

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria del 14 de diciembre de 2017, el Consejo de Gobierno concluyó que aún es necesario un grado amplio de acomodación monetaria para asegurar el retorno de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. La información disponible desde la última reunión de política monetaria celebrada a finales de octubre, que incluye las nuevas proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, apunta a un ritmo vigoroso de expansión económica y a una mejora significativa de las perspectivas de crecimiento. El Consejo de Gobierno consideró que el fuerte impulso cíclico y la considerable reducción de la capacidad ociosa de la economía son motivos para albergar mayor confianza en que la inflación convergerá hacia su objetivo. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas en general y aún han de mostrar signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. El Consejo de Gobierno concluyó, por tanto, que todavía es necesario un grado amplio de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente sigan aumentando y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo. Este apoyo monetario continuado procede de las compras netas de activos adicionales acordadas por el Consejo de Gobierno en la reunión de política monetaria de octubre, del considerable volumen de activos adquiridos y sus próximas reinversiones, y de las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 14 de diciembre de 2017

El análisis económico del Consejo de Gobierno reflejó que la expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores. El avance del PIB real se sustenta en el crecimiento del consumo privado y la inversión, así como en las exportaciones, que se benefician de la recuperación generalizada a escala mundial. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles confirman la dinámica de fuerte crecimiento. La economía mundial también sigue creciendo a un ritmo sólido y la recuperación muestra signos de sincronización en todo el mundo.

Las condiciones de financiación en la zona del euro continúan siendo muy favorables. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido ligeramente desde el 7 de septiembre. Los diferenciales de los valores de renta fija privada también han descendido, mientras que los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro han aumentado. Al mismo tiempo, las valoraciones de la renta fija privada y de la renta variable siguen sustentándose en las sólidas perspectivas económicas. En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido básicamente invariable en los últimos meses.

De cara al futuro, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,4 % en 2017, el 2,3 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado sustancialmente al alza. Se espera que la expansión económica actual de la zona del euro continúe estando respaldada por las medidas de política monetaria del BCE. Además, el gasto privado y el crecimiento del consumo se ven favorecidos por la menor necesidad de desapalancamiento y la mejora de las condiciones del mercado de trabajo. El aumento de la rentabilidad de las empresas y unas condiciones de financiación muy favorables siguen propiciando la recuperación de la inversión empresarial, mientras que los exportadores de la zona del euro se están beneficiando de la actual expansión económica mundial.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5 % en noviembre, frente al 1,4 % de octubre. Paralelamente, los indicadores de la inflación subyacente han mostrado una ligera moderación recientemente, debido en parte a factores especiales. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual se reduzcan en los próximos meses, sobre todo como consecuencia de los efectos de comparación de los precios de la energía, antes de aumentar de nuevo. Se espera que la inflación subyacente ascienda de forma gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento salarial.

En general, esta evaluación también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,4 % en 2018, el 1,5 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza, debido sobre todo al aumento de los precios del petróleo y de los alimentos.

Las proyecciones más recientes también prevén una reducción adicional del déficit presupuestario de la zona del euro a lo largo del horizonte de proyección, principalmente como consecuencia de la mejora de las condiciones cíclicas y de 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 prácticamente neutral. Se espera que la ratio de deuda pública de la zona del euro en relación con el PIB siga descendiendo, aunque desde un nivel que todavía es elevado.

Complementando el análisis económico, el análisis monetario mostró que el crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido en octubre y durante el tercer trimestre de 2017. El agregado monetario amplio siguió creciendo a una tasa del 5 % en octubre, en consonancia con el ritmo sostenido

registrado desde mediados de 2015. El crecimiento de los préstamos al sector privado también continuó recuperándose. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras se fortaleció en el tercer trimestre de 2017, lo que refleja las mejoras del crédito bancario y de la emisión de valores representativos de deuda.

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 amplio de acomodación monetaria con el fin de asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que se mantengan en los niveles actuales durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de activos. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó su intención de continuar, a partir de enero de 2018, con las compras netas en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) a un ritmo mensual de 30 mm de euros hasta el final de septiembre de 2018, 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. Además, el Consejo de Gobierno volvió a confirmar 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, estaría preparado para ampliar el volumen y la duración del APP. Asimismo, el Consejo de Gobierno reiteró que el Eurosistema reinvertirá los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas sus compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.

1 Entorno exterior

La economía mundial sigue creciendo a un ritmo sólido y muestra crecientes signos de sincronización. Las perspectivas de las economías avanzadas señalan una fuerte expansión que experimentará una desaceleración durante el horizonte de proyección a medida que madure la fase expansiva. Entre las economías emergentes, las perspectivas se sustentan en el fortalecimiento de la actividad de los países exportadores de materias primas. Los indicadores de comercio mundial apuntan a una recuperación en el tercer trimestre. Se espera que la inflación mundial aumente con lentitud a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a escala global.

Actividad económica y comercio mundiales

El ritmo sostenido de expansión de la economía mundial se ha generalizado en mayor medida y ha continuado en el segundo semestre del año. La

recuperación muestra signos de sincronización en todo el mundo, ya que la proporción de países que registran un crecimiento de la actividad económica superior a la media de los últimos años lleva aumentando desde el segundo semestre de 2016. Entre las economías avanzadas, la actividad económica en Estados Unidos avanzó a un ritmo sólido en el tercer trimestre, pese al impacto de los huracanes recientes. En Japón, el crecimiento del PIB real también continuó siendo firme, mientras que, en el Reino Unido, la actividad fue relativamente débil, en parte como consecuencia del efecto negativo de la depreciación de la libra esterlina en la renta y en el consumo de los hogares en términos reales, que contrarrestó con creces las mejoras de competitividad y el impulso positivo del creciente vigor de la expansión de la zona del euro. Entre las economías emergentes, la actividad se ha visto favorecida por la evolución observada en la India y en China, así como por la recuperación de Brasil y de Rusia después de las profundas recesiones que han experimentado, aunque en este último país se prevé cierta pérdida de dinamismo en el corto plazo.

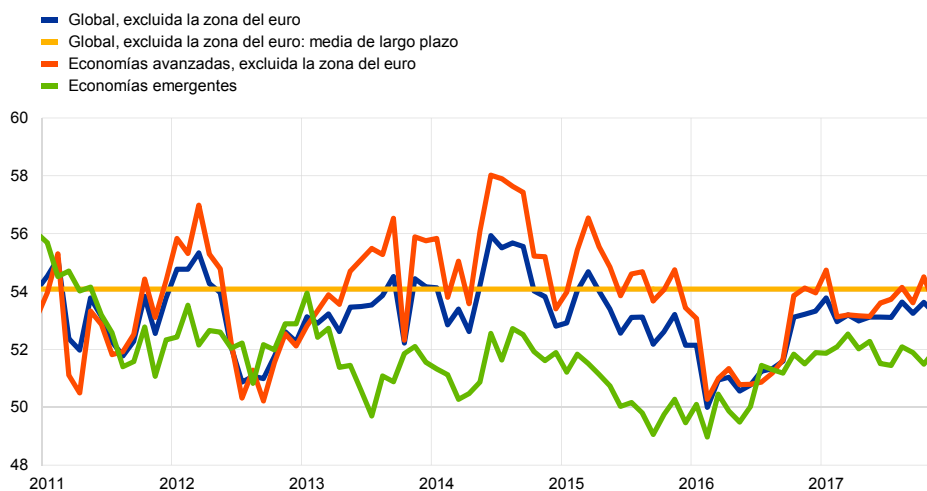
Los indicadores de opinión y las encuestas sobre sentimiento económico apuntan a que el crecimiento mundial será sostenido en el corto plazo. En el

tercer trimestre, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) se mantuvo en niveles similares a los registrados en los dos trimestres anteriores, próximo a sus medias de largo plazo, y señalaba la continuación de la sólida expansión de la actividad mundial (véase gráfico 1). Los indicadores de sentimiento económico también han mejorado en los últimos meses.

Gráfico 1

Índice PMI compuesto global de producción

(indicador de difusión)



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

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

Las políticas monetarias muestran algunas divergencias, pero, en general, las condiciones financieras globales siguen siendo favorables.

Los mercados continúan esperando un endurecimiento muy gradual de la política monetaria de Estados Unidos. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) no modificó los tipos de interés oficiales en su reunión de septiembre, pero decidió empezar a reducir el balance de la Reserva Federal. En diciembre, los tipos de interés se incrementaron, en línea con las expectativas de los mercados. Las expectativas de endurecimiento de la política monetaria en el Reino Unido, confirmadas por la subida del tipo de interés oficial, continuaron afianzándose después de que la inflación aumentara hasta situarse por encima de los niveles fijados como objetivo y de persistentes presiones al alza sobre los precios tras la reciente depreciación de la libra. En Japón, el Banco de Japón mantuvo su orientación acomodaticia. En China, el Banco Central de la República Popular China ha permitido que las condiciones financieras se endurezcan desde principios de año, con el fin de reducir el apalancamiento del sistema financiero, incrementando los tipos de interés de las operaciones de mercado abierto e impulsando al alza los tipos interbancarios de referencia. Otras economías emergentes, entre ellas la India y algunos países exportadores de materias primas, redujeron los tipos de interés oficiales cuando las presiones inflacionistas disminuyeron y los tipos de cambio se estabilizaron. En general, el sentimiento de los mercados financieros ha seguido siendo fuerte en las economías avanzadas, con mejoras en los mercados de renta variable y una nueva disminución de la volatilidad. Entre las economías emergentes, los tipos de interés han descendido en varias economías importantes, contribuyendo a una moderada relajación de las condiciones financieras, y las entradas de capital han aumentado con fuerza.

De cara al futuro se espera que la actividad económica se mantenga prácticamente estable a escala mundial, aunque con notables variaciones en

la evolución de los distintos países y regiones. Las perspectivas de las economías avanzadas indican una expansión vigorosa que experimentará una desaceleración a lo largo del horizonte de proyección a medida que se consoliden las recuperaciones, en particular en Estados Unidos y Japón, y las brechas de producción se cierran gradualmente, mientras que en el Reino Unido se prevé que el crecimiento continúe siendo débil. Entre las economías emergentes, las perspectivas se sustentan en la recuperación de los países exportadores de materias primas, especialmente Brasil y Rusia. En la India y en China, el crecimiento sigue siendo sólido, pero en este último se espera una transición hacia una trayectoria de menor crecimiento en vista de la ralentización del crecimiento potencial. En general, estas tendencias básicamente se compensan entre sí, lo que da lugar a unas perspectivas de crecimiento estable del PIB mundial.

El potencial de crecimiento ha disminuido en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes en los últimos años, y se espera que se estabilice en niveles inferiores a los registrados antes de la crisis. En las economías avanzadas, las aportaciones de capital han descendido, ya que las tasas de inversión se han reducido a raíz de la crisis financiera, debido a las menores expectativas de demanda, junto con el endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de la incertidumbre. La inversión también se redujo en las economías emergentes, en particular en los países exportadores de materias primas. El respaldo cada vez menor de la evolución demográfica ha contribuido a la caída del potencial de crecimiento en varios países.

En Estados Unidos se espera que la actividad siga siendo sólida, apoyada en la fortaleza de la demanda interna. La recuperación continuará como resultado del firme crecimiento de la inversión y el consumo, a medida que las tensiones en el mercado de trabajo se plasmen de manera paulatina en un mayor crecimiento de los salarios y las favorables condiciones financieras incrementen la riqueza. Además, el fortalecimiento de la demanda externa y la reciente depreciación del dólar estadounidense también sostienen las perspectivas de este país. Es probable que la reforma tributaria y el paquete fiscal asociado impriman cierto impulso a partir del año próximo. No obstante, se prevé que el crecimiento del PIB experimente una desaceleración gradual a medio plazo, retornando a su potencial.

En el Reino Unido se prevé que el crecimiento del PIB real continúe siendo relativamente débil, debido a la elevada incertidumbre. Se espera que la reciente desaceleración de la actividad económica, consecuencia de la caída del consumo privado a medida que los hogares comenzaron a notar el impacto del aumento de la inflación y de la disminución del crecimiento de los salarios reales, continúe durante los próximos trimestres. Las expectativas de crecimiento relativamente bajo reflejan el impacto de la elevada incertidumbre y de la acusada depreciación de la libra tras el referéndum sobre la pertenencia de este país a la UE.

En Japón se espera que la expansión económica siga siendo sólida, favorecida por factores internos y externos. Aunque es probable que la disminución del apoyo fiscal sea un lastre para el crecimiento, se prevé que la actividad económica se vea respaldada por el afianzamiento de la demanda externa, por el aumento de la inversión privada asociada a unos beneficios elevados y a la

creciente escasez de mano de obra y de capacidad, así como por unas condiciones de financiación favorables. No obstante, se espera que la subida del IVA, prevista para octubre de 2019, tenga un impacto negativo sobre la actividad económica tras su aplicación.

En China, la actividad continúa su expansión a un ritmo sólido, respaldada por la resistencia del consumo y un mercado de la vivienda todavía vigoroso. Las perspectivas a corto plazo están dominadas por el hecho de que las autoridades han considerado prioritaria la estabilidad del crecimiento, habida cuenta de la actual transición política, mientras que, a medio plazo, la hipótesis es que se aplicarán reformas estructurales de forma continuada y gradual, lo que resultará en una desaceleración ordenada.

En los países de Europa Central y Oriental se espera que la actividad económica experimente una aceleración a corto plazo, impulsada por el repunte de la inversión y la fortaleza del consumo privado. La demanda interna continuará siendo el principal motor del crecimiento económico en el futuro, como consecuencia de la mejora de los mercados de trabajo y de la mayor absorción de fondos de la UE.

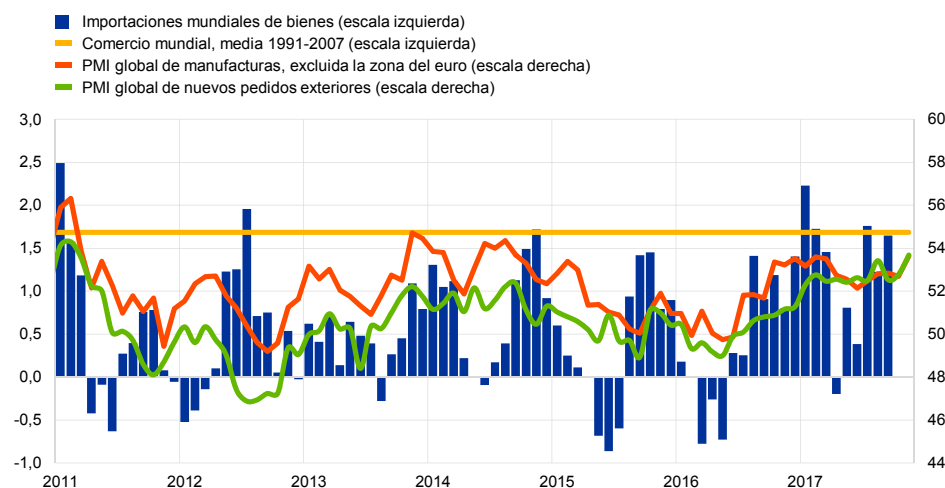
Los grandes países exportadores de materias primas continúan recuperándose tras las profundas recesiones que han experimentado. En Rusia, los indicadores adelantados señalan una moderación de la recuperación en el corto plazo, aunque posteriormente se espera una reanudación del crecimiento, favorecida por unos precios del petróleo más elevados, la mayor fortaleza del rublo y la disminución de la inflación. A medio plazo se prevé que el crecimiento siga siendo tímido en un contexto en el que los retos fiscales afectarán al entorno empresarial, y la falta de inversión en capital fijo y de reformas estructurales debilitará la capacidad de producción de este país. En cuanto a Brasil, aunque la recurrente incertidumbre política está lastrando la inversión empresarial y el gasto en consumo de forma continuada, la relajación de las condiciones financieras, junto con la creciente acomodación de la política monetaria y la mejora de la relación real de intercambio, sostendrá la economía en el medio plazo.

El crecimiento del comercio mundial se mantuvo sólido en el segundo trimestre, y las perspectivas siguen siendo positivas en el corto plazo. El ritmo de crecimiento de las importaciones mundiales de bienes sugiere que el comercio internacional continuó siendo vigoroso en el tercer trimestre del año (véase gráfico 2). Las importaciones de bienes en términos reales se incrementaron un 1,6 % en septiembre (en tasa intertrimestral), debido principalmente a un acusado repunte del avance de las importaciones en las economías emergentes, en particular en Asia y en América Latina. En cambio, en las economías avanzadas, los datos de septiembre apuntan a cifras negativas para Estados Unidos y Japón, confirmando la caída de las importaciones (de bienes y servicios) en las cuentas nacionales publicadas. Los indicadores adelantados parecen confirmar la solidez de la evolución del comercio mundial, y el PMI de nuevos pedidos exteriores permanecía en niveles elevados al principio del cuarto trimestre.

Gráfico 2

Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2017 (PMI global de manufacturas), a octubre de 2017 (PMI global de nuevos pedidos exteriores) y a septiembre de 2017 (comercio).

A más largo plazo, se espera que el comercio mundial continúe creciendo. La fortaleza de los indicadores y de las encuestas sobre comercio, junto con las reiteradas sorpresas al alza, podrían sugerir que el comercio mundial está mostrando un impulso cíclico mayor de lo previsto anteriormente, relacionado con la expansión cíclica y la recuperación de la inversión.

En general se prevé que el crecimiento mundial se mantenga prácticamente estable durante el horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentará desde el 3,7 % en 2017 hasta el 3,9 % en 2018, antes de retornar de forma paulatina al 3,7 % en 2020. Esta evolución es el resultado de la desaceleración gradual que experimentarán las economías avanzadas, donde el ciclo está más maduro, a lo largo del horizonte de proyección, lo que se compensará con un mayor dinamismo en las economías emergentes, en particular en América Latina. Se prevé que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro avance un 5,5 % en 2017, un 4,4 % en 2018, un 3,8 % en 2019 y un 3,5 % en 2020. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, el PIB mundial solo se ha revisado ligeramente al alza para 2017-2018. El crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección, como consecuencia de revisiones de los datos y de una valoración más positiva de la evolución en el medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas de actividad mundial se sitúan al alza en el corto plazo, pero siguen sesgados a la baja en el medio plazo. Por lo que respecta a los riesgos al alza, cabe la posibilidad de que la mejora de la confianza se traduzca en una reactivación de la actividad más rápida de lo previsto. Un estímulo fiscal mayor de lo esperado, que actualmente es objeto de debate en el

Congreso de Estados Unidos, también representa un riesgo al alza moderado para el crecimiento mundial y de ese país. No obstante, a medio plazo predominan los riesgos a la baja, como un aumento del proteccionismo comercial, un endurecimiento repentino de las condiciones financieras a escala global (que podría afectar, en particular, a las economías emergentes vulnerables), posibles perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización en China, así como la incertidumbre política y geopolítica, incluida la relacionada con las negociaciones sobre las relaciones futuras entre el Reino Unido y la Unión Europea.

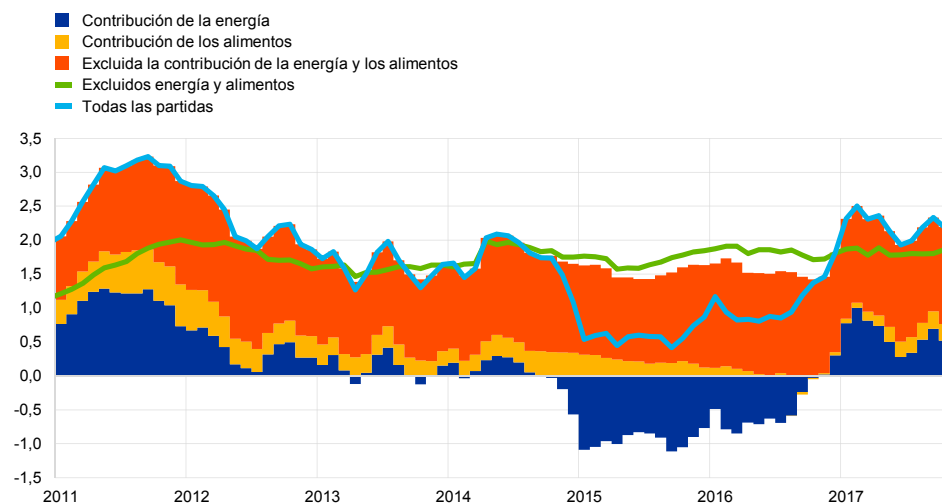
Evolución mundial de los precios

La inflación mundial medida por los precios de consumo se redujo ligeramente en octubre, ya que los precios de la energía experimentaron una desaceleración. Tras aumentar en los meses anteriores por la mayor contribución de los precios de la energía, la inflación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE cayó hasta situarse en el 2,2 % en octubre (véase gráfico 3). No obstante, si se excluyen la energía y los alimentos, en esos países, la inflación interanual se incrementó hasta el 1,9 %, después de permanecer estable, en el 1,8 %, durante los cinco meses anteriores.

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 octubre de 2017.

Los precios del petróleo han seguido aumentando en las últimas semanas. Los precios del Brent subieron de 50 dólares estadounidenses por barril a mediados de agosto a más de 64 dólares recientemente. El aumento de estos precios se vio favorecido por las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo y los recientes acontecimientos en Venezuela, el afianzamiento de las expectativas de ampliación del acuerdo entre la OPEP y otros países productores de petróleo sobre recortes de la producción más allá de marzo de 2018 —que se ha confirmado con la prórroga de

la vigencia del acuerdo hasta finales de 2018, acordada el 30 de noviembre de 2017— y la fortaleza de la demanda de crudo. Los futuros sobre el petróleo sugieren que los precios de esta materia prima caerán por debajo de los niveles actuales hasta situarse en torno a 61 y 58 dólares por barril en 2018 y 2019, respectivamente. En cambio, los precios de las materias primas no energéticas han descendido ligeramente en las últimas semanas, aunque las cotizaciones del mineral de hierro registraron un alza. En el recuadro 1 se analizan con más detalle los factores determinantes de los precios de los metales, descomponiéndolos en efectos de demanda y de oferta.

De cara al futuro se espera que la inflación mundial aumente con lentitud.

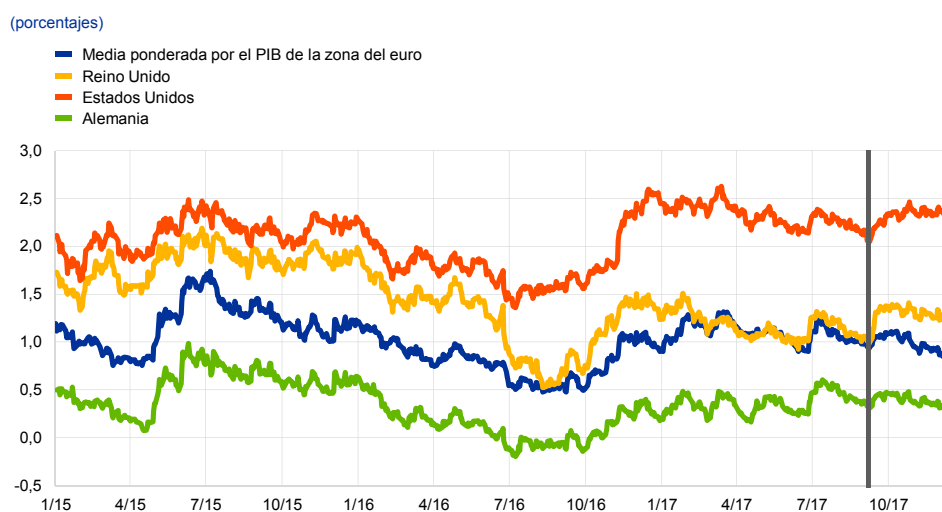
Aunque la actual curva de futuros sobre el petróleo prevé un ligero descenso de los precios del crudo durante el horizonte de proyección, apuntando a una contribución muy limitada de los precios de la energía a la inflación, se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente.

2 Evolución financiera

Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno del 7 de septiembre, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han disminuido ligeramente. Los diferenciales de los valores de renta fija privada también han descendido, mientras que los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro han aumentado debido a la disminución de los riesgos geopolíticos percibidos. Al mismo tiempo, las valoraciones de la renta fija privada y de la renta variable siguen sustentándose en las sólidas perspectivas económicas. En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido básicamente invariable.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de septiembre. Durante el período de referencia (del 7 de septiembre al 13 de diciembre de 2017), el rendimiento de la deuda soberana alemana a diez años se incrementó 2 puntos básicos, hasta situarse en el 0,32 % (véase gráfico 4). Sin embargo, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 5 puntos básicos, hasta el 0,88 %, como consecuencia de las caídas de carácter idiosincrásico que registraron estos rendimientos en algunos países de la zona. En Estados Unidos y el Reino Unido, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron 30 puntos básicos y 24 puntos básicos, y se situaron en el 2,34 % y el 1,21 %, respectivamente. Los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro se han mantenido contenidos, en general, desde comienzos de septiembre, y no han reflejado los incrementos en otros países, debido a las expectativas de los mercados sobre la política monetaria de la zona del euro. En Estados Unidos, la subida estuvo impulsada, en parte, por las perspectivas de reforma tributaria, mientras que en el Reino Unido uno de los factores determinantes fue la revisión de la senda futura de la política monetaria.

Gráfico 4
Rendimientos de la deuda soberana a diez años en la zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 13 de diciembre de 2017.

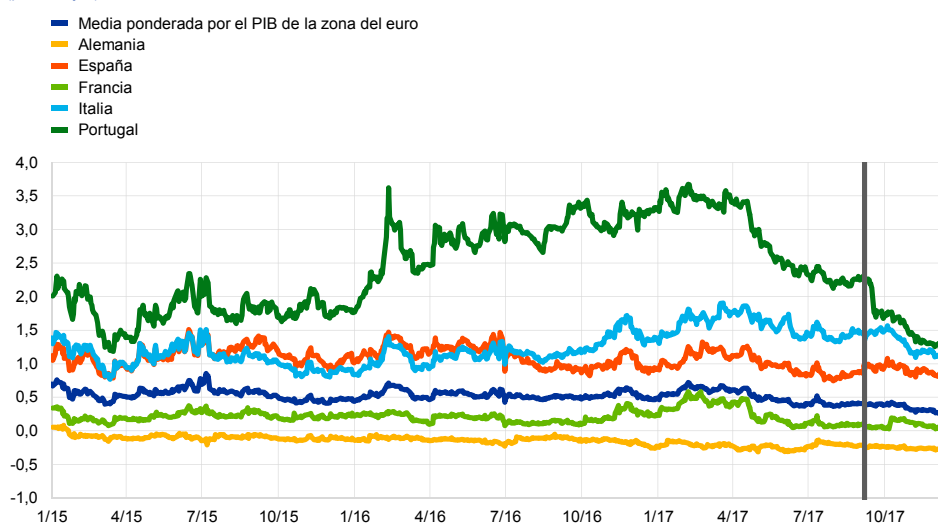
Los diferenciales de deuda soberana frente a los tipos *swap* del eonia libres de riesgo disminuyeron en varios países de la zona del euro.

Estas disminuciones oscilaron entre 3 puntos básicos en Alemania y 20 puntos básicos en Italia, y alrededor de 100 puntos básicos en Portugal (véase gráfico 5). En estos dos últimos países, la valoración más favorable de la calidad crediticia de la deuda soberana por parte de algunas de las principales agencias de calificación contribuyó a la compresión de los diferenciales, en consonancia con la mejora general del entorno macroeconómico de la zona del euro. Asimismo, el descenso del rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB fue consecuencia, en gran medida, de las caídas de carácter idiosincrásico observadas en Portugal y en Italia (véase gráfico 4).

Gráfico 5

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

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 13 de diciembre de 2017.

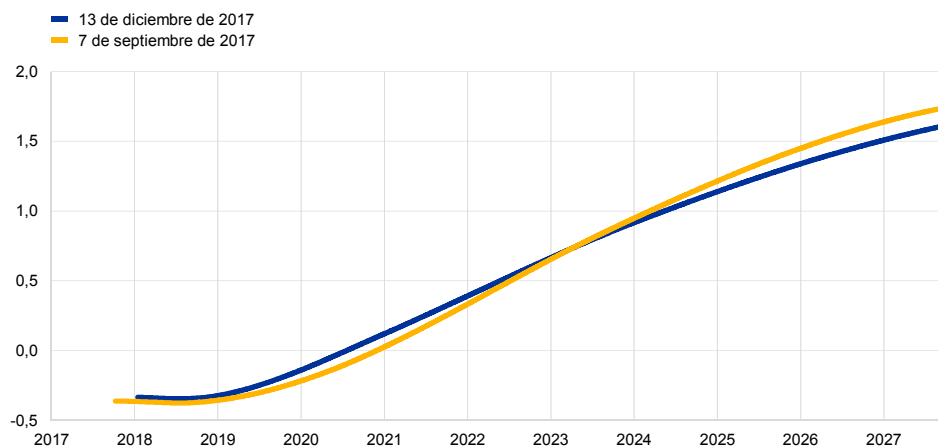
La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo prácticamente sin variación.

Esta curva se desplazó levemente al alza en los plazos cortos y registró un ligero movimiento a la baja en los plazos más largos (véase gráfico 6). El hecho de que la curva se mantenga en niveles negativos hasta mediados de 2020, aproximadamente, es acorde con las expectativas de los participantes en los mercados de que el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE seguirá siendo negativo durante un período prolongado.

Gráfico 6

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

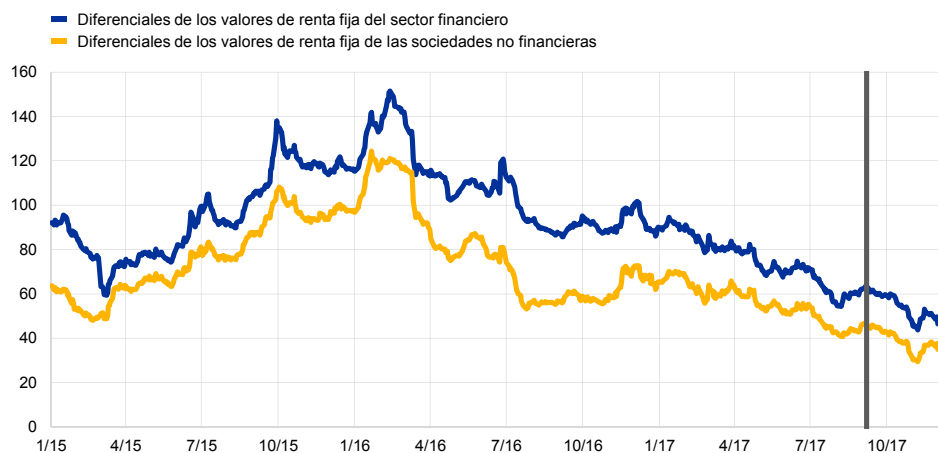
El eonia se situó, en promedio, en –35 puntos básicos. Como resultado de factores idiosincrásicos, el eonia se incrementó hasta registrar un máximo de –24 puntos básicos a finales de noviembre. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 121 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.898 mm de euros, debido a las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP) del Eurosistema. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 2.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada continuaron reduciéndose durante el período considerado. El 7 de diciembre, los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión (respecto a la media de la correspondiente curva de rendimientos de los bonos con calificación AAA de la zona del euro) se contrajeron, en promedio, 16 puntos básicos con respecto a principios de septiembre y se situaron unos 80 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio del programa de compras de bonos corporativos. Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero con calificación inferior al grado de inversión también se estrecharon, 11 y 16 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 7). Los reducidos niveles y la compresión adicional de los diferenciales de los valores de renta fija privada están en consonancia con el fortalecimiento de la recuperación económica.

Gráfico 7

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

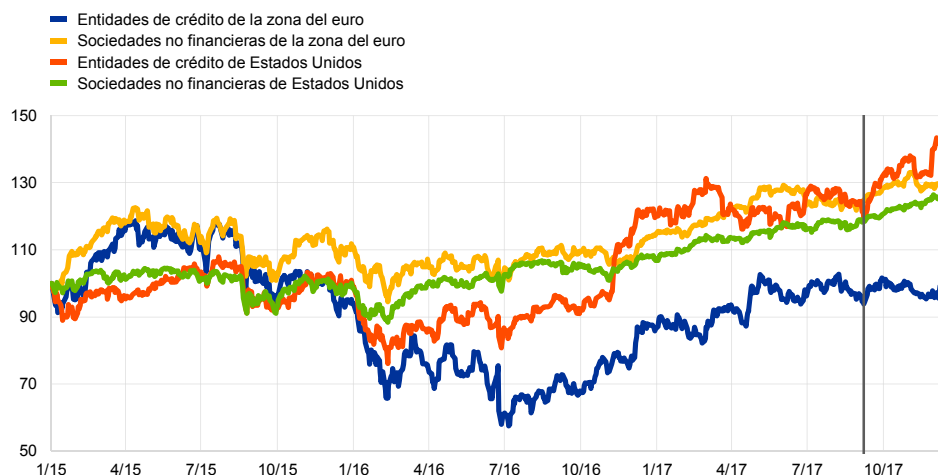
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 13 de diciembre de 2017.

Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y de las entidades de crédito de la zona del euro eran alrededor de un 4 % más elevados al final del período considerado, debido en parte a la disminución de los riesgos geopolíticos percibidos (véase gráfico 8). Las cotizaciones de la zona del euro también siguen sustentándose en las sólidas perspectivas económicas y en el consiguiente aumento de las expectativas de beneficios. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y de las entidades de crédito de Estados Unidos eran, respectivamente, un 7 % y un 19 % más altos al final del período de referencia, reflejo también de la percepción favorable de los mercados de la reforma del impuesto sobre sociedades en dicho país. En la zona del euro, las expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles disminuyeron ligeramente y permanecieron en los bajos niveles que han prevalecido durante 2017, mientras que en Estados Unidos experimentaron una caída en general.

Gráfico 8

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 13 de diciembre de 2017.

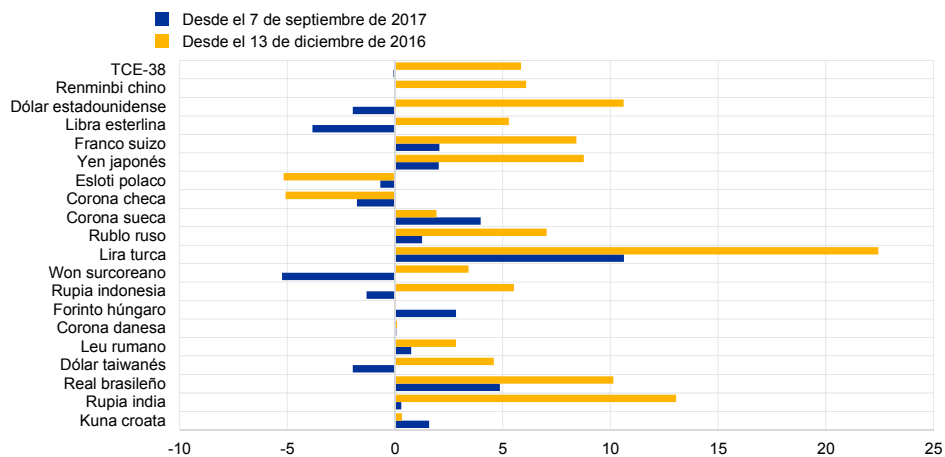
En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido básicamente invariable.

No obstante, este dato oculta una evolución desigual en los distintos pares de monedas. Desde el máximo alcanzado al comienzo del período de referencia, el euro se ha depreciado un 2 % frente al dólar estadounidense (véase gráfico 9), como reflejo de las expectativas sobre las políticas futuras y los correspondientes datos macroeconómicos publicados. La moneda única también se devaluó frente a la libra esterlina (un 3,8 %) y frente a las monedas de varias economías emergentes de Asia. El euro se apreció frente a las monedas de algunas economías emergentes y avanzadas, entre ellas, el franco suizo (un 2,1 %), el yen japonés (un 2 %) y el renminbi chino, así como frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, con la excepción del esloti polaco y la corona checa, frente a las cuales se depreció un 0,7 % y un 1,8 %, respectivamente.

Gráfico 9

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a una selección de 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. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 13 de diciembre de 2017.

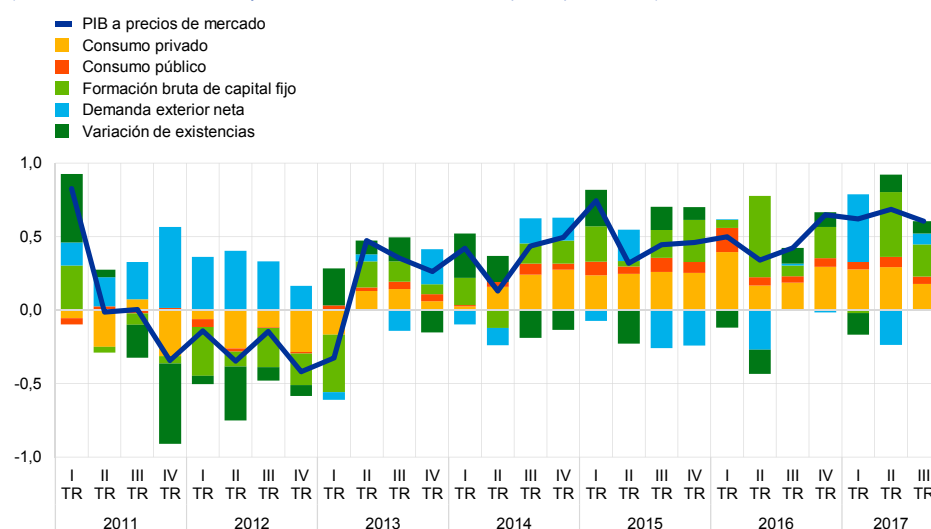
3 Actividad económica

La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores. El avance del PIB real se sustenta en el crecimiento del consumo privado y la inversión, así como en las exportaciones, que se benefician de la recuperación generalizada a escala mundial. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles confirman la dinámica de fuerte crecimiento a corto plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado sustancialmente al alza en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017. Según estas proyecciones, el PIB real de la zona del euro se incrementará un 2,4 % en 2017, un 2,3 % en 2018, un 1,9 % en 2019 y un 1,7 % en 2020.

La expansión económica de la zona del euro mantiene su dinamismo y es generalizada en los distintos países y sectores. El PIB real aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2017, tras el avance del 0,7 % registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 10). El principal factor impulsor continuó siendo la demanda interna, especialmente el gasto en inversión en capital fijo, y, en menor medida, la demanda exterior neta y la variación de existencias. Por el lado de la producción, la mejora de la actividad fue generalizada, con un fuerte crecimiento del valor añadido en la industria (excluida la construcción) y un crecimiento ligeramente menor en la construcción y los servicios.

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 2017.

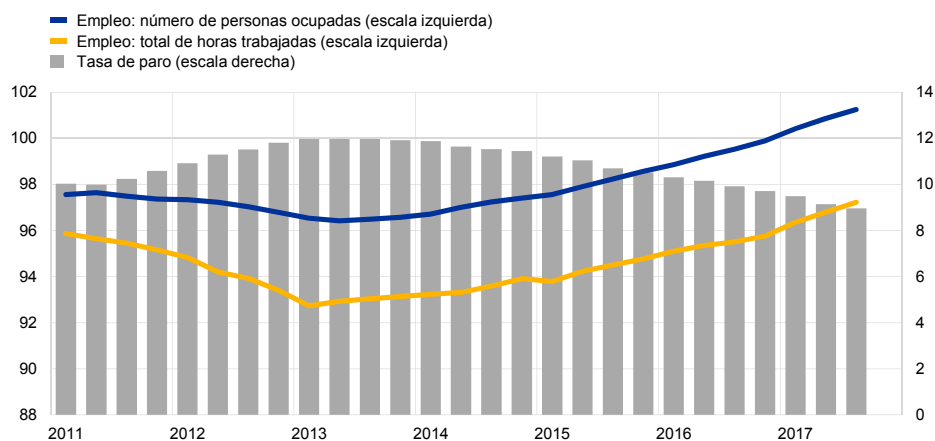
Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen mostrando un intenso dinamismo. En el tercer trimestre de 2017, el empleo aumentó de nuevo, un 0,4 % en tasa intertrimestral, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,7 %. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 1,2 % por encima del máximo anterior a la

crisis, registrado en el primer trimestre de 2008. El total de horas trabajadas también siguió recuperándose, pero las horas medias trabajadas por persona ocupada se han mantenido prácticamente estables porque, aunque, en promedio, tanto los empleados a tiempo completo como a tiempo parcial trabajaron más horas, estos aumentos se vieron contrarrestados por un cambio en la composición del empleo hacia una proporción más elevada de trabajadores a tiempo parcial¹. La tasa de paro de la zona del euro fue del 8,8 % en octubre de 2017, el nivel más bajo desde enero de 2009 (véase gráfico 11). El descenso del desempleo fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El paro de larga duración (es decir, el número de personas que lleva al menos doce meses en situación de desempleo expresado en porcentaje de la población activa) también ha seguido disminuyendo, pero permanece muy por encima del nivel anterior a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a que las condiciones de los mercados de trabajo continuarán mejorando en los próximos meses. Asimismo, en algunos países y sectores se observan cada vez más señales de escasez de mano de obra.

Gráfico 11

Evolución del mercado de trabajo de la zona del euro

(escala izquierda: índice: I TR 2008 = 100; escala derecha: porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el empleo y las horas trabajadas, y a octubre de 2017 para la tasa de paro.

La mejora de los mercados de trabajo continúa sosteniendo el crecimiento de la renta y el gasto en consumo.

En el tercer trimestre de 2017, la tasa de crecimiento intertrimestral del consumo privado se redujo ligeramente y se situó en el 0,3 %, frente al 0,5 % del trimestre anterior. Este crecimiento, especialmente el de los bienes duraderos, se ha sustentado en la recuperación de las condiciones de los mercados de trabajo y en el aumento del salario real por trabajador. Las medidas de política monetaria del BCE, que han relajado las condiciones de financiación, también continúan favoreciendo el gasto de los hogares. La tasa de ahorro ha descendido en los últimos trimestres, reflejando principalmente la mejora de la situación económica y financiera de los hogares, y el entorno de tipos de interés bajos, que está reduciendo su propensión al ahorro. La confianza de los

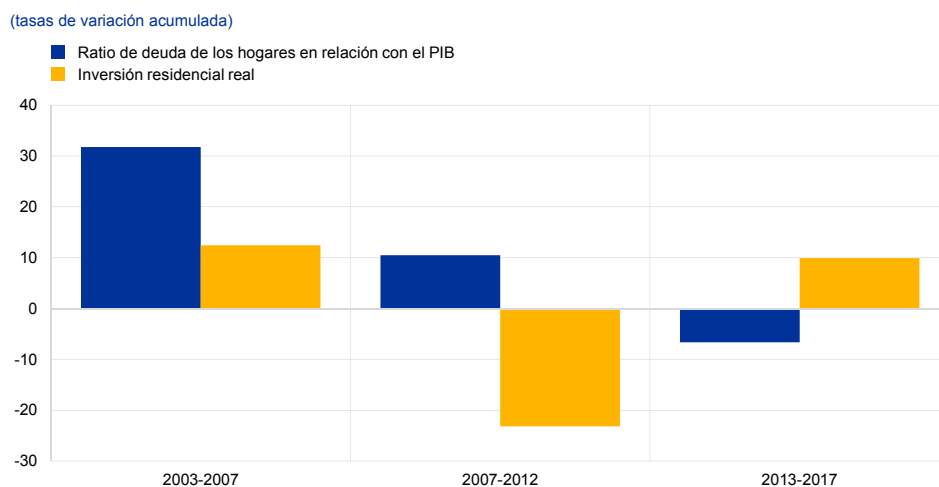
¹ Véase el recuadro titulado «Factores determinantes de la evolución de las horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.

consumidores volvió a aumentar en noviembre de 2017, como resultado del mayor optimismo de los hogares sobre sus futuras circunstancias económicas y la situación general de la zona del euro, y, en consecuencia, actualmente se sitúa próxima a sus máximos históricos, señalando una intensa dinámica subyacente del consumo en el corto plazo.

Se espera que la recuperación de los mercados de la vivienda continúe impulsando el crecimiento.

La inversión residencial se incrementó en un 1,3 % en el segundo trimestre de 2017, reflejando la continuación de la recuperación del conjunto de la zona del euro y de muchos de los países que la integran. Desde que comenzó la crisis de la zona, la inversión residencial y el endeudamiento de los hogares han evolucionado en direcciones opuestas. En 2008, el endeudamiento de los hogares empezó a aumentar, mientras que la inversión en vivienda comenzó a disminuir. Desde 2013, esta tendencia se ha invertido y la recuperación de la inversión ha ido acompañada de un desapalancamiento de los hogares. Esta evolución representa un marcado contraste con la observada durante el período anterior a la crisis, en el que tanto el endeudamiento como la inversión experimentaron un alza (véase gráfico 12).

Gráfico 12
Endeudamiento e inversión en vivienda



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2017.

La inversión residencial y los precios de la vivienda continúan estando impulsados por unas condiciones de financiación muy favorables, por recomposiciones de carteras en favor de la inversión en vivienda en un contexto de bajos rendimientos de las oportunidades de inversión alternativas a largo plazo y del creciente aumento de la renta relacionado con el actual proceso de creación de empleo. Los indicadores recientes sugieren que esta dinámica positiva de la inversión residencial continuará. La confianza empresarial del segmento de construcción de edificios volvió a aumentar en octubre y permanece en niveles observados por última vez en 2008. La producción de la construcción también avanzó en el tercer trimestre, en consonancia con el crecimiento positivo de la inversión residencial en el mismo trimestre, si bien a un ritmo más lento que en meses anteriores del año. La nueva

mejora del indicador de confianza de la construcción (segmento de construcción de edificios) de la Comisión Europea observada en octubre y noviembre en comparación con el tercer trimestre sugiere que el crecimiento positivo también se mantendrá en el cuarto trimestre.

La inversión empresarial creció a un ritmo sostenido en el tercer trimestre de 2017, y las perspectivas a corto plazo continúan siendo sólidas.

En ese trimestre, la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión, excluida la construcción, se incrementó un 1,9 %, tras el avance del 3,9 % registrado en el trimestre anterior. La evidencia que se desprende de la encuesta de la Comisión Europea correspondiente al cuarto trimestre sugiere que se considera que las restricciones de oferta han vuelto a aumentar, lo que señala la necesidad de ampliar o racionalizar el *stock* de capital. Además, la confianza del sector de producción de bienes de equipo sigue siendo elevada, como consecuencia de unas expectativas de producción y unas carteras de pedidos muy favorables. Por último, el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda, junto con la marcada recuperación de los precios de las acciones observada en los últimos años, han reducido la ratio de apalancamiento (deuda sobre activos totales) de las sociedades no financieras hasta mínimos históricos, lo que debería permitir a las empresas liberar recursos para destinarlos a actividades de inversión.

Se espera que la inversión empresarial continúe recuperándose a medio plazo.

Las sólidas perspectivas de inversión se sustentan en diversos factores. La utilización de la capacidad productiva sigue aumentando y se mantiene por encima de los niveles medios anteriores a la crisis, se espera que las condiciones de financiación continúen siendo muy favorables y se prevé que los márgenes de beneficio se incrementen en un contexto en el que el sector de sociedades no financieras ya cuenta con abundante liquidez. Además, es previsible que las presiones para el desapalancamiento continúen disminuyendo a medida que avance la expansión económica en un entorno de bajos tipos de interés y, a su vez, apuntale el crecimiento de la inversión empresarial. Sin embargo, las expectativas de un crecimiento todavía débil del producto potencial y las limitaciones de la capacidad de intermediación de las entidades de crédito en algunos países, así como la persistencia de obstáculos estructurales y la falta de trabajadores con determinadas cualificaciones, pueden seguir lastrando las perspectivas de inversión empresarial.

Las exportaciones de la zona del euro siguen creciendo a un ritmo vigoroso.

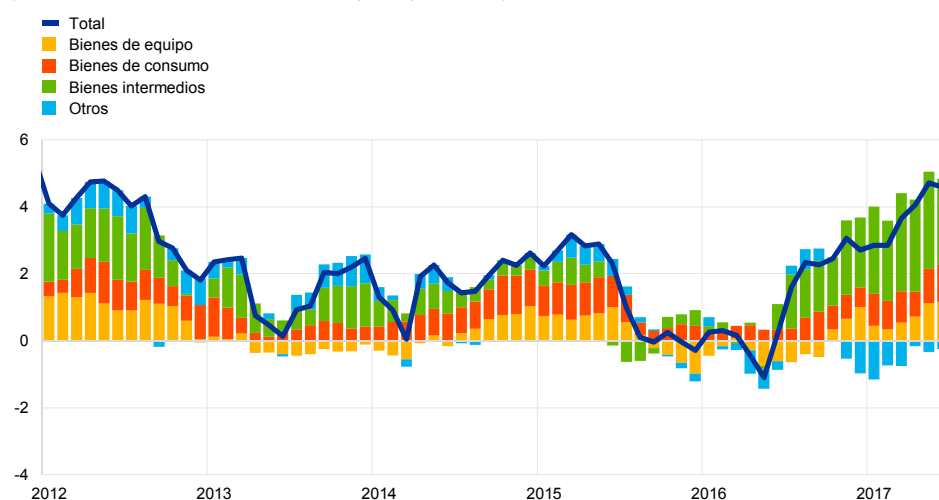
Los datos mensuales sobre comercio apuntan a un intenso dinamismo de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el tercer trimestre, en el que se registró un incremento interanual del 4,1 %, el más pronunciado en seis años (teniendo en cuenta las observaciones correspondientes a julio y agosto), y se sitúan muy por encima de su nivel medio posterior a la crisis. Este avance representa la continuación del repunte que comenzó en 2016. La evolución favorable de la demanda externa compensó con creces el impacto adverso de la reciente apreciación del euro. Las exportaciones a países no pertenecientes a la UE, concretamente a China y al resto de Asia, son el principal factor determinante de esta dinámica. Los nuevos pedidos del sector

manufacturero, superiores a la media, y los indicadores del clima de los mercados de exportación sugieren que el fuerte crecimiento de las exportaciones continuará en los próximos meses y que la pujanza observada en los bienes de equipo e intermedios (véase gráfico 13) puede estar relacionada con un repunte de la inversión a escala mundial. Es posible que la recuperación de la inversión sostenga las exportaciones en el medio plazo.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: Las exportaciones de bienes se expresan en términos reales. La última observación corresponde a agosto de 2017.

En conjunto, los últimos datos disponibles apuntan, en general, a que el impulso al alza del crecimiento se mantendrá en el cuarto trimestre de 2017 y en torno al cambio de año, y se espera que el crecimiento continúe siendo vigoroso en 2018. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción siguieron mejorando en noviembre y permanecieron muy por encima de sus niveles medios. Esta evolución sugiere que en el cuarto trimestre de 2017 el crecimiento fue al menos tan intenso como en el trimestre anterior (véase el recuadro titulado «¿Qué nos sugiere la reciente fortaleza de los indicadores de opinión sobre la intensidad y la magnitud del crecimiento del PIB real?», en este Boletín Económico).

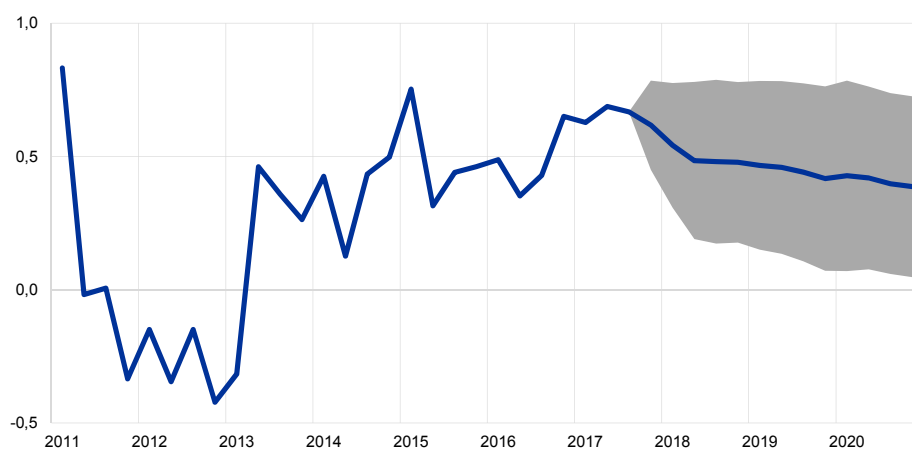
Se prevé que la actual expansión económica de la zona del euro prosiga, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE que están transmitiéndose a la economía real. Las menores necesidades de desapalancamiento siguen contribuyendo al crecimiento del gasto privado. El crecimiento del consumo privado se sustenta en la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo, en los bajos tipos de interés y en unas condiciones de financiación muy favorables. El aumento de la rentabilidad empresarial y las condiciones de financiación muy favorables siguen propiciando la recuperación de la inversión empresarial. Al mismo tiempo, los exportadores de la zona del euro continúan beneficiándose de la actual expansión económica mundial.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,4 % en 2017, el 2,3 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 14). Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado sustancialmente al alza. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados.

Gráfico 14

PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 14 de diciembre 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 implica 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, que puede consultarse en el sitio web del BCE.

4 Precios y costes

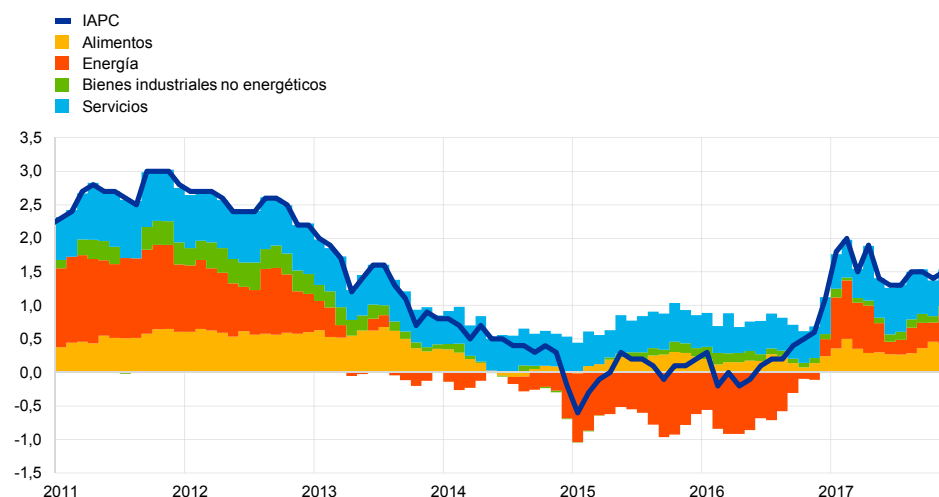
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5 % en noviembre, frente al 1,4 % de octubre. Paralelamente, los indicadores de la inflación subyacente han experimentado una ligera moderación recientemente, debido en parte a factores especiales. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual se reduzcan en los próximos meses, sobre todo como consecuencia de los efectos de comparación de los precios de la energía, antes de aumentar de nuevo. Se espera que la inflación subyacente ascienda de forma gradual a medio plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento salarial. En general, esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,4 % en 2018, el 1,5 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza, debido sobre todo al incremento de los precios del petróleo y de los alimentos.

La inflación general aumentó ligeramente en noviembre. Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se incrementó hasta situarse en el 1,5 % en noviembre, desde el 1,4 % de octubre, volviendo así al nivel registrado en septiembre (véase gráfico 15). El incremento de noviembre refleja principalmente el mayor ritmo de avance de los precios de la energía, que se vio compensado marginalmente por un pequeño descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos. El aumento de la inflación de la energía fue más elevado de lo previsto, como consecuencia de las sustanciales subidas de los precios del petróleo más recientes.

Gráfico 15

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.

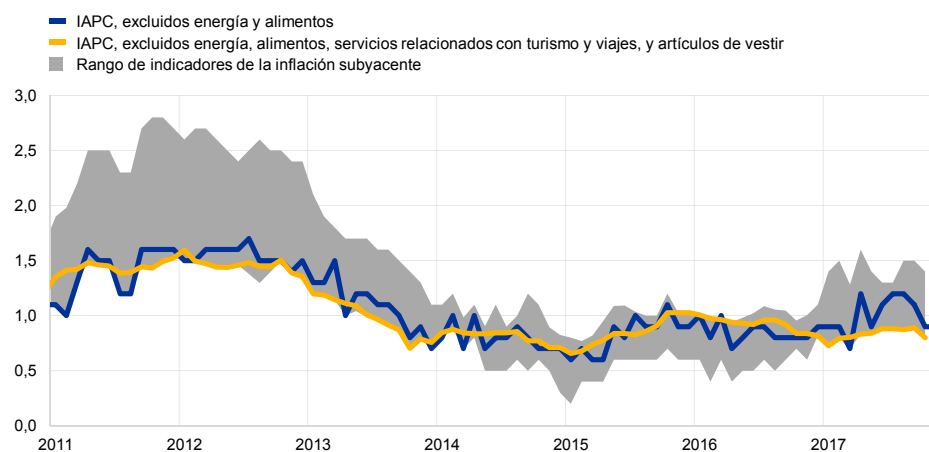
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2017 (estimaciones de avance).

Los indicadores de la inflación subyacente han experimentado una ligera moderación recientemente, debido en parte a factores especiales. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en una tasa del 0,9 % en noviembre de 2017, sin variación con respecto a octubre, pero inferior al 1,1 % registrado en septiembre (véase gráfico 16). Esta caída general observada desde septiembre se debió, en cierta medida, al acusado descenso de la tasa de variación de los precios de algunos servicios, entre ellos, la educación en Italia y los seguros de transporte en Alemania. En noviembre, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó próxima a los niveles observados a finales de 2016 y principios de 2017. En conjunto, los indicadores de la inflación subyacente aún no han mostrado signos convincentes de una tendencia sostenida al alza.

Gráfico 16

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 al 10 %; la media truncada al 30 %; la mediana del IAPC y un indicador basado en un modelo de factores dinámicos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2017 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos: estimación de avance) y a octubre de 2017 (resto de los indicadores).

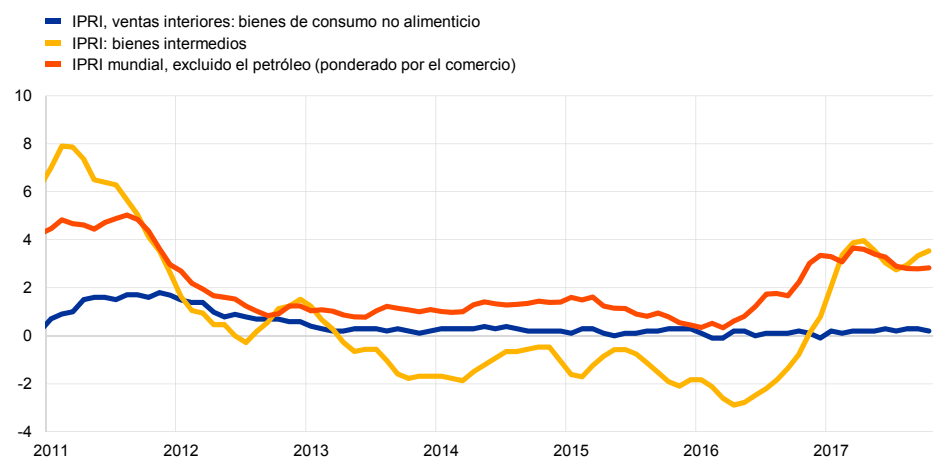
Las presiones sobre los precios a escala mundial siguen siendo intensas, pero aún no se han transmitido a las últimas fases del proceso de formación de precios en la zona del euro.

La tasa de variación interanual de los precios del petróleo en euros ha crecido notablemente en los últimos meses y persisten las fuertes presiones sobre los precios de los bienes no energéticos a escala mundial (véase gráfico 17). Estas presiones globales al alza sobre los precios de importación de la zona del euro se han reducido gracias a la presión a la baja derivada del impacto de la apreciación del euro durante el verano, pero siguen teniendo su reflejo en el notable incremento de los precios de importación y de producción de los bienes intermedios, que crecieron a un ritmo interanual del 3,5 % en octubre. No obstante, la transmisión a las últimas fases del proceso de formación de precios parece seguir siendo débil, dado que la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo prácticamente estable —solo el 0,2 %— en octubre. La baja inflación observada en los precios de producción de estos bienes, pese a las intensas presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción y de formación de precios, podría deberse, entre otras razones, a que los márgenes se están comprimiendo.

Gráfico 17

Precios de producción interior, de los bienes intermedios y a escala mundial

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2017.

El crecimiento de los salarios se ha incrementado ligeramente en los últimos trimestres.

El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó desde el mínimo del 1,1 % registrado en el segundo trimestre de 2016, hasta el 1,7 % en el tercer trimestre de 2017. Este incremento estuvo impulsado principalmente por una mayor deriva salarial, que suele reaccionar a los cambios cíclicos con mayor rapidez que los salarios negociados. El crecimiento interanual de los salarios negociados por trabajador fue del 1,4 % en el tercer trimestre de 2017, sin variación con respecto al trimestre precedente e igual a la media de 2016. Entre los factores que pueden seguir lastrando el avance de los salarios se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, que aún es significativo, la baja inflación registrada anteriormente, el débil crecimiento de la productividad y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis².

Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables.

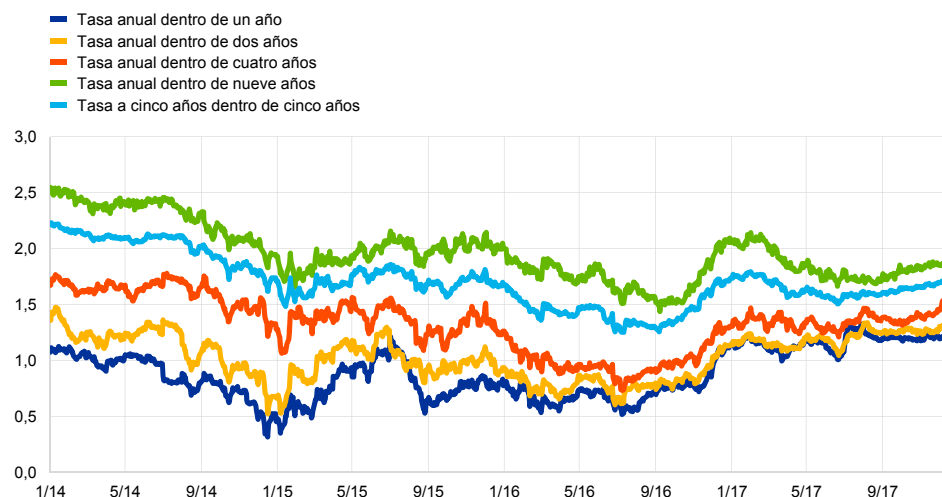
La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,71 % el 13 de diciembre de 2017, ligeramente por encima del nivel observado a principios de septiembre (véase gráfico 18). De cara al futuro, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguen señalando un período prolongado de inflación reducida, y solo un retorno muy gradual hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad de deflación implícita en los mercados de opciones de inflación sigue siendo baja y sugiere que el riesgo de deflación se mantiene contenido. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2017, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro se situaron en el 1,9 %.

² Véase también el recuadro titulado «¿Qué podemos aprender de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE sobre las percepciones de la dinámica del mercado de trabajo en la zona del euro?», en este Boletín Económico.

Gráfico 18

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 13 de diciembre de 2017.

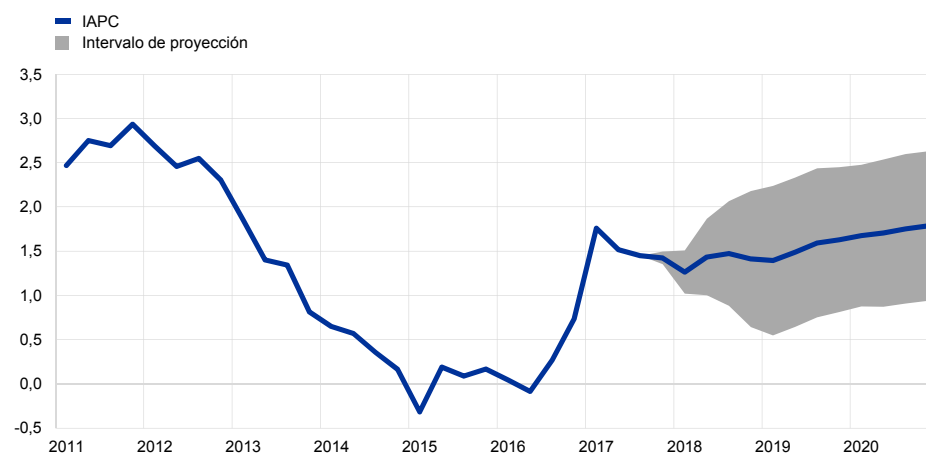
Aunque se espera que los efectos de comparación a la baja relacionados con la energía se traduzcan en un ligero descenso de la inflación medida por el IAPC a corto plazo, se prevé que el IAPC siga una senda ascendente posteriormente y alcance el 1,7 % en 2020. Sobre la base de la información disponible a finales de noviembre, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,4 % en 2018, el 1,5 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 19)³. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza, debido sobre todo al aumento de los precios del petróleo y de los alimentos.

³ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 14 de diciembre de 2017.

Gráfico 19

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 de diciembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 14 de diciembre de 2017.

Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ascienda de forma gradual a medio plazo. Según las previsiones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situará en el 1 % en 2017, el 1,1 % en 2018, el 1,5 % en 2019 y el 1,8 % en 2020. En relación con los costes internos, algunos factores importantes que explican el repunte gradual de la inflación subyacente son las mejoras de las condiciones en los mercados de trabajo de la zona del euro, así como la creciente escasez de mano de obra en algunas partes de la zona, que se espera que impulsen el crecimiento salarial. Asimismo, cabe esperar que el notable incremento de la inflación general en 2017, en comparación con los tres años anteriores, contribuya a un mayor crecimiento salarial en los países de la zona del euro cuyos procesos de formación de salarios incluyen componentes de expectativas o de indexación basados en la evolución pasada de la inflación.

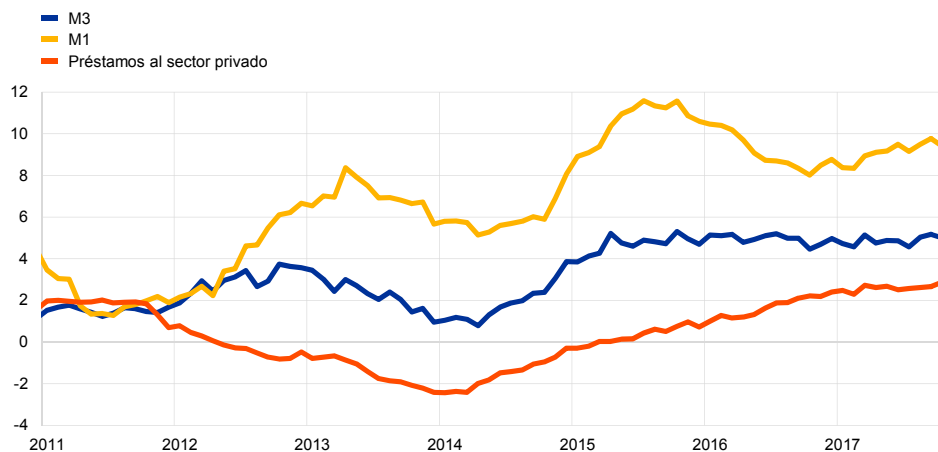
5 Dinero y crédito

En el tercer trimestre de 2017 y en octubre, el agregado monetario amplio siguió creciendo al sólido ritmo observado, en general, desde mediados de 2015. El crecimiento de los préstamos al sector privado también continuó recuperándose. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras se fortaleció en el tercer trimestre de 2017, lo que refleja las mejoras del crédito bancario y de la emisión de valores representativos de deuda.

El crecimiento del agregado monetario amplio siguió siendo sólido —el 4,9 % en promedio— en el tercer trimestre de 2017 y se situó en el 5 % en octubre, en consonancia con el ritmo sostenido de expansión monetaria registrado desde mediados de 2015 (véase gráfico 20). 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, respaldaron el crecimiento de M3. Los componentes más líquidos fueron nuevamente los que más contribuyeron al avance del agregado monetario amplio, con una tasa de crecimiento interanual de M1 del 9,4 % en el tercer trimestre de 2017 y en octubre (frente al 9,2 % del segundo trimestre de 2017 y el 9,8 % de septiembre).

Gráfico 20
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 tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a octubre 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 tercer trimestre de 2017 y en octubre. En cambio, la volátil tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias se redujo en octubre, provocando la ralentización del crecimiento de M1 durante dicho mes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación permaneció prácticamente sin cambios en el tercer trimestre de 2017 y en octubre,

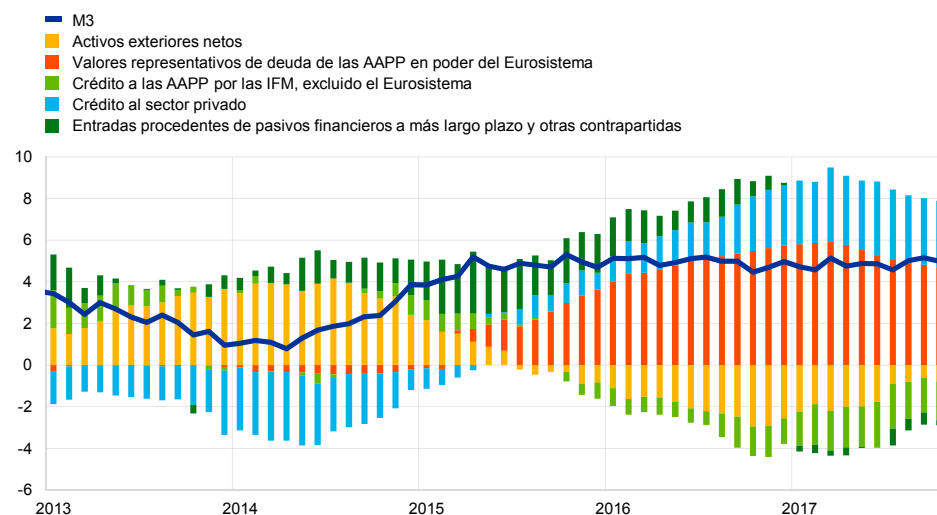
lo que indica que no existe una marcada tendencia en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por tesorería en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma negativa al agregado M3. La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, pasó a ser negativa en este período. Esta evolución obedeció a la menor contribución positiva de las participaciones en fondos del mercado monetario, que señala una disminución del atractivo de estos instrumentos, y a la caída adicional de las emisiones de valores representativos de deuda a corto plazo por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM).

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 21). En lo que respecta a las contrapartidas, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) por parte del Eurosistema (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 21), realizadas principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, contribuyeron de forma positiva al avance de M3. La recuperación sostenida del crédito al sector privado (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 21) también siguió sustentando el crecimiento de M3. En este concepto se incluyen los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. También comprende las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM favoreció el crecimiento de M3 (se incluyen junto con otras contrapartidas en la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 21). La tasa de variación interanual de estos pasivos ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, debido, 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. Por último, 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, por tanto, el crecimiento de M3 (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 21).

Gráfico 21

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP). La última observación corresponde a octubre de 2017.

Los activos exteriores netos de las IFM siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3 (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 21).

Aunque el flujo interanual de los activos exteriores netos se mantuvo negativo en el tercer trimestre de 2017, las salidas de capital de la zona del euro, que pueden atribuirse, en parte, a las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP, se han reducido en los últimos meses, lo que ha mitigado la correspondiente presión a la baja sobre el crecimiento de M3. La contribución negativa procedente de los activos exteriores netos dejó de disminuir en octubre. Aunque los no residentes siguieron contándose entre los principales vendedores de valores admisibles en el programa de compra de activos (APP), pueden haber moderado el reajuste de sus carteras en favor de otros activos de la zona del euro.

La recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014 ha proseguido.

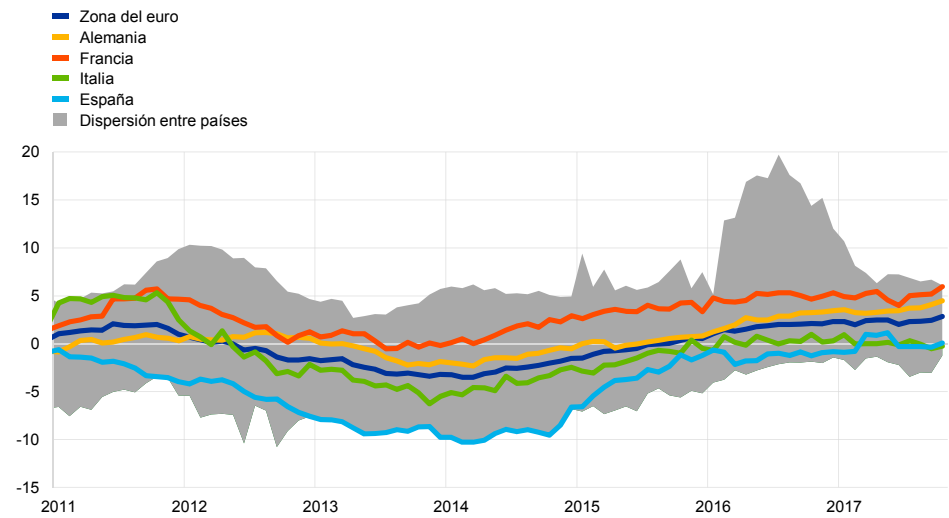
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se mantuvo prácticamente estable en el tercer trimestre de 2017 y se incrementó en octubre (véase gráfico 20). Por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras aumentó hasta el 2,9 % en octubre, desde el 2,3 % del tercer trimestre (véase gráfico 22). El crecimiento de estos préstamos se ha recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014 y la dispersión entre países de su evolución se ha reducido en general. Al mismo tiempo, la heterogeneidad en el crecimiento del crédito entre los cuatro países más grandes de la zona del euro se acrecentó algo en octubre de 2017. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo prácticamente estable

y se situó en el 2,7 % en octubre (véase gráfico 23). La considerable reducción de los tipos de interés del crédito bancario observada 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 de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito⁴.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

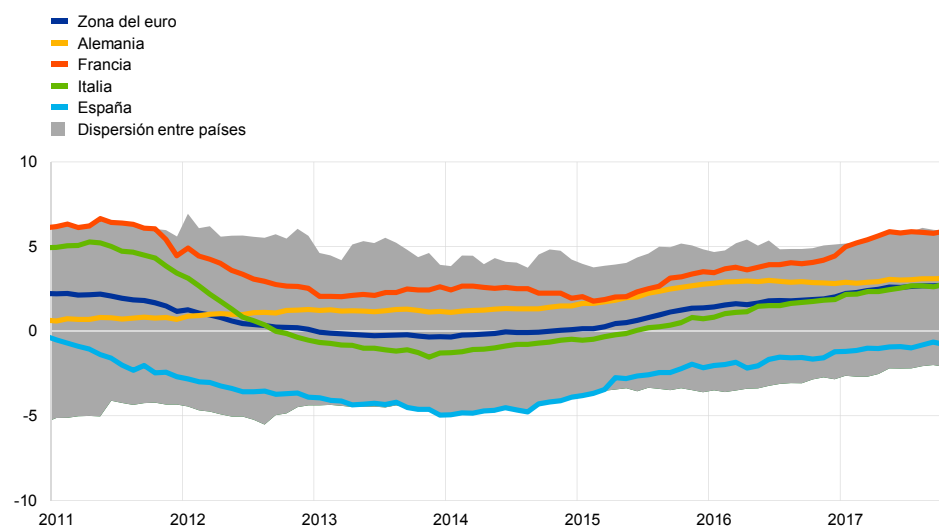
Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2017.

⁴ Véase también la sección 3 de *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2017.

Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

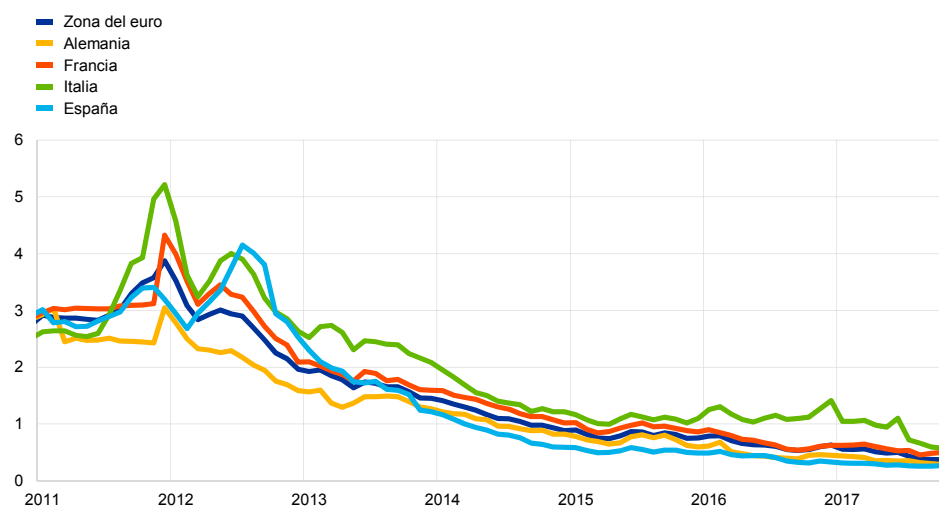
Notas: Ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2017.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron mejorando y registraron nuevos mínimos históricos. El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda descendió nuevamente en el tercer trimestre de 2017 y se mantuvo en un mínimo histórico en octubre (véase gráfico 24). La caída del tercer trimestre estuvo determinada por la evolución de la rentabilidad de los bonos bancarios, mientras que el coste de los depósitos permaneció estable. En octubre, la rentabilidad de los bonos bancarios y el coste de los depósitos se redujeron hasta registrar nuevos mínimos históricos. 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 de financiación favorables para las entidades de crédito.

Gráfico 24

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, Markit Iboxx 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 2017.

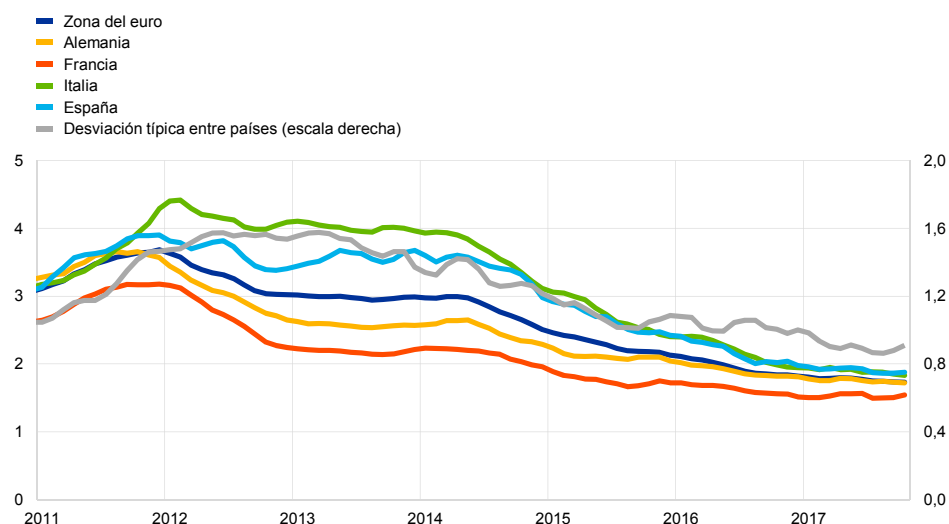
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras permanecieron en mínimos históricos (véase gráfico 25).

El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras continuaron reduciéndose hasta alcanzar un mínimo histórico en el tercer trimestre de 2017, donde se mantuvo en octubre. El moderado incremento que registró el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda hasta agosto de 2017, desde el mínimo histórico del 1,78 % observado en diciembre de 2016, se suavizó en septiembre y en octubre de 2017 (véase gráfico 26). En conjunto, los tipos de interés sintéticos del crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios. El citado 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 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 120 puntos básicos y 103 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue particularmente pronunciado en los países vulnerables de la zona del euro, lo que contribuye a una transmisión más homogénea entre países de la política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos. 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 se situó en niveles cercanos a su mínimo histórico en octubre de 2017. Esto indica que, en general, 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 bancarios.

Gráfico 25

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



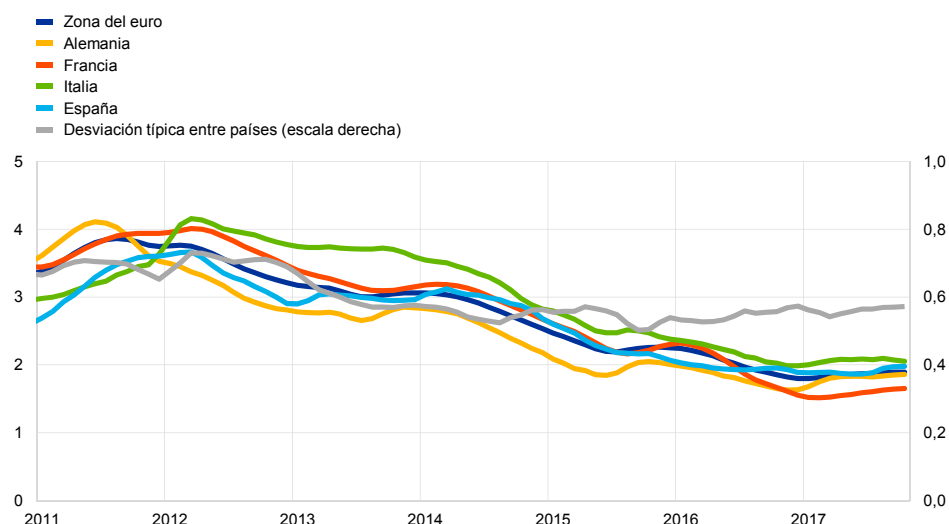
Fuente: BCE.

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 octubre de 2017.

Gráfico 26

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 octubre de 2017.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa concedida a las sociedades no financieras de la zona del euro se fortaleció en el tercer trimestre de 2017. Esta evolución refleja las mejoras del crédito bancario y de la emisión de valores representativos de deuda. En conjunto, la recuperación de la

financiación externa de las sociedades no financieras observada desde principios de 2014 se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, en nuevos descensos del coste de la financiación mediante deuda, en la relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario y en el aumento de las fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los crecientes saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, han reducido la necesidad de financiación externa.

Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentaron en el tercer trimestre de 2017. El aumento de las emisiones netas se concentró en julio, mientras que en agosto y septiembre la actividad emisora fue escasa. Los datos de mercado apuntan a que las emisiones brutas de valores representativos de deuda fueron robustas en octubre y en noviembre. Las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras continuaron viéndose frenadas por las significativas recompras de acciones en algunos países.

Los costes de financiación de las sociedades no financieras siguen siendo favorables. Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, disminuyó algo más, hasta situarse en el 4,3 % en noviembre de 2017, tras experimentar un aumento moderado en junio y en julio. La mayor parte del descenso registrado desde julio de 2017 se debe a la reducción del coste de las acciones. Además, se estima que el coste de los valores de renta fija cayó hasta un nuevo mínimo histórico (véase la sección 2). El coste nominal total de la financiación externa se sitúa ahora 30 puntos básicos por encima de su mínimo histórico de julio de 2016, pero se mantiene considerablemente por debajo del nivel observado en el verano de 2014, justo antes de que los mercados empezaran a descontar las expectativas relativas al inminente APP.

6 Evolución de las finanzas públicas

Las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017 prevén una reducción adicional del déficit presupuestario de la zona del euro a lo largo del horizonte de proyección (2017-2020), principalmente como consecuencia de la mejora de las condiciones cíclicas y de 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 prácticamente neutral. Se espera que la deuda pública de la zona del euro en relación con el PIB siga descendiendo, aunque desde un nivel que todavía es elevado. En particular, en los países con altos niveles de deuda son necesarios esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente y para reconstituir los colchones fiscales.

Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya gradualmente a lo largo del horizonte de proyección.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017⁵, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 1,5 % del PIB de 2016 hasta el 0,5 % del PIB en 2020 (véase cuadro 1). La mejora esperada de las perspectivas de las finanzas públicas, que prácticamente no han variado con respecto a las proyecciones de septiembre de 2017, se sustenta principalmente en unas condiciones cíclicas favorables y en la disminución de los pagos por intereses. Aunque algunos de los proyectos de planes presupuestarios para 2018 presentados por los países de la zona del euro a mediados de octubre de 2017 contemplan esfuerzos de consolidación adicionales, estos esfuerzos no siempre se reflejan íntegramente en las proyecciones, ya que estas solo incluyen medidas ya adoptadas o que van a ser adoptadas próximamente por los respectivos Parlamentos. Para más detalles sobre los proyectos de planes presupuestarios, véase el recuadro titulado «Análisis de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2018», en este Boletín Económico. Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea prácticamente neutral durante el horizonte de proyección⁶.

Se espera que los niveles de deuda pública de la zona del euro continúen

descendiendo desde sus elevadas cotas. A tenor de las proyecciones, la deuda de la zona del euro en relación con el PIB, que registró un máximo en 2014, disminuirá desde el 88,9 % del PIB de 2016 hasta el 80,7 % del PIB a finales de 2020. Este descenso se debe, fundamentalmente, a un superávit primario positivo y en aumento, y a un diferencial favorable entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento, reflejo, este último, de unas perspectivas macroeconómicas generalmente estables. La ratio de deuda es algo más baja que la de las

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

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

proyecciones de septiembre de 2017, principalmente como consecuencia de un diferencial más favorable entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento. Según las proyecciones, los ratios de deuda mejorarán en la mayoría de los países de la zona del euro, aunque se espera que, en algunos, esta ratio se incremente a lo largo del horizonte de proyección. En el caso particular de los países con niveles de deuda elevados, es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales respetando íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para que la ratio de deuda pública en relación con el PIB se sitúe en una firme senda descendente. Reconstituir los colchones fiscales contribuiría a reducir la vulnerabilidad de los países ante nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o ante un rápido repunte de los tipos de interés.

Cuadro 1

Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(porcentaje del PIB)

	2016	2017	2018	2019	2020
a. Ingresos totales	46,1	46,0	45,7	45,3	45,2
b. Gastos totales	47,6	47,1	46,6	46,2	45,7
de los cuales:					
c. Gasto por intereses	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7
d. Gasto primario (b - c)	45,4	45,1	44,7	44,5	44,0
Saldo presupuestario (a - b)	-1,5	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	0,6	0,9	1,0	0,9	1,2
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,4	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0
Saldo estructural primario	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7
Deuda bruta	88,9	87,0	85,1	83,1	80,7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7

Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre 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, podría haber diferencias con respecto a los datos validados más recientes de Eurostat.