

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 8 de diciembre de 2016, el Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, efectuó una evaluación exhaustiva de las perspectivas económicas y de inflación y de la orientación de la política monetaria. La evaluación confirmó la necesidad de ampliar el programa de compra de activos más allá de marzo de 2017 para preservar la cantidad muy considerable de apoyo monetario que es necesaria para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de diciembre de 2016

La actividad mundial ha mejorado durante el segundo semestre de este año y se espera que continúe fortaleciéndose, aunque a un ritmo inferior al registrado antes de la crisis. La continuación de las políticas acomodaticias y la mejora de los mercados de trabajo han respaldado la actividad en Estados Unidos, aunque la incertidumbre acerca de las perspectivas en dicho país y a escala mundial ha aumentado desde la celebración de las elecciones en Estados Unidos. En Japón, se prevé que el ritmo de expansión se mantenga moderado, mientras que las perspectivas de crecimiento a medio plazo del Reino Unido se verán limitadas probablemente por la mayor incertidumbre en torno a las relaciones futuras de este país con la UE. Además, aunque es probable que la progresiva desaceleración del crecimiento en China afecte a otras economías emergentes, la moderación gradual de las profundas recesiones en algunos de los países exportadores de materias primas más importantes está sustentando cada vez más el crecimiento global. Los precios del petróleo se han elevado tras el acuerdo de la OPEP del 30 de noviembre y los efectos de anteriores caídas de los precios del crudo sobre la inflación mundial están disminuyendo lentamente. Sin embargo, la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial, todavía abundante, está conteniendo la inflación subyacente.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado recientemente, y la pendiente de la curva de tipos *forward* del eonia se ha acentuado. El incremento de los rendimientos nominales registrado desde principios de octubre refleja, en parte, la tendencia al alza de los tipos de interés a más largo plazo a escala mundial, que fue más acusada en Estados Unidos. El avance de los rendimientos nominales se tradujo en un aumento del nivel y de la pendiente de la curva de tipos *forward* del eonia. Los diferenciales de renta fija privada se ampliaron ligeramente, pero se mantuvieron por debajo del nivel registrado a principios de marzo de 2016, cuando comenzó el programa de compras de bonos corporativos del Eurosystema. Aunque las cotizaciones generales subieron

ligeramente en la zona del euro, el comportamiento de los valores bancarios superó al del índice general.

La recuperación económica de la zona del euro continúa. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2016, tras registrar un crecimiento similar en el segundo trimestre. Los últimos datos, particularmente los resultados de encuestas, apuntan a una continuación de la tendencia de crecimiento en el cuarto trimestre de 2016.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la expansión económica avance a un ritmo moderado, pero cada vez más firme.

La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real está apoyando la demanda interna y ha facilitado el desapalancamiento. La mejora de la rentabilidad empresarial y las condiciones de financiación muy favorables continúan promoviendo la recuperación de la inversión. Asimismo, el aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, respalda la renta real disponible de los hogares y el consumo privado. Paralelamente, se observan señales de una recuperación mundial algo más sólida. No obstante, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016 y 2017, y del 1,6 % en 2018 y 2019. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente sin variación. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,6 % en noviembre de 2016, frente al 0,5 % registrado en octubre y al 0,4 % de septiembre. Este aumento obedeció en gran parte a un incremento de la inflación interanual de los precios de la energía, si bien aún no se observan señales de una clara tendencia al alza de la inflación subyacente.

De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que las tasas de inflación repunten significativamente a finales de este año y principios del siguiente, hasta situarse por encima del 1 %, debido, principalmente, a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, de la recuperación económica esperada y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar, las tasas de inflación deberían continuar avanzando en 2018 y 2019.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2016 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,3 % en 2017, el 1,5 % en 2018 y el 1,7 % en 2019.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2016, pero se redujo ligeramente en octubre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado se incrementó en octubre. Las fuentes internas de creación de dinero volvieron a ser el principal factor impulsor del avance del agregado monetario amplio. Los efectos de las medidas de política monetaria del BCE continúan respaldando el crecimiento monetario y crediticio. Las entidades de crédito han ido trasladando sus favorables condiciones de financiación, lo que se ha traducido en la aplicación de tipos de interés más bajos a los préstamos y en la mejora de la oferta de crédito, contribuyendo así a la recuperación gradual de la dinámica crediticia. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras siguió fortaleciéndose en el tercer trimestre de 2016.

Decisiones de política monetaria

Para el cumplimiento de su objetivo de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones:

- En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Eurosistema seguirá realizando compras en el marco del programa de compras de activos (APP, en sus siglas en inglés) al ritmo actual de 80 mm de euros mensuales hasta el final de marzo de 2017. A partir de abril de 2017, 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. Si, mientras tanto, las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance del ajuste sostenido de la senda de inflación, el Consejo de Gobierno prevé ampliar el volumen y/o la duración del programa. Paralelamente a las compras netas, se reinvertirán los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo.
- Para asegurar que la ejecución de las compras de activos por el Eurosistema siga siendo fluida, el Consejo de Gobierno decidió ajustar los parámetros del APP a partir de enero de 2017. En primer lugar, el rango de vencimientos del programa de compras de valores públicos se ampliará reduciendo de dos años a un año la vida residual mínima de los valores admisibles. En segundo lugar, en la medida en que resulte necesario, se permitirán en el marco del APP las adquisiciones de valores con rendimiento inferior al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE.

- Los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación y el Consejo de Gobierno 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.

La ampliación del APP se ha calibrado para preservar el grado muy considerable de acomodación monetaria necesario para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Esto, junto con el considerable volumen de compras ya realizadas y las próximas reinversiones, asegura que las condiciones de financiación en la zona del euro sigan siendo muy favorables, lo que continúa siendo fundamental para lograr el objetivo del BCE. En particular, la ampliación de las compras por parte del Eurosistema durante un horizonte temporal más largo permite una presencia más sostenida en los mercados y, por tanto, una transmisión más duradera de las medidas de estímulo del BCE. Esta calibración obedece a la recuperación moderada, aunque cada vez más firme, de la economía de la zona del euro y a unas presiones inflacionistas subyacentes aún débiles. El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios y, si fuera necesario para el logro de su objetivo, actuará utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato.

1

Entorno exterior

La actividad mundial ha mejorado durante el segundo semestre de este año y se espera que continúe fortaleciéndose, aunque a un ritmo inferior al registrado antes de la crisis. La inflación mundial sigue viéndose moderada por los efectos de los anteriores descensos de los precios del petróleo, y se prevé que la abundante capacidad productiva sin utilizar a escala mundial afecte a la inflación subyacente en el medio plazo.

Actividad económica y comercio mundiales

La actividad global ha mejorado durante el segundo semestre de este año.

Los datos publicados durante los últimos meses apuntan a una expansión relativamente estable en las economías avanzadas y a una ligera mejora en las economías emergentes. Las perspectivas de actividad mundial a medio plazo siguen señalando que el crecimiento se fortalecerá, aunque a un ritmo inferior al registrado antes de la crisis. Las perspectivas mundiales continúan ensombrecidas por varios factores, entre ellos, el efecto adverso de los bajos precios de las materias primas en los países exportadores de estas materias, el reajuste gradual de la economía china y la creciente incertidumbre política en Estados Unidos.

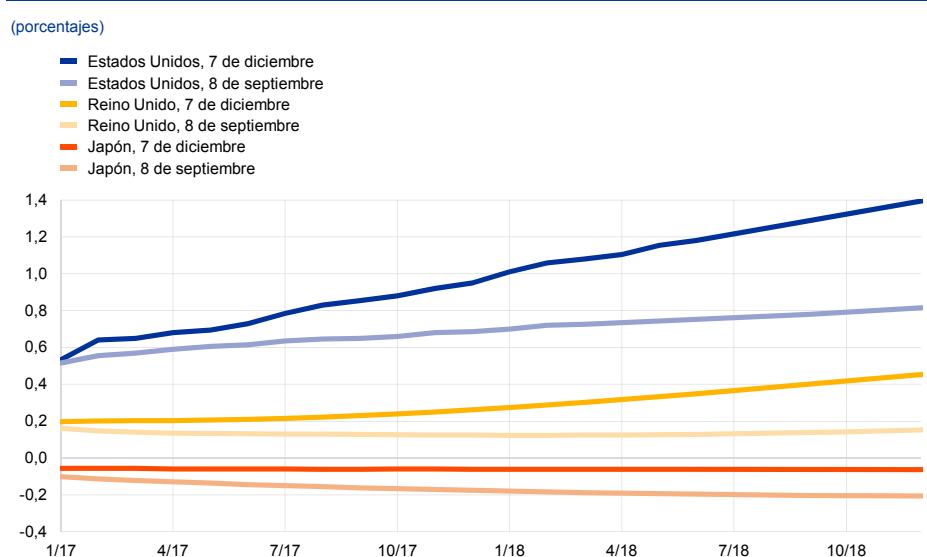
Los mercados financieros han mostrado capacidad de resistencia en las economías avanzadas, mientras que en algunas economías emergentes parecen estar surgiendo señales de presiones. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos se han incrementado notablemente, como consecuencia, en parte, de las expectativas de los mercados de aumento de la inflación asociadas a la posible adopción de medidas de estímulo fiscal. En los mercados bursátiles, la volatilidad ha disminuido en las últimas semanas, y los de las economías avanzadas han cobrado cierto impulso. Las economías emergentes se han beneficiado de la mejora de las condiciones de financiación en los últimos trimestres, pero, desde la celebración de las elecciones en Estados Unidos en noviembre, el retorno de los flujos de capitales a las economías emergentes ha comenzado a revertir, los diferenciales de la deuda pública de estas economías han aumentado y las presiones sobre sus monedas se han intensificado.

Las políticas monetarias continúan siendo acomodaticias. La curva de futuros sobre fondos federales se ha desplazado al alza en los últimos meses, reflejando, en parte, la previsión de unas políticas fiscales más expansivas en Estados Unidos (véase gráfico 1). En cambio, el Banco de Inglaterra redujo los tipos de interés y anunció nuevas medidas de expansión cuantitativa en su reunión de agosto, y el Banco de Japón introdujo algunas modificaciones en su marco de política monetaria en septiembre, consistentes en controlar la curva de rendimientos y en comprometerse a superar su objetivo de inflación.

Los datos publicados recientemente señalan un fortalecimiento de la actividad económica mundial en la segunda mitad del año. El índice de directores de

compras (PMI) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, no experimentó variaciones en noviembre y se mantuvo en 53,3, apuntando a un crecimiento mundial sólido en el último trimestre del año (véase gráfico 2). La evolución observada en noviembre fue positiva en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes. En la misma línea, los indicadores adelantados y coincidentes de la OCDE señalan que, en las economías avanzadas, el ritmo de crecimiento es estable, pero también que este ritmo mejora en las principales economías emergentes. En conjunto, el crecimiento parece estar manteniéndose en las economías avanzadas y haber tocado fondo en las emergentes.

Gráfico 1
Expectativas de tipos de interés oficiales



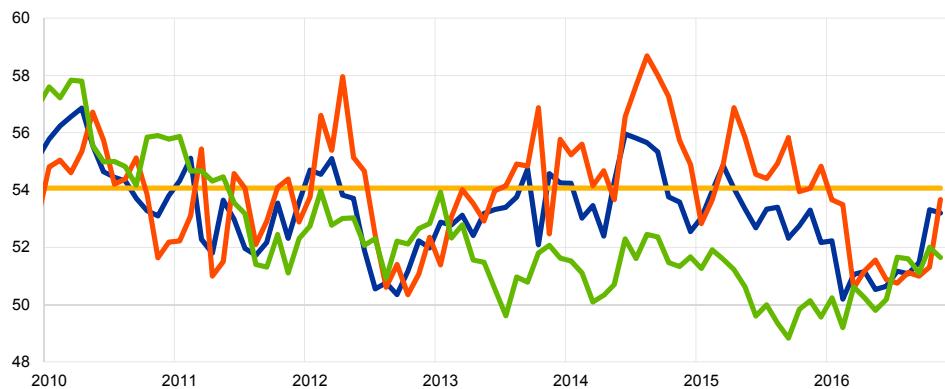
Fuentes: Bloomberg y Banco de Inglaterra.

Gráfico 2

Índice PMI compuesto de producción global

(Índice de difusión)

- Global, excluida la zona del euro
- Global, excluida la zona del euro: media de largo plazo
- Economías avanzadas, excluida la zona del euro
- Economías emergentes



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016. Las economías emergentes son un agregado de China, Rusia, Brasil, India y Turquía. Las economías avanzadas incluyen Estados Unidos, el Reino Unido y Japón. La media de largo plazo se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y noviembre de 2016.

En Estados Unidos, la actividad económica mejoró considerablemente en el tercer trimestre de 2016, tras registrar un crecimiento modesto en la primera mitad del año. La demanda exterior neta y la inversión en existencias se recuperaron con fuerza y contribuyeron de forma notable al crecimiento del PIB real en el tercer trimestre, mientras que la inversión fija privada continuó siendo débil y el gasto en consumo se moderó. De cara al futuro, se espera que el crecimiento avance a un ritmo moderado, favorecido por la mejora de las variables económicas fundamentales. La incertidumbre política derivada de las elecciones presidenciales en Estados Unidos se ha acrecentado. Dado que las expectativas de adopción de medidas de estímulo fiscal han aumentado, se ha registrado cierto endurecimiento de las condiciones financieras, en particular de los tipos de interés a largo plazo.

Por lo que respecta al Reino Unido, pese al aumento de la incertidumbre observado en los días inmediatamente posteriores al referéndum sobre la pertenencia a la UE, la actividad económica mostró capacidad de resistencia en el tercer trimestre. En ese trimestre, el crecimiento del PIB se sustentó en la solidez del consumo y en una notable contribución de la demanda exterior neta, mientras que la inversión resistió adecuadamente. No obstante, se prevé que la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales futuras entre la UE y el Reino Unido constituya un lastre para la inversión, mientras que la depreciación que ha experimentado recientemente la libra esterlina afectará al consumo.

En cuanto a Japón, aunque el PIB real registró un sólido ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, la actividad económica subyacente continúa avanzando moderadamente. Prevalecen los efectos adversos derivados de la limitada demanda exterior y de la debilidad del consumo privado. De cara al futuro, unas condiciones financieras acomodaticias y unos beneficios empresariales positivos deberían

estimular la inversión. Se espera que las exportaciones se recuperen gradualmente a medida que aumente la demanda exterior, pese a la anterior apreciación del yen. En cambio, se prevé que el consumo privado continúe creciendo a un ritmo pausado, así como que las medidas de estímulo fiscal fomenten la demanda interna en los próximos años.

El crecimiento de China se estabilizó en el tercer trimestre del año, sustentado en un fuerte consumo y gasto en infraestructuras. 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. El avance de la inversión seguirá moderándose, ya que el exceso de capacidad está disminuyendo paulatinamente. Se prevé que el consumo sea el principal factor impulsor del crecimiento.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que la actividad económica real se mantenga relativamente resistente en la mayor parte de la región. Se espera que estos países se beneficien de las elevadas inversiones respaldadas por fondos estructurales de la UE, así como de un consumo privado dinámico impulsado por un aumento de la renta disponible real y por la mejora de la situación en los mercados de trabajo en un entorno de inflación reducida.

La producción de los grandes países exportadores de materias primas está mostrando señales de recuperación, tras las profundas recesiones que han atravesado. Los datos disponibles indican cierta mejora de la actividad económica en Rusia. Las condiciones financieras se han suavizado a medida que el banco central ha reducido los tipos de interés oficiales debido al proceso de desinflación en curso, pese a la persistencia de elevados niveles de incertidumbre y a la escasa confianza de los consumidores. Aunque el repunte de los precios del petróleo proporcionará cierto alivio, la necesaria consolidación fiscal afectará al entorno empresarial. En Brasil se espera que la larga y profunda recesión toque fondo lentamente en la segunda mitad del año, en un contexto de menor incertidumbre política y de relajación de las condiciones financieras. Por otra parte, se prevé que la necesidad de aplicar medidas de consolidación fiscal de gran envergadura influirá adversamente en las perspectivas a medio plazo.

El comercio internacional ha cobrado algo de impulso en la segunda mitad de este año. Las importaciones mundiales, excluida la zona del euro, se revisaron ligeramente al alza en el primer semestre de 2016 y los indicadores disponibles apuntan a señales positivas sobre las perspectivas a corto plazo. Según datos del Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), tras dos trimestres de crecimiento negativo, las importaciones mundiales de bienes en términos reales se incrementaron un 0,7 % en el tercer trimestre (véase gráfico 3). El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó de nuevo en noviembre, apuntando a una mejora del dinamismo del comercio mundial en el último trimestre del año. A más largo plazo, se espera que el comercio mundial avance en línea con la recuperación de la actividad mundial. La desaceleración que ha experimentado el comercio mundial en los últimos años es mayormente estructural y es probable que persista¹.

¹ Para más detalles, véase «Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?», *ECB Occasional Paper*, n.º 178, septiembre de 2016.

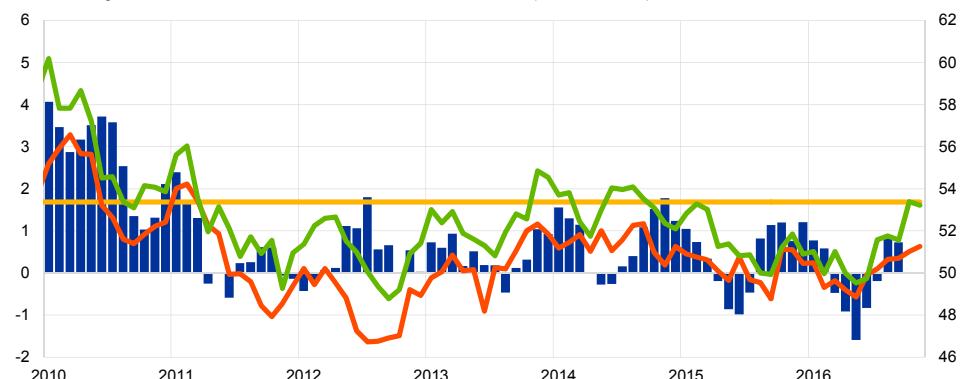
Por consiguiente, se parte de la hipótesis de que la elasticidad a medio plazo de las importaciones mundiales al crecimiento del PIB sigue considerablemente por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

Gráfico 3

Comercio mundial de bienes

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

- Comercio mundial (escala izquierda)
- Comercio mundial, media 1991-2007 (escala izquierda)
- PMI global nuevos pedidos exteriores (escala derecha)
- PMI global, excluido el sector manufacturero de la zona del euro (escala derecha)



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016 (PMI) y a septiembre de 2016 (comercio mundial).

En general, se prevé que el crecimiento mundial se incremente progresivamente en el período 2016-2019. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2016, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se acelerará gradualmente desde el 3 % en 2016 hasta el 3,5 % en 2017, el 3,7 % en 2018 y el 3,8 % en 2019. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 1,5 % en 2016 hasta el 2,4 % en 2017, el 3,4 % en 2018 y el 3,6 % en 2019. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, el crecimiento mundial se ha mantenido prácticamente invariable, mientras que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado ligeramente a la baja, debido, principalmente, al menor avance de las importaciones en algunas economías avanzadas.

La incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relativas a la actividad económica mundial ha aumentado recientemente, pero los riesgos siguen apuntando a la baja, en particular en lo que respecta a las economías emergentes. Por lo que respecta a los riesgos al alza, la posible adopción de una orientación más expansiva de la política fiscal en Estados Unidos podría favorecer a la economía de este y otros países. Los riesgos a la baja incluyen la posibilidad de mayor proteccionismo comercial y un endurecimiento de las condiciones financieras a escala global, lo que podría exponer a los países con desequilibrios internos o externos a una intensificación de las presiones sobre los mercados financieros. Una reducción del exceso de apalancamiento en las economías emergentes, sobre todo en China, también podría llevar a un crecimiento más lento de la demanda interna, acrecentar la inquietud sobre la estabilidad financiera y provocar salidas de capitales. Por último, persisten los riesgos geopolíticos.

Evolución mundial de los precios

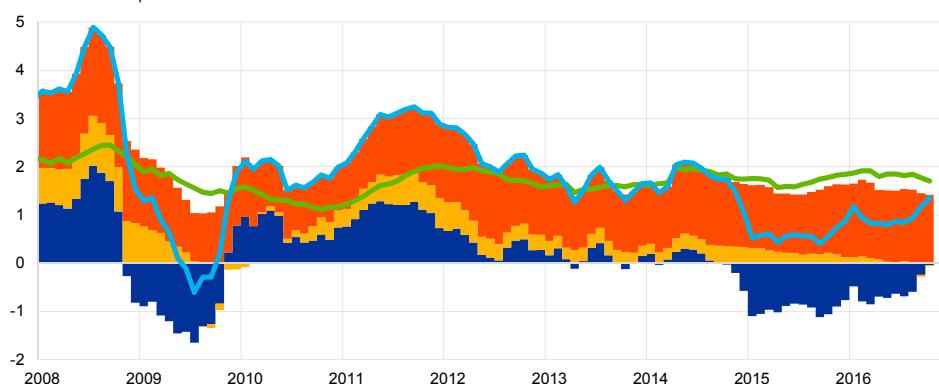
Los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo continúan afectando a la inflación mundial, aunque el impacto está disminuyendo con lentitud. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó hasta situarse en el 1,4 % en octubre, desde el 1,2 % del mes precedente, como consecuencia de un crecimiento menos negativo de los precios de la energía y de los alimentos. Aunque la inflación medida por el IPC se ha mantenido en niveles bajos, esta evolución representa un incremento significativo en comparación con la primera mitad del año, en la que, en promedio, fue del 0,9 %. En los países de la OCDE, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, descendió ligeramente en octubre, hasta el 1,7 % (véase gráfico 4). Entre las economías avanzadas, la inflación aumentó en Estados Unidos, Japón y Canadá, mientras que en el Reino Unido experimentó un ligero descenso. En los principales países no pertenecientes a la OCDE, la inflación cayó en la India, Brasil y Rusia, mientras que en China se incrementó.

Gráfico 4

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Contribución de la energía
- Contribución de los alimentos
- Contribución, excluidos energía y alimentos
- Excluidos energía y alimentos
- Todas las partidas



Fuente: OCDE.

Nota: La última observación corresponde a octubre de 2016.

El precio del petróleo se incrementó notablemente tras la reunión de la OPEP celebrada el 30 de noviembre. Con anterioridad, el anuncio de esta organización de su intención de reintroducir cuotas de producción acrecentó la incertidumbre en el mercado. Tras la decisión adoptada de forma coordinada por la OPEP y por algunos países productores no pertenecientes a esta organización de recortar la producción en 1,2 y 0,6 millones de barriles diarios, respectivamente, en el primer semestre de 2017, el precio del Brent subió más de un 10 % y el 7 de diciembre se situó en 52 dólares estadounidenses por barril (desde 46 dólares el 29 de noviembre). De cara al futuro, el hecho de que las existencias registren máximos históricos seguirá actuando como colchón frente a subidas pronunciadas de los precios, pero la restricción conjunta de la oferta favorecerá una desacumulación fluida de las

existencias. En el recuadro 1 se analiza la nueva estrategia de oferta de la OPEP y se examinan las perspectivas de precios del petróleo a corto y a medio plazo con arreglo a patrones de oferta alternativos. Los precios agregados de las materias primas no energéticas aumentaron de manera acusada, impulsados por la reacción de los precios de los metales ante las noticias que señalaban que la demanda de China seguía siendo elevada y, más recientemente, ante el anuncio de nuevas inversiones en infraestructuras en Estados Unidos.

Según las previsiones, la inflación mundial aumentará con lentitud en un futuro próximo. Se prevé que los efectos de las anteriores caídas del precio del petróleo y de otras materias primas continúen disminuyendo, reduciendo el lastre sobre la inflación. Más adelante, la pendiente ascendente de la curva de futuros del petróleo anticipa subidas de los precios del crudo durante el horizonte de proyección. Por otra parte, se espera que la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial, todavía abundante, continúe afectando a la inflación subyacente a escala global durante algún tiempo.

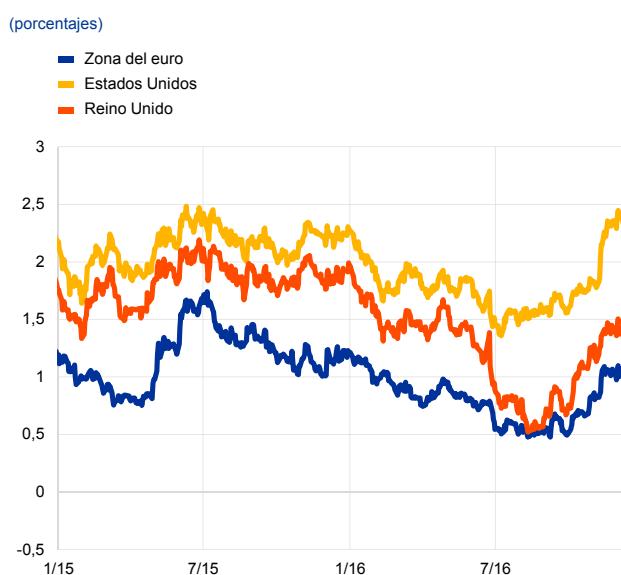
2

Evolución financiera

Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de septiembre, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado, y la pendiente de la curva de tipos forward del eonia se ha acentuado. El incremento de los rendimientos nominales se ha debido fundamentalmente a las expectativas de mayor inflación. Los diferenciales de los valores de renta fija privada se ampliaron ligeramente, pero se mantuvieron por debajo del nivel registrado a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Las cotizaciones generales subieron ligeramente en la zona del euro, aunque el comportamiento de los precios de las acciones del sector bancario superó al del índice general.

Gráfico 5

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



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Nota: Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han aumentado desde principios de septiembre.

Durante el período de referencia (del 8 de septiembre al 7 de diciembre de 2016), el tipo swap del eonia (OIS, en sus siglas en inglés) a diez años de la zona del euro subió cerca de 50 puntos básicos, hasta alcanzar el 0,35 %. En el mismo período, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderada por el PIB también se incrementó en 50 puntos básicos, situándose justo por encima del 1 % (véase gráfico 5). El ascenso de los tipos de interés se inició a principios de octubre y revirtió aproximadamente la mitad del considerable descenso que habían registrado los rendimientos de los tipos swap del eonia de la zona del euro desde principios de año, lo que hizo que el tipo swap del eonia se situara en los niveles de mediados de febrero. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años también aumentaron, entre 40 y 90 puntos básicos, en los distintos países, mientras que los diferenciales de la deuda soberana respecto al tipo de interés del bono alemán a diez

años se ampliaron entre 5 y 50 puntos básicos, con la excepción de Grecia, donde se redujeron más de 200 puntos básicos. El aumento más pronunciado de los diferenciales de deuda soberana se produjo en Italia y estuvo asociado principalmente a la incertidumbre política derivada del referéndum constitucional celebrado el 4 de diciembre en ese país.

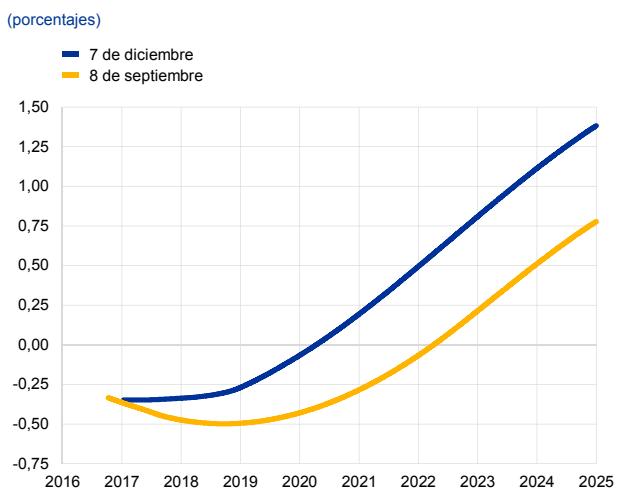
El aumento de los rendimientos de los tipos swap del eonia y de la deuda soberana de la zona del euro registrado desde principios de octubre reflejó, en parte, la tendencia al alza de los tipos de interés a más largo plazo a escala mundial. Esta tendencia fue más acusada en Estados Unidos, donde el incremento de los rendimientos obedeció fundamentalmente a las crecientes expectativas de los mercados de un alza de la inflación asociada a posibles medidas de estímulo fiscal y

al proteccionismo, con probables implicaciones en el curso de la política monetaria. En la zona del euro, el aumento de los rendimientos reflejó fundamentalmente una subida de los tipos de interés reales. No obstante, tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos, las expectativas de inflación desempeñaron un importante papel en el incremento de los rendimientos nominales.

El avance de los rendimientos nominales se tradujo en un aumento significativo del nivel y de la pendiente de la curva de tipos *forward* del eonia. Desde principios de octubre, la forma y la posición de esta curva han experimentado un cambio considerable, con un aumento de la pendiente de alrededor de 60 puntos básicos durante el período de referencia (véase gráfico 6). Los cambios en la forma de la curva sugieren que los mayores rendimientos nominales durante el período analizado también tuvieron su origen en las menores expectativas de orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE. Esto puede observarse en la desaparición de la pendiente descendente del tramo más corto de la curva, que se aplanó, lo que indica que los participantes en el mercado no esperan recortes adicionales de los tipos de interés aplicados a la facilidad de depósito. El eonia se mantuvo estable durante el período de referencia, en unos –35 puntos básicos. En consonancia con el patrón habitual, el eonia ascendió temporalmente y se situó en –32 puntos básicos hacia el final del tercer trimestre de 2016. Durante el período considerado, el exceso de liquidez en el sector bancario² aumentó en torno a 147 mm de euros, hasta la cifra de 1.185 mm de euros, debido fundamentalmente a las adquisiciones realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos del Eurosistema. En el recuadro 2 se presenta información más detallada sobre la evolución de la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria en la zona del euro.

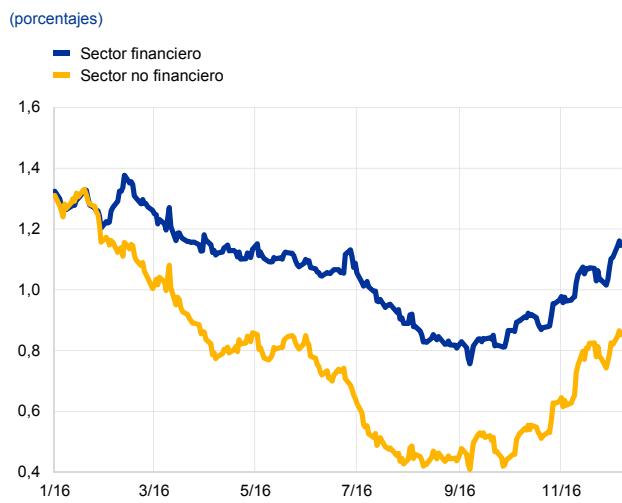
² El exceso de liquidez se define como los depósitos de la facilidad de depósito netos del recurso a la facilidad marginal de crédito, más los saldos en cuenta corriente por encima de los que contribuyen a las exigencias de reservas mínimas.

Gráfico 6
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 7
Rendimientos de los valores de renta fija privada en la zona del euro



Fuente: Thomson Reuters.
Nota: Rendimiento medio de las categorías de calificación crediticia entre AAA y BBB.

La tendencia a la baja que habían registrado los diferenciales de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras desde el anuncio del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) efectuado en marzo por el Consejo de Gobierno se interrumpió.

Tras una fase de caída de los rendimientos iniciada en torno a mediados de febrero —que incluyó un breve giro en junio atribuible a las tensiones provocadas por el referéndum del Reino Unido—, los rendimientos de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron en todas las categorías de calificación crediticia desde principios de septiembre (véase gráfico 7). No obstante, estos incrementos fueron moderados en general —de unos 35 puntos básicos, en promedio, en las distintas categorías de calificación crediticia— y los diferenciales respecto a los tipos de interés sin riesgo solo se ampliaron ligeramente. Actualmente, los mayores rendimientos de la renta fija privada no apuntan, por sí mismos, a un fuerte aumento de la percepción de riesgos para las empresas por parte de los mercados. Los diferenciales de los valores de renta fija privada respecto a la curva correspondiente de bonos con calificación AAA se ampliaron entre 10 y 20 puntos básicos, aproximadamente, dependiendo de la calificación de los bonos de las sociedades no financieras. Pese a los recientes incrementos, el 7 de diciembre, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación AA, A y BBB todavía se situaban entre 10 y 35 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 incrementaron ligeramente, entre 2 y 20 puntos básicos, en todas las categorías de calificación crediticia durante el período de referencia.

Las cotizaciones generales en la zona del euro han subido ligeramente desde principios de septiembre, mientras que las del sector bancario han

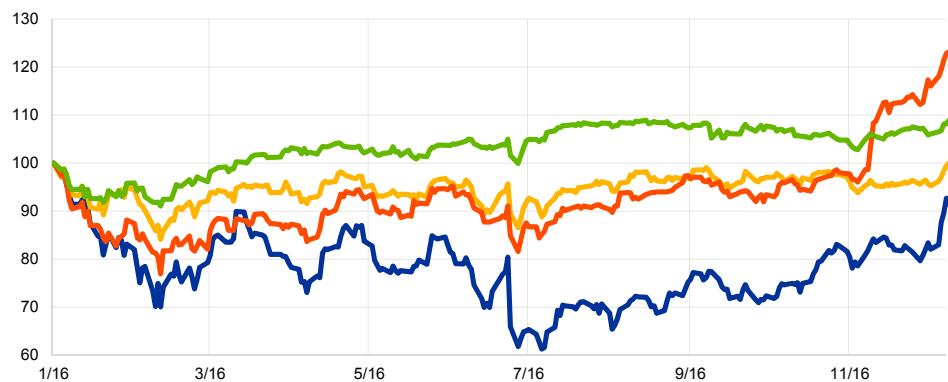
experimentado un fuerte incremento. El índice EURO STOXX amplio anotó una ganancia del 1,3 % durante el período de referencia, mientras que los valores bancarios de la zona del euro aumentaron en torno a un 16 % (véase gráfico 8). Tras registrar movimientos laterales en septiembre, las cotizaciones de estos valores han subido de forma acusada. Esta evolución ha estado asociada fundamentalmente a dos factores: la percepción entre los participantes en los mercados de que la finalización del marco de Basilea III será menos rigurosa, que puede haberse acrecentado tras el resultado de las elecciones en Estados Unidos, y el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, que refleja una mejora de las perspectivas de crecimiento y de inflación mundiales, respaldando las expectativas de beneficios de los bancos. Considerando un horizonte más amplio y en comparación con los mínimos registrados después de conocerse el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE a finales de junio, las cotizaciones del sector bancario subieron en torno al 35 %. Paralelamente, la incertidumbre en los mercados —medida por las expectativas de volatilidad de los precios de los valores de renta variable— se mantuvo estable, en general, durante todo el período de referencia. A principios de diciembre, 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 justo por encima del 11 %.

Gráfico 8

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 y cálculos del BCE.

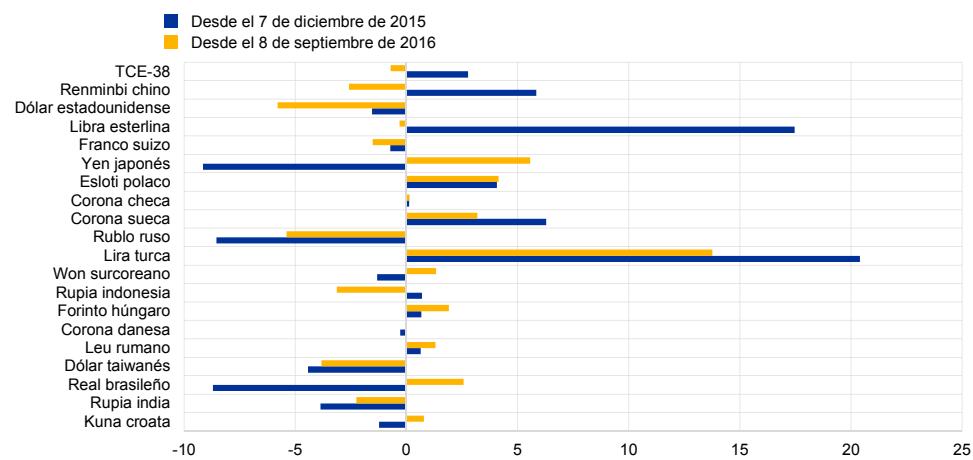
En los mercados de divisas, el euro se mantuvo prácticamente estable en cifras ponderadas por el comercio. En términos bilaterales, desde el 8 de septiembre, el euro se ha depreciado un 5 % frente al dólar estadounidense, lo que refleja una ampliación de los diferenciales de rendimiento después de principios de noviembre. El euro también se depreció frente al renminbi chino (1,9 %), así como frente a las monedas de otras economías emergentes de Asia. Al mismo tiempo, el debilitamiento generalizado del yen japonés se tradujo en una apreciación del euro del 6,6 % frente a la moneda nipona. El euro se mantuvo básicamente estable en relación con otras monedas principales, como la libra esterlina (0,6 %), en un

entorno de continua incertidumbre tras el resultado del referéndum del Reino Unido, así como el franco suizo ($-0,8\%$), mientras que se revalorizó frente a las monedas de otros muchos países de la UE (véase gráfico 9).

Gráfico 9

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: 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. Las variaciones se han calculado con respecto al tipo de cambio vigente el 7 de diciembre de 2016.

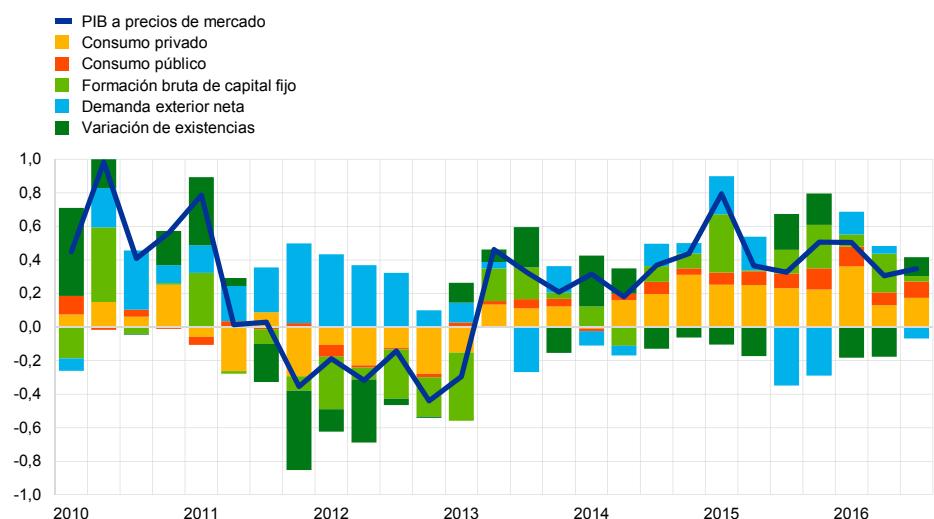
3 Actividad económica

La actual expansión económica continúa siendo moderada, pero se está afianzando. La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE a la economía real está apoyando la demanda interna y facilitando el desapalancamiento. La mejora de la rentabilidad empresarial y unas condiciones crediticias muy favorables siguen promoviendo la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, favorecido también por las reformas estructurales realizadas en el pasado, y los precios aún relativamente bajos del petróleo deberían prestar un respaldo adicional a la renta real disponible de los hogares y al consumo privado. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 prevén un crecimiento del PIB real del 1,7 % en 2016 y 2017, y del 1,6 % en 2018 y 2019. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja.

La actividad económica de la zona del euro continuó creciendo en el tercer trimestre de 2016. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre del año, en consonancia con la dinámica de crecimiento observada en los tres últimos años y medio. En general, el avance del PIB real de la zona del euro se vio respaldado por la mejora de la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa (véase gráfico 10). Por lo tanto, el ritmo de crecimiento se ha mostrado bastante resistente ante la debilidad del comercio mundial y los recientes repuntes en los indicadores de incertidumbre política³.

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

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



Fuente: Eurostat.

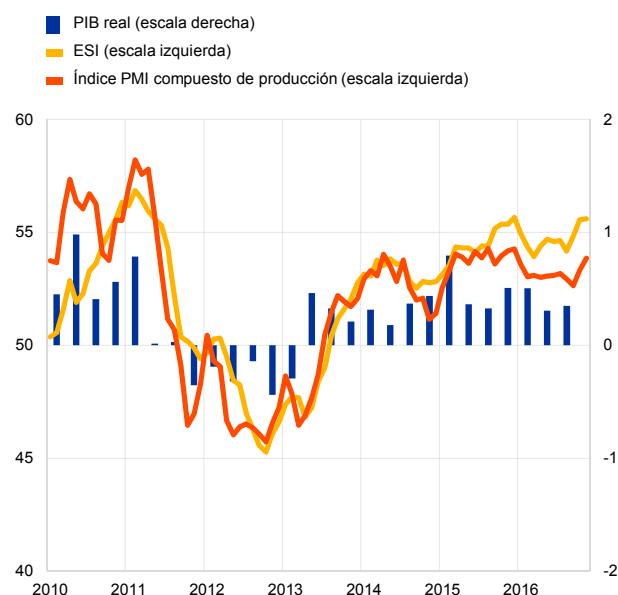
Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016.

³ En el artículo titulado «The impact of uncertainty on activity in the euro area», de este Boletín Económico, se analizan más detenidamente diversas medidas de incertidumbre y sus posibles consecuencias para la actividad económica de la zona del euro.

Gráfico 11

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

(tasas de crecimiento intertrimestral; saldos netos normalizados; índices de difusión)



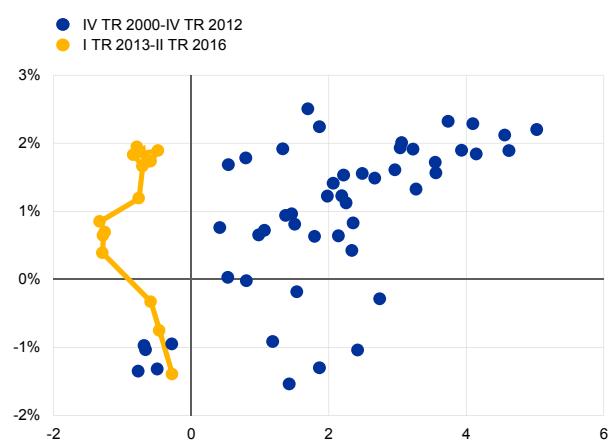
Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 y a noviembre de 2016 para el indicador ESI y el índice PMI, respectivamente.

Gráfico 12

Endeudamiento de los hogares y consumo privado

(eje de abscisas: variación del endeudamiento de los hogares (puntos porcentuales, tasas interanuales); eje de coordenadas: crecimiento del consumo (porcentajes, tasas interanuales))



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: El endeudamiento de los hogares se define como el porcentaje de préstamos en relación con su renta bruta disponible, ajustado por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2016.

Por el lado de la producción, el valor añadido experimentó un incremento intertrimestral del 0,3 % en el tercer trimestre de 2016 y se vio impulsado por la industria (excluida la construcción) y los servicios, así como por la construcción. Mientras que el valor añadido de la industria y los servicios se ha estado recuperando desde 2013, el sector de la construcción ha ido a la zaga y hasta hace poco no ha comenzado a mostrar señales de estabilización y de una incipiente recuperación. La generalización de la recuperación es alentadora, ya que los períodos de baja dispersión del crecimiento en los distintos sectores se han visto acompañados habitualmente de un mayor crecimiento general.

Los indicadores apuntan a una continuación de la tendencia de crecimiento en el cuarto trimestre de 2016. El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea, así como el índice PMI compuesto de producción, registraron una mejora generalizada en los distintos sectores y países en octubre y noviembre. El aumento de la confianza reflejó una valoración más positiva de la situación actual y mayores expectativas en relación con la mayor actividad económica. Los valores medios obtenidos de ambas encuestas en octubre y noviembre se situaron en niveles superiores a los observados en el tercer trimestre y por encima de sus respectivas medias de largo plazo (véase gráfico 11).

La capacidad de resistencia de la expansión económica continúa sustentándose principalmente en el consumo privado, que registró un incremento del 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2016. Este ligero repunte con respecto al segundo trimestre estuvo impulsado por el sólido dinamismo de la renta de los hogares, que se vio respaldado por la mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro. Al contrario que en el período anterior a la crisis, cuando el crecimiento del consumo iba asociado habitualmente a aumentos de las ratios de endeudamiento, recientemente ha estado acompañado de una disminución gradual de la ratio de endeudamiento de los hogares (véase gráfico 12). Esto pone aún más de relieve que la sostenibilidad

y la capacidad de resistencia del consumo privado constituyen el principal motor de la actual expansión económica, en particular porque los mercados de trabajo

continúan recuperándose y la confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados.

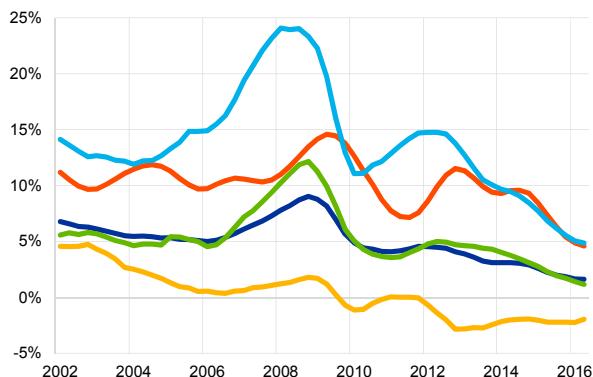
La mejora de los mercados de trabajo de la zona del euro sigue respaldando el consumo privado. El desempleo de la zona del euro ha seguido la tendencia descendente iniciada a principios de 2013. En el tercer trimestre de 2016, la tasa de paro se situó en el 10 %, su nivel más bajo desde mediados de 2011, y continuó cayendo en octubre, hasta situarse en el 9,8 %. Los indicadores más amplios del grado de holgura del mercado de trabajo —que también tienen en cuenta sectores de la población en edad de trabajar que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial o han abandonado el mercado laboral— se mantienen en cotas elevadas, y están disminuyendo a un ritmo más lento que el desempleo agregado. El empleo continuó creciendo en el segundo trimestre y, como consecuencia, el nivel de empleo de la zona del euro aumentó en 2,3 millones de trabajadores con respecto a un año antes. Además, este nivel se sitúa menos de un 1 % por debajo del máximo registrado antes de la crisis, en el segundo trimestre de 2008. Información más reciente, como la procedente de las encuestas, sigue apuntando a una mejora continua de los mercados de trabajo de la zona del euro en los próximos meses.

Gráfico 13

Pagos netos por intereses de las sociedades no financieras

(en porcentaje del excedente bruto de explotación)

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los porcentajes se basan en medias móviles de cuatro trimestres. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016.

La inversión continuó creciendo en el tercer trimestre, debido fundamentalmente a un repunte de la actividad de la construcción. Mientras que la producción de bienes de equipo solo creció ligeramente en el tercer trimestre de 2016, la producción de la construcción avanzó con más fuerza. El aumento de la inversión en construcción estuvo impulsado fundamentalmente por la mejora de los mercados de la vivienda en la zona del euro y fue generalizado en los distintos países. Según la encuesta de la Comisión Europea del cuarto trimestre de 2016, la percepción de la demanda como factor limitador de la producción de bienes de equipo ha descendido hasta su nivel más bajo desde el inicio de la Gran Recesión. La mejora de las condiciones financieras, el aumento de la confianza en el sector de la construcción y el creciente número de visados de obra nueva concedidos también apuntan a un repunte del crecimiento de la inversión en el cuarto trimestre.

A medida que la demanda continúe recuperándose, respaldada por la orientación muy acomodaticia

de la política monetaria del BCE, la inversión, tanto empresarial como en construcción, deberá seguir fortaleciéndose. Los pagos netos por intereses de las sociedades no financieras se han reducido constantemente desde 2013 (véase gráfico 13) y el incremento de los beneficios resultante debería fomentar la inversión, dada también la necesidad de reemplazar capital tras años de escaso dinamismo en la formación de capital fijo. Sin embargo, el lento ritmo de aplicación de las reformas, particularmente en algunos países, así como las débiles

perspectivas de crecimiento potencial, puede frenar el avance de la inversión. En este sentido, el entorno empresarial sigue siendo relativamente desfavorable en algunos países y deberían adoptarse medidas para abordar esta cuestión (para una información más detallada, véase también el recuadro 3 titulado «Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro»).

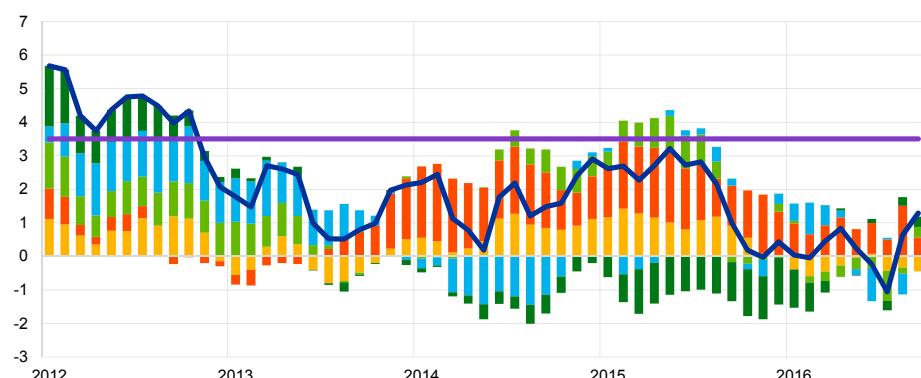
El entorno exterior continuó lastrando la actividad de la zona del euro en el tercer trimestre de 2016 y el crecimiento de las exportaciones totales mantuvo su debilidad. Pese a haberse recuperado ligeramente en los últimos meses, el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro siguió siendo débil (véase gráfico 14). El escaso dinamismo exportador en el tercer trimestre obedeció fundamentalmente al descenso de las exportaciones a Estados Unidos y a países de la OPEP. La contribución tanto de Rusia como de América Latina al avance de las exportaciones de bienes fue prácticamente neutral, mientras que la de Asia (incluida China) y la de los países europeos no pertenecientes a la zona del euro fue positiva. Las cuotas de exportación de bienes de la zona del euro se mantuvieron básicamente estables en el tercer trimestre, lo que sugiere que los efectos positivos retardados de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro están desapareciendo. Las encuestas relativas al cuarto trimestre de 2016 y los pedidos exteriores apuntan a que, en el corto plazo, el dinamismo de las exportaciones continuará siendo débil, aunque mejorará. 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.

Gráfico 14

Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación interanual de la media móvil de tres meses; contribuciones en puntos porcentuales)

- Total
- Estados Unidos
- Países no pertenecientes a la zona del euro
- Asia (excluida China)
- Otros
- Brasil, Rusia, China y Turquía
- Crecimiento medio de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, 2001-2015



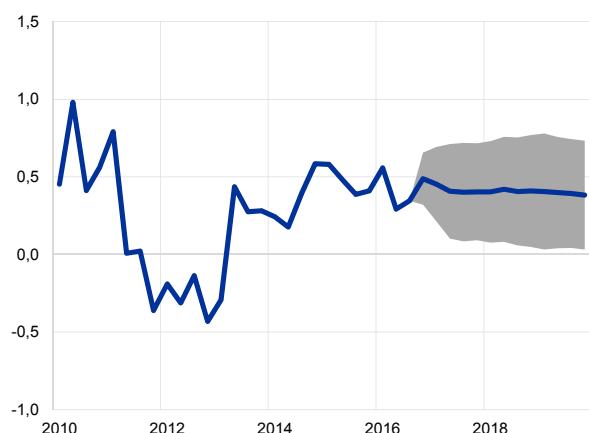
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2016, excepto en lo que respecta a los «países no pertenecientes a la zona del euro» y a «otros», para los que los datos más recientes se refieren a agosto de 2016. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se expresan en términos reales.

Gráfico 15

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2016.

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 la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio web del BCE.

En general, se espera que la expansión económica de la zona del euro avance a un ritmo moderado, pero cada vez más firme. Las medidas de política monetaria continúan transmitiéndose a la economía real, apoyando con ello la demanda interna y facilitando el desapalancamiento. La mejora de la rentabilidad empresarial y unas condiciones de financiación muy favorables continúan promoviendo la recuperación de la inversión. El aumento sostenido del empleo, que también se está viendo favorecido por las reformas estructurales acometidas en el pasado, respalda la renta disponible real de los hogares y el consumo privado. Al mismo tiempo, se observan señales de una recuperación mundial algo más sólida. No obstante, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2016 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,7 % en 2016 y 2017, y del 1,6 % en

2018 y 2019. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2016, las perspectivas de crecimiento del PIB real se mantienen prácticamente sin variación. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento en la zona del euro siguen apuntando a la baja.

4

Precios y costes

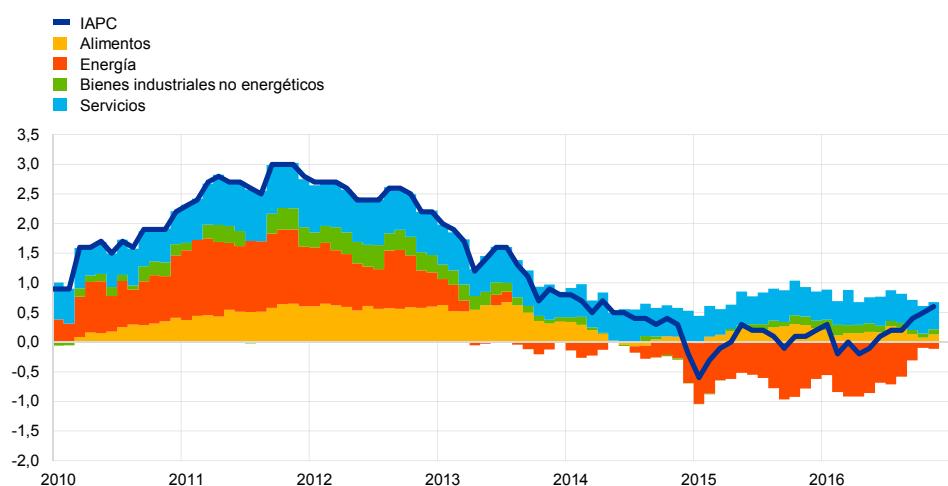
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,6 % en noviembre de 2016, frente al reciente mínimo del –0,2 % registrado en abril. Mientras tanto, la evolución subyacente de los precios sigue sin mostrar signos claros de una tendencia al alza. De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación sigan repuntando a finales de este año y principios del siguiente hasta situarse por encima del 1 %, debido, en gran medida, a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar aumentando en 2017, 2018 y 2019. Este patrón también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, el 1,3 % en 2017, el 1,5 % en 2018 y el 1,7 % en 2019.

La inflación general continuó con su evolución al alza en noviembre. Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC volvió a aumentar hasta alcanzar el 0,6 % en noviembre, desde el 0,5 % de octubre y el 0,4 % registrado en septiembre (véase gráfico 16). El incremento de noviembre fue consecuencia, principalmente, de una inflación de los precios de los alimentos más elevada, mientras que en los meses anteriores el impulso al alza fue resultado, fundamentalmente, de un aumento de la tasa de variación de los precios de la energía. Sin embargo, la contribución de los precios de los alimentos a la inflación general se mantuvo en un nivel relativamente bajo en términos históricos.

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 noviembre de 2016.

La evolución de la tasa de variación de los precios de la energía siguió determinando el perfil de la inflación general. Las nuevas caídas de los precios del petróleo registradas en diciembre de 2015 y en enero de 2016, que afectaron a la tasa de crecimiento de los precios de la energía especialmente a través de los precios de combustible para transporte y para calefacción, hicieron que la inflación de los precios de la energía medida por el IAPC disminuyese hasta registrar un mínimo del –8,7 % en abril de 2016. Posteriormente, el componente energético del IAPC registró un fuerte movimiento al alza, y se recuperó hasta alcanzar el –0,9 % en octubre de 2016, debido, sobre todo, a efectos de base al alza, antes de volver a disminuir ligeramente hasta situarse en el –1,1 % en noviembre. Pese a este leve descenso, sobre la base de los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que la tasa de crecimiento del componente energético del IAPC vuelva a aumentar con fuerza en los dos próximos meses. La tendencia al alza de la tasa de variación de los precios de la energía observada desde abril de 2016 fue el origen de la mayor parte de la recuperación de la inflación medida por el IAPC general, que aumentó 0,8 puntos porcentuales de abril a noviembre de 2016.

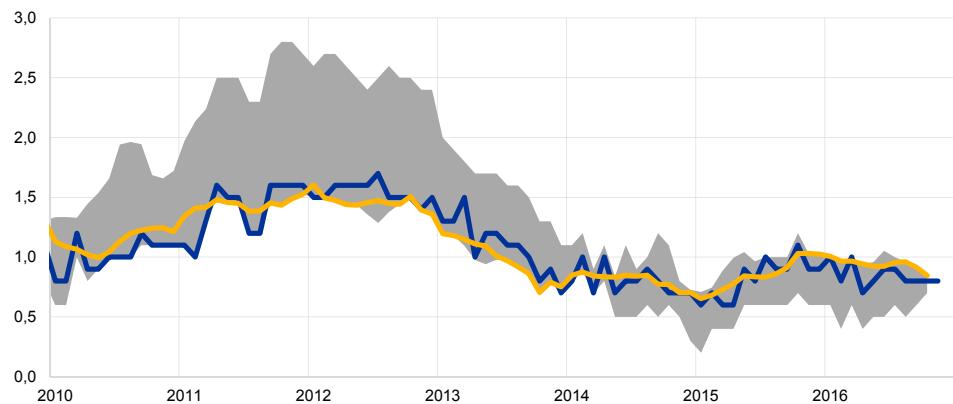
La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sigue sin mostrar señales de una tendencia al alza. La inflación interanual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha oscilado entre el 0,7 % y el 1 % desde principios de 2016 y se ha mantenido sin variación, en el 0,8 %, desde agosto. De igual modo, otros indicadores de la inflación subyacente no han mostrado signos claros de un impulso al alza (véase gráfico 17). La ausencia de un impulso al alza en la inflación subyacente podría deberse, en parte, a los efectos indirectos a la baja derivados de las acusadas caídas que registraron anteriormente los precios del petróleo y de otras materias primas, que se materializan con retraso. Cabe destacar que las presiones internas sobre los costes —especialmente, el crecimiento de los salarios— se han mantenido también contenidas. El bajo crecimiento de los alquileres, que son una parte importante del componente de servicios del IAPC, representa, asimismo, un lastre para la inflación subyacente, puesto que la tasa de variación de los precios de los alquileres sigue estando muy por debajo de su media histórica (véase el análisis del recuadro 4).

Gráfico 17

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- IAPC, excluidos energía y alimentos
- IAPC, excluidos energía, alimentos, servicios relacionados con turismo y viajes, y artículos de vestir
- Rango de indicadores de la inflación subyacente



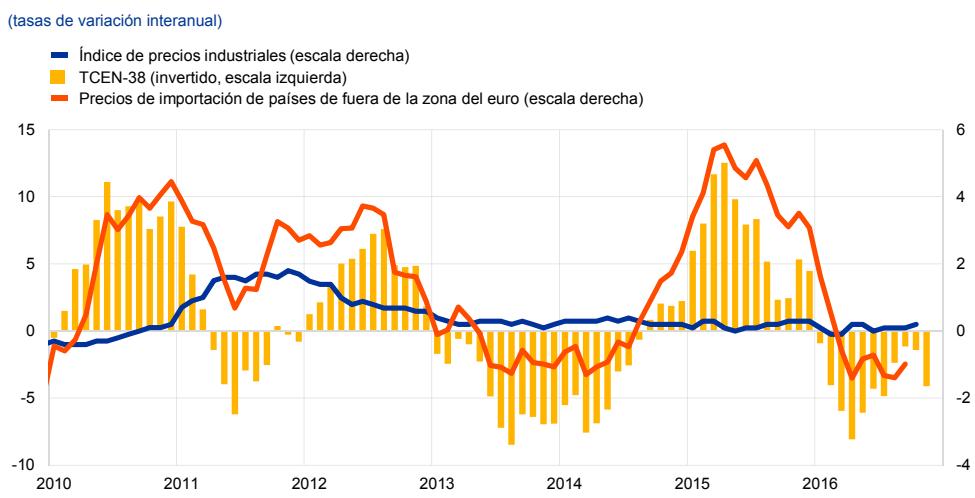
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores subyacentes 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 del 10%; la media truncada del 30%; la mediana del IAPC, y una medida basada en un modelo factorial dinámico. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos) y a octubre de 2016 (resto de los indicadores).

La tasa de variación de los precios de importación siguió siendo negativa, mientras que la de los precios industriales continuó siendo bastante estable.

La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se recuperó en cierta medida, desde el $-1,4\%$ registrado en agosto hasta el -1% de septiembre y el $-0,6\%$ de octubre. Desde marzo de 2016, los precios de importación no han contribuido a las presiones al alza sobre los precios, y principalmente han reflejado el impacto de la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde principios de año (véase gráfico 18). En otras fases de la cadena de precios, los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio permanecieron prácticamente estables y su tasa de crecimiento interanual se situó en el $0,2\%$ en octubre. Aunque es probable que la mejora de las condiciones económicas haya ejercido presiones al alza sobre los precios industriales, estas pueden haber sido contrarrestadas por los bajos precios de las materias primas y por las presiones desinflacionistas globales de manera más general.

Gráfico 18
Precios industriales y precios de importación



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos mensuales. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2016 en el caso de los precios de importación y en el caso del IPRI, y a noviembre de 2016 en el caso del TCEN-38 (tipo de cambio efectivo nominal del euro). El TCEN-38 está invertido. Los valores negativos/positivos del gráfico reflejan una apreciación/depreciación del euro.

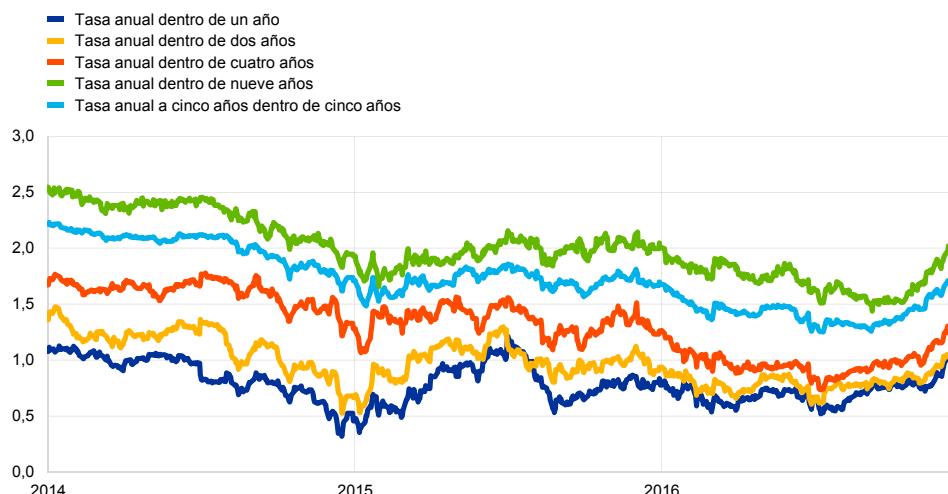
El crecimiento de los salarios se ha mantenido contenido. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,1 % en el segundo trimestre de 2016, frente al 1,2 % registrado en el trimestre anterior. En el tercer trimestre de 2016, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 1,4 %, prácticamente sin variación con respecto a los dos trimestres anteriores. El avance de los salarios siguió viéndose lastrado por el todavía significativo grado de holgura del mercado de trabajo, el débil crecimiento de la productividad, la baja inflación y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis⁴.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo aumentaron ligeramente, aunque permanecen en niveles bajos y bastante por debajo de los indicadores de mercado. Desde mediados de octubre, se ha observado cierta recuperación en los indicadores de mercado de las expectativas de inflación en todos los plazos de vencimiento, aunque partiendo de mínimos históricos (véase gráfico 19). Los reducidos niveles de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación reflejan, en parte, la limitada demanda de protección frente a la inflación en un entorno de baja inflación. A diferencia de los indicadores de mercado, los indicadores más recientes de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro basados en encuestas de opinión se han mantenido básicamente estables desde octubre, en torno al 1,8 %.

⁴ Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», Boletín Económico, número 3, BCE, 2016.

Gráfico 19**Indicadores de mercado de las expectativas de inflación**

(tasas de variación interanual)

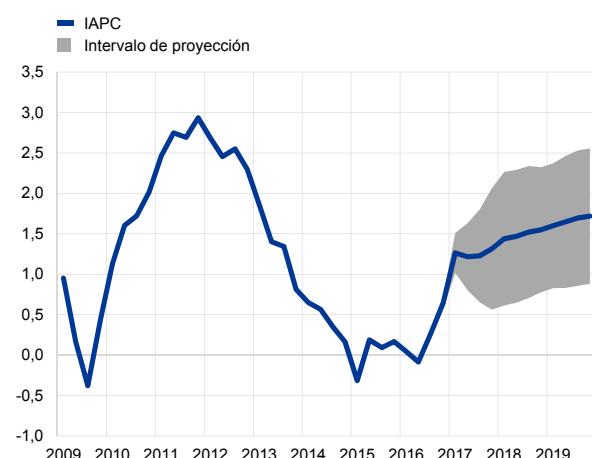


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 7 de diciembre de 2016.

Gráfico 20**Inflación medida por el IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», diciembre de 2016, publicado en el sitio web del BCE el 8 de diciembre de 2016.

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

De cara al futuro, las proyecciones indican que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro repuntará significativamente a finales de este año y principios del siguiente y se mantendrá en una tendencia al alza durante 2017-2019.

Teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que la inflación general siga aumentando a finales de este año y principios del siguiente hasta situarse por encima del 1 %, debido, en gran medida, a efectos de base en la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE y de la recuperación económica esperada, las tasas de inflación deberían continuar incrementándose en 2017, 2018 y 2019.

Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2016 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 0,2 % en 2016, con un aumento posterior hasta alcanzar el 1,3 % en 2017, el 1,5 % en 2018 y el 1,7 % en 2019 (véase gráfico 20)⁵. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los

expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se mantienen prácticamente sin cambios.

⁵ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», diciembre de 2016, publicado en el sitio web del BCE el 8 de diciembre de 2016.

Se espera que la inflación subyacente aumente de forma gradual durante el horizonte de proyección a medida que se vayan acumulando lentamente presiones al alza generadas por la menor holgura de la economía. Se prevé que la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, como refleja el acusado descenso de la tasa de desempleo, impulse un repunte gradual del crecimiento de los salarios y de la inflación subyacente durante el horizonte de proyección. En el contexto de la recuperación económica en curso, también se espera que se produzcan más presiones al alza sobre la inflación subyacente por las mejoras en la capacidad para fijar precios de las empresas y por el correspondiente aumento cíclico de los márgenes. La disminución de los efectos indirectos moderadores derivados de la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas también debería contribuir al incremento esperado de la inflación subyacente. Asimismo, cabe prever efectos al alza como resultado de la intensificación de las presiones sobre los precios a escala mundial con carácter más general. En conjunto, el repunte gradual de la inflación subyacente debería respaldar el avance de la inflación general durante el período 2017-2019.

5

Dinero y crédito

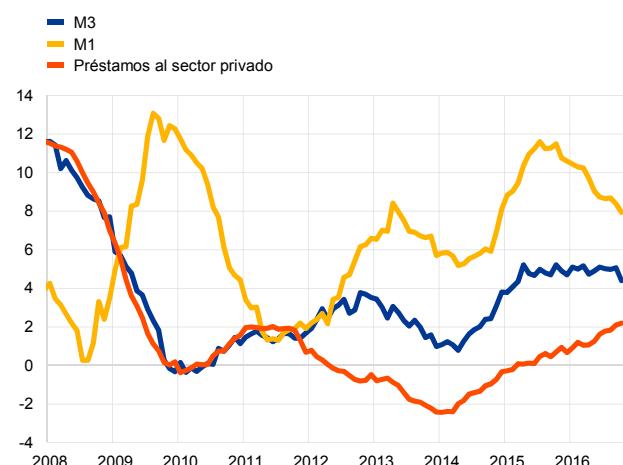
El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo estable en el tercer trimestre de 2016, pero se redujo ligeramente en octubre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado se incrementó en octubre. Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE siguen apoyando el crecimiento monetario y crediticio. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras continuó fortaleciéndose en el tercer trimestre de 2016.

El crecimiento del agregado monetario amplio se moderó en octubre, tras un período de estabilidad general. La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo al 4,4 % en octubre de 2016, tras haber permanecido anteriormente en torno al 5 % desde abril de 2015 (véase gráfico 21). Los bajos costes de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y de perfil plano de la curva de rendimientos, así como el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, continuaron respaldando el crecimiento monetario. Asimismo, el crecimiento interanual de M1 se moderó durante el tercer trimestre de 2016 y disminuyó nuevamente en octubre.

Gráfico 21

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y cash pooling nocial. La última observación corresponde a octubre de 2016.

Pese a la desaceleración del crecimiento interanual de los depósitos a la vista en el tercer trimestre de 2016, estos depósitos siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3. En concreto, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el tercer trimestre y en octubre, la de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras se redujo durante estos períodos. La tasa de crecimiento 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 disminuyendo en el tercer trimestre de 2016 y en octubre. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, se fortaleció

en el tercer trimestre, sustentada principalmente en el sólido crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario, pero se ralentizó en octubre.

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 que contribuyeron de forma positiva al crecimiento de M3, se incluyen las adquisiciones de valores representativos de deuda de las AAPP por parte del Eurosistema (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 22),

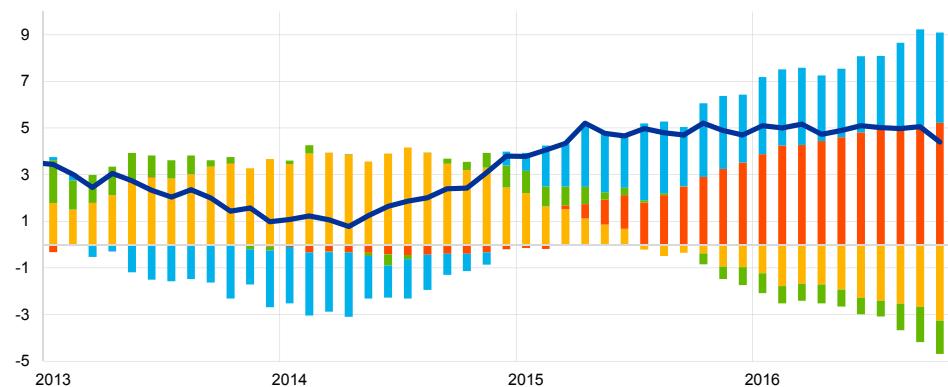
principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE. Además, el crecimiento de M3 sigue estando respaldado por contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 22). Esto se debe a la recuperación en curso del crédito al sector privado, junto con 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 es negativa desde el segundo trimestre de 2012, volvieron a disminuir en el tercer trimestre de 2016 y en octubre, debido, en particular, al impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, en sus siglas en inglés) del BCE. Las TLTRO 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 depósitos a largo plazo y bonos bancarios.

Gráfico 22

M3 y sus contrapartidas

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

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a octubre de 2016.

En cambio, los activos exteriores netos de las IFM siguieron ejerciendo fuertes presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3, debido a las salidas continuadas de capital de la zona del euro (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 22). Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP contribuyen notablemente a esta tendencia, ya que los ingresos de estas ventas se invierten, sobre todo, en instrumentos fuera de la zona del euro. Además, las IFM, excluido el Eurosistema, aumentaron sus ventas de valores representativos de deuda de las AAPP, lo que frenó el crecimiento de M3 (véase la parte verde de las barras del gráfico 22).

El crecimiento de los préstamos 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 tesorería (*cash pooling* nocial)] aumentó en el tercer trimestre de 2016 y en

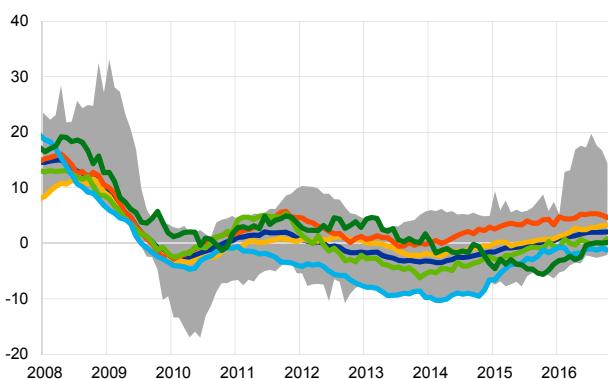
octubre (véase gráfico 21). En los distintos sectores, la recuperación de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, tras haber perdido algo de impulso en el tercer trimestre, volvió a incrementarse en octubre (véase gráfico 23). En general, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se ha recuperado sustancialmente 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 se mantuvo sin cambios en el tercer trimestre de 2016 y en octubre (véase gráfico 24). Las significativas 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 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 sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito.

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.

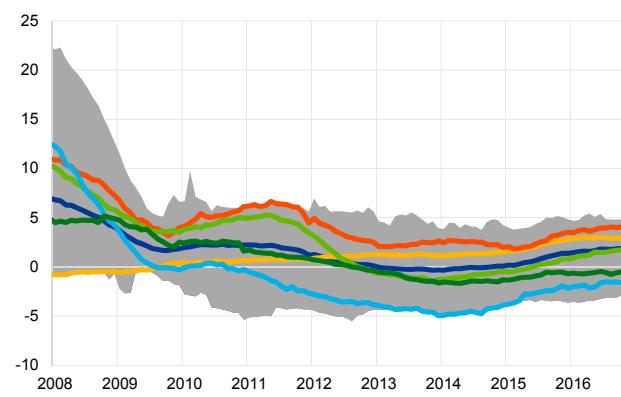
Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y *cash pooling* nocial. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2016.

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 *cash pooling* nocial. 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 octubre de 2016.

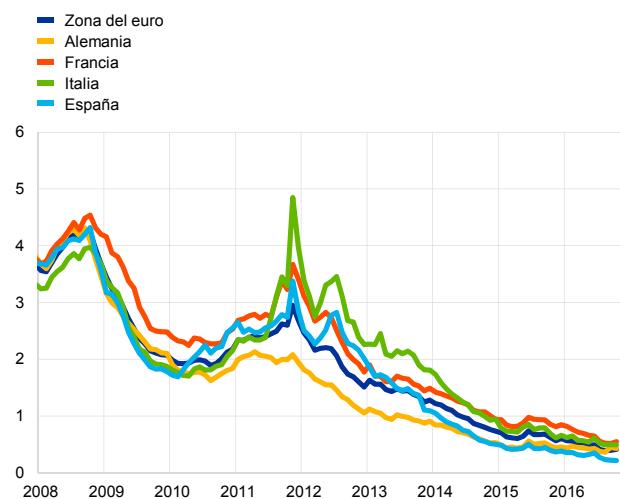
En el tercer trimestre de 2016, el crecimiento de los préstamos continuó sustentándose en el aumento de la demanda en todas las categorías de préstamo, mientras que los criterios de aprobación no variaron en el caso de los préstamos a empresas (tras la relajación neta registrada durante los dos últimos años) y se suavizaron para los préstamos a hogares. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2016, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares continuaron relajándose

debido a la presión de la competencia y, en menor medida, a la menor percepción de riesgo. Por otra parte, el incremento de la demanda de préstamos estuvo impulsado principalmente por el bajo nivel general de los tipos de interés, las crecientes necesidades de financiación de fusiones y adquisiciones, y las favorables perspectivas del mercado de la vivienda (véase la [encuesta](#)). En este contexto, el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE está ejerciendo un impacto positivo en los volúmenes de crédito, mientras que está influyendo negativamente en los ingresos netos por intereses y en los márgenes de los préstamos de las entidades de crédito. Además, según las entidades de crédito participantes en la encuesta, el programa de compra de activos del BCE tuvo un efecto positivo en la oferta de crédito mediante la relajación de las condiciones aplicables a los préstamos, pero un efecto negativo en el margen de intermediación de las entidades.

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 octubre de 2016.

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 octubre, después de permanecer básicamente estable en el tercer trimestre de 2016 (véase gráfico 25). El ligero incremento de octubre estuvo impulsado por el aumento de los rendimientos de los bonos bancarios, mientras que el coste de los depósitos siguió descendiendo marginalmente. 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 han contribuido a que el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda caiga hasta situarse en niveles muy reducidos. En consonancia con esta evolución, las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2016 señalaron una mejora del acceso a la financiación

mediante valores representativos de deuda en el tercer trimestre, aunque esperan que dicho acceso prácticamente no varíe en el cuarto trimestre.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades

no financieras y a los hogares se mantuvieron en niveles muy favorables

en el tercer trimestre de 2016 y en octubre (véanse gráficos 26 y 27).

El tipo de interés sintético de los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda continuó descendiendo en el tercer trimestre de 2016 y en octubre, registrando un nuevo mínimo histórico. En ese período, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras fluctuó en torno a los reducidos niveles alcanzados anteriormente. 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. El descenso 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 octubre de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 110 puntos básicos. La caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios 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 prácticamente se estabilizó en el tercer trimestre de 2016 y en octubre. 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.

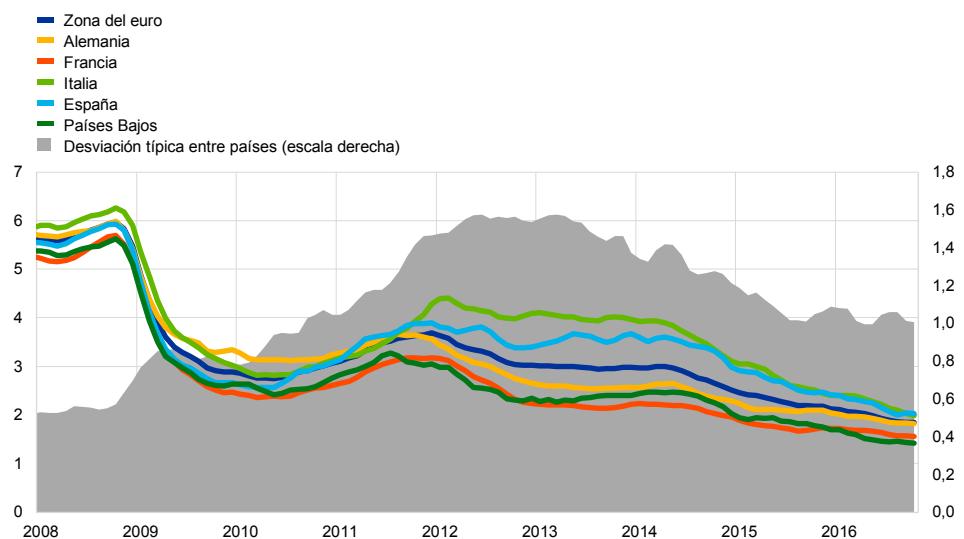
Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa concedida a las sociedades no financieras continuó fortaleciéndose en el tercer trimestre de 2016. La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en los niveles observados a principios de 2005 (antes de que comenzara el período de excesivo crecimiento del crédito). La recuperación registrada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, en las reducciones adicionales del coste de los préstamos bancarios, en la relajación de las condiciones de concesión de dichos préstamos, en el muy bajo coste de los valores de renta fija y, más recientemente, en el aumento de las fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, así como las dudas acerca de la solidez de la recuperación mundial y la percepción asociada de escasez de oportunidades de inversión fija rentable, han moderado la financiación externa.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo vigorosa en octubre de 2016, antes de disminuir en noviembre. Los datos oficiales del BCE más recientes muestran que la actividad emisora se fortaleció notablemente en septiembre. Este aumento fue generalizado en los distintos países y se vio respaldado, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos por parte del BCE. Los datos preliminares sugieren que la actividad emisora continuó siendo elevada en octubre, antes de moderarse en noviembre como consecuencia, posiblemente, del aplazamiento de las emisiones previstas por parte de los emisores. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras ha seguido siendo bastante modesta en los últimos meses.

Gráfico 26

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

(tasa de variación interanual; medias móviles de tres meses)



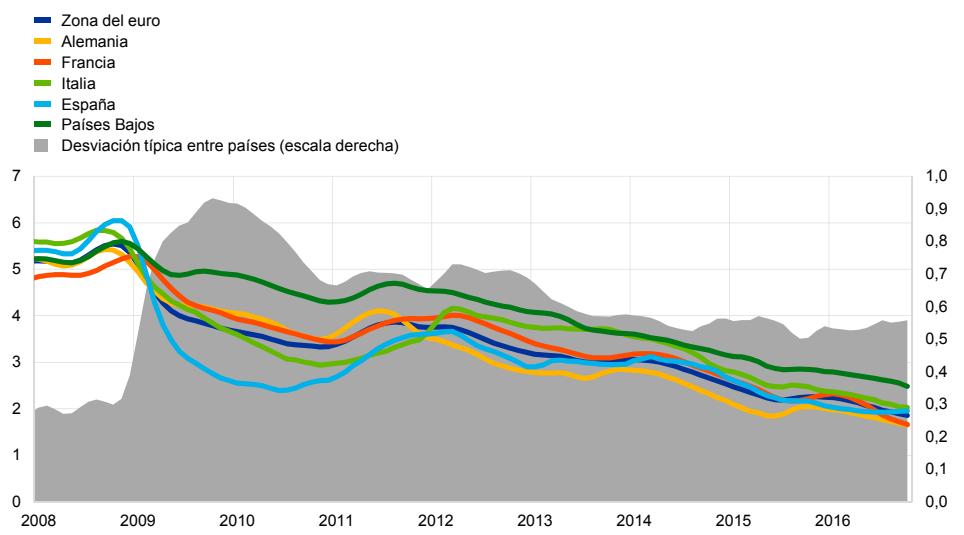
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2016.

Gráfico 27

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(tasa de variación interanual; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de la financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de las 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 octubre de 2016.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro siguen siendo muy favorables. El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras se redujo ligeramente en septiembre y octubre de 2016, tras aumentar moderadamente en agosto desde el mínimo

histórico registrado en julio. Más recientemente, el coste de la financiación mediante valores de renta fija ha mostrado señales de un posible giro, en un contexto de incremento de los rendimientos de la renta fija a escala mundial. Al mismo tiempo, el coste de la financiación mediante acciones continúa siendo elevado, como consecuencia de las altas primas de riesgo de las acciones.

6

Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones, durante el período 2016-2019, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas y las ratios de deuda de la zona del euro se mantendrán en una senda descendente. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona sea expansiva en 2016 y que pase a ser prácticamente neutral en 2017-2019. La reducción de la deuda se sostendrá fundamentalmente en un diferencial favorable entre crecimiento y tipos de interés, a tenor de las mejores condiciones cíclicas y de los bajos tipos de interés. Algunos países disponen de margen de maniobra fiscal que podría utilizarse para respaldar el crecimiento. En el caso de los países con altos niveles de deuda, es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales en consonancia con las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) a fin de que su ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente.

A tenor de las proyecciones, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá disminuyendo gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. Con arreglo a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016⁶, se espera que el déficit presupuestario descienda desde el 2,1 % del PIB en 2015 hasta el 1,2 % en 2019 (véase cuadro). Las estimaciones para 2016 señalan los menores pagos por intereses y un componente cíclico favorable como los principales determinantes de la reducción del déficit. La caída de los pagos por intereses, unas condiciones cíclicas positivas y el superávit primario seguirán contribuyendo a que el déficit continúe reduciéndose en el período 2017-2019. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, las perspectivas de las finanzas públicas básicamente no se han modificado⁷.

En 2016 se prevé una orientación expansiva de la política fiscal en la zona del euro y que pase a ser prácticamente neutral en 2017-2019⁸. La orientación expansiva en 2016 es resultado, principalmente, de la adopción de medidas fiscales discretionales por el lado de los ingresos, como recortes de los impuestos indirectos en algunos países de la zona del euro. Para el período 2017-2019, las proyecciones indican que la orientación de la política fiscal será prácticamente neutral, ya que es probable que las medidas que incrementan el déficit por el lado de los ingresos se vean contrarrestadas por las partidas de gasto público primario con un crecimiento menos dinámico. Estas últimas incluyen, en particular, la remuneración de los

⁶ Véanse las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, disponibles en ecbstaffprojections201612.

⁷ Aunque los proyectos de planes presupuestarios para 2017 presentados por los países de la zona del euro a mediados de octubre prevén algunos esfuerzos de consolidación adicionales en algunos países, estos esfuerzos no siempre se reflejan íntegramente en las proyecciones de los expertos, ya que las proyecciones solo incluyen las medidas que ya se han adoptado o al menos van a ser adoptadas próximamente por el Parlamento. El proyecto de plan presupuestario actualizado de España se publicó con posterioridad a la fecha de cierre de los datos.

⁸ La orientación de la política fiscal se mide como la variación del saldo estructural, es decir, el saldo presupuestario ajustado de ciclo, excluidas las 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 un análisis del concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

asalariados y el gasto en consumo intermedio, que, según las proyecciones, registrarán un crecimiento inferior al crecimiento tendencial del PIB nominal, mientras que se espera que otras partidas, como la inversión pública, avancen por encima de su crecimiento potencial. Habida cuenta de que es preciso equilibrar las necesidades de estabilización económica, por un lado, y las medidas de consolidación precisas para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro, por otro, la orientación neutral de la política fiscal en 2017 y posteriormente puede considerarse, en general, adecuada. Las revisiones de las proyecciones de septiembre de 2016 son escasas. Sin embargo, se prevé que, en 2016, la orientación de la política fiscal sea algo menos expansiva de lo esperado anteriormente, debido fundamentalmente a revisiones de los recortes de impuestos anunciados con anterioridad y a ingresos extraordinarios en varios países.

Cuadro

Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Ingresos totales	46,8	46,5	46,2	46,0	45,8	45,7
b. Gastos totales	49,4	48,5	47,9	47,5	47,3	47,0
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	45,5	45,4	45,2
Saldo presupuestario (a - b)	-2,6	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4
Saldo estructural	-1,7	-1,6	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
Deuda bruta	92,0	90,4	89,4	88,5	87,3	85,7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	1,2	1,9	1,7	1,7	1,6	1,6

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016.

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 tienen en cuenta revisiones recientes de los datos, podrían producirse diferencias con respecto a los datos validados de Eurostat.

Según las proyecciones, los elevados niveles de deuda pública de los países de la zona del euro continuarán descendiendo. Tras registrar un máximo en 2014, se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya gradualmente desde el 90,4 % de 2015 hasta el 85,7 % para finales de 2019. La reducción de la deuda se sustenta fundamentalmente en un diferencial favorable entre crecimiento y tipos de interés, a tenor de las mejores condiciones cíclicas y de los bajos tipos de interés. Unos superávits primarios reducidos también tienen un impacto positivo en la trayectoria prevista de la deuda. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2016, se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro sea algo más elevada en 2017 y 2018. De acuerdo con las proyecciones, 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. Además, en algunos países se espera que la ratio de deuda pública siga aumentando durante el horizonte de proyección.

Es necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con elevadas ratios de deuda en relación con el PIB. Los países con altos niveles de deuda deben situar sus ratios de deuda pública en una firme senda descendente, ya que son particularmente vulnerables a nuevos brotes 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. Los países de la zona del euro con margen de maniobra fiscal deberían utilizarlo, por ejemplo aumentando la inversión pública. La realización de esfuerzos para lograr una composición de los presupuestos públicos más propicia al crecimiento beneficiaría a todos los países.

Tras la presentación de los proyectos de planes presupuestarios a mediados de octubre, la Comisión Europea consideró que varios países presentaban riesgos de incumplimiento del PEC. Entre los países sujetos al componente preventivo del Pacto, se determinó que seis corren el riesgo de incumplir las exigencias del PEC, concretamente Bélgica, Italia, Chipre, Lituania, Eslovenia y Finlandia, mientras que, entre los países sujetos al componente correctivo, se llegó a la conclusión de que solo España corre el riesgo de incumplirlas. No obstante, pese a que algunos planes presupuestarios distan mucho de acatar las disposiciones del PEC, la Comisión no solicitó la presentación de proyectos actualizados a ningún Estado miembro. Para un análisis más detallado de los proyectos de planes presupuestarios, véase el recuadro 5 de este Boletín Económico.