

Evolución económica y monetaria

Resumen

En su reunión de política monetaria del 8 de junio de 2017, el Consejo de Gobierno concluyó que continúa siendo necesario un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten y respalden la inflación general a medio plazo. La información disponible desde la anterior reunión de política monetaria celebrada a finales de abril confirma un fortalecimiento de la economía de la zona del euro, que se proyecta que crezca a un ritmo algo más rápido de lo esperado anteriormente. El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento están ahora, en general, equilibrados. En este contexto, es cada vez menos probable que se materialicen los escenarios muy adversos para las perspectivas de estabilidad de precios, en particular porque los riesgos de deflación han desaparecido en gran medida. Por tanto, el Consejo de Gobierno decidió eliminar de su política de *forward guidance* la referencia a tipos de interés más bajos. Al mismo tiempo, la expansión económica todavía no se ha traducido en una dinámica de inflación más fuerte. Por el momento, los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo débiles y aún no han mostrado una clara tendencia al alza. Por consiguiente, sigue siendo adecuado el grado de acomodación monetaria muy sustancial.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 8 de junio de 2017

Las medidas de política monetaria del BCE han seguido manteniendo las condiciones de financiación muy favorables que son necesarias para asegurar una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Esto es evidente en la persistencia de unos tipos de interés bancarios muy bajos. Asimismo, la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas desde junio de 2014 sigue respaldando notablemente las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, el acceso a la financiación, principalmente de las pequeñas y medianas empresas, y, en consecuencia, los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. El agregado monetario amplio sigue creciendo a un ritmo sólido, mientras que continúa la recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014.

La expansión económica en curso en la zona del euro está adquiriendo cada vez más fuerza y se ha generalizado en todos los sectores y países. El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2017, tras el 0,5 % registrado en el último trimestre de 2016. Los indicadores de coyuntura, como las encuestas, siguen apuntando a un ritmo sólido de crecimiento a corto plazo. La transmisión de las medidas de política monetaria del BCE ha favorecido también el proceso de desapalancamiento y debería continuar

respaldando la demanda interna. En particular, la recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y de las mejoras de la rentabilidad empresarial. Las mejoras del empleo, que también se están beneficiando de anteriores reformas de los mercados de trabajo, respaldan la renta real disponible y el consumo privado.

La actividad de la zona del euro sigue estando respaldada por una recuperación mundial sostenida.

El crecimiento del comercio internacional ha aumentado de forma significativa en los últimos meses, y se ha beneficiado de la recuperación de las economías emergentes, entre otros factores. No obstante, las perspectivas de crecimiento de la zona siguen estando lastradas por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales, en particular en los mercados de productos, y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances, a pesar de las continuas mejoras.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017, cerradas a finales de mayo, que dependen de la aplicación plena de todas las medidas de política monetaria del BCE, prevén que el PIB real se incremente un 1,9 % en 2017, un 1,8 % en 2018 y un 1,7 % en 2019.

Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza para el horizonte temporal contemplado. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados. Por una parte, la actual y favorable dinámica cíclica aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico mayor de lo esperado. Por otra, persisten los riesgos a la baja relacionados con factores predominantemente globales.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,4 % en mayo, frente al 1,9 % de abril y el 1,5 % de marzo. Como cabía esperar, la volatilidad observada recientemente en las tasas de inflación se debió, principalmente, a los precios de la energía y a aumentos temporales en los precios de los servicios durante el período de Semana Santa. Tras la reciente caída de los precios del petróleo, la inflación a escala mundial se ha estabilizado. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que, en los próximos meses, la inflación general de la zona del euro fluctúe en torno a los niveles observados recientemente.

Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en niveles bajos y aún no han mostrado señales claras de un repunte, dado que los recursos no utilizados siguen afectando a la formación de precios y salarios internos.

Se espera que la inflación subyacente aumente solo de forma gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, de la continuación de la expansión económica y de la correspondiente absorción gradual de la capacidad productiva sin utilizar.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,3 % en 2018 y el 1,6 % en 2019. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo

de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado a la baja, lo que refleja, primordialmente, la caída de los precios del petróleo.

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2017-2019), debido principalmente a la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será básicamente neutral en el período 2017-2019. Aunque la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro todavía es elevada, seguirá disminuyendo. No obstante, los países con altos niveles de deuda pública se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar esta ratio en una firme senda descendente.

Decisiones de política monetaria

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

1 Entorno exterior

Pese a una caída transitoria del crecimiento del PIB mundial en el primer trimestre de 2017, el avance de la actividad global continuó siendo sostenido en los primeros meses del año. La dinámica del comercio internacional mejoró considerablemente, impulsada principalmente por un aumento del comercio en las economías emergentes. La inflación mundial se ha estabilizado en los últimos meses, debido a que ha disminuido el efecto de anteriores subidas del precio de las materias primas. Sin embargo, los precios del petróleo han registrado un descenso en las últimas semanas, lo que debería moderar las tasas de inflación mundial a corto plazo.

Actividad económica y comercio mundiales

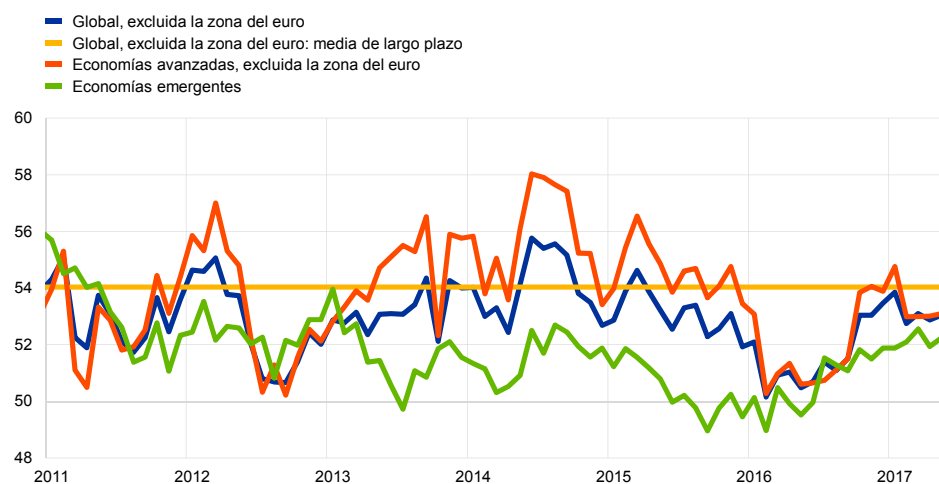
Pese a una caída transitoria del crecimiento del PIB mundial en el primer trimestre de 2017, el avance de la actividad global continuó siendo sostenido a principios de año. En Estados Unidos, el crecimiento del PIB cayó hasta el 0,3 %, en tasa intertrimestral, principalmente como resultado del menor gasto en consumo y de una importante reducción de la inversión en existencias. En el Reino Unido, el crecimiento del PIB también disminuyó, ya que el aumento de la inflación resultante de la depreciación de la libra esterlina redujo las rentas reales y el gasto de los hogares. En China, la caída del crecimiento del PIB, hasta el 1,3 % en tasa intertrimestral, no fue plenamente acorde con los indicadores de corto plazo más favorables. Por otra parte, el crecimiento del PIB se recuperó con fuerza tanto en Rusia como en Brasil al salir ambos países de la recesión, al tiempo que, en la India, el crecimiento de la actividad se recuperó en un contexto de disminución de los efectos de la desmonetización.

Los indicadores de opinión sugieren que el crecimiento global repuntará a corto plazo. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de producción global, excluida la zona del euro, se mantuvo prácticamente sin cambios en mayo, permaneciendo ligeramente por debajo de la media de largo plazo e indicando la continuación de una expansión moderada de la actividad global (véase gráfico 1). Las encuestas de confianza han sido positivas, observándose que la confianza de los consumidores de los países de la OCDE está aumentando y acercándose a los niveles anteriores a la crisis y que la confianza de las empresas también está mejorando.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto de producción global

(Índice de difusión)



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2017. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y mayo de 2017.

La evolución de los mercados financieros es acorde con las expectativas de mejora del crecimiento mundial a corto plazo. Tras haber registrado un ascenso significativo después de las elecciones de Estados Unidos, los mercados mundiales de renta variable y los rendimientos de los bonos a largo plazo experimentaron un descenso en abril y principios de mayo en un entorno en el que los inversores dudaban de la capacidad de la nueva Administración estadounidense para cumplir sus promesas en materia de política económica. No obstante, los mercados mundiales repuntaron con fuerza después de las elecciones presidenciales francesas. En conjunto, los mercados financieros han mostrado su resistencia en términos generales, y la aversión al riesgo es reducida. Las condiciones financieras de las economías emergentes también se están beneficiando de las expectativas de unas perspectivas de crecimiento mundial más optimistas y se han reactivado los flujos de capital hacia dichas economías.

Las políticas monetarias continúan siendo acomodaticias. Aunque se espera que otros importantes bancos centrales mantengan una orientación acomodaticia, los mercados siguen anticipando un endurecimiento muy gradual de la política monetaria en Estados Unidos. En China, las condiciones financieras son más restrictivas porque el Banco Central de la República Popular China ha aumentado los tipos de interés interbancarios en un esfuerzo por reducir la concesión de préstamos de mayor riesgo por parte de entidades de crédito pequeñas y de instituciones no bancarias. Sin embargo, los tipos de interés de referencia del crédito bancario aplicados a las sociedades no financieras han permanecido sin cambios, lo que sugiere que, hasta ahora, el impacto sobre la economía en su conjunto ha sido limitado.

De cara al futuro, tras un repunte a corto plazo, se prevé que la actividad económica mundial se acelere gradualmente. Las perspectivas de las economías avanzadas conllevan una expansión moderada, basada en un apoyo

sostenido de las políticas monetarias y fiscales, a medida que continúa la recuperación cíclica y se cierran paulatinamente las brechas de producción. En las economías emergentes, las perspectivas se ven apuntaladas por el sólido crecimiento de China e India, al tiempo que se espera un fortalecimiento de la actividad de los países exportadores de materias primas. La recuperación de estas últimas economías constituye el principal determinante del aumento del crecimiento del PIB mundial previsto en los dos próximos años. No obstante, el ritmo de expansión mundial se mantendrá por debajo de las tasas anteriores a la crisis, lo que es coherente con las estimaciones que sugieren que el potencial de crecimiento ha disminuido tanto en las economías más avanzadas como en las emergentes en los últimos años.

En Estados Unidos, se espera que la actividad se fortalezca. Después de un primer trimestre de debilidad, se prevé un fuerte repunte en los meses restantes de 2017, ya que la confianza de consumidores y empresarios sigue siendo elevada y la mejora de las condiciones de los mercados de trabajo se está plasmando de forma paulatina en un mayor crecimiento de los salarios. También es de esperar que la fuerte recuperación de la inversión en el sector energético sostenga la economía.

En el Reino Unido, se prevé que el crecimiento del PIB real se mantenga relativamente contenido a corto plazo. Aunque es probable que la depreciación de la libra esterlina favorezca las exportaciones, se espera que el aumento de la inflación afecte a las rentas de los hogares y al consumo privado. También se vaticina que la elevada incertidumbre en torno a los futuros acuerdos comerciales del Reino Unido influya en la inversión.

En Japón, se espera que las políticas acomodaticias sigan contribuyendo a la expansión. La política monetaria acomodaticia, las condiciones financieras más holgadas y el programa de estímulos fiscales deberían favorecer la demanda interna, al tiempo que se prevé que las exportaciones se recuperen gradualmente a medida que mejore la demanda exterior. No obstante, pese a la intensa creación de empleo, los incrementos salariales han seguido siendo moderados, frenando el consumo privado.

En China, se prevé que la actividad continúe creciendo a un ritmo sólido, favorecida por la fortaleza del consumo y el auge del mercado de la vivienda. No obstante, la mayor atención prestada a la contención de los riesgos para la estabilidad financiera ha provocado un endurecimiento de las condiciones financieras desde finales de 2016. A medio plazo, se augura que el crecimiento mantenga una tendencia gradual a la baja, compatible con el deseo de las autoridades de reequilibrar la economía.

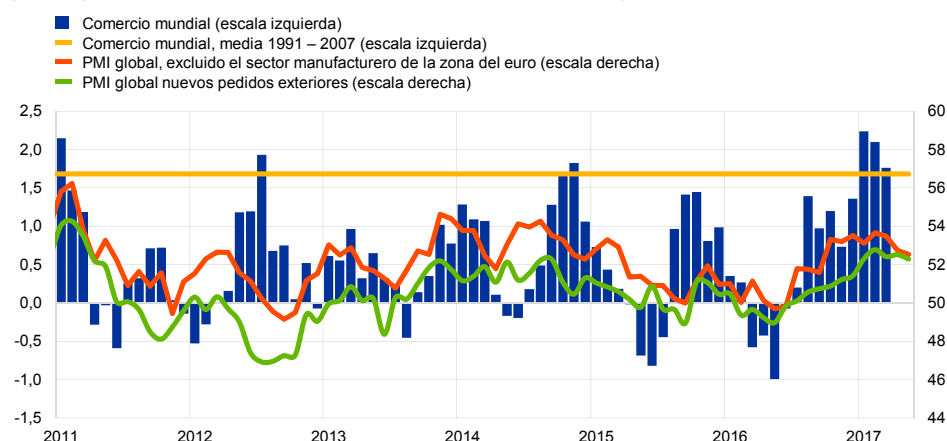
Se espera que los países de Europa Central y Oriental se beneficien del vigor del consumo y de la inversión, está última favorecida por los fondos estructurales de la UE. Aunque se prevé que la inflación aumente gradualmente, como consecuencia de la desaparición de los efectos de las caídas de los precios de la energía, se espera que la renta real disponible también se fortalezca a medida que mejoren las condiciones del mercado de trabajo y se incrementen las presiones salariales.

Se prevé que los grandes países exportadores de materias primas continúen recuperándose tras las profundas recesiones que han experimentado. En Rusia, se espera que el repunte del precio del petróleo desde el pasado año, sumado a una política monetaria más acomodaticia, sostenga el crecimiento, si bien la demanda interna continúa siendo débil en un entorno de elevada incertidumbre, bajos salarios reales y un descenso de la confianza. Se cuenta con que la estabilización de la confianza empresarial, la mejora de la relación real de intercambio y la relajación de las condiciones financieras favorezcan la actividad en Brasil. Al mismo tiempo, la recurrente incertidumbre política y las necesidades de consolidación fiscal siguen afectando a las perspectivas a medio plazo.

La dinámica del comercio mundial mejoró considerablemente a finales del año pasado y principios de 2017. Las importaciones de bienes en términos reales aumentaron un 1,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2017 (véase gráfico 2). La recuperación del comercio mundial durante el segundo semestre de 2016 y principios de 2017 se ha visto impulsada principalmente por la mejora de las economías emergentes, y el comercio de los países emergentes de Asia se ha beneficiado de las inversiones chinas tras la aplicación de un estímulo monetario. Los indicadores adelantados apuntan al mantenimiento de unas sólidas perspectivas para el comercio a corto plazo, y el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se situó en 52,3 en mayo. A más largo plazo, aunque las perspectivas están sujetas a un cierto grado de incertidumbre relacionado con la retórica de la nueva Administración estadounidense sobre las políticas comerciales, se prevé que el comercio mundial avance prácticamente en línea con la actividad global.

Gráfico 2
Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2017 (PMI) y a marzo de 2017 (comercio).

En general se augura un aumento gradual del crecimiento mundial en el período 2017-2019. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del

Eurosistema de junio de 2017, el crecimiento del PIB real mundial, excluida la zona del euro, se acelerará desde el 3,2 % de 2016 hasta el 3,5 % en 2017 y el 3,8 % en 2018-2019. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 1,3 % de 2016 hasta el 3,7 % en 2017, el 3,4 % en 2018 y el 3,5 % en 2019. En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, el crecimiento del PIB mundial apenas se ha revisado, mientras que el crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado al alza para 2017, reflejando datos más sólidos sobre importaciones en torno al cambio de año.

La incertidumbre en torno a las proyecciones de referencia relativas a la actividad económica mundial continúa siendo elevada, y los riesgos siguen apuntando a la baja. En cuanto a los riesgos al alza, cabe la posibilidad de que la mejora de la confianza —como muestran las encuestas y los mercados financieros— se traduzca en una recuperación de la actividad y del comercio en el corto plazo más rápida de lo esperado. Entre los principales riesgos a la baja se incluyen un mayor proteccionismo comercial, un endurecimiento desordenado de las condiciones financieras a escala global, que podría afectar especialmente a las economías emergentes vulnerables, posibles perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización en China, y la potencial volatilidad derivada de la incertidumbre política y geopolítica, como la relativa a las negociaciones sobre las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea. En el recuadro 1 se analiza la evolución de los riesgos globales durante el pasado año.

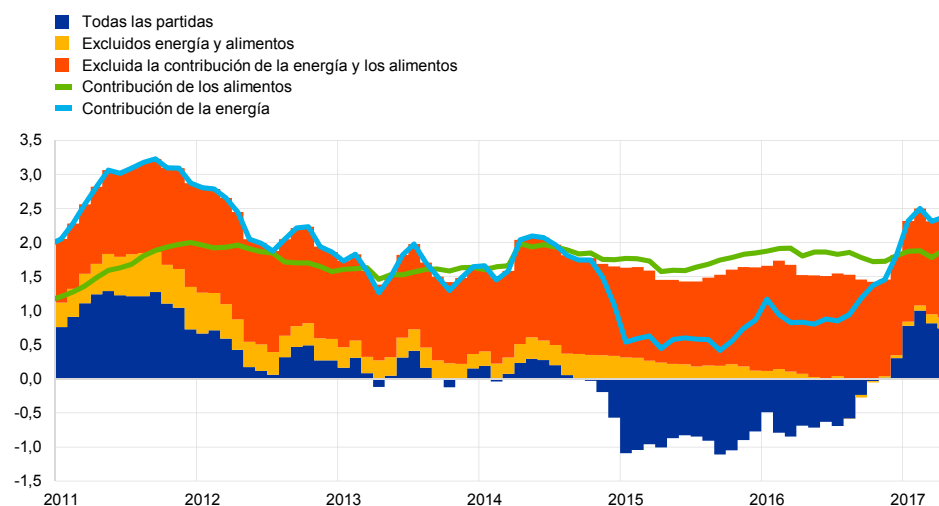
Evolución mundial de los precios

La inflación mundial medida por los precios de consumo se ha estabilizado, debido a que ha empezado a desaparecer el efecto de anteriores subidas de precios de las materias primas. La inflación interanual de los precios de consumo de los países de la OCDE pasó del 2,3 % registrado en marzo al 2,4 % de abril. En los países de la OCDE, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, aumentó ligeramente en abril, hasta situarse en el 1,9 % en abril (véase gráfico 3).

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: OCDE.

Nota: La última observación corresponde a abril de 2017.

Los precios de las materias primas han caído recientemente. Los precios del Brent han fluctuado entre 48 y 56 dólares estadounidenses por barril desde principios de marzo. Las fluctuaciones de precios reflejan un cambio en las preocupaciones de los participantes en los mercados acerca del probable éxito de la estrategia de los países de la OPEP de recortar la producción, en un entorno en el que las existencias de crudo siguen siendo elevadas y en que la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos aumenta. La prolongación del recorte de la producción durante nueve meses, acordada el 25 de mayo de 2017 por los países de la OPEP y por 11 países no pertenecientes a dicha organización, fue ampliamente anticipada por los mercados y había sido descontada antes de la reunión. La esperanza expresada por algunos países participantes de que podría llegarse a un acuerdo sobre un recorte mayor o más prolongado no se materializó, lo que provocó una nueva caída de los precios del petróleo después de la reunión próxima al 6 % en dólares estadounidenses. De cara al futuro, la curva de futuros indica que los precios del petróleo permanecerán prácticamente sin cambios en los tres próximos años. Los precios de las materias primas no energéticas han registrado un descenso cercano al 8 % desde principios de marzo.

De cara al futuro, tras una ligera moderación en el corto plazo, se espera que la inflación mundial aumente lentamente. La reciente bajada de los precios del petróleo y de otras materias primas debería moderar las tasas de inflación en el corto plazo. Posteriormente se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente, mientras que la actual curva de futuros del petróleo anticipa que los precios del crudo se mantendrán muy estables durante el horizonte de proyección, lo que apunta a que la contribución futura de los precios de la energía a la inflación será muy limitada.

2 Evolución financiera

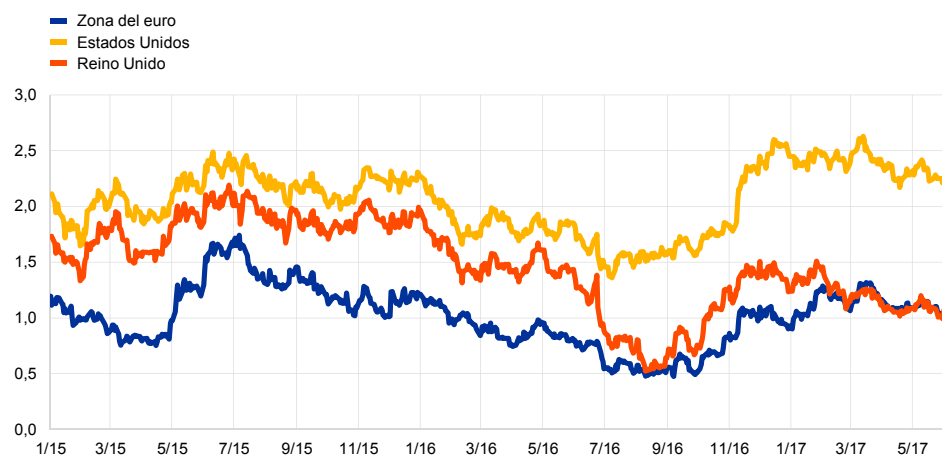
Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de marzo, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido ligeramente y han mostrado cierta volatilidad durante el período. Los diferenciales de los valores de renta fija privada han registrado un descenso marginal y se mantienen por debajo de los niveles observados 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 han subido en la zona del euro en mayor medida que en otras áreas económicas principales. El euro se ha apreciado en cifras ponderadas por el comercio.

En general, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de marzo. Durante el período de referencia, del 9 de marzo al 7 de junio de 2017, el tipo *swap* del eonia (OIS, en sus siglas en inglés) a diez años se redujo alrededor de 10 puntos básicos, hasta situarse en el 0,55 %, mientras que el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderada por el PIB cayó en torno a 25 puntos básicos, situándose justo por encima del 1 % (véase gráfico 4). Este descenso puso fin al período de aumento de los rendimientos nominales observado en la zona del euro, aunque con algunas oscilaciones, desde principios de octubre de 2016. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se redujeron más que en la zona del euro, aunque partían de un nivel más elevado, registrando una disminución de unos 45 puntos básicos, hasta situarse en el 2,2 %. El leve descenso de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro desde principios de marzo se produjo en un contexto de algunos episodios de volatilidad provocados por varios factores. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro aumentaron inicialmente tras la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, pero cayeron hacia finales de marzo, debido, en parte, a la percepción de los mercados de mayor incertidumbre política en el período previo a la primera vuelta de las elecciones presidenciales francesas. Sin embargo, a lo largo del mes de abril, los rendimientos volvieron a crecer como consecuencia de la disminución de la incertidumbre política y de la publicación de datos positivos para la economía de la zona del euro. Durante el resto del período considerado, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro registraron ligeros descensos, como resultado de una cierta moderación de las expectativas de inflación a escala mundial y de más sorpresas económicas negativas fuera de la zona del euro.

Gráfico 4

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

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

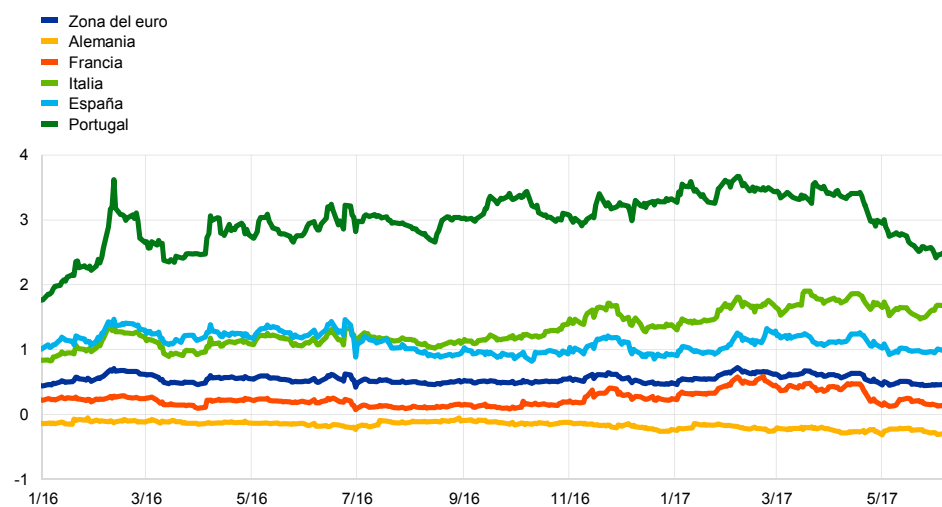
Notas: Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 7 de junio de 2017.

Los rendimientos de la deuda soberana registraron un acusado descenso en varios países, debido principalmente a la disminución de la incertidumbre política desde finales de abril y a la mejora de las perspectivas económicas. En los distintos países, las caídas oscilaron entre unos pocos puntos básicos y alrededor de 120 puntos básicos en Grecia y Portugal. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente al tipo *swap* del eonia también se redujeron, en general, sobre todo desde la segunda mitad de abril (véase gráfico 5).

Gráfico 5

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

(porcentajes)

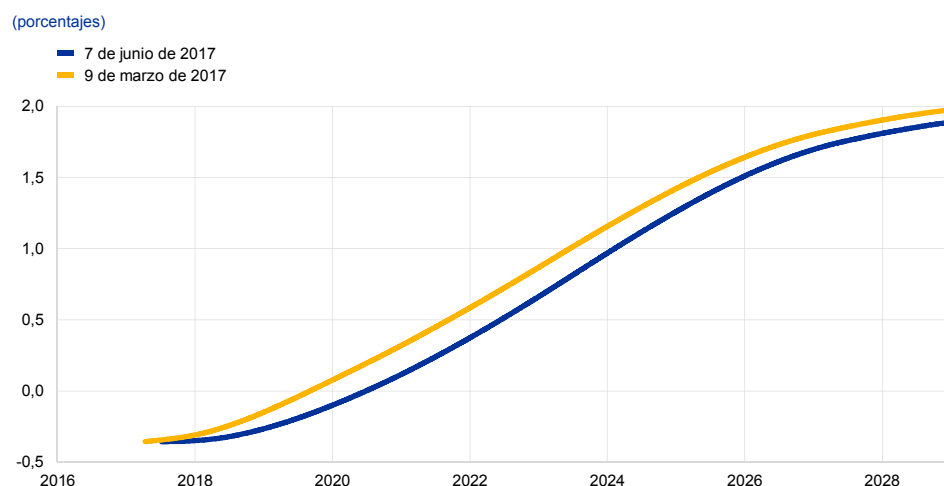


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia del rendimiento de la deuda soberana. Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 7 de junio de 2017.

La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) ha registrado un movimiento a la baja de algo más de 10 puntos básicos, en promedio, en todos los plazos desde principios de marzo (véase gráfico 6). La evolución al alza inicial de la curva, más o menos hasta mediados de marzo, revirtió con creces durante el resto del período considerado. En general, la curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado a la baja unos 13 puntos básicos, en promedio, y ha caído alrededor de 20 puntos básicos en los plazos comprendidos entre tres y cinco años. En cambio, los tipos *forward* experimentaron un descenso más bien marginal en los plazos de hasta dos años. La configuración de la curva el 7 de junio sugiere que los participantes en el mercado continúan esperando que los tipos negativos del eonia se mantengan durante un período prolongado hasta mediados de 2020, aproximadamente, y que no habrá reducciones adicionales del tipo de interés de la facilidad de depósito.

Gráfico 6
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

El eonia ha fluctuado en torno a –35 puntos básicos en el período analizado. El 5 de junio registró un mínimo histórico de –37,3 puntos básicos en un contexto de bajos volúmenes de negociación por ser festivo en varios países. El exceso de liquidez aumentó en más de 305 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.670 mm de euros. Este incremento se debió a la última operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico de la segunda serie de estas operaciones (TLTRO-II, en sus siglas en inglés), y a las adquisiciones realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 3.

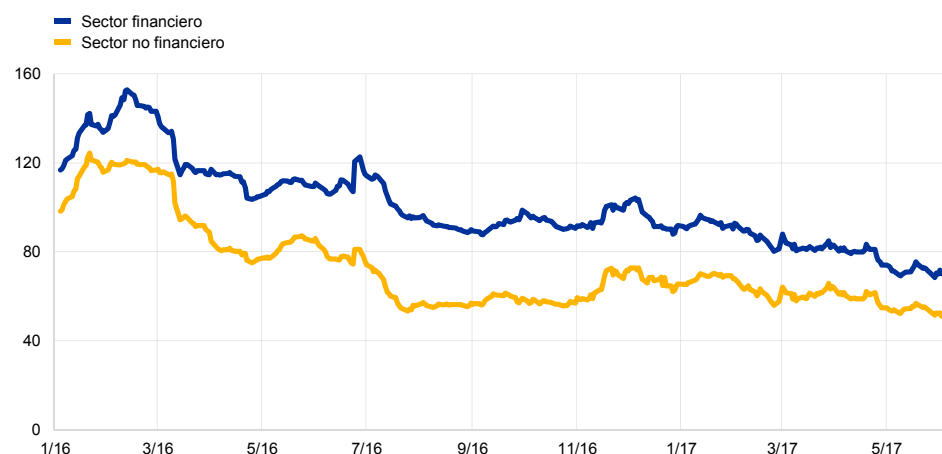
Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras descendieron ligeramente durante el período considerado (véase gráfico 7). El 7 de junio, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión (correspondientes a las categorías de calificación AA, A y BBB) de las sociedades no financieras se contrajeron, en promedio, 9 puntos básicos con respecto a principios de marzo y se situaron unos 30 puntos básicos

por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, cuando el Consejo de Gobierno anunció la puesta en marcha del CSPP. Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y por las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión (cuya adquisición no es admisible en el marco del CSPP) también se redujeron durante el período de referencia, en 5 y en 26 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 7

Diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde al 7 de junio de 2017.

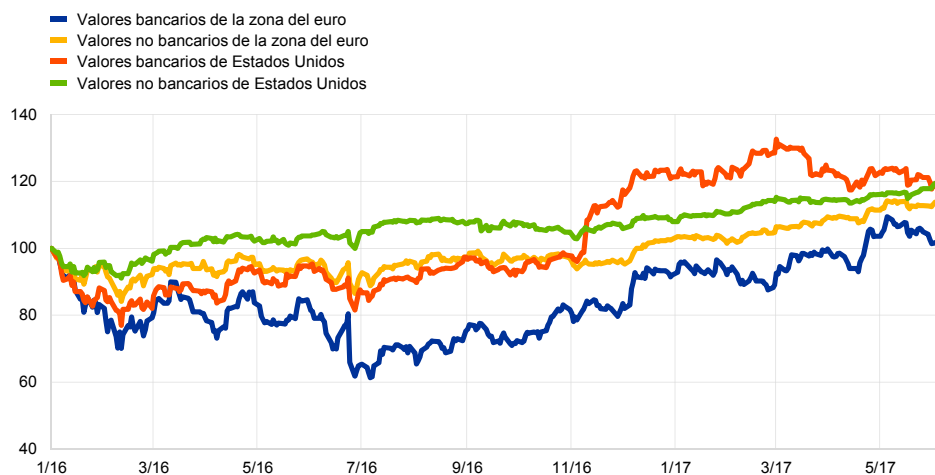
Los precios de las acciones de la zona del euro han aumentado desde principios de marzo (véase gráfico 8), continuando así la tendencia observada desde mediados de 2016, aproximadamente. Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 7,5 % más elevados que al comienzo, mientras que, en el caso de las cotizaciones del sector financiero, la subida fue del 5,5 %. Tras la reciente evolución positiva de los mercados bursátiles de la zona del euro, los precios de las acciones de las entidades de crédito se encuentran actualmente, en general, en torno a un 65 % por encima de los mínimos registrados tras el referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE celebrado en junio de 2016 (véase gráfico 8). Al igual que en el caso de los valores de renta fija, la incertidumbre política también ha afectado a la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro, que fundamentalmente registraron movimientos laterales antes de conocerse el resultado de la primera vuelta de las elecciones presidenciales francesas, pero posteriormente aumentaron de manera significativa. Desde principios de marzo, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de Estados Unidos, el Reino Unido y Japón también han subido, pero en menor medida que en la zona del euro. Las cotizaciones del sector financiero en esos tres países tuvieron un comportamiento aún peor que el de las sociedades no financieras de la zona del euro. Las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles aumentaron sustancialmente antes de las elecciones presidenciales francesas, hasta situarse en torno al 23 %, pero, posteriormente, volvieron a niveles ligeramente inferiores a los observados a principios de marzo, esto es,

aproximadamente en el 13 %. En Estados Unidos, las expectativas relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles cayeron, en general, hasta situarse por debajo del 9 %.

Gráfico 8

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(1 de enero de 2016 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters, índices iBoxx y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde al 7 de junio de 2017.

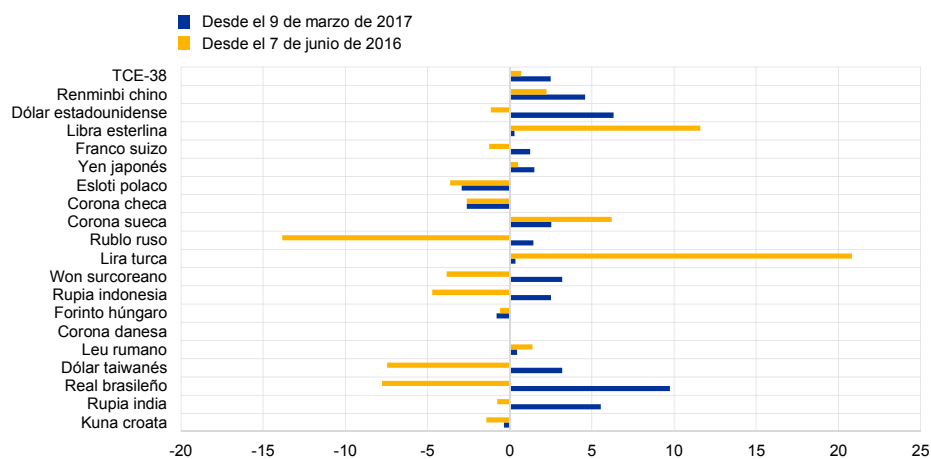
En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en un 2,5 % en cifras ponderadas por el comercio desde principios de marzo (véase gráfico 9).

Concretamente, el euro se apreció frente a la mayor parte de las principales monedas restantes, lo que reflejó sorpresas positivas para la economía de la zona del euro. En términos bilaterales, desde el 9 de marzo, el euro se ha fortalecido un 6,3 % frente al dólar estadounidense, un 4,6 % frente al renminbi chino, un 1,5 % frente al yen japonés y un 1,3 % frente al franco suizo. El euro también se apreció frente a las monedas de la mayoría de economías emergentes, así como frente a las monedas de Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, con la excepción de las de algunos países de Europa Central y Oriental, frente a las que se debilitó; entre ellas, la corona checa, el esloti polaco y el forinto húngaro.

Gráfico 9

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 7 de junio de 2017.

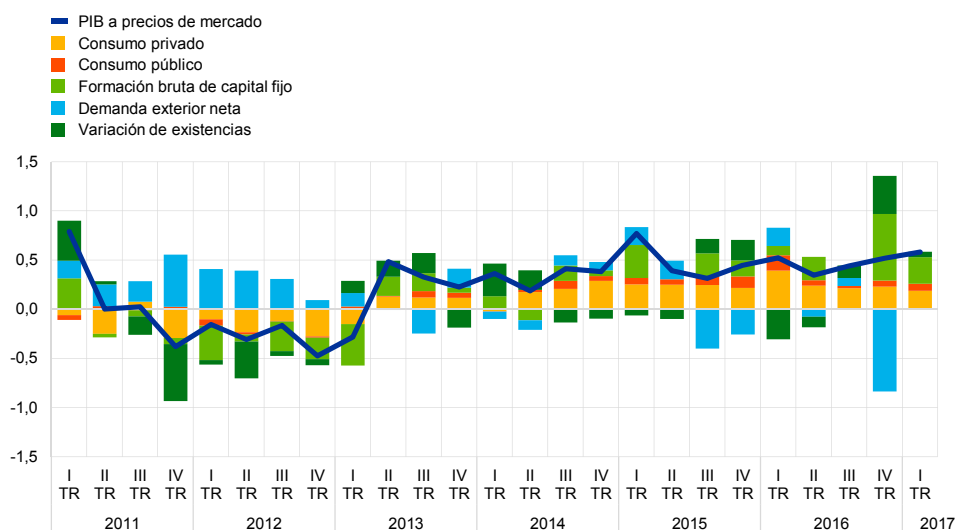
3 Actividad económica

La actual expansión económica está adquiriendo cada vez más fuerza y se ha generalizado en todos los sectores y países. El crecimiento de la zona del euro se basa fundamentalmente en la demanda interna, aunque también se ha visto estimulado de forma creciente por las favorables condiciones del entorno exterior. Los indicadores de coyuntura, como las encuestas, confirman un sólido ritmo de crecimiento en el corto plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2017, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2017 se han revisado al alza y prevén que el PIB real de la zona del euro crezca un 1,9 % en 2017, un 1,8 % en 2018 y un 1,7 % en 2019.

La expansión económica de la zona del euro ha cobrado impulso y se basa fundamentalmente en la demanda interna. El PIB real aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2017, tras el avance del 0,5 % registrado en el trimestre anterior (gráfico 10). La economía de la zona del euro ha crecido durante cuatro años consecutivos y la expansión está adquiriendo cada vez más fuerza al haberse generalizado en todos los sectores y países. La demanda interna continuó siendo el motor del crecimiento en el primer trimestre de 2017 y la variación de existencias tuvo una contribución positiva, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue neutral. En cuanto a la producción, la actividad económica se vio favorecida principalmente por el sólido crecimiento de la construcción y los servicios, y el valor añadido de la industria (excluida la construcción) creció a un ritmo más lento.

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

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



Fuente: Eurostat.

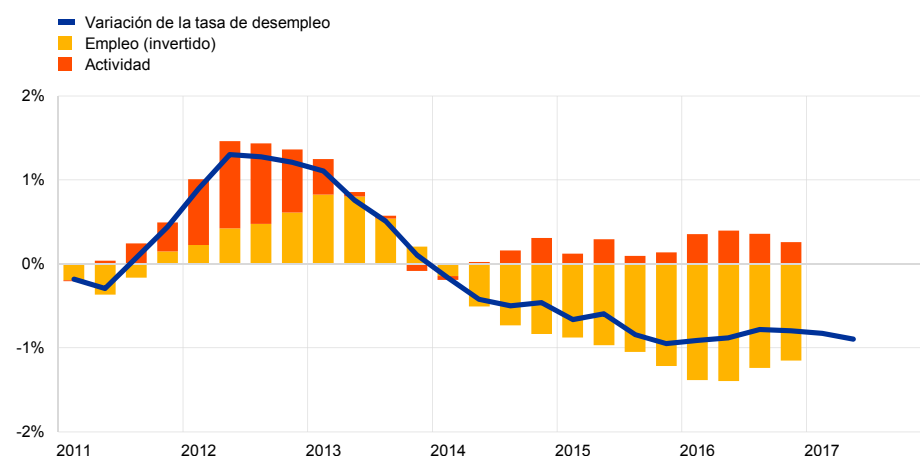
Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2017. Los importantes movimientos observados en la formación bruta de capital fijo y en la demanda exterior neta en el cuarto trimestre de 2016 reflejaron en gran medida la transacción de activos por parte de un número reducido de operadores económicos en Irlanda.

La recuperación es especialmente evidente en los mercados de trabajo de la zona del euro, aunque aún existe una holgura considerable. El crecimiento del empleo en la zona del euro continuó en el cuarto trimestre de 2016 y, como resultado, el empleo se situó un 1,2 % por encima del nivel registrado un año antes. Los datos de las encuestas disponibles hasta mayo sugieren nuevas mejoras en los mercados de trabajo. El desempleo de la zona del euro siguió disminuyendo en 2017, tras haber registrado un máximo a principios de 2013. En abril, la tasa de paro se situó en el 9,3 %, el porcentaje más bajo desde marzo de 2009. La tendencia general de reducción de las tasas de desempleo se ha mantenido, pese a los continuos aumentos de la tasa de actividad de la zona (véase gráfico 11), que se ha visto favorecida, en particular, por la creciente participación de los trabajadores de más edad. Además, las medidas más amplias de desempleo sugieren que el grado de holgura en los mercados de trabajo de la zona del euro sigue siendo elevado, a pesar de que la brecha entre la tasa de desempleo y las medidas más amplias se ha estrechado recientemente debido a descensos moderados en el número de trabajadores desanimados y de subempleados¹.

Gráfico 11

Descomposición de la reducción del desempleo en la zona del euro

(tasas de variación interanual de la tasa de desempleo de la zona del euro y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2016 en el caso del empleo y de la tasa de actividad, y a abril de 2017 en el caso de la tasa de desempleo.

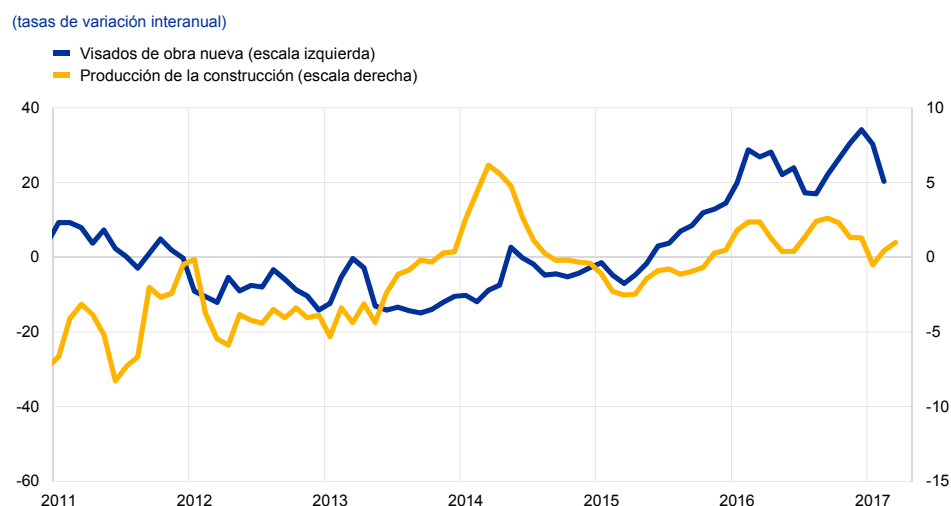
Las mejoras en los mercados de trabajo de la zona del euro han favorecido la renta real disponible de los hogares y han fomentado el gasto en consumo. El continuo crecimiento de las rentas del trabajo, el determinante más importante de la renta disponible de los hogares, junto con una tasa de ahorro de los hogares prácticamente estable, ha seguido beneficiando al consumo privado. La mejora de las condiciones de concesión del crédito bancario, reforzada por las medidas de política monetaria del BCE, también ha continuado respaldando el gasto de los hogares. Si bien los bajos tipos de interés afectan tanto a los ingresos por intereses como a los pagos por intereses de los hogares, tienden a redistribuir los recursos de los ahorradores netos a los prestatarios netos. Como estos últimos

¹ Véase el recuadro titulado «Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

suelen tener una propensión marginal al consumo más elevada, esta redistribución debería proporcionar un mayor apoyo al consumo privado en términos agregados. La confianza de los consumidores, que aumentó de nuevo en mayo por tercer mes consecutivo, sigue situándose muy por encima de su media de largo plazo, señalando una fuerte dinámica subyacente del gasto en consumo a corto plazo. Además, el crecimiento del patrimonio neto de los hogares, que refleja la evolución de la riqueza tanto financiera como inmobiliaria, debería sostener también el consumo privado.

El repunte de los mercados de la vivienda de la zona de euro favorece de forma creciente la dinámica de crecimiento. La recuperación de los mercados de la vivienda de la zona del euro ha sido más tardía y mucho más débil que la recuperación de la actividad económica total de la zona del euro, aunque ha cobrado impulso recientemente. Esta recuperación, aunque partía de niveles muy reducidos en algunos países, se ha visto respaldada por el fuerte crecimiento de la renta disponible de los hogares, unas condiciones de financiación favorables y una mayor preferencia por la inversión en vivienda en un contexto de bajos rendimientos de los activos remunerados. Además, los procesos de ajuste en los mercados de la vivienda de algunos países de la zona del euro parecen haber concluido y la confianza ha aumentado considerablemente en el sector de la construcción. Un número creciente de visados de obra nueva (véase gráfico 12), una mayor demanda de préstamos para adquisición de vivienda y unas mejores condiciones de concesión del crédito bancario deberían continuar apoyando la actual tendencia al alza de la inversión en construcción, que es común a todos los países de la zona del euro.

Gráfico 12
Visados de obra nueva y producción de la construcción



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Calculadas a partir de medias móviles de tres meses. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2017 en el caso de los visados de obra nueva y marzo de 2017 en el caso de la producción de la construcción.

La inversión empresarial continúa su recuperación gradual. La producción industrial en los sectores de bienes de equipo intensivos en inversión creció moderadamente, un 0,3 %, en el primer trimestre de 2017. Mientras tanto, los datos

disponibles para la mayoría de los países de la zona del euro apuntan a un fuerte avance de la inversión, excluida la construcción. Además, la confianza de las empresas del sector se fortaleció aún más como consecuencia de unas expectativas de producción muy favorables, un aumento de la cartera de pedidos y un cambio de sentido en las expectativas de precios de venta, mientras que la utilización de la capacidad productiva se incrementó hasta situarse por encima de los niveles medios anteriores a la crisis. Según la última encuesta semestral de inversión industrial de la Comisión Europea, las perspectivas de inversión de la zona del euro para 2017 han mejorado.

De cara al futuro, se espera que continúe la recuperación de la inversión empresarial. Se verá respaldada por varios factores; entre ellos, las condiciones de financiación aún muy favorables; la orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE; la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de debilidad de la inversión; unas tasas de utilización de la capacidad productiva superiores a la media, y elevados márgenes de beneficio en el sector no financiero. Además, la fuerte recuperación observada en los precios de las acciones durante los últimos años y el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda han reducido la ratio de apalancamiento (deuda sobre activos totales) hasta mínimos históricos (véase el recuadro titulado «Endeudamiento y desapalancamiento del sector privado en los países de la zona del euro» en este número del Boletín Económico, que ofrece una visión general de la evolución del desapalancamiento total del sector privado). Sin embargo, se prevé que algunos factores sigan incidiendo en las perspectivas de la inversión empresarial. Entre ellos, las expectativas de un potencial de crecimiento a largo plazo más débil, en comparación con el pasado, las rigideces existentes en los mercados de productos y los actuales ajustes a cambios en el entorno regulatorio. Por otra parte, la baja rentabilidad de las entidades de crédito y el volumen todavía elevado de préstamos dudosos en los balances de los bancos en varios países siguen afectando a la capacidad de intermediación de las entidades de crédito y, a su vez, a la financiación de las inversiones de las empresas a corto plazo.

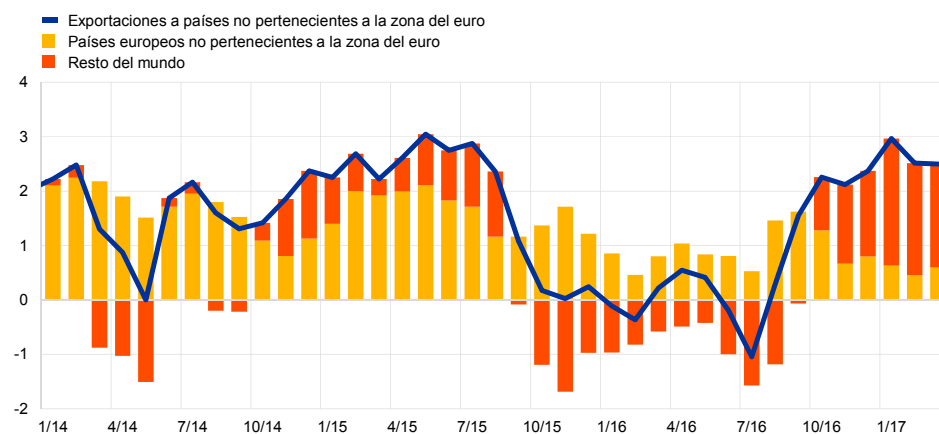
Una mejora del entorno exterior ha dado lugar a un repunte de la dinámica exportadora de la zona del euro. Los datos mensuales de comercio hasta marzo de 2017 apuntan a un crecimiento sostenido de las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro, tras el muy buen comportamiento exportador del cuarto trimestre de 2016. Esto es una buena señal para las perspectivas generales de crecimiento, ya que el avance de las exportaciones se ha visto impulsado de forma creciente por el incremento de la demanda tanto en Europa como en el resto del mundo. Concretamente, las exportaciones a China, Estados Unidos y Rusia han registrado un fuerte aumento en los tres últimos meses, lo que contrasta considerablemente con la experiencia de los tres últimos años, cuando era el comercio dentro de Europa el que sostenía las exportaciones (véase gráfico 13), y refleja la creciente generalización de la recuperación del comercio a escala mundial. Las encuestas y los nuevos pedidos exteriores relativos al segundo trimestre de 2017 apuntan al mantenimiento de la dinámica exportadora en el corto plazo. A más largo plazo, se prevé un avance de las exportaciones como consecuencia del repunte del

comercio mundial. No obstante, los riesgos para el comercio siguen siendo elevados, principalmente en relación con un aumento del proteccionismo, que podría obstaculizar el crecimiento global.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanuales en medias móviles de tres meses y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

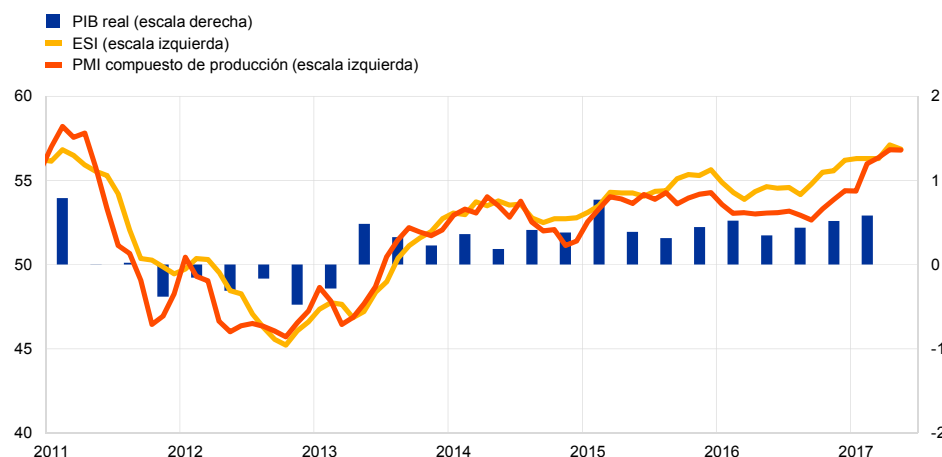
Nota: Los datos se refieren a términos reales y las últimas observaciones corresponden a marzo de 2017.

En conjunto, los datos más recientes apuntan a un sólido crecimiento en el segundo trimestre de 2017. El indicador de sentimiento económico (ESI, en sus siglas en inglés) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción registraron mejoras generalizadas en los cuatro primeros meses del año. En mayo, ambos indicadores se situaron en el nivel máximo posterior a la crisis, o próximos a él, aunque habían retrocedido ligeramente en comparación con abril. El avance de los indicadores en los dos primeros meses del segundo trimestre de 2017 reflejó principalmente una mejora de las expectativas de la producción futura y de los niveles de la cartera de pedidos, y ambos indicadores se encuentran actualmente por encima de sus medias de largo plazo (véase gráfico 14).

Gráfico 14

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

(tasas de variación intertrimestral, saldos netos normalizados; índices de difusión)



Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2017 para el PIB real y a mayo de 2017 para el ESI y el índice PMI.

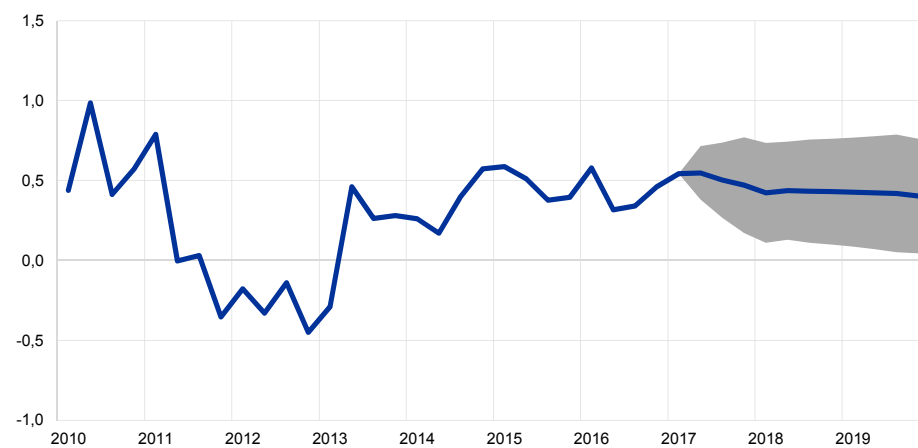
Se espera que la actual expansión económica de la zona del euro prosiga, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE que están transmitiéndose a la economía real. Se prevé que la demanda interna se vea impulsada por una serie de factores positivos. Las condiciones de financiación muy favorables y los bajos tipos de interés siguen favoreciendo una recuperación de la inversión en el contexto de un aumento de los beneficios y de una disminución de las necesidades de desapalancamiento. El crecimiento del consumo privado debería beneficiarse de una nueva mejora de las condiciones de los mercados de trabajo, debida en parte a anteriores reformas acometidas en dichos mercados. Las condiciones favorables asociadas a la recuperación cíclica fuera de la zona del euro, que se espera que se fortalezcan, impulsarán las exportaciones. No obstante, se prevé que el crecimiento económico de la zona del euro se vea frenado por el lento ritmo de aplicación de las reformas estructurales y por los ajustes que aún deben realizar algunos sectores en sus balances, a pesar de las mejoras en curso.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,9 % en 2017, del 1,8 % en 2018 y del 1,7 % en 2019 (véase gráfico 15). Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados. Por una parte, la positiva dinámica cíclica actual aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico mayor de lo esperado. Por otra parte, persisten los riesgos a la baja relacionados con factores predominantemente globales (véase el recuadro titulado «Análisis de la evolución reciente de los riesgos globales» en este número del Boletín Económico).

Gráfico 15

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 8 de junio de 2017.

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

4 Precios y costes

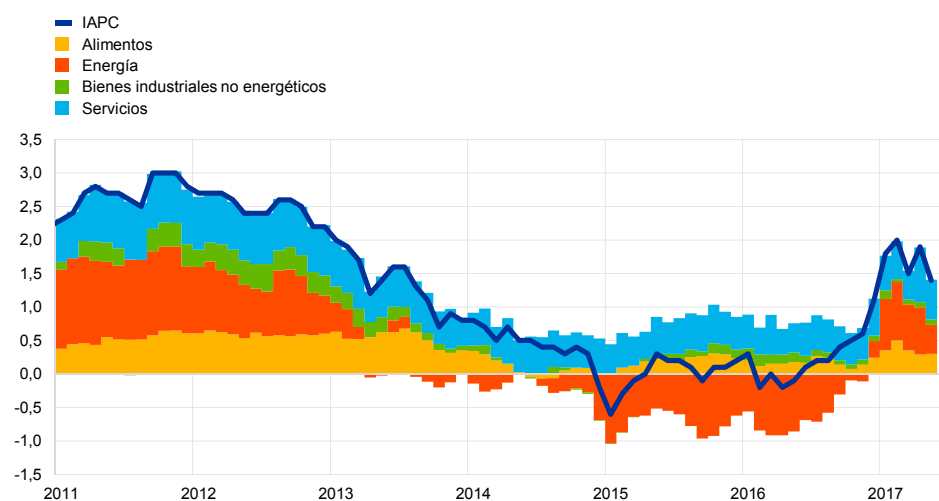
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,4 % en mayo de 2017, frente al 1,9 % de abril. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios de los futuros del petróleo vigentes, es probable que, en los próximos meses, la inflación general fluctúe en torno a los niveles actuales. Al margen de la reciente volatilidad, la inflación subyacente aún no ha mostrado señales claras de un repunte y se espera que aumente solo de forma gradual a medio plazo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,3 % en 2018 y el 1,6 % en 2019.

La inflación general retrocedió en mayo. Dadas las variaciones de los precios del petróleo y las fechas de la Semana Santa, la inflación general ha mostrado bastante volatilidad en los últimos meses. Según la estimación de avance de Eurostat, se situó en el 1,4 % en mayo de 2017, tras el 1,9 % de abril y el 1,5 % de marzo. El descenso de mayo se esperaba por dos motivos principales. En primer lugar, la inflación de los precios de los servicios cayó considerablemente y revirtió el fuerte repunte observado en abril, debido al impacto que tuvo en la tasa de variación interanual el hecho de que, en 2017, la Semana Santa se celebró en fechas distintas a las de 2016. En segundo lugar, la tasa de variación de los precios de la energía se redujo como consecuencia de un efecto de comparación a la baja relacionado con el acusado aumento de los precios de la energía un año antes y las presiones adicionales a la baja derivadas de la caída de los precios del petróleo en los últimos meses.

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)



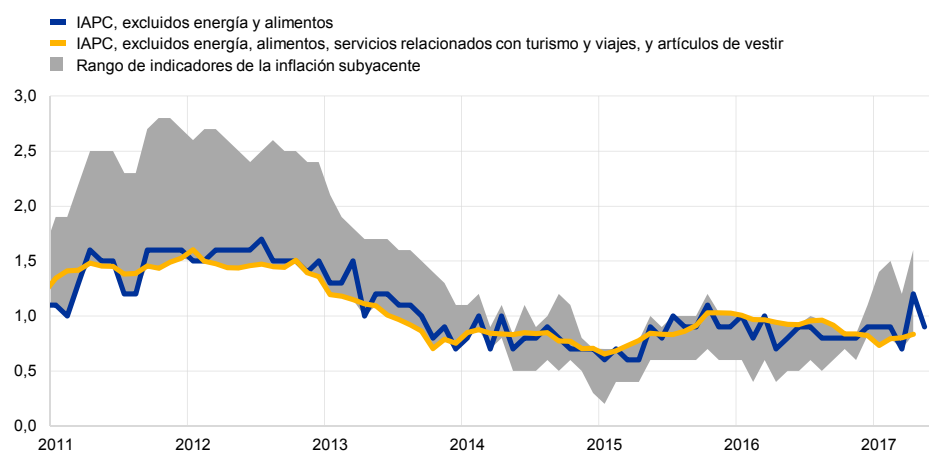
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2017 (estimaciones de avance).

La inflación subyacente aún no ha mostrado señales claras de un ajuste al alza. Algunos indicadores de la inflación subyacente han estado sesgados en los últimos meses, debido a factores transitorios como las fechas de la Semana Santa y el impacto de las recientes fluctuaciones de los precios del petróleo en los componentes de la inflación de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes (en particular, las vacaciones organizadas). Con este trasfondo, la estimación de avance de Eurostat correspondiente a mayo sugiere que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 0,9 %, frente al 1,2 % registrado en abril y el 0,7 % de marzo, mientras que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir se mantuvo prácticamente estable en abril. La actual contención de la inflación subyacente puede reflejar, en parte, los efectos indirectos retardados a la baja de las caídas anteriores de los precios del petróleo, pero también, y más importante, la persistencia de débiles presiones internas de costes. Dado que la evolución de la inflación subyacente está más estrechamente vinculada a las tendencias de la inflación a medio plazo, resulta fundamental que haya señales claras de un ajuste al alza para que se produzca un ajuste sostenido de la inflación general.

Gráfico 17
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

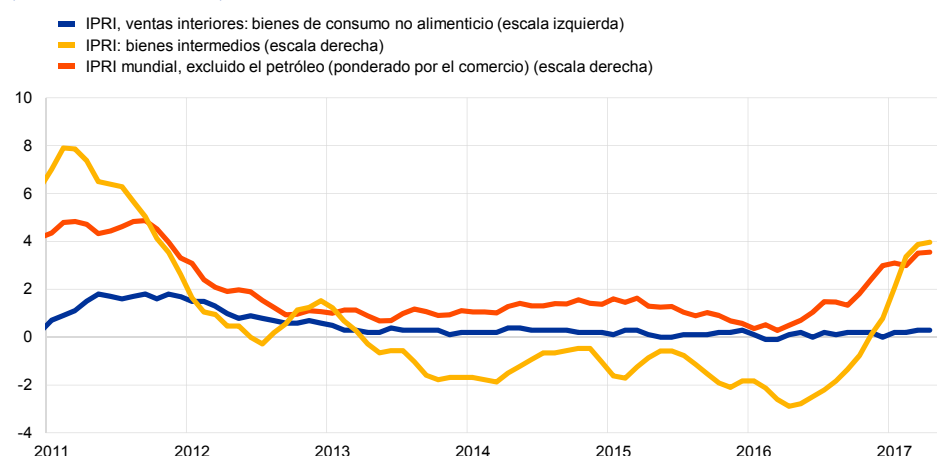
Se han acumulado las presiones latentes en las primeras fases de la cadena de producción y de precios. La transmisión del fuerte repunte de los precios de producción de los bienes intermedios a los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio parece seguir siendo escasa (véase gráfico 18). Como reflejo del sólido repunte observado en la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial a partir de mediados de 2016, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios de la zona del euro sigue fortaleciéndose y aumentó desde el mínimo del -2,9 % registrado en abril de 2016 hasta el 4 % en abril de 2017. Sobre la base de regularidades históricas,

una mejora sostenida de los precios de producción de los bienes intermedios ya implicaría cierta recuperación de la inflación de los precios de los bienes de consumo no alimenticio². Sin embargo, pese al incremento de los precios de producción de los bienes intermedios y a la nueva subida de los precios de las importaciones de bienes de consumo no alimenticio, que se incrementaron desde el 0,1 % observado en enero de 2017 hasta el 1,1 % de abril, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se mantiene contenida y se situó en el 0,3 % en marzo y en abril. Los bajos niveles de inflación observados en el índice de precios industriales (IPRI) pese al aumento de las presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción y de precios podría deberse, entre otras razones, a que los márgenes se están estrechando.

Gráfico 18

Precios industriales de ventas interiores, de los bienes intermedios y a escala mundial

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2017.

En la zona del euro, el crecimiento de los salarios sigue siendo bajo. El

crecimiento interanual de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora trabajada aumentó ligeramente hacia finales de 2016. La última información disponible sobre el crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro (1,4 % en el primer trimestre de 2017, ligeramente por debajo del 1,5 % observado en el cuarto trimestre de 2016) no apunta a presiones adicionales al alza a principios de 2017. En general, el crecimiento salarial sigue siendo reducido en comparación con las medias históricas, lo que podría atribuirse a la holgura del mercado de trabajo —que continúa siendo significativa según los indicadores más amplios de la infrautilización del mercado de trabajo³—, así como a la baja inflación,

² Véase también el recuadro titulado «¿Qué nos puede decir la reciente evolución de los precios industriales sobre las presiones latentes?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

³ Véase el recuadro titulado «Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

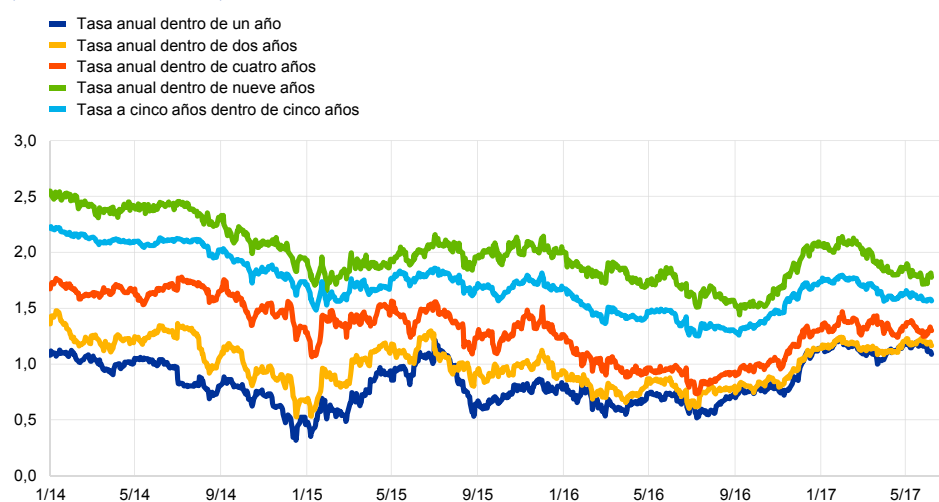
el débil crecimiento de la productividad y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis financiera.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso, mientras que los indicadores de opinión se han mantenido estables. Los indicadores de mercado han disminuido en todos los horizontes (véase gráfico 19). La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,57 % el 7 de junio de 2017, ligeramente por debajo del nivel observado a finales de abril. En cambio, tal como se señala en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2017, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro permanecieron invariables en el 1,8 %.

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 junio de 2017.

De cara al futuro, se espera que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se sitúe en niveles algo más bajos de lo esperado anteriormente. Sobre la base de la información disponible a mediados de mayo, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017 prevén que la inflación medida por el IAPC aumente desde el 0,2 % de 2016 hasta situarse en el 1,5 % en 2017, el 1,3 % en 2018 y el 1,6 % en 2019 (véase gráfico 20)⁴. La forma de V del perfil de la inflación general durante el horizonte de la proyección es el resultado, principalmente, de una fuerte contribución positiva del componente energético del IAPC en 2017, que disminuirá notablemente en 2018. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2017 y 2018, y en 0,1 puntos

⁴ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 8 de junio de 2017.

porcentuales para 2019. Esta revisión a la baja refleja, primordialmente, la caída de los precios del petróleo.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 8 de junio de 2017.

Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente solo de forma gradual a medio plazo. Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente desde el 0,9 % registrado en 2016 hasta el 1,1 % en 2017, el 1,4 % en 2018 y el 1,7 % en 2019. Uno de los principales factores que explican este repunte gradual es el incremento previsto de los salarios y de los costes laborales unitarios a medida que la recuperación avance y se consolide. Se espera que la disminución de la holgura en el mercado laboral y la desaparición progresiva de los factores relacionados con la crisis, que han frenado el crecimiento de los salarios en los últimos años, conduzcan a un repunte del crecimiento de la remuneración por asalariado y, dado que se prevé que la recuperación de la productividad sea más moderada, también de los costes laborales unitarios. También se espera que el repunte de los precios del petróleo observado desde principios de 2016 intensifique ligeramente, de forma indirecta, estas presiones al alza sobre los costes a través de un aumento de los costes de producción y de sus repercusiones en los salarios nominales.

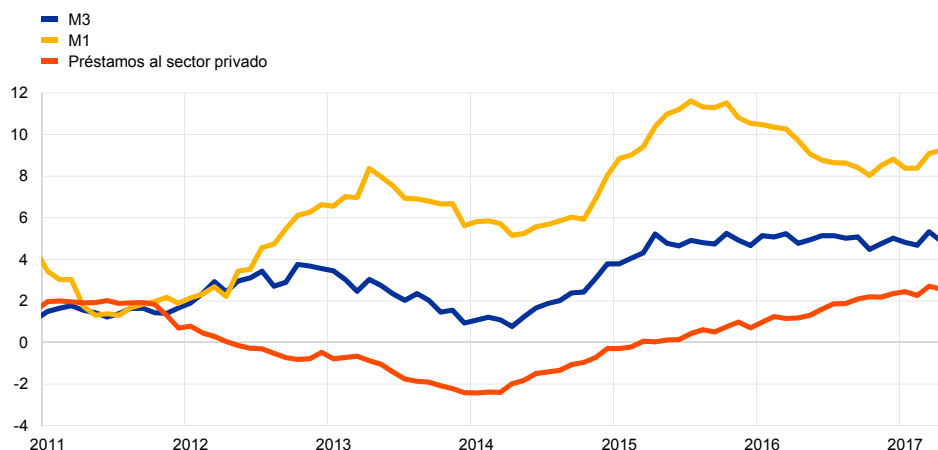
5 Dinero y crédito

El agregado monetario amplio sigue creciendo a un ritmo sólido y prosigue la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado observada desde principios de 2014. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2017.

El crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido en el primer trimestre de 2017 y en abril, manteniendo el ritmo observado desde mediados de 2015. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 4,9 % en abril (véase gráfico 21). El bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos, así como el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, continuó respaldando el crecimiento monetario. Al igual que en meses anteriores, el crecimiento interanual de M3 se basó principalmente en sus componentes más líquidos, y la tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta situarse en el 9,2 % en abril (frente al 8,8 % registrado en diciembre de 2016).

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 centralización nacional de la tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a abril de 2017.

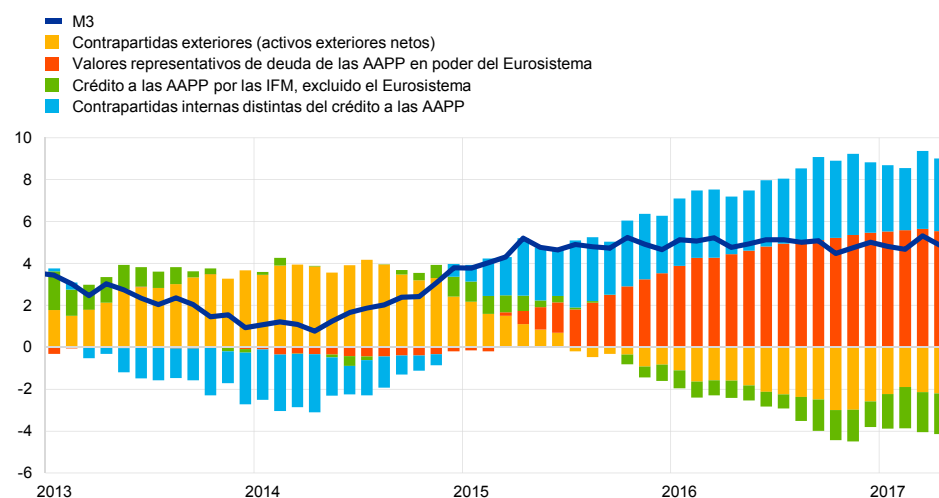
Los depósitos a la vista siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras mantuvo su vigor en el primer trimestre de 2017 y en abril, situándose en el 11,4 % y el 10,6 %, respectivamente. La volátil tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los intermediarios financieros (excluidas las IFM) se incrementó en marzo y en abril. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación aumentó ligeramente, sin indicar que exista una tendencia general en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por tesorería en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma negativa al agregado M3

en el primer trimestre y en abril. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, fue elevada en el primer trimestre de 2017, sustentada principalmente en el sólido crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario, pero se moderó en abril.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio cuando se considera desde la perspectiva de las contrapartidas de M3 (véase gráfico 22). Entre las contrapartidas de M3, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas por parte del Eurosistema (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 22), sobre todo en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, contribuyeron favorablemente al avance de M3. Además, el crecimiento de M3 siguió estando respaldado por contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 22). Esto se debió a la recuperación sostenida del crédito al sector privado y a la persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. Estos pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas), cuya tasa de variación interanual ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, disminuyeron de nuevo en el primer trimestre de 2017 y en abril. Su tasa de crecimiento interanual negativa fue atribuible, en parte, al impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II) del BCE, que pueden estar actuando como sustituto de la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados y haciendo que a los inversores les resulte menos atractivo mantener bonos bancarios y depósitos a largo plazo. Al mismo tiempo, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, contribuyeron al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, y frenaron el crecimiento de M3 (véase la parte de color verde de las barras del gráfico 22).

Gráfico 22 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a abril de 2017.

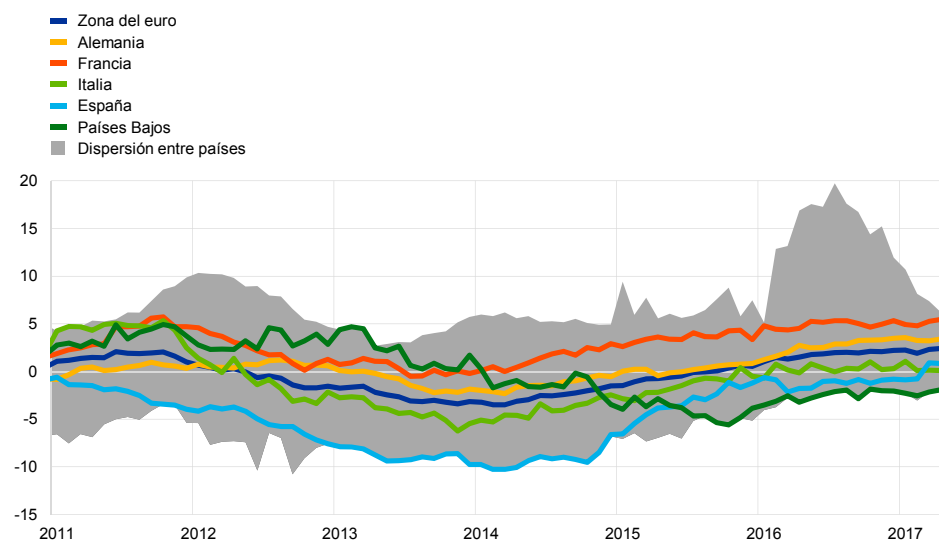
Los activos exteriores netos de las IFM siguieron ejerciendo presiones a la baja sobre el crecimiento interanual de M3. Registraron ligeros flujos de salida mensuales negativos en el primer trimestre de 2017 y en abril, lo que incrementó en cierto modo las presiones a la baja que ejercían sobre el crecimiento interanual de M3 (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 22). Esta evolución refleja las continuas salidas de capital de la zona del euro. Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP parecen ser un factor que contribuye a esta tendencia (véase también el recuadro titulado «¿Qué sectores han vendido los valores públicos adquiridos por el Eurosistema?»).

Prosigue la recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de la tesorería (*cash pooling nocial*)] aumentó en el primer trimestre de 2017 y en abril (véase gráfico 21). Entre sectores, la tasa de crecimiento de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras volvió a elevarse y se situó en el 2,4 % en abril (véase gráfico 23). En general, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras se ha recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta evolución es generalizada en los países más grandes, aunque las tasas de crecimiento de los préstamos son aún negativas en algunas jurisdicciones. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se incrementó en el primer trimestre de 2017 y se mantuvo sin variación en el 2,4 % en abril (véase gráfico 24). Las considerables reducciones de los tipos de interés del crédito bancario observadas en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (fundamentalmente, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras generales en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos (NPL, en sus siglas en inglés) 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)



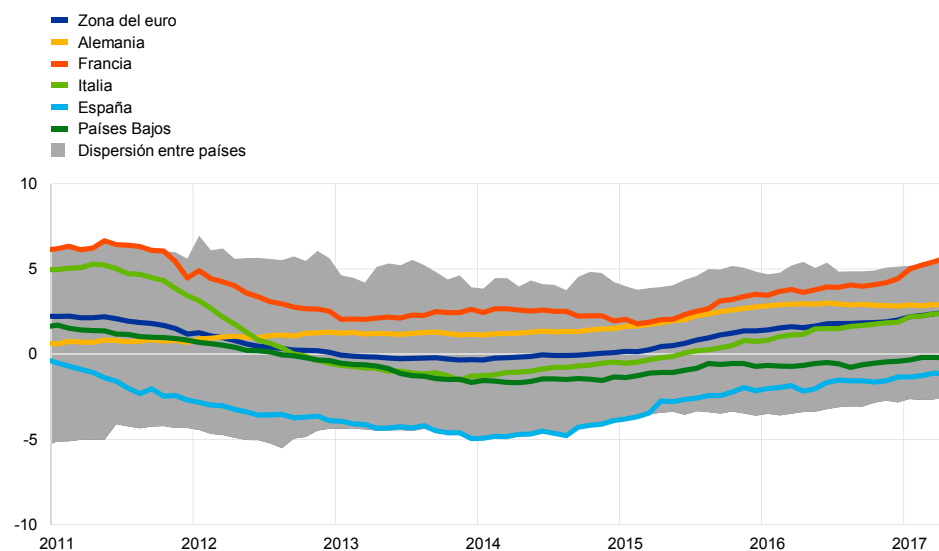
Fuente: BCE.

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

Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

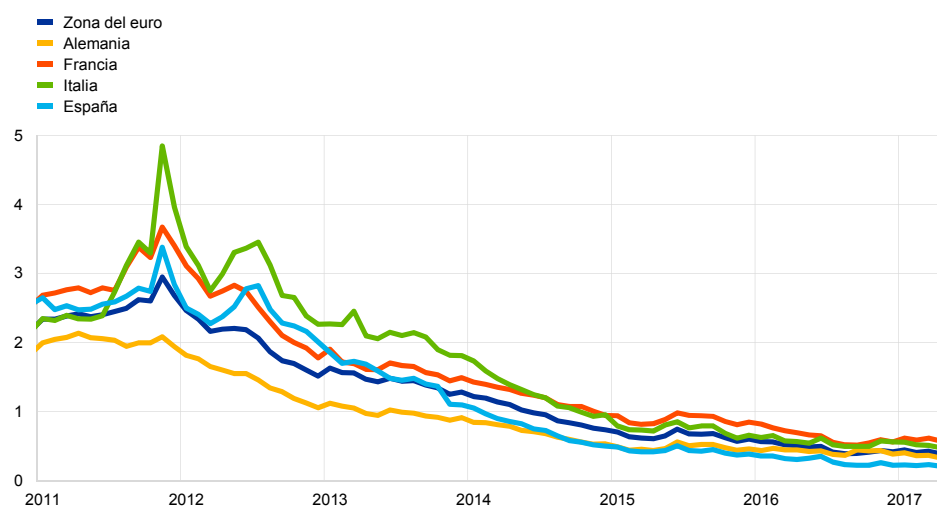
Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables. El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2017 y en abril

(véase gráfico 25), como consecuencia de una reducción de los rendimientos de los bonos bancarios, mientras que el coste de los depósitos se mantuvo estable. El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda siguió registrando niveles históricamente bajos. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, el fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito y la menor fragmentación de los mercados financieros han contribuido a estas condiciones favorables.

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 abril de 2017.

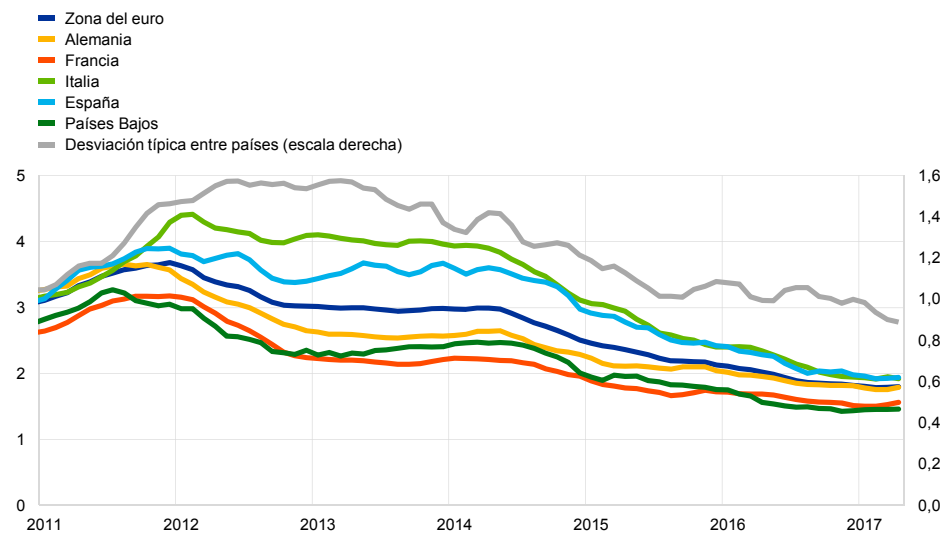
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares aumentaron levemente, pero se mantuvieron en niveles muy bajos en el primer trimestre de 2017 y en abril (véanse gráficos 26 y 27). La disminución de los tipos de interés de los préstamos bancarios, que se inició a principios de 2014, se estabilizó a comienzos de 2017 y, desde entonces, los tipos se han mantenido en niveles próximos a sus mínimos históricos. El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras se incrementó ligeramente en el primer trimestre de 2017 y permaneció prácticamente estable en abril. Al mismo tiempo, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a los hogares para adquisición de vivienda registró un leve aumento. 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 abril de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos

concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron alrededor de 112 puntos básicos y 104 puntos básicos, respectivamente. La caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras fue especialmente pronunciada en los países vulnerables, contribuyendo así a reducir 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 cayó hasta registrar un nuevo mínimo histórico en abril de 2017. En general, esto indica que las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos.

Gráfico 26

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



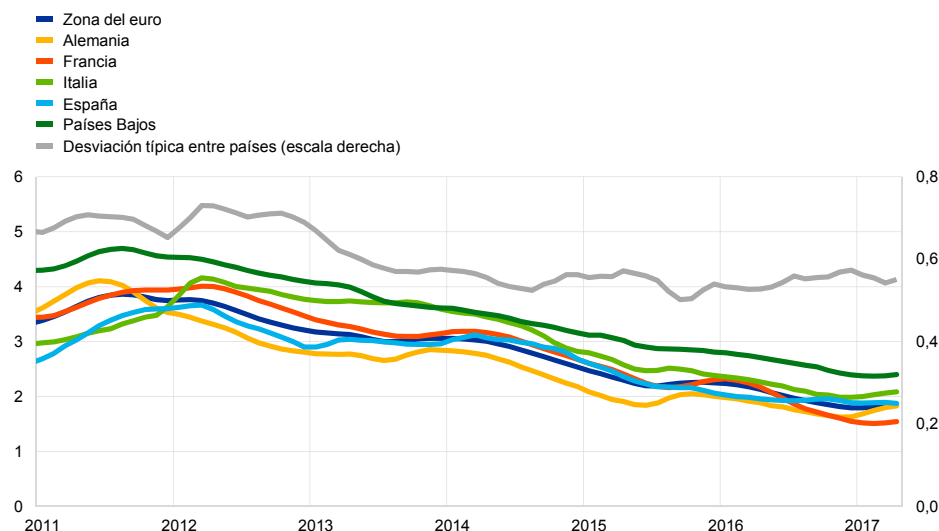
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a abril de 2017.

Gráfico 27

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a abril de 2017.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó nuevamente en el primer trimestre de 2017. Este incremento refleja la mejora continua de la dinámica de los préstamos bancarios y la intensa actividad emisora de valores representativos de deuda. La financiación externa de las sociedades no financieras se sitúa actualmente en los niveles observados a principios de 2005 (justo antes de que comenzara el período de excesivo crecimiento del crédito). Aunque los datos de las cuentas sectoriales muestran que la emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras experimentó un notable incremento en el cuarto trimestre de 2016, fue el resultado de completar una fusión importante. Sin esa fusión, la emisión neta habría sido negativa durante el trimestre debido a los importantes volúmenes de recompras de acciones. Los préstamos concedidos a las sociedades no financieras por entidades distintas de IFM también registraron, en el cuarto trimestre de 2016, una amortización neta trimestral considerable, la segunda consecutiva, que refleja la liquidación de una importante entidad de propósito especial. En conjunto, la recuperación registrada desde principios de 2014 en la financiación externa de las sociedades no financieras se ha sustentado en la mejora de la actividad económica, la reducción adicional del coste de la financiación mediante deuda, la relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario y el número más elevado de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos y están aumentando, han reducido la necesidad de financiación externa.

La emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se moderó aún más en abril y en mayo de 2017, tras

mantener su dinamismo en marzo. La actividad emisora siguió estando respaldada, entre otros factores, por las compras de bonos corporativos por parte del BCE. La emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras fue moderada en los primeros meses de 2017.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras siguen siendo muy favorables. Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras registró un leve aumento, en promedio, en los últimos dos meses, hasta situarse, en mayo de 2017, 15 puntos básicos por encima de su mínimo histórico de julio de 2016. El reciente incremento del coste total de la financiación obedece a una ligera subida del coste de las acciones, atribuible a las mayores primas de riesgo de las acciones. En cambio, el coste de la deuda se ha mantenido prácticamente sin cambios en sus mínimos históricos desde agosto de 2016.

Según la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro, correspondiente al período comprendido entre octubre de 2016 y marzo de 2017, las pymes continuaron señalando nuevas mejoras en la disponibilidad de la financiación externa. Por primera vez desde que se inició la encuesta, las pymes indicaron que consideran que las perspectivas económicas generales favorecen la disponibilidad de la financiación externa. Volvieron a señalar que el acceso a la financiación es su problema menos importante, aunque persisten diferencias significativas entre países. En conjunto, las pymes de la zona del euro señalaron una mejora de las cifras de negocio y de su endeudamiento, junto con unos beneficios estables y un aumento de los costes laborales y de otro tipo.

6 Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2017-2019), debido principalmente a la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será básicamente neutral en el período 2017-2019. Aunque la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro todavía es elevada, seguirá disminuyendo. No obstante, los países con altos niveles de deuda pública se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar esta ratio en una firme senda descendente.

Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe disminuyendo durante el horizonte de proyección.

Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2017⁵, se espera que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descienda desde el 1,5 % del PIB de 2016 hasta el 1 % del PIB en 2019 (véase cuadro). La mejora de las perspectivas presupuestarias, que prácticamente no han variado con respecto a las proyecciones de marzo de 2017, se sustenta principalmente en unas condiciones cíclicas favorables y en la caída de los pagos por intereses, al tiempo que se prevé que las medidas estructurales de política fiscal sean limitadas. Para una mayoría significativa de países de la zona del euro, las proyecciones son menos optimistas que las recogidas en las actualizaciones de sus respectivos programas de estabilidad de 2017, especialmente las referidas al período cercano al final del horizonte de proyección. Esta diferencia se explica, entre otras razones, porque las actualizaciones de los programas de estabilidad incluyen medidas presupuestarias sobre las que aún no se ha legislado o que no están lo suficientemente detalladas para incorporarlas a las proyecciones.

Cuadro

Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(porcentajes del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Ingresos totales	46,7	46,4	46,3	46,1	45,9	45,9
b. Gastos totales	49,3	48,5	47,8	47,5	47,1	46,8
de los cuales:						
c. Gasto por intereses	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9
d. Gasto primario (b - c)	46,6	46,1	45,6	45,4	45,2	45,0
Saldo presupuestario (a - b)	-2,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,1	0,3	0,7	0,7	0,7	0,9
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,4	-1,2
Saldo estructural primario	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6
Deuda bruta	92,0	90,3	89,2	87,9	86,4	84,7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	1,2	1,9	1,7	1,9	1,8	1,7

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

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

⁵ Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2017](#).

Se prevé que la orientación de la política fiscal sea prácticamente neutral en 2017-2019⁶. La estabilidad de las perspectivas del saldo estructural primario apenas ha variado con respecto al ejercicio de marzo de 2017. Por el lado de los ingresos, los pequeños recortes de los impuestos directos en algunos países se ven contrarrestados por otros factores relacionados con esta partida [debido, sobre todo, al cambio en el registro estadístico de los ingresos procedentes del sistema universal de telecomunicaciones móviles (UMTS, en sus siglas en inglés)]. Por el lado del gasto, se prevé que la inversión pública y las prestaciones sociales aumenten ligeramente por encima de la tendencia del PIB nominal.

Se espera que la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe descendiendo desde el alto nivel actual. A tenor de las proyecciones, la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, seguirá descendiendo, desde el 89,2 % de 2016 hasta el 84,7 % a finales de 2019. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta principalmente en la evolución favorable del diferencial entre tipos de interés y crecimiento, en consonancia con unas perspectivas macroeconómicas sólidas y unos tipos de interés bajos. Los superávits primarios esperados contribuirán al descenso de la ratio de deuda en relación con el PIB, mientras que se prevé que los ajustes entre déficit y deuda den lugar a un ligero aumento de la deuda. En comparación con las proyecciones de marzo de 2017, se espera que la deuda agregada en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga prácticamente invariable, excepto por una leve mejora de las perspectivas al final del horizonte de proyección. Según las proyecciones, la ratio de deuda en relación con el PIB disminuirá en la mayoría de los países de la zona del euro, si bien se espera que aumente en algunos países.

Los países han de continuar aplicando ajustes fiscales que cumplan plenamente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la ratio de deuda en relación con el PIB se sitúe en una firme senda descendente. El alto endeudamiento de estos países les hace particularmente vulnerables frente a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o a un rápido repunte de los tipos de interés. El 16 de mayo de 2017, la Comisión Europea formuló sus propuestas de recomendaciones específicas por país (CSR, en sus siglas en inglés) anuales, en las que se recogen las orientaciones sobre las políticas económicas y fiscales de los países de la UE, que serán adoptadas en última instancia por el Consejo. En el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2017», publicado en esta edición del Boletín Económico, se presenta un análisis de las recomendaciones específicas por país relativas a la política fiscal.

⁶ La orientación presupuestaria refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

Es necesario seguir avanzando en el marco de gobernanza fiscal de la UE. En particular, la transposición íntegra del pacto fiscal a la legislación nacional y su aplicación deberían reforzar la disciplina presupuestaria y aumentar la adhesión nacional al marco de gobernanza fiscal. Sin embargo, tal como se indica en el recuadro titulado «El pacto fiscal: la evaluación de la Comisión y el camino a seguir», parece que en algunos países el pacto fiscal solo se ha incorporado parcialmente a la legislación nacional. A más largo plazo, la Comisión Europea ha contribuido al debate sobre el futuro de Europa con un informe titulado «Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria», publicado el 31 de mayo de 2017, que incluye, entre otros aspectos, propuestas sobre cómo avanzar hacia la unión fiscal⁷.

⁷ Véase el informe titulado «Documento sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria».