nacionales ateniéndose a los requisitos del Pacto Fiscal», sin perjuicio de las diferencias nacionales. En particular, se determinó que todas las partes contratantes habían establecido una regla de equilibrio presupuestario vinculante, que está respaldada por un mecanismo de corrección que se activará automáticamente en caso de que se produzcan desviaciones significativas con respecto al OMP o a la senda de ajuste hacia dicho objetivo. Asimismo, la Comisión confirmó que una autoridad fiscal independiente realiza un seguimiento del cumplimiento de la regla a escala nacional. Sin embargo, para un número significativo de países, la conclusión «conforme» de la evaluación de la Comisión está condicionada a la asunción de compromisos formales por las autoridades nacionales para aplicar las restantes disposiciones del Pacto Fiscal. Estas reservas se refieren, en particular, al fondo de la regla de equilibrio presupuestario, a la aplicación del «principio de cumplir o explicar» si los Gobiernos no siguen las recomendaciones de las autoridades de supervisión presupuestaria independientes, y a los procedimientos para la activación del mecanismo corrector. Dado que estos son aspectos esenciales del Pacto Fiscal,

⁹ El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG) es un tratado intergubernamental que fue suscrito por 25 países, 22 de los cuales (es decir, los 19 países de la zona del euro, más Bulgaria, Dinamarca y Rumanía) están formalmente vinculados por el Pacto Presupuestario.

¹⁰ Véanse también el artículo titulado «A fiscal compact for a stronger economic and monetary union», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012, y el recuadro titulado «Elementos principales del pacto presupuestario», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2012.

queda por ver si la forma en que se ha establecido este pacto será satisfactoria y suficiente para que los marcos presupuestarios nacionales sean eficaces.