

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria del 8 de marzo de 2018, el Consejo de Gobierno concluyó que aún es necesario un grado considerable de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente continúen aumentando y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo. La información disponible desde la última reunión de política monetaria celebrada en enero, que incluye las nuevas proyecciones elaboradas por los expertos del BCE, confirmó un dinamismo intenso y generalizado del crecimiento de la economía de la zona del euro que, según las proyecciones, se expandirá a corto plazo a un ritmo ligeramente más rápido de lo que se esperaba. Estas perspectivas de crecimiento corroboraron la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación convergerá hacia el objetivo de una tasa inferior, aunque próxima, al 2 % a medio plazo. Al mismo tiempo, los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos y no muestran aún signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. En este contexto, el Consejo de Gobierno seguirá vigilando la evolución de los tipos de cambio y de las condiciones financieras en relación con sus posibles implicaciones para las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo. El apoyo monetario continuado necesario para que las tasas de inflación retornen de forma sostenida hacia niveles inferiores, pero cercanos, al 2 % procede de las compras netas de activos, 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 8 de marzo de 2018

El ritmo de expansión de la economía mundial fue aún más rápido en la segunda mitad de 2017 y está proporcionando un impulso adicional a las exportaciones de la zona del euro. Se espera que la actividad económica mundial siga siendo intensa en el futuro, aunque el ritmo de crecimiento se irá moderando gradualmente. Se prevé que el comercio mundial mantenga un crecimiento sostenido en el corto plazo y que la inflación aumente lentamente a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a escala global.

En el actual contexto de expansión económica, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado desde mediados de diciembre de 2017. No obstante, los diferenciales de los valores de renta fija privada se han mantenido prácticamente estables y los diferenciales medios de la deuda soberana con respecto al tipo swap del eonia se han reducido ligeramente en general. Los precios de las acciones han disminuido en un entorno de elevada volatilidad. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales.

La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores, con un crecimiento del PIB real del 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2017. La mejora del empleo, favorecida también por anteriores reformas en los mercados de trabajo, y el aumento de la riqueza de los hogares sustentan el consumo privado. La inversión empresarial continúa fortaleciéndose debido a unas condiciones de financiación muy favorables, a la mejora de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. Además, la inversión en vivienda ha seguido creciendo en los últimos trimestres. Asimismo, la expansión generalizada a nivel mundial está impulsando las exportaciones de la zona del euro.

Este análisis se refleja también ampliamente en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,4 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2018 y se mantienen inalteradas para los años posteriores. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento están, en general, equilibrados. Por un lado, el actual impulso cíclico podría reforzar el crecimiento a corto plazo. Por otro, los riesgos a la baja siguen estando relacionados principalmente con factores de carácter global, como el aumento del proteccionismo y la evolución de los mercados de divisas y otros mercados financieros.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,2 % en febrero, desde el 1,3 % registrado en enero. Ello se debió fundamentalmente a efectos de comparación negativos de la inflación de los precios de los alimentos no elaborados. Más adelante, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al 1,5 % durante el resto del año. Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos, pero se espera que aumenten de forma gradual a medio plazo, respaldados por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica, por la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y por el mayor crecimiento de los salarios.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,4 % en 2018, el 1,4 % en 2019 y el 1,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente a la baja para 2019, pero se mantienen inalteradas para 2018 y 2020. Se espera que los retrocesos del componente energético del IAPC en 2018 y 2019 se vean compensados, en gran medida, por el avance de la inflación subyacente, proyectándose que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, pase del 1,1 % en 2018 al 1,5 % en 2019 y al 1,8 % en 2020.

Las proyecciones macroeconómicas 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 unas condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general media de la política fiscal de la zona del euro seguirá siendo prácticamente neutral en 2018-2020. Aunque la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, todavía se mantendrá en niveles elevados. La actual expansión económica requiere la reconstitución de los colchones fiscales.

El análisis monetario puso de relieve que el agregado monetario amplio siguió creciendo a un ritmo sólido, a una tasa interanual del 4,6 % en enero de 2018 —sin cambios con respecto al mes anterior—, debido al impacto de las medidas de política monetaria del BCE y del bajo coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos. En consecuencia, el agregado monetario estrecho (M1) continuó siendo el factor que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. Al mismo tiempo, prosiguió la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado. La transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas siguió respaldando las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, el acceso a la financiación —principalmente de las pequeñas y medianas empresas— y el flujo del crédito en el conjunto de la zona del euro.

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 permanezca 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 con las compras netas de activos al actual 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 reiteró que el Eurosistema continuará reinvertiendo los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos 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.

Entorno exterior

El ritmo de expansión de la economía mundial fue aún más rápido en la segunda mitad de 2017. Se espera que la actividad económica global mantenga su vigor en el futuro, aunque el ritmo de crecimiento experimentará una moderación gradual. Para las economías avanzadas, las perspectivas son de una expansión robusta, reforzada por el importante estímulo fiscal en Estados Unidos. En el caso de las economías emergentes, las perspectivas se ven respaldadas por el fortalecimiento de la actividad en los países exportadores de materias primas. Se prevé que el crecimiento del comercio mundial mantenga su dinamismo en el corto plazo, al tiempo que se espera que la inflación aumente con lentitud a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a escala global.

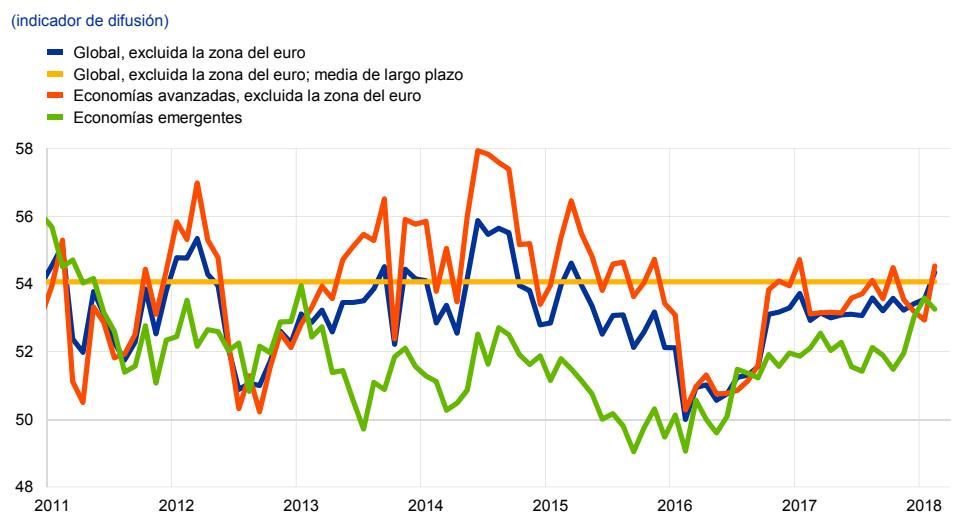
Actividad económica y comercio mundiales

El ritmo de expansión de la economía mundial se intensificó en la segunda mitad de 2017. En general, los datos publicados en ese período sorprendieron favorablemente tanto en las economías avanzadas como, en menor medida, en las emergentes. Los datos del PIB disponibles para los distintos países apuntan a una expansión sostenida de la actividad económica global en el último trimestre del año. En concreto, el crecimiento del PIB real de Estados Unidos demostró capacidad de resistencia en el segundo semestre de 2017, eliminando el impacto de los huracanes. En Japón, la actividad económica también se mantuvo dinámica, beneficiándose del apoyo de las políticas aplicadas, de la sólida creación de empleo y de una demanda externa en recuperación. En cambio, el crecimiento del PIB real en el Reino Unido continuó siendo relativamente débil en 2017, pese al moderado repunte que experimentó en la segunda mitad del año. En las economías emergentes, la actividad se ha apoyado en la resistencia del crecimiento en India y China, al tiempo que Brasil y Rusia continuaron recuperándose de las profundas recesiones que han atravesado, aunque a un ritmo muy gradual.

Los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento mundial sostenido en el corto plazo. En el último trimestre de 2017, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) se mantuvo en un nivel similar al registrado en el trimestre anterior, ligeramente por encima del alcanzado en la primera mitad del año y próximo a su media de largo plazo, y mejoró ligeramente en enero y febrero, lo que sugiere que la actividad mundial continuaba registrando una vigorosa expansión al inicio de 2018 (véase gráfico 1).

Gráfico 1

Índice PMI compuesto global de producción



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y febrero de 2018.

Las condiciones financieras globales siguen respaldando las perspectivas mundiales, pero en las últimas semanas se han endurecido. Tras un período de elevado optimismo y de pronunciados incrementos de las valoraciones en los mercados de renta variable, los mercados bursátiles comenzaron a sufrir fuertes pérdidas a principios de febrero, al tiempo que se produjo un repunte de la volatilidad. Las turbulencias observadas en los mercados financieros siguieron concentrándose en los de renta variable, y, aunque la corrección fue sustancial, solo revirtió las ganancias obtenidas desde comienzos del año. No obstante, la volatilidad registrada en los mercados se produjo en un entorno de aumento constante de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos durante los tres meses anteriores, en un contexto de creciente nerviosismo entre los inversores en torno a las perspectivas de inflación y a la posibilidad de un endurecimiento de la política monetaria más rápido de lo esperado. La curva de futuros sobre fondos federales se ha desplazado al alza en las últimas semanas, tras la subida de los tipos de interés en diciembre. Los mercados siguen anticipando un endurecimiento gradual y actualmente están descontando el próximo incremento de los tipos de interés oficiales en marzo de este año y tres subidas en el conjunto del año, en línea con las proyecciones de diciembre del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Las expectativas de tipos de interés también se desplazaron al alza en el Reino Unido, tras la dureza del tono del Informe de Inflación de febrero del Banco de Inglaterra. En cambio, el Banco de Japón ha continuado aplicando una orientación muy acomodaticia, manteniendo los rendimientos a diez años próximos a cero en línea con su programa para controlar la pendiente de la curva de rendimientos. En China, el banco central trató de reducir el apalancamiento del sistema financiero y de contener los riesgos para la estabilidad financiera con un endurecimiento de las condiciones financieras durante 2017, elevando los tipos de interés de las operaciones de mercado abierto con vistas a conducir los tipos de interés interbancarios al alza. En otras economías emergentes, en particular en Brasil y

Rusia, los tipos de interés oficiales han vuelto a reducirse porque las presiones inflacionistas han remitido.

De cara al futuro se espera que el crecimiento de la actividad económica mundial siga mostrando capacidad de resistencia antes de moderarse ligeramente a medio plazo.

Para las economías avanzadas, las perspectivas son de una expansión robusta, ahora reforzada por el impacto fiscal adicional procedente de la reforma tributaria en Estados Unidos y del acuerdo del Congreso para aumentar el gasto. Sin embargo, se prevé que el crecimiento se desacelerará en el futuro, a medida que la recuperación se afiance en algunos países y las brechas de producción pasen a ser más positivas. En el caso de las economías emergentes, las perspectivas se ven respaldadas por el fortalecimiento de la actividad en los países exportadores de materias primas como Brasil y, en menor medida, Rusia. Al mismo tiempo, el crecimiento sigue siendo sólido en India, al tiempo que la actividad continúa mostrando una tendencia gradual a la baja a largo plazo en China.

Se prevé que el ritmo de expansión mundial se mantenga por debajo de los niveles anteriores a la crisis, en línea con el menor crecimiento potencial.

Las estimaciones del BCE sugieren que el potencial de crecimiento se ha reducido en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes en los últimos años. En las primeras, todos los componentes lastran el potencial, aunque esto es especialmente aplicable a las contribuciones del empleo y de la productividad total de los factores (PTF). Las contribuciones del capital también se mantienen por debajo de sus medias históricas, ya que el debilitamiento de las expectativas relativas a las perspectivas de crecimiento y el aumento de la incertidumbre han aplazado las decisiones de inversión. La inversión ha experimentado una moderación similar en las economías emergentes, en particular en los países exportadores de materias primas, pero también en China en respuesta a su proceso de reequilibrio y al impulso político para contener el apalancamiento. No obstante, la PTF fue el principal factor determinante de la disminución del potencial en las economías emergentes. En general se espera que el avance del producto potencial se mantenga prácticamente estable en las economías avanzadas en el medio plazo, pese al ligero aumento del crecimiento potencial previsto en Estados Unidos en 2019-2020, al tiempo que se espera que continúe reduciéndose en las economías emergentes.

En Estados Unidos se prevé que la actividad se mantenga vigorosa, apoyada en la fortaleza de la demanda interna. Se espera que la actual expansión continúe como consecuencia del firme crecimiento de la inversión y del gasto en consumo, a medida que las tensiones en el mercado de trabajo se plasmen de manera paulatina en un mayor crecimiento de los salarios y que las condiciones financieras, todavía favorables, incrementen la riqueza. Se prevé que la aprobación de la legislación de reforma tributaria en diciembre y el aumento del techo de gasto acordado en febrero den un mayor impulso a la demanda interna.

En el Reino Unido se espera que el crecimiento del PIB real siga siendo débil pero resistente. La actividad económica experimentó un repunte moderado en la segunda mitad de 2017, tras desacelerarse considerablemente en la primera mitad

del año. De cara al futuro, el impulso procedente del mayor crecimiento de la demanda exterior neta en los próximos trimestres y una ligera recuperación de la inversión contribuirán a la capacidad de resistencia del crecimiento del PIB real en este país.

En Japón se prevé que la expansión económica se desacelere gradualmente.

Se espera que la actividad económica continúe siendo relativamente sólida en el corto plazo, beneficiándose del actual impulso positivo y de la orientación acomodaticia de la política monetaria. Sin embargo, a más largo plazo se prevé que el crecimiento experimente una desaceleración gradual. Aparte del menor apoyo de la política fiscal y de una capacidad productiva sin utilizar que está reduciéndose con rapidez, la desaceleración prevista también refleja el impacto favorable de la inversión en infraestructuras relacionadas con los Juegos Olímpicos de 2020.

En China, la actividad continúa su expansión a un ritmo vigoroso, respaldada por la fortaleza del consumo y un mercado de la vivienda todavía pujante. Las perspectivas a corto plazo están dominadas por el hecho de que las autoridades han considerado prioritaria la estabilidad del crecimiento y la reducción de los riesgos financieros. A medio plazo, la hipótesis es que se continuarán aplicando reformas estructurales de forma gradual, lo que resultará en una desaceleración ordenada del crecimiento.

En los países de Europa Central y Oriental, la actividad económica mantendrá su vigor, aunque a un ritmo más moderado que en 2017. En estos países, la actividad económica creció con fuerza en 2017, impulsada por un repunte de la inversión y la fortaleza del consumo privado. De cara al futuro se espera que continúe sustentándose en los elevados flujos de inversión vinculados a la absorción de fondos de la UE, el sólido gasto en consumo y las mejoras de los mercados de trabajo.

La actividad económica se está fortaleciendo gradualmente en los grandes países exportadores de materias primas. En Rusia, los indicadores adelantados señalan una caída temporal de la actividad económica en el último trimestre de 2017, tras el vigoroso crecimiento registrado en la primera mitad del año, ya que la producción industrial se redujo. A medio plazo se espera una expansión moderada de la actividad, en un contexto de retos fiscales que están afectando al entorno empresarial, de debilidad de la inversión en capital fijo y de un crecimiento potencial menoscabado por la falta de reformas estructurales. En Brasil, la actividad debería continuar recuperándose, y el aumento de la confianza, la mejora del mercado de trabajo y la continuación de una orientación acomodaticia de la política monetaria deberían respaldar el consumo, en un contexto en el que las presiones inflacionistas se mantienen contenidas. La incertidumbre política asociada a las elecciones de este año y la posible reversión de unas condiciones financieras externas favorables son riesgos clave para la mejora de las perspectivas económicas del país.

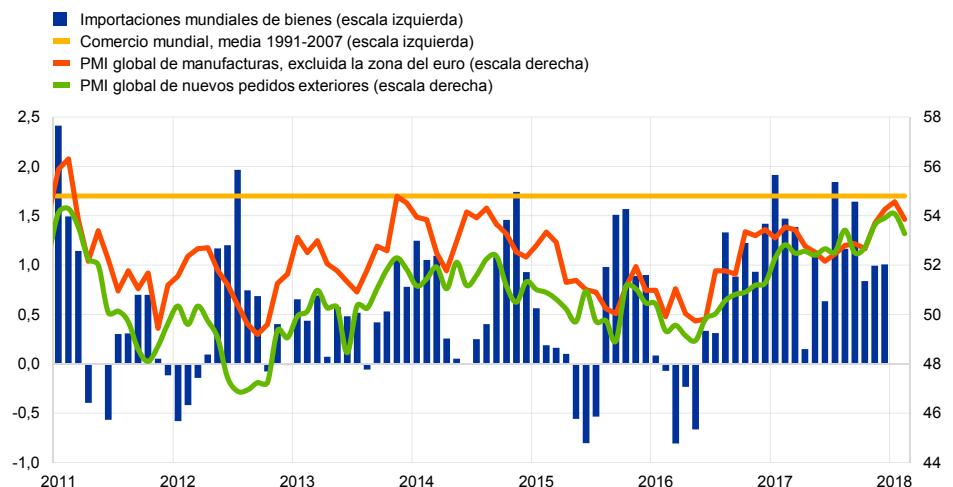
Se espera que las perspectivas de crecimiento del comercio mundial se mantengan sostenidas en el corto plazo. Aunque el dinamismo del crecimiento de las importaciones mundiales de mercancías se redujo ligeramente en diciembre, los datos nacionales disponibles y los indicadores adelantados apuntan a un

crecimiento robusto a finales del año pasado y principios de este año. Las importaciones de mercancías en términos reales aumentaron un 1 % en diciembre (en tasa intertrimestral), frente al 1,6 % del tercer trimestre (véase gráfico 2). La actividad comercial experimentó un repunte sustancial en Estados Unidos, mientras que se debilitó en Asia y en los países de Europa Central y Oriental.

Gráfico 2

Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 (PMI global de manufacturas y PMI global de nuevos pedidos exteriores) y diciembre de 2017 (comercio).

A medio plazo, las proyecciones relativas al comercio se basan en la consideración de que las importaciones mundiales aumentarán básicamente en consonancia con la actividad. Esta consideración es acorde con la evidencia de que el efecto de los factores estructurales de largo plazo que previamente impulsaron la rápida expansión del comercio mundial —entre ellos la liberalización del comercio, la reducción de los aranceles y de los costes de transporte, así como la expansión de las cadenas globales de valor— ha disminuido desde la crisis financiera. La incertidumbre en torno a estos factores es muy elevada y, en algunos casos, los datos disponibles son escasos. Con todo, la evidencia disponible sugeriría que la previsión de que, a medio plazo, las importaciones crecerán en línea con la actividad económica sigue siendo un punto de partida razonable.

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 BCE de marzo de 2018, el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se incrementará desde el 3,8 % en 2017 hasta el 4,1 % en 2018, y posteriormente descenderá hasta situarse en el 3,9 % y el 3,7 % en 2019 y 2020, respectivamente. La trayectoria que contemplan las proyecciones refleja la desaceleración de la actividad prevista en las economías avanzadas en general y en Estados Unidos en particular, que se verá parcialmente contrarrestada por un ligero aumento del dinamismo en las economías emergentes. A tenor de las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro crecerá un

4,7 % en 2018, un 4,1 % en 2019 y un 3,6 % en 2020. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado al alza para 2017-2019, mientras que el de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección, en ambos casos debido fundamentalmente al impacto del estímulo fiscal adicional en Estados Unidos.

Aunque los riesgos para las perspectivas de actividad mundial se sitúan al alza en el corto plazo, siguen sesgados a la baja en el medio plazo. Por lo que respecta a los riesgos al alza, la generalización de la recuperación mundial podría plasmarse en una mayor fortaleza de la inversión y el comercio en el corto plazo, al tiempo que el paquete de medidas fiscales de Estados Unidos podría tener un impacto sobre la actividad mayor de lo previsto actualmente. No obstante, en el medio plazo se considera que estos factores se verán contrarrestados por riesgos a la baja, como un aumento del proteccionismo comercial, una corrección repentina de los mercados financieros —que se traduciría en un endurecimiento de las condiciones financieras a escala global—, las perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización en China, así como la incertidumbre política y geopolítica asociada, en particular, a los riesgos relacionados con el Brexit.

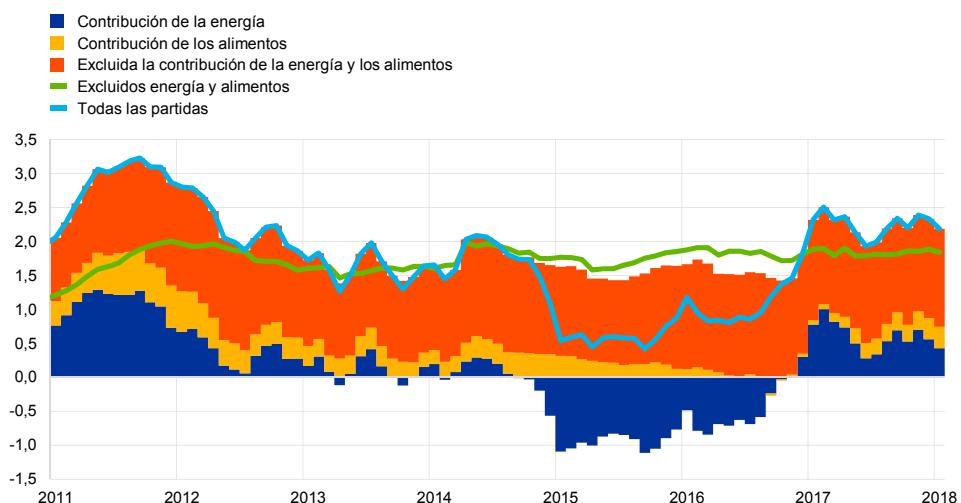
Evolución mundial de los precios

La inflación mundial medida por los precios de consumo ha registrado un ligero descenso últimamente, al tiempo que la evolución de los salarios ha mantenido su moderación. Tras experimentar un leve aumento en noviembre, la inflación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE cayó hasta situarse en el 2,2 % en diciembre y enero. Este descenso fue resultado de una leve desaceleración de los aumentos de los precios de la energía, aunque todavía en niveles próximos al 5 %, mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos permaneció estable. Si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE se redujo marginalmente, hasta el 1,8 % (véase gráfico 3). En cuanto a los salarios, la remuneración por asalariado se mantuvo prácticamente invariable en niveles muy reducidos (con un aumento interanual del 1,5 %), pese a la nueva reducción de la tasa de paro en los países de la OCDE en el tercer trimestre (hasta situarse por debajo del 6 %). Únicamente el salario por hora en el sector manufacturero muestra una rápida tendencia al alza, más en consonancia con el tensionamiento del mercado de trabajo.

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 enero de 2018.

Los precios del Brent han descendido ligeramente en las últimas semanas, de 70 dólares estadounidenses por barril el 23 de enero a 66 dólares el 22 de febrero. Este descenso reciente se sustentó en unos niveles récord de producción de crudo en Estados Unidos, en el elevado grado de cumplimiento del acuerdo entre la OPEP y otros productores no pertenecientes a esta organización de reducir la oferta y en la resolución de los problemas relacionados con oleoductos sufridos en diciembre y enero, destacando el retorno a la plena capacidad de producción del oleoducto del mar del Norte. Los futuros sobre el petróleo sugieren que los precios caerán hasta situarse por debajo de los niveles actuales, hasta unos 65 dólares y 61 dólares por barril en 2018 y 2019, respectivamente. Los precios de las materias primas no energéticas han aumentado levemente en las últimas semanas, con unas subidas de los precios de los alimentos y de los metales del 3,5 % y el 1,6 %, respectivamente.

De cara al futuro se espera que la inflación mundial aumente con lentitud. A corto plazo se prevé que la inflación se incremente tras el reciente repunte de los precios del petróleo y que, posteriormente, la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global siga sosteniendo la inflación subyacente. Con todo, se prevé que el aumento de la inflación se vea moderado por una contribución negativa de los precios de la energía, como indica actualmente una curva de futuros sobre el petróleo que anticipa una reducción de los precios de esta materia prima en el medio plazo.

2

Evolución financiera

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2017, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han aumentado en el actual contexto de expansión económica. Como las expectativas de inflación se han mantenido básicamente estables, los tipos de interés reales han registrado un incremento acorde. Aunque las expectativas de beneficios empresariales han mejorado, los precios de las acciones han disminuido en un entorno de elevada volatilidad. Al mismo tiempo, los diferenciales de los valores de renta fija privada han permanecido prácticamente estables. En general, los diferenciales medios de la deuda soberana frente al tipo swap del eonia (OIS) se han reducido ligeramente. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales.

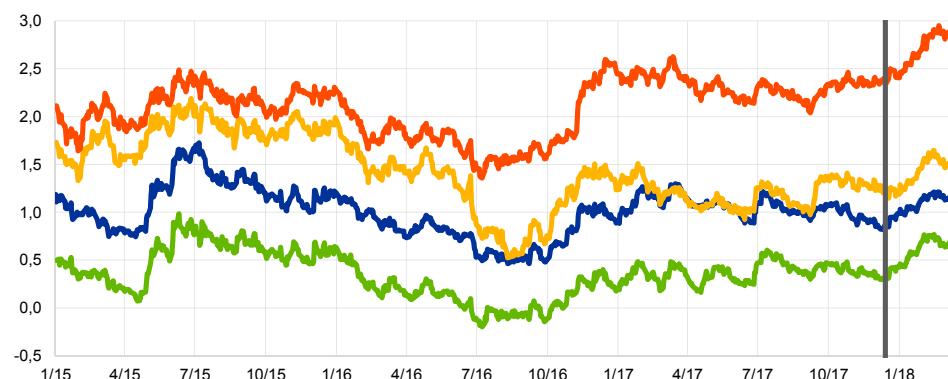
Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo han aumentado a ambos lados del Atlántico desde mediados de diciembre. Durante el período de referencia (del 14 de diciembre de 2017 al 7 de marzo de 2018), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó en 28 puntos básicos, hasta situarse en el 1,13 % (véase gráfico 4). En Estados Unidos y el Reino Unido, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron 53 puntos básicos y 33 puntos básicos y se situaron en el 2,88 % y el 1,50 %, respectivamente. El tipo swap del eonia a diez años de la zona del euro registró un alza de 31 puntos básicos hasta situarse en el 0,90 %, debido principalmente a la subida del tipo de interés real a largo plazo. En conjunto, la evolución de los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico refleja la mejora de las expectativas de los mercados relativas al crecimiento económico y a la inflación, así como las revisiones de las expectativas ligadas a la respuesta de la política monetaria.

Gráfico 4

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Reino Unido
- Estados Unidos
- Alemania



Fuentes: Bloomberg y BCE.

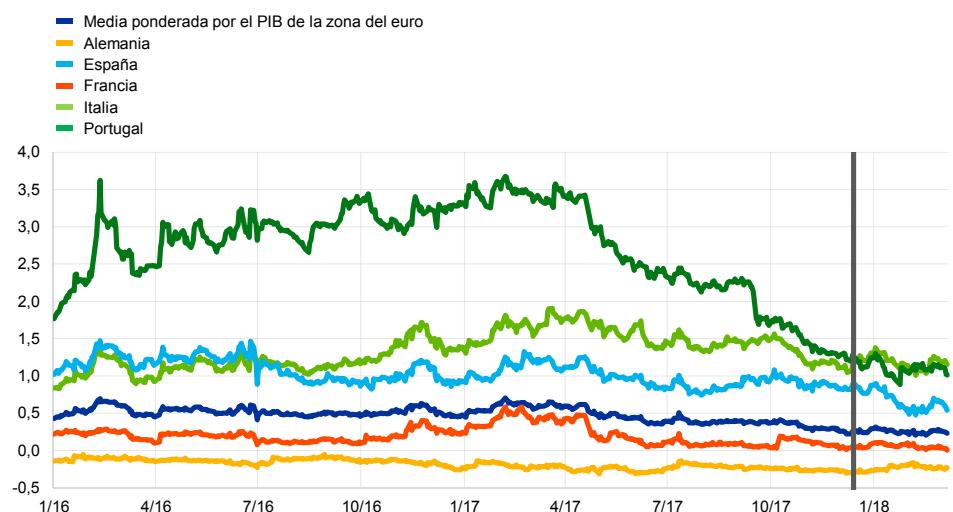
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia, el 14 de diciembre de 2017. La última observación corresponde al 7 de marzo de 2018.

En general, los diferenciales de la deuda soberana frente al tipo swap del eonia libre de riesgo disminuyeron, reflejando las favorables perspectivas macroeconómicas. La caída de los diferenciales de la deuda a diez años fluctuó entre 31 puntos básicos en España y 22 puntos básicos en Portugal, y 4 puntos básicos en Italia (véase gráfico 5). En Italia, el descenso más acusado de carácter transitorio observado en el período transcurrido hasta enero revirtió posteriormente en las semanas anteriores a las elecciones parlamentarias celebradas en marzo. En Alemania los rendimientos del bono a diez años aumentaron 5 puntos básicos más que el tipo swap del eonia, lo que se tradujo en un diferencial menos negativo que probablemente señaló, entre otras cosas, unas primas de escasez más reducidas.

Gráfico 5

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

(porcentajes)

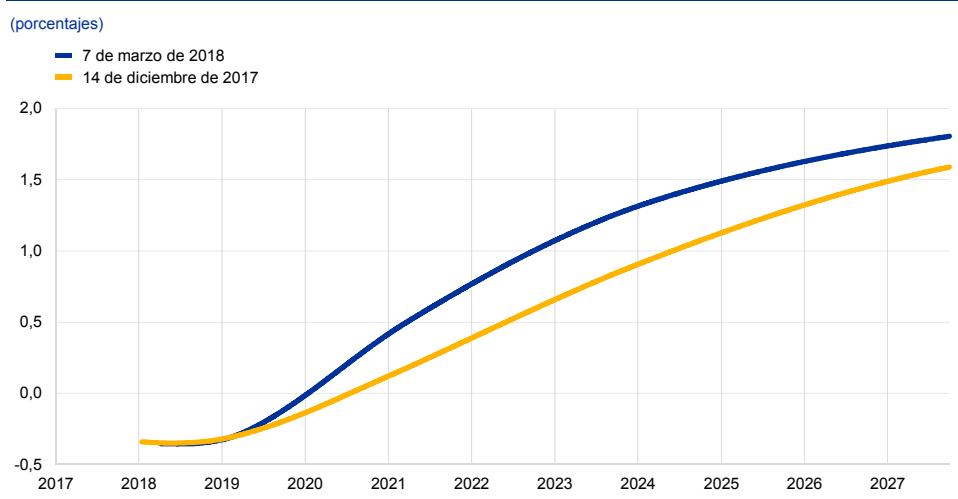


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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 14 de diciembre de 2017. La última observación corresponde al 7 de marzo de 2018.

La pendiente de la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se acentuó. Esta curva se desplazó al alza en los plazos medios y largos (véase gráfico 6). Para el período comprendido hasta principios de 2019, la curva apenas cambia en comparación con la situación al final del último período de referencia, lo que refleja que las expectativas de los mercados sobre el nivel del tipo de interés de la facilidad de depósito durante este horizonte temporal prácticamente no han variado.

Gráfico 6
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

El eonia registró un promedio de –36 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 5 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.885 mm de euros. El avance de los factores autónomos netos se vio contrarrestado con creces por la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 3.

La volatilidad de los mercados de renta variable creció hacia el final del período de referencia. Aunque los precios de las acciones se incrementaron desde mediados de diciembre de 2017 hasta el final de enero de 2018, a principios de febrero se observó una corrección relativamente pronunciada de los precios y un repunte de la volatilidad (véase gráfico 7). Es muy probable que la corrección fuese consecuencia de las percepciones de aumento de la inflación por parte de los mercados, especialmente en Estados Unidos, y de un ajuste correspondiente de las expectativas sobre la política monetaria. Posteriormente, parte del descenso de los precios de las acciones revirtió, pero la incertidumbre generada por los anuncios relativos a la política comercial estadounidense dio lugar a una nueva caída de los mercados bursátiles a ambos lados del Atlántico a principios de marzo. En general, en el período analizado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro se redujeron en un 2,7 %, mientras que las cotizaciones del sector financiero solo disminuyeron un 1,5 %. En Estados Unidos, a pesar de la corrección, los índices bursátiles de los sectores financiero y no financiero se incrementaron un 6,4 % y un 3,1 %, respectivamente. En conjunto, la evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro siguió estando impulsada por las firmes expectativas de beneficios, si bien las cotizaciones se vieron afectadas negativamente por unos tipos libres de riesgo más elevados y por algunos incrementos de las primas de riesgo de las acciones.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)

- Entidades de crédito de la zona del euro
- Sociedades no financieras de la zona del euro
- Entidades de crédito de Estados Unidos
- Sociedades no financieras de Estados Unidos



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia, el 14 de diciembre de 2017. La última observación corresponde al 7 de marzo de 2018.

Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente estables durante el período considerado.

El 7 de marzo de 2018, 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) apenas habían experimentado variaciones con respecto a mediados de diciembre de 2017 y se situaron unos 79 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio del programa de compras de bonos corporativos (véase gráfico 8). Los diferenciales de la deuda del sector financiero aumentaron ligeramente (4 puntos básicos durante el período de referencia). Los reducidos niveles de los diferenciales de los valores de renta fija privada están en consonancia con la actual expansión económica.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)

- Instituciones financieras
- Sociedades no financieras



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

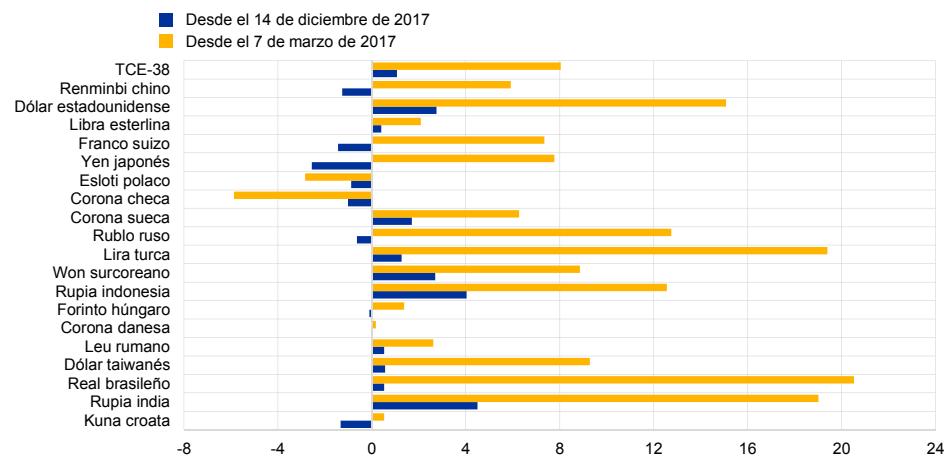
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 14 de diciembre de 2017. La última observación corresponde al 7 de marzo de 2018.

En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales desde mediados de diciembre de 2017. Esta evolución refleja principalmente un fortalecimiento frente al dólar estadounidense, como consecuencia de los datos macroeconómicos publicados (el euro se apreció un 2,8 % en el período considerado; véase gráfico 9), y una menor apreciación frente a la libra esterlina. El euro también se vio respaldado por el fortalecimiento frente a las monedas del grueso de las principales economías emergentes, con la excepción del renminbi chino, frente al que se depreció un 1,3 %. La moneda única también se depreció frente a la mayor parte de las demás monedas importantes, como el franco suizo y el yen japonés, así como frente a las monedas de la mayoría de los demás Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, lo que moderó adicionalmente la apreciación del euro en cifras ponderadas por el comercio.

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 7 de marzo de 2018.

3

Actividad económica

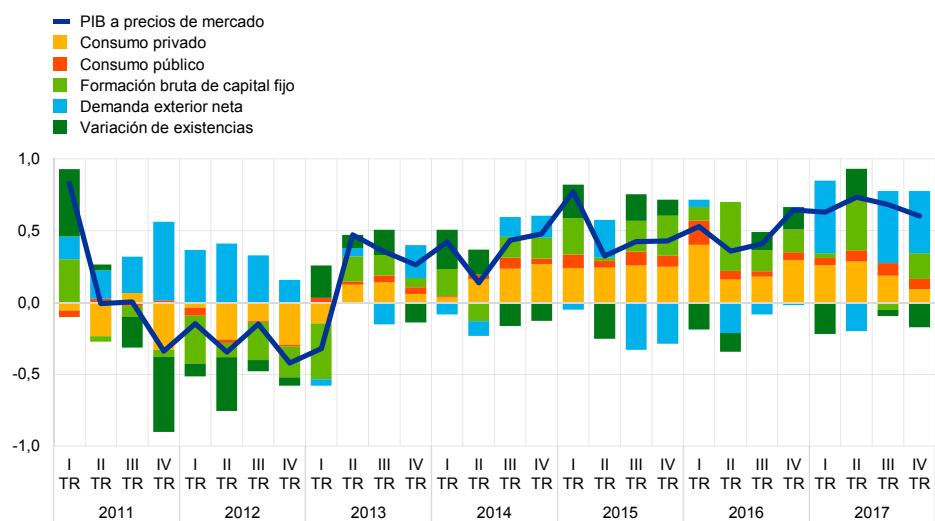
La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores. El avance del PIB real se sustenta en el crecimiento del consumo privado y la inversión, así como en las exportaciones, que se están beneficiando de la recuperación observada a escala mundial. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles confirman un dinamismo intenso y generalizado de la economía de la zona del euro, que, según las proyecciones, se expandirá a corto plazo a un ritmo ligeramente más rápido de lo esperado anteriormente. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2018 en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, mientras que se mantienen inalteradas para 2019 y 2020. Según estas proyecciones, el PIB real de la zona del euro se incrementará un 2,5 % en 2017, un 2,4 % en 2018, un 1,9 % en 2019 y un 1,7 % en 2020.

El crecimiento se mantuvo sólido en el cuarto trimestre de 2017 y siguió siendo generalizado en los distintos países. El PIB real aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre (véase gráfico 10). El avance del PIB real estuvo impulsado por la demanda exterior neta y la demanda interna, en particular por el gasto en inversión de capital fijo, mientras que la contribución de la variación de existencias fue negativa. En la segunda estimación de los datos del PIB no se revisó el crecimiento trimestral del PIB real correspondiente al cuarto trimestre de 2017, lo que confirma que la estimación preliminar de avance continúa siendo un indicador fiable (véase el recuadro titulado «La fiabilidad de la estimación preliminar de avance del PIB de la zona del euro», en este Boletín Económico). El crecimiento del producto en el cuarto trimestre se tradujo en un incremento anual del PIB del 2,3 % en 2017 (2,5 % ajustado de días laborables). Los indicadores económicos apuntan a la continuación del patrón de crecimiento sólido y generalizado a principios de este año.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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

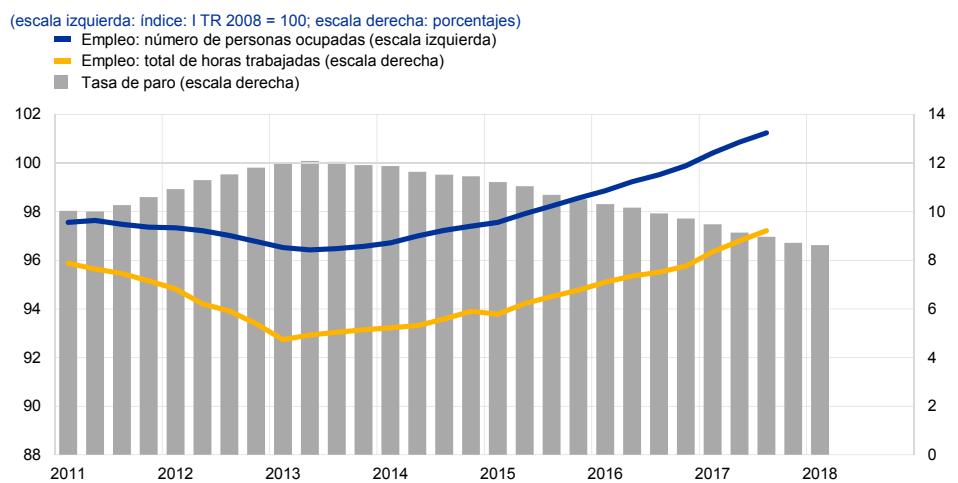


Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto 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 desde el inicio de la recuperación. Tanto el empleo a tiempo completo como el empleo a tiempo parcial han crecido durante la recuperación. En el caso del empleo a tiempo parcial, este incremento se ha observado principalmente en el colectivo de trabajadores a tiempo parcial no subempleados, mientras que el número de trabajadores a tiempo parcial subempleados ha descendido recientemente (véase el recuadro titulado «Evolución reciente del empleo a tiempo parcial», en este Boletín Económico). La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 8,6 % en enero de 2018, el nivel más bajo desde diciembre de 2008 (véase gráfico 11). El descenso del desempleo fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El paro de larga duración (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 de los niveles anteriores a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a continuas mejoras de las condiciones de los mercados de trabajo en los próximos meses. Asimismo, en algunos países y sectores se observan cada vez más señales de escasez de mano de obra. El crecimiento de la renta mantuvo su vigor en el tercer trimestre de 2017.

Gráfico 11**Evolución del mercado de trabajo de la zona del euro**

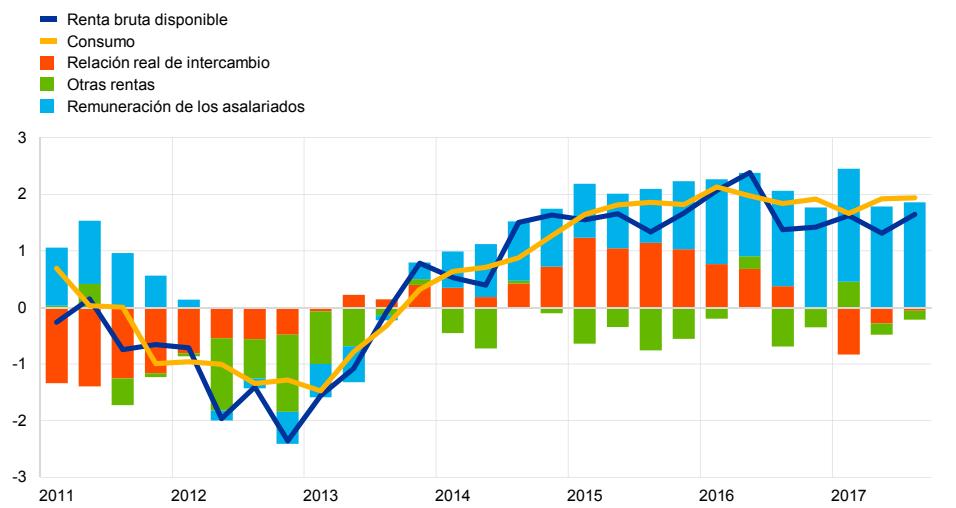
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el empleo y las horas trabajadas, y a enero de 2018 para la tasa de paro.

La mejora de los mercados de trabajo continúa sosteniendo el crecimiento de la renta y el gasto privado. En el cuarto trimestre de 2017, el consumo privado creció un 0,2 %, lo que se tradujo en un incremento interanual del 1,5 %. El ahorro en relación con la renta disponible de los hogares permaneció en niveles reducidos en el tercer trimestre de 2017 y registró el valor más bajo desde 1999, lo que ha seguido favoreciendo el consumo privado. Las medidas de política monetaria del BCE, que han relajado las condiciones de financiación, también continúan respaldando el gasto de los hogares. El aumento de la renta real sigue contribuyendo al avance del consumo privado, dado que la remuneración de los asalariados continúa siendo el principal componente de su crecimiento (véase gráfico 12).

Gráfico 12**Renta bruta disponible real y consumo en la zona del euro**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Otras rentas incluye el excedente de explotación, rentas de la propiedad, impuestos directos y transferencias. Todos los componentes de la renta están deflactados por el defactor del PIB. La contribución de la relación real de intercambio se aproxima por el diferencial entre el defactor del PIB y el del consumo. El consumo y la renta disponible están deflactados por el defactor del consumo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

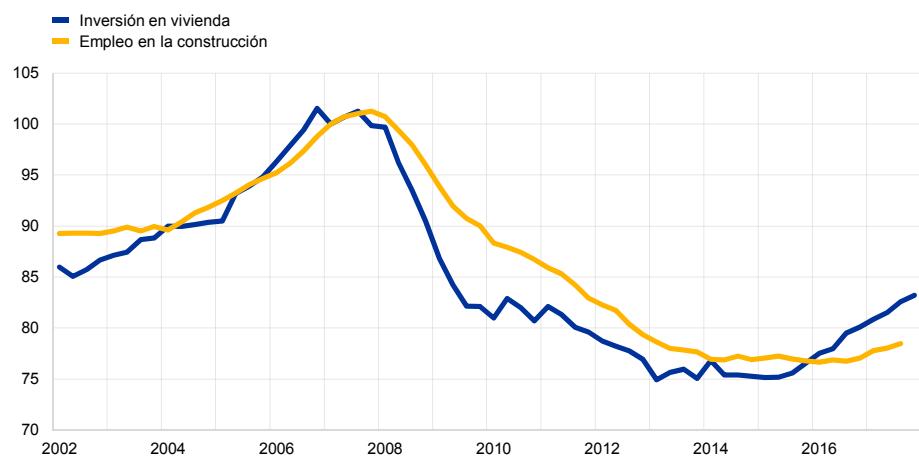
El crecimiento de la inversión en construcción repuntó con fuerza en 2017 y se espera que esta recuperación continúe en 2018. La producción de la construcción se estancó en el cuarto trimestre de 2017, pero aumentó el 2,2 % en el conjunto del año. Los indicadores de opinión sobre la actividad de este sector siguen apuntando a un fuerte ritmo de crecimiento. La confianza en el segmento de construcción de edificios mejoró en diciembre de 2017 y enero de 2018. El índice de directores de compras (PMI) del sector de la construcción se situó en 57 en enero, frente a 53,3 en diciembre, el incremento más pronunciado desde febrero de 2011. Asimismo, el indicador de opinión de la Comisión Europea sobre escasez de mano de obra en la construcción registró un nuevo ascenso en enero desde un nivel ya elevado.

Desde una perspectiva cíclica, la inversión en vivienda se mantiene contenida.

El empleo en el sector de la construcción y la inversión residencial real experimentaron una caída acusada tras los máximos previos a la crisis, registrados en el tercer trimestre de 2007 (véase gráfico 13), y, mientras que la inversión residencial se ha recuperado ligeramente (el 10 % desde el segundo trimestre de 2015), el repunte del empleo en la construcción ha sido mucho más débil (2 %). La recuperación relativamente tímida del volumen de la inversión en vivienda refleja la sobreinversión anterior a la crisis observada en algunos países de la zona del euro, así como la persistencia de presiones para el desapalancamiento de los hogares. De cara al futuro, se espera que la inversión en vivienda respalde cada vez más el avance del PIB.

Gráfico 13**Empleo en la construcción e inversión residencial en la zona del euro**

(Índice: I TR 2007 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017 para el empleo en la construcción y al cuarto trimestre de 2017 para la inversión en vivienda.

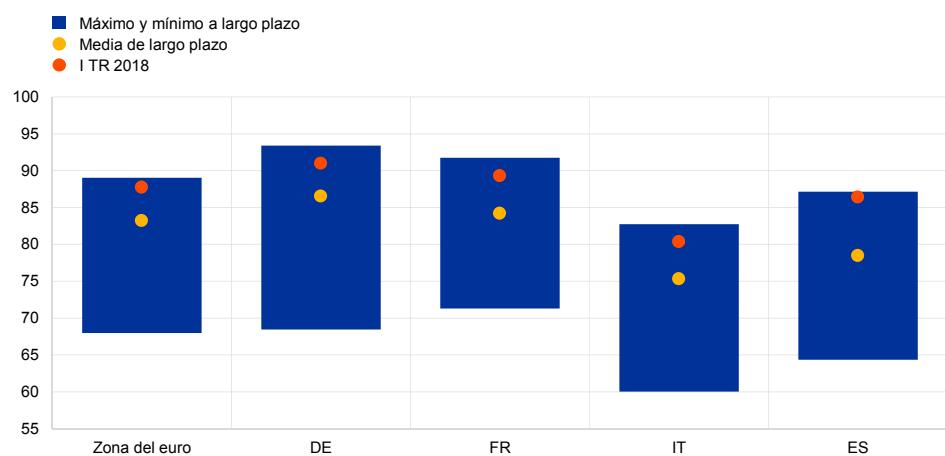
El crecimiento de la inversión, excluida la construcción, repuntó en el cuarto trimestre de 2017, y se espera que esta recuperación haya continuado a principios de 2018. Según las cuentas sectoriales, el excedente bruto de explotación aumentó considerablemente en el tercer trimestre de 2017. Esta evolución es especialmente relevante para los activos intangibles, que dependen en mayor medida de la financiación interna. La encuesta de la Comisión Europea muestra también que se considera que la utilización de la capacidad productiva en el sector de producción de bienes de equipo se situó próxima a máximos históricos en el primer trimestre de 2018, tanto en la zona del euro como en los países más grandes de la zona (véase gráfico 14). Según la misma encuesta, esto también se refleja en las crecientes restricciones a la producción relacionadas con los equipos y el trabajo de este sector.

Se espera que la inversión empresarial continúe contribuyendo al crecimiento del producto en el conjunto de 2018. El fuerte incremento de la demanda y de los beneficios debería seguir favoreciendo la inversión empresarial, a pesar de la reciente volatilidad de los mercados de renta variable. Si se analiza más detalladamente la evolución reciente de los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro, esta volatilidad parece estar más relacionada con las expectativas de subida de los tipos de interés y las primas de riesgo que con una revisión a la baja de las expectativas de beneficios. En la medida en que gran parte de la inversión se financia con beneficios no distribuidos, puede que el impacto inmediato sobre la inversión empresarial no sea muy significativo.

Gráfico 14

Utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes de equipo de la zona del euro y de los países más grandes de la zona

(porcentaje)



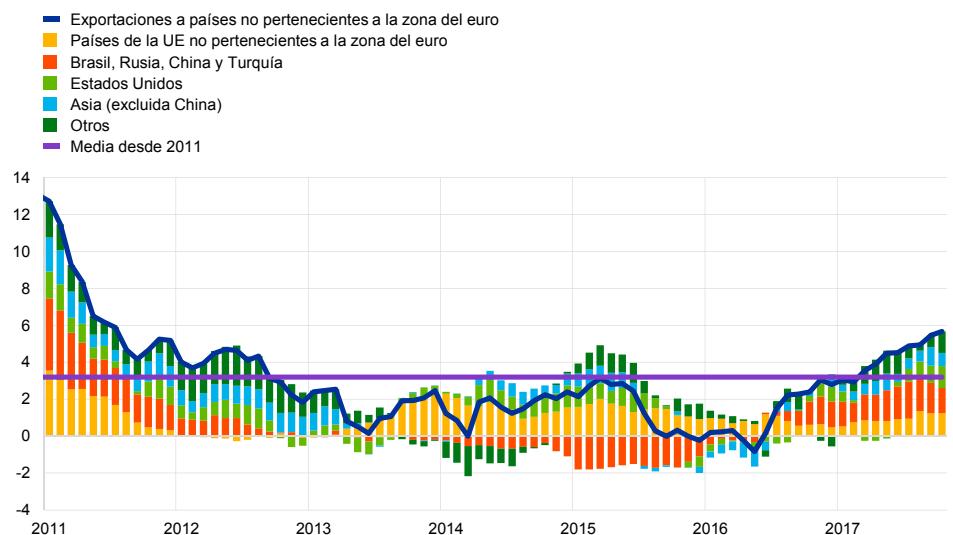
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: «Largo plazo» se refiere al período transcurrido desde 1987.

Las exportaciones de la zona del euro continuaron mostrando una tendencia positiva y cobraron nuevo impulso en el cuarto trimestre de 2017. La cifra de exportaciones de la zona del euro de diciembre confirma una tendencia sólida con un nuevo aumento hasta el 5,7 %, en tasa interanual, en el último trimestre de 2017, el mayor nivel registrado desde el tercer trimestre de 2011. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro se sustentaron, en particular, en las exportaciones de bienes a países de fuera de la UE, pero el resto de las áreas también contribuyeron positivamente (véase gráfico 15). A pesar de la reciente apreciación del euro, las cuotas de exportación a países no pertenecientes a la zona del euro permanecen prácticamente estables. Los indicadores de opinión adelantados apuntan a la continuación de la sólida evolución de las exportaciones a corto plazo, pero los niveles de las carteras de pedidos exteriores y los nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero a escala mundial y de la zona del euro —pese a mantenerse en cotas elevadas— se han moderado ligeramente.

Gráfico 15**Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro**

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2017 para las exportaciones a países no pertenecientes a la UE. Las exportaciones dentro de la UE se han aproximado por la contribución calculada sobre datos de noviembre de 2017. Las exportaciones totales en términos reales de diciembre de 2017 se basan en valores y datos de precios industriales.

En conjunto, los indicadores económicos más recientes apuntan a un intenso dinamismo del crecimiento de la zona del euro, que, según las proyecciones, se expandirá a corto plazo a un ritmo algo más rápido de lo esperado anteriormente. La producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 1,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2017. Los indicadores de opinión más recientes también señalan una dinámica de sólido crecimiento a corto plazo. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción se situaron, en promedio, en cotas más elevadas en los dos primeros meses de 2018 que en el cuarto trimestre de 2017, y permanecen muy por encima de sus niveles medios a largo plazo.

Se prevé que el actual crecimiento económico, sólido y generalizado, continúe. Las medidas de política monetaria del BCE, que han favorecido el proceso de desapalancamiento, siguen respaldando la demanda interna. La mejora del empleo, favorecida también por anteriores reformas en los mercados de trabajo, y el aumento de la riqueza de los hogares, sustentan el consumo privado. La inversión empresarial continúa aumentando debido a unas condiciones de financiación muy favorables, a la mejora de la rentabilidad de las empresas y a la solidez de la demanda. La inversión en vivienda ha seguido creciendo en los últimos trimestres. Asimismo, la expansión generalizada a nivel mundial está proporcionando impulso a las exportaciones de la zona del euro.

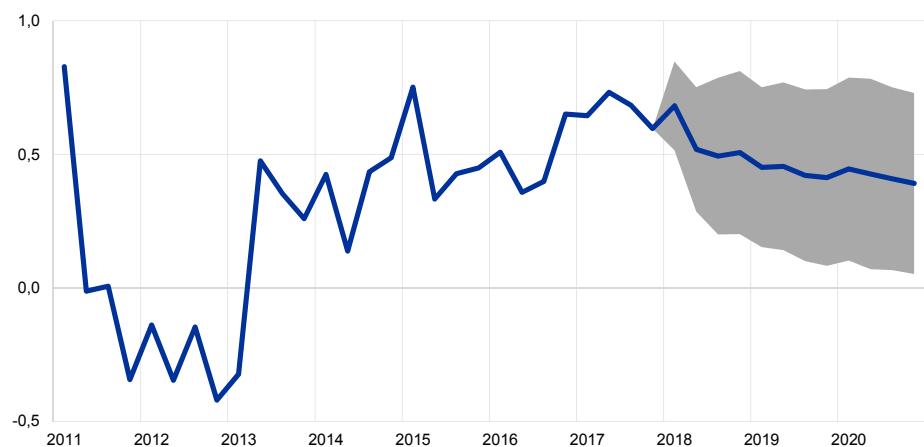
Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,5 % en 2017, el 2,4 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 16). En comparación con las proyecciones de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza para 2018 y se mantiene inalterado

para 2019-2020. Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados.

Gráfico 16

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 BCE para la zona del euro de marzo de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 8 de marzo de 2018.

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

Precios y costes

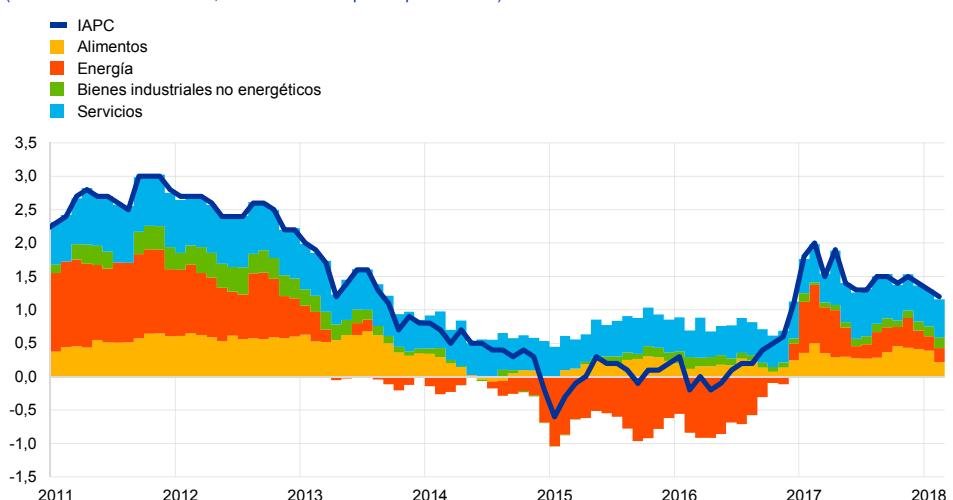
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,2 % en febrero de 2018, desde el 1,3 % registrado en enero. Más adelante, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al 1,5 % durante el resto del año. Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos, pero se espera que aumenten de forma gradual a medio plazo, respaldados por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica, por la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y por el mayor crecimiento de los salarios. Este análisis se refleja también ampliamente en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,4 % en 2018, el 1,4 % en 2019 y el 1,7 % en 2020, y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en el 1,1 %, el 1,5 % y el 1,8 %, respectivamente.

La inflación general retrocedió ligeramente en febrero. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,2 % en febrero de 2018, desde el 1,3 % de enero, manteniéndose por debajo de los niveles registrados a finales de 2017 (véase gráfico 17). La caída de febrero reflejó, principalmente, el descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, debido fundamentalmente a efectos de comparación.

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



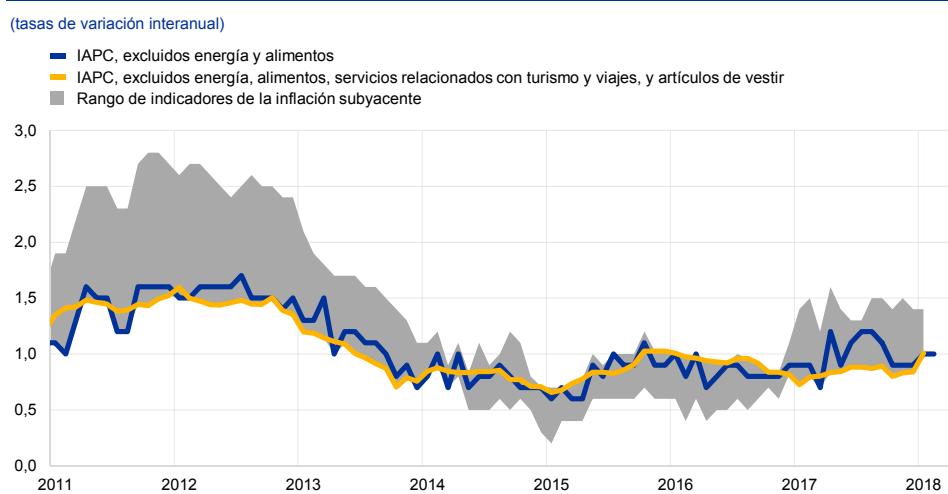
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 (estimaciones de avance).

Los indicadores de la inflación subyacente se estabilizaron o aumentaron ligeramente al comienzo del año, tras la moderación observada a finales de 2017. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se

situó en una tasa del 1 % en febrero de 2018, sin variación con respecto a enero, pero superior al 0,9 % registrado en diciembre de 2017 (véase gráfico 18). La moderación de finales de 2017 reflejó, en parte, el impacto del acusado descenso de las tasas de variación de los precios de varios servicios¹. También se recuperó la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, así como los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, que suelen verse influidos por los efectos de calendario y por las fechas de las rebajas, respectivamente. Sin embargo, en conjunto, los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron contenidos y aún no han mostrado signos más convincentes de un ajuste sostenido al alza.

Gráfico 18
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media truncada al 10 %, la media truncada al 30 %, y la mediana del IAPC. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos: estimación de avance) y a enero de 2018 (resto de los indicadores).

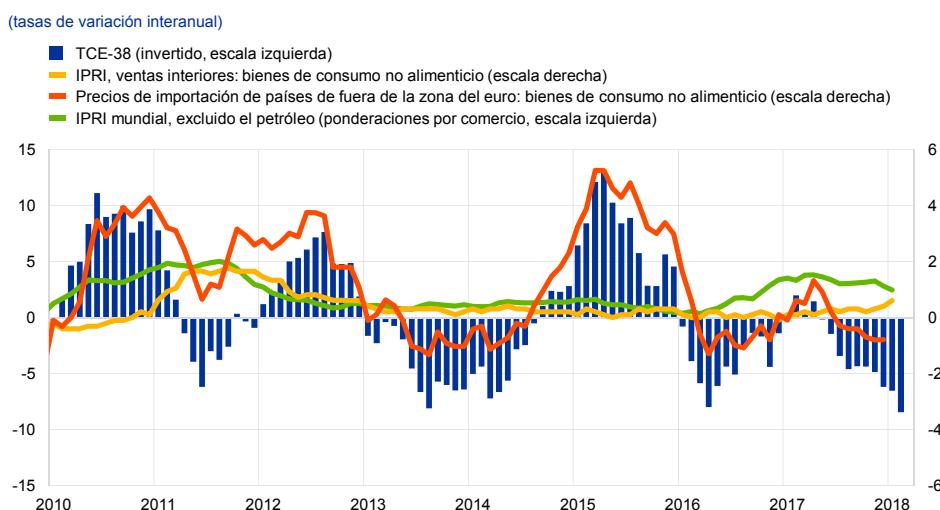
Las presiones sobre los precios de los bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron contenidas en general. La inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial se volvió a reducir ligeramente en enero, pero se mantuvo en niveles elevados. La evolución reciente de los precios del petróleo y de las materias primas en términos interanuales sugiere que también en los próximos meses se relajarán las presiones sobre los precios en las primeras fases (véase gráfico 19). Sin embargo, por el momento las presiones inflacionistas a la baja generadas por la apreciación del euro son principalmente visibles en el descenso del ritmo de variación de los precios de importación. En el caso de los bienes intermedios, la tasa de variación de los precios de importación disminuyó hasta situarse en el 2,1 % en diciembre de 2017 —frente al 3,1 % de noviembre—, mientras que la correspondiente a los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo en el -0,8 %, igual que en noviembre. Por lo que se refiere a las ventas interiores, hasta ahora, la evolución de los precios de producción no parece haberse visto

¹ Véase también el recuadro titulado «El papel de la estacionalidad y los valores atípicos en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos», en este Boletín Económico.

afectada por el abaratamiento de los consumos intermedios importados asociado a la apreciación. En particular, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó desde el 0,4 % registrado en diciembre de 2017 hasta el 0,6 % en enero de 2018, el nivel más elevado desde diciembre de 2012. Lo mismo ha ocurrido con los precios de los bienes de consumo: pese a las presiones a la baja derivadas del descenso de la tasa de variación de los precios de los bienes finales importados, el ritmo de avance del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguió aumentando. En febrero de 2018, se situó, según la estimación de avance de Eurostat, en el 0,7 %, frente al 0,6 % de enero y el 0,5 % de diciembre de 2017.

Gráfico 19

Evolución del tipo de cambio y precios de importación y de producción



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2018 para el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 38 de sus principales socios comerciales (TCE-38), a enero de 2018 para el índice de precios industriales (IPRI) de los bienes de consumo no alimenticio y el IPRI mundial, excluido el petróleo, y a diciembre de 2017 para los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio de países fuera de la zona del euro.

La evolución reciente respalda la idea de que el crecimiento salarial muestra una tendencia alcista gradual y de que las presiones de costes de origen interno están creciendo progresivamente. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó desde el mínimo del 1,1 % registrado en el segundo trimestre de 2016 hasta el 1,6 % en el tercer trimestre de 2017². Este incremento reflejó principalmente la mayor contribución de la deriva salarial, que suele reaccionar a los cambios cíclicos con un menor retardo que los salarios negociados. Los salarios negociados crecieron solo ligeramente, a una tasa del 1,6 %, en el cuarto trimestre de 2017, frente al 1,5 % del tercer trimestre, pero los recientes acuerdos salariales de los países de la zona del euro señalan un repunte en los próximos meses. Aunque la evolución reciente del avance de los salarios está en consonancia con la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, es posible que su crecimiento siga estando lastrado por factores como la baja inflación

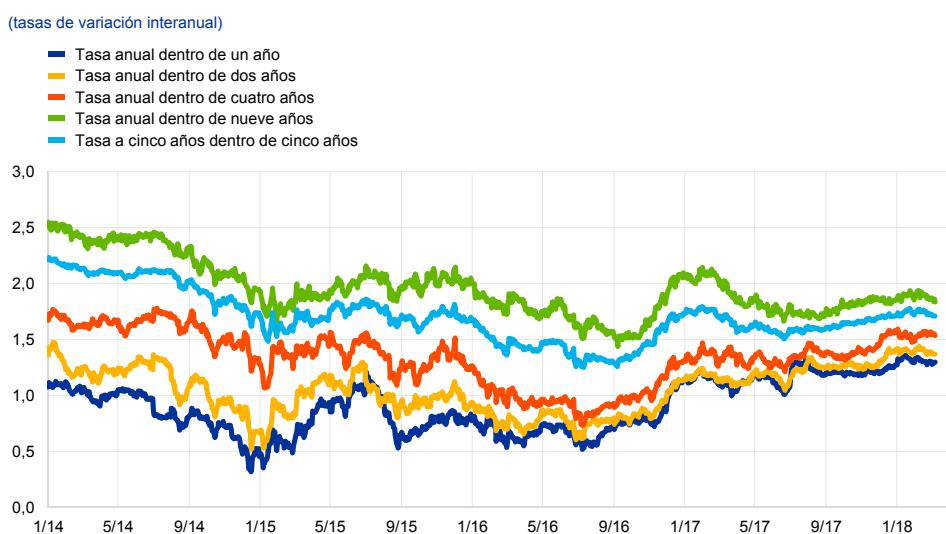
² El 7 de marzo de 2018, la tasa de crecimiento correspondiente al tercer trimestre de 2017 se revisó a la baja en 0,1 puntos porcentuales con la segunda estimación de Eurostat del crecimiento trimestral del PIB real de la zona del euro.

registrada anteriormente, el débil crecimiento de la productividad y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis.

Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables. El tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,71 % el 7 de marzo de 2018, prácticamente sin variación desde mediados de diciembre, pero ligeramente por debajo del nivel observado a finales de enero (véase gráfico 20). El perfil a futuro de los indicadores de mercado, basado en las expectativas de inflación, sigue señalando un período prolongado de inflación reducida, y un retorno solo gradual hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad neutral al riesgo de que la inflación media sea negativa en los cinco próximos años, implícita en los mercados de opciones de inflación, no es significativa y, por tanto, sugiere que en la actualidad los mercados consideran que el riesgo de deflación es muy bajo. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2018, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido básicamente estables en el 1,85 %.

Gráfico 20

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

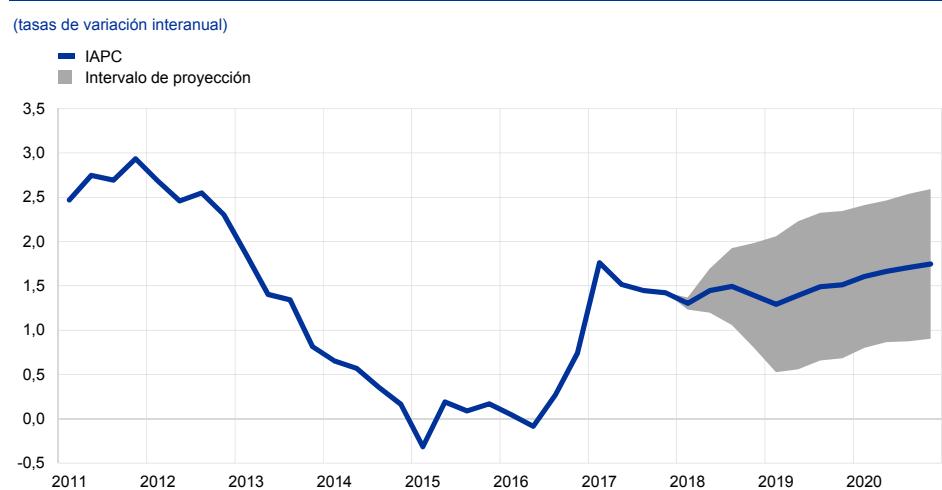
Nota: Las últimas observaciones corresponden al 7 de marzo de 2018.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, se espera que la inflación medida por el IAPC aumente solo hacia el final del horizonte de proyección. Sobre la base de la información disponible a mediados de febrero, las proyecciones sitúan la inflación anual medida por el IAPC de la zona del euro en el 1,4 % en 2018, el 1,4 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 21), lo que implica una ligera revisión a la baja en 2019 en comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017³. Se espera que los

³ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 8 de marzo de 2018.

retrocesos del componente energético del IAPC en 2018 y 2019 se vean compensados, en gran medida, por el avance de la inflación subyacente, proyectándose que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, pase del 1,1 % en 2018 al 1,5 % en 2019 y al 1,8 % en 2020. Algunos factores importantes que explican el repunte gradual de la inflación subyacente son las nuevas mejoras de la situación en los mercados de trabajo de la zona del euro, con tensiones crecientes en dichos mercados y una notable escasez de oferta de trabajo en algunas partes de la zona. Aunque se espera que la reciente apreciación del tipo de cambio del euro tenga un impacto a la baja sobre la inflación, este descenso debería contrarrestarse en cierta medida con el intenso dinamismo del crecimiento que se observa actualmente en la zona del euro, debido a la mayor capacidad de las empresas de la zona del euro para fijar precios.

Gráfico 21
Inflación medida por el IAPC de la zona del euro (incluidas proyecciones)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 8 de marzo de 2018.

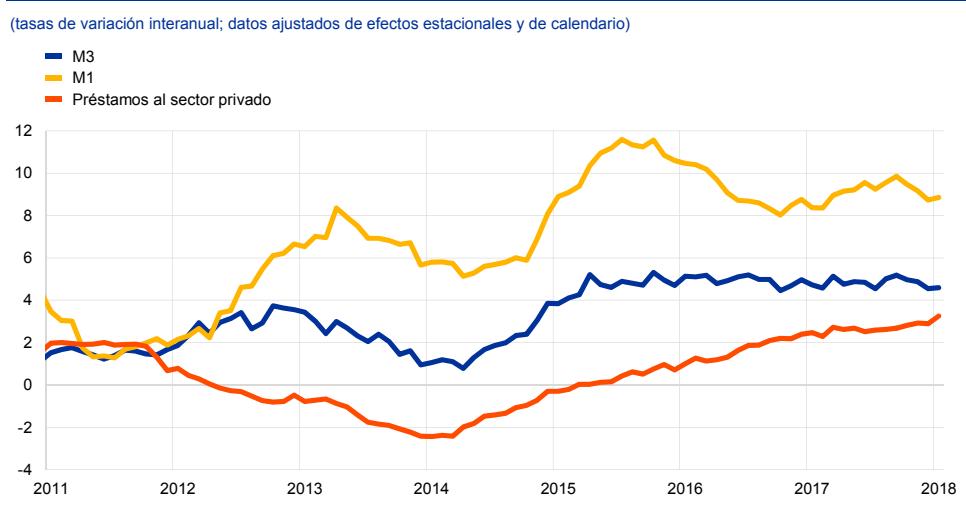
5

Dinero y crédito

En enero de 2018, el agregado monetario amplio continuó creciendo al sólido ritmo observado, en general, desde mediados de 2015. Al mismo tiempo, prosiguió la recuperación del crecimiento del crédito al sector privado. Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa a las sociedades no financieras se intensificó en el cuarto trimestre de 2017.

El crecimiento del agregado monetario amplio siguió siendo sólido —el 4,6 %— en enero de 2018, en consonancia con el ritmo sostenido de expansión monetaria registrado desde mediados de 2015 (véase gráfico 22). El bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos y 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 que repuntó hasta el 8,9 % en enero (frente al 8,7 % de diciembre de 2017), tras la caída registrada en los meses anteriores.

Gráfico 22
M3, M1 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a enero de 2018.

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 continuó siendo sólida en enero, aunque siguió moderándose. En cambio, la volátil tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias registró un fuerte incremento en enero, respaldando el crecimiento de M1 durante el mes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación descendió ligeramente en enero, lo que volvió a indicar que no existe una marcada tendencia en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por efectivo en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo

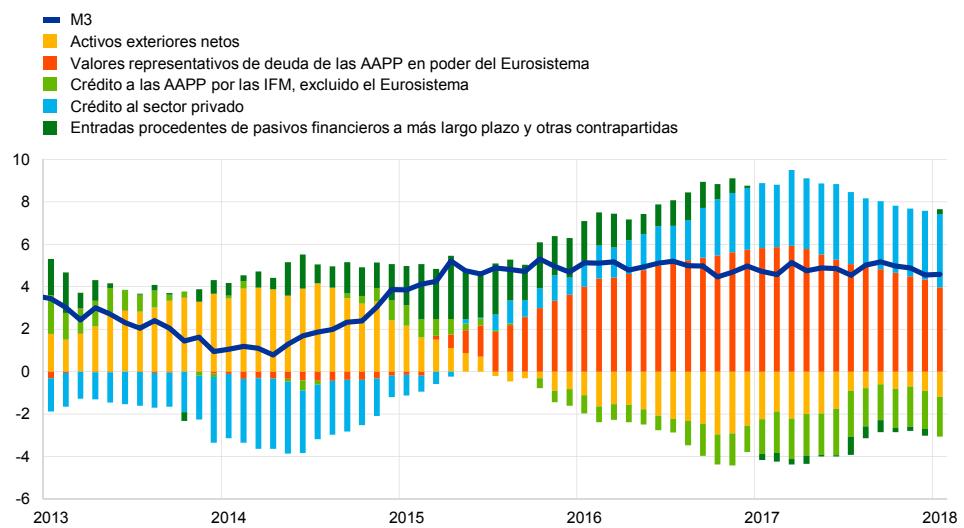
distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma adversa al agregado M3. La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, fue de nuevo negativa en este período. Esta evolución obedeció a la pequeña contribución negativa de las participaciones en fondos del mercado monetario, que refleja el escaso atractivo actual de estos instrumentos, así como a una 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 23). En lo que respecta a las contrapartidas, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedente del aumento del crédito al sector privado compensó, en parte, la disminución de las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), al haberse reducido las compras netas mensuales por parte del Eurosistema en 30 mm de euros a partir de enero de 2018. Las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas realizadas por el Eurosistema (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 23), sobre todo en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, continuaron contribuyendo favorablemente al avance de M3, mientras que la recuperación sostenida del crédito al sector privado (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 23) prestó un apoyo cada vez mayor al crecimiento de dicho agregado. En este último 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 contribuyó positivamente al crecimiento de M3 (se incluyen junto con otras contrapartidas en las partes de color verde oscuro de las barras del gráfico 23). 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 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 23). Por último, los activos exteriores netos de las IFM (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 23) siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3.

Gráfico 23

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 las IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosystema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP). La última observación corresponde a enero de 2018.

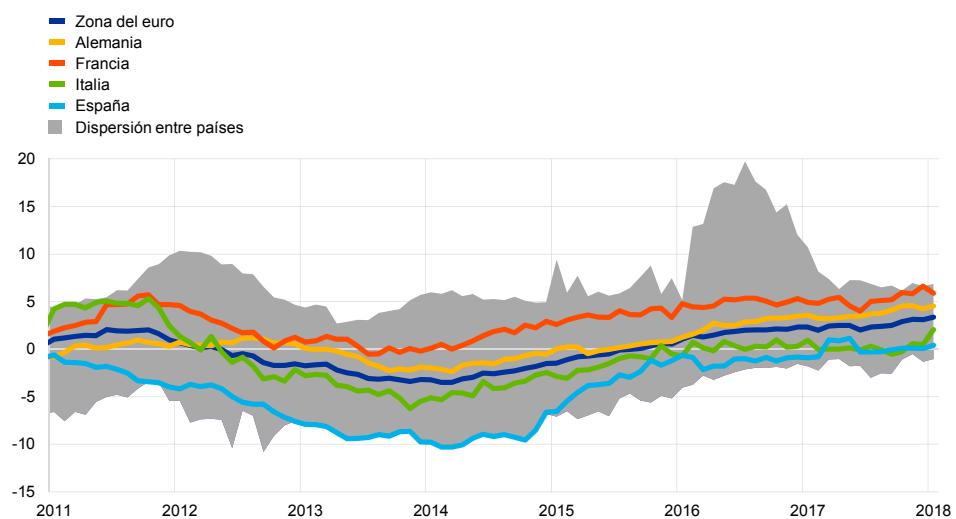
Prosigue la recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) continuó su tendencia al alza en enero (véase gráfico 22). Por sectores, los préstamos a sociedades no financieras crecieron a una tasa interanual del 3,4 % en enero, frente a la tasa del 3,1 % de diciembre (véase gráfico 24). El avance de estos préstamos se ha recuperado considerablemente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014 y su dispersión entre países se ha reducido en general. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 2,9 % en enero (véase gráfico 25). El significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y la mejora general 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 y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países y puede continuar limitando la concesión de crédito⁴.

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

Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual)



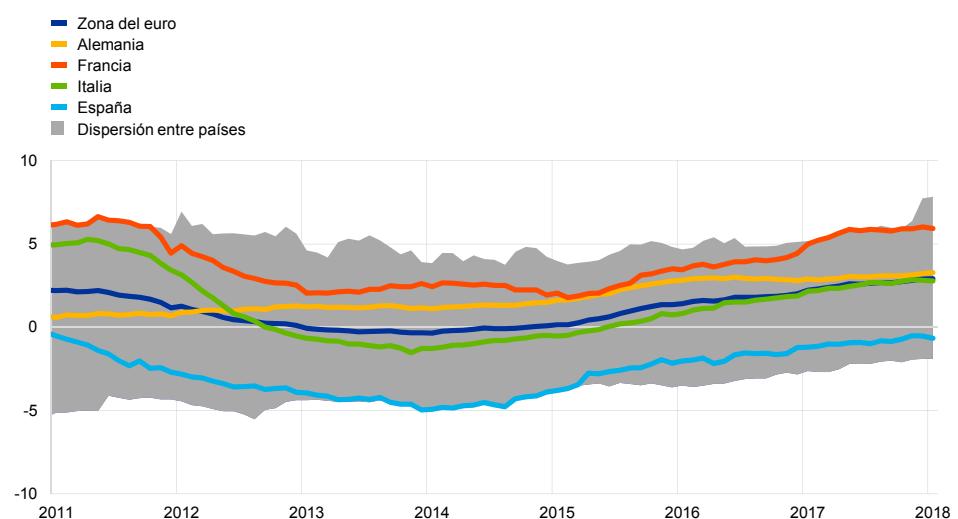
Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional 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 enero de 2018.

Gráfico 25

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 titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional 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 enero de 2018.

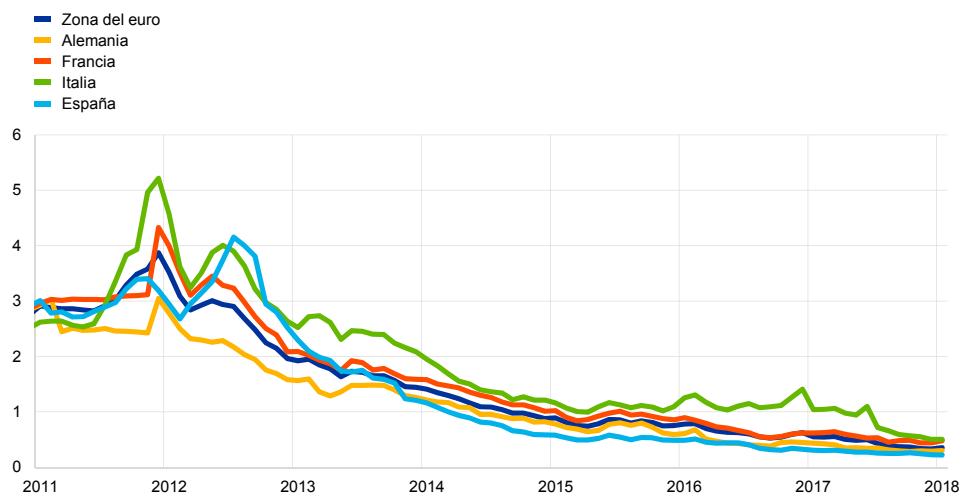
Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron en mínimos históricos. El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda se mantuvo prácticamente sin variación en un nivel históricamente bajo en enero (véase el gráfico 26), lo que se explica por la estabilidad de los costes de los depósitos, pese al ligero incremento de la rentabilidad de los bonos bancarios

en enero. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de 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 las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito.

Gráfico 26

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

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



Fuentes: BCE, 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 enero de 2018.

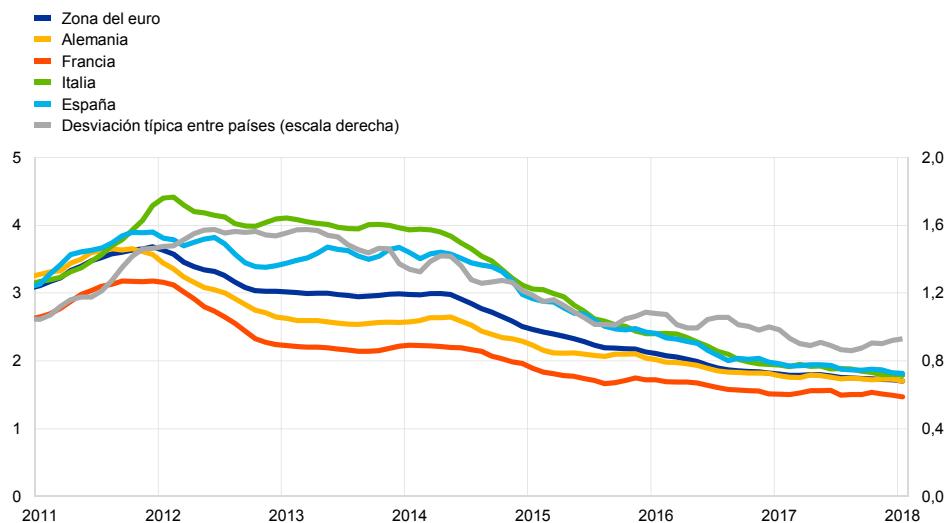
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras se redujeron hasta situarse en un nuevo mínimo histórico. En enero de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 27) volvieron a disminuir hasta registrar un mínimo histórico del 1,67 %, y los de los préstamos a hogares (véase gráfico 28) se mantuvieron prácticamente sin variación en el 1,84 %, algo por encima del mínimo histórico del 1,78 % alcanzado en diciembre de 2017. En general, los tipos de interés sintéticos del crédito bancario otorgado a estos dos sectores han bajado considerablemente 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 en la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos. 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 enero de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 126 puntos básicos y 108 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 ese 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. 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 27

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



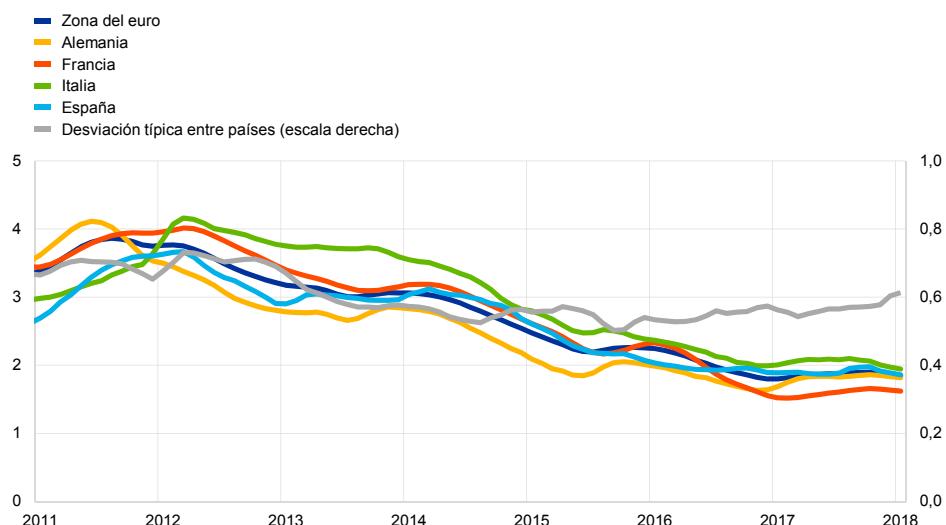
Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2018.

Gráfico 28

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2018.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa a las sociedades no financieras de la zona del euro se intensificó en el cuarto trimestre de 2017. Esta evolución refleja mejoras adicionales del crédito bancario y efectos base. 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 del número de 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 se moderaron en el cuarto trimestre de 2017. Pese a que las emisiones netas fueron positivas en octubre y en noviembre, en diciembre pasaron a ser negativas. Sin embargo, los datos de mercado apuntan a que la actividad emisora volvió a fortalecerse en enero y permaneció en niveles sólidos en febrero. Las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se mantuvieron contenidas en el cuarto trimestre de 2017.

El coste de financiación de las sociedades no financieras ha aumentado ligeramente desde enero. 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, se incrementó en torno a 15 puntos básicos, hasta situarse en el 4,6 % en febrero, tras permanecer estable durante varios meses. La mayor parte del aumento registrado desde enero de 2018 puede atribuirse al alza de los costes de los valores de renta fija y de las acciones. Aunque el coste actual de la financiación externa se sitúa en torno a 50 puntos básicos por encima del mínimo histórico de julio de 2016, permanece por debajo del nivel observado a mediados de 2014, cuando empezaron a surgir expectativas de mercado sobre la introducción del programa de compras de valores públicos (PSPP).

6

Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro experimente una reducción adicional a lo largo del horizonte de proyección (2017-2020). La mejora de las perspectivas de las finanzas públicas es consecuencia, principalmente, de unas condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses, al tiempo que las medidas discrecionales de consolidación son limitadas. A tenor de las proyecciones, la orientación general media de la política fiscal de la zona del euro seguirá siendo prácticamente neutral en 2018-2020. La deuda en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, aunque se mantendrá en niveles elevados. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarán de la reconstitución de los colchones fiscales.

Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya a lo largo del horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018⁵, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá gradualmente desde el 1 % del PIB de 2017 hasta el 0,3 % del PIB en 2020 (véase cuadro 1). La mejora de las perspectivas de las finanzas públicas, algo más positivas que las de las proyecciones de diciembre de 2017, es resultado, principalmente, de unas condiciones cíclicas favorables y de la disminución de los pagos por intereses.

Cuadro 1

Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2017	2018	2019	2020
a. Ingresos totales	46,0	45,6	45,3	45,2
b. Gastos totales	47,0	46,3	45,9	45,5
de los cuales:				
c. Gasto por intereses	2,0	1,9	1,8	1,7
d. Gasto primario (b - c)	45,0	44,5	44,1	43,8
Saldo presupuestario (a - b)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Saldo presupuestario primario (a - d)	1,0	1,1	1,1	1,4
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,1	-1,0	-1,1	-0,9
Saldo estructural primario	1,0	0,9	0,8	0,9
Deuda bruta	86,7	84,4	82,1	79,7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	2,4	2,3	1,9	1,7

Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018.

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

⁵ Véanse las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018.

Se prevé que la orientación media de la política fiscal de la zona del euro se mantenga prácticamente neutral en 2018-2020⁶. Se espera que los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales soportadas por los trabajadores se vean compensados en gran parte por las subidas de los impuestos indirectos y el débil crecimiento del gasto público actual. Según las proyecciones, la orientación de la política fiscal también será neutral en 2019-2020, ya que se prevé que las medidas expansivas por el lado de los ingresos se compensen totalmente con una contención adicional del gasto público, lo que sugiere que los países de la zona del euro no tienen previsto aprovechar la mayor solidez y madurez de la expansión económica para constituir colchones fiscales. Como se señala en el recuadro titulado «La orientación de la política fiscal durante períodos de expansión anteriores» de este Boletín Económico, las políticas fiscales en épocas de bonanza económica no han sido, generalmente, lo suficientemente contracíclicas durante la fase de expansión previa a la crisis financiera.

Se espera que los elevados niveles de deuda pública de la zona del euro continúen descendiendo. A tenor de las proyecciones, la ratio media de deuda de la zona del euro en relación con el PIB, que registró un máximo en 2014, disminuirá desde el 86,7 % del PIB de 2017 hasta el 79,7 % del PIB a finales de 2020. La reducción de esta ratio se sustenta en el aumento sostenido de los superávits primarios y en unos diferenciales entre tipos de interés y crecimiento positivos como consecuencia de unas perspectivas macroeconómicas, en general, favorables. En comparación con las proyecciones de diciembre, las perspectivas para la ratio media de deuda han mejorado, reflejando un efecto de comparación a la baja con respecto a 2017 y contribuciones ligeramente más elevadas de los diferenciales entre tipos de interés y crecimiento. Sin embargo, la evolución de la ratio media de deuda en relación con el PIB de la zona del euro oculta importantes diferencias entre países. Mientras que en la mayoría de los países de la zona del euro se espera un descenso de la ratio de deuda, en algunos se incrementará. Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales —respetando íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento—, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente y para reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o ante un rápido repunte de los tipos de interés. Esta valoración también se ve respaldada por el análisis realizado por la Comisión Europea en el informe publicado recientemente titulado «[Debt Sustainability Monitor 2017](#)», en el que se llega a la conclusión de existen riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo en varios Estados miembros. En este sentido, las reformas de los sistemas de pensiones no solo contribuyen a la sostenibilidad fiscal a largo plazo, sino que, en general, también pueden ayudar a moderar los efectos

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

macroeconómicos potencialmente adversos del envejecimiento de la población, como se señala en el artículo titulado «El impacto económico del envejecimiento de la población y las reformas de los sistemas de pensiones» de este Boletín Económico.