

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria del 14 de junio de 2018, el Consejo de Gobierno concluyó que los avances realizados hasta el momento hacia un ajuste sostenido de la inflación habían sido sustanciales. Desde la puesta en marcha de su programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) en enero de 2015, el Consejo de Gobierno ha condicionado las adquisiciones netas de activos en el marco de este programa al grado de avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. El 14 de junio de 2018, el Consejo de Gobierno realizó una revisión detallada de los progresos realizados, teniendo en cuenta, asimismo, las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema, indicadores de presiones inflacionistas y salariales, y la incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación. Como resultado de esta revisión, el Consejo de Gobierno llegó a la conclusión de que los avances realizados hasta el momento hacia un ajuste sostenido de la inflación habían sido sustanciales. Como las expectativas de inflación a largo plazo están bien ancladas, la fortaleza subyacente de la economía de la zona del euro y la persistencia de un amplio grado de acomodación monetaria ofrecen motivos para confiar en que la convergencia sostenida de la inflación hacia el objetivo del Consejo de Gobierno continuará en los próximos meses, y que se mantendrá incluso después de la reducción gradual de sus compras netas de activos. Las decisiones de política monetaria del 14 de junio de 2018 mantienen el elevado grado de acomodación monetaria actual, que asegurará que la inflación siga convergiendo de manera sostenida hacia cotas inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. Todavía es necesario un estímulo monetario notable para propiciar un nuevo aumento de las presiones inflacionistas internas y respaldar la evolución de la inflación general en el medio plazo. Este apoyo seguirá procediendo de las compras netas de activos hasta el final del año, del considerable volumen de activos adquiridos y de las reinversiones asociadas, así como de la política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales del BCE. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos cuando corresponda con el fin de asegurar que la inflación continúa avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 14 de junio de 2018

Pese a una ligera pérdida de impulso, a corto plazo, las perspectivas globales siguen siendo fundamentalmente sólidas, respaldadas por unas políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas y un estímulo fiscal significativo en Estados Unidos. A más largo plazo se espera que la actividad

mundial experimente una desaceleración, ya que el producto está próximo a su potencial en muchas economías avanzadas. Se prevé que el crecimiento del comercio mundial mantenga su fortaleza en el corto plazo. Sin embargo, la aplicación de los incrementos de aranceles y la posibilidad de ampliación de las medidas proteccionistas constituyen un riesgo importante para el dinamismo del crecimiento global. Se espera que las presiones inflacionistas a escala mundial aumenten con lentitud a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2018, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro han disminuido. Los diferenciales de la deuda soberana han mostrado una volatilidad considerable desde la segunda mitad de mayo, en un contexto de incertidumbre política en Italia. Las fluctuaciones de los mercados de deuda pública se han extendido en cierta medida a otros segmentos de mercado, y la volatilidad en los mercados bursátiles ha aumentado. Los precios de las acciones y de los bonos de las sociedades financieras de la zona del euro se han reducido, mientras que el impacto sobre otros segmentos de mercado ha seguido siendo limitado. Al mismo tiempo, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro se han incrementado, reflejando las sólidas perspectivas de beneficios empresariales. En los mercados de divisas, el euro se ha depreciado en términos efectivos nominales.

La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores, pese a que los datos y los indicadores recientes han sido peores de lo esperado. El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se moderó hasta situarse en el 0,4 % en el primer trimestre de 2018, después de registrar un avance del 0,7 % en los trimestres anteriores. Esta moderación refleja un retroceso con respecto a unos niveles de crecimiento muy elevados en 2017, exacerbado por un aumento de la incertidumbre y por algunos factores transitorios y de oferta a escala interna y global, así como por un menor impulso del comercio exterior. Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes muestran mayor debilidad, aunque siguen siendo compatibles con un crecimiento económico sólido y generalizado. Las medidas de política monetaria del BCE, que han facilitado el proceso de desapalancamiento, siguen sosteniendo la demanda interna. El consumo privado se sustenta en la mejora continua del empleo, que, a su vez, en parte se debe a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo, y en el aumento de la riqueza de los hogares. La inversión empresarial se ve favorecida por unas condiciones de financiación benignas, por la mejora de la rentabilidad de las empresas y por la fortaleza de la demanda. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que la expansión generalizada de la demanda internacional continúe, proporcionando impulso a las exportaciones de la zona del euro. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen, en general, equilibrados. No obstante, la incertidumbre relacionada con factores globales, como la amenaza de un aumento del proteccionismo, ha adquirido mayor relevancia. Además, es necesario vigilar el riesgo de persistencia de un alto grado de volatilidad en los mercados financieros.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,1 % 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 marzo de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja para 2018 y se mantienen inalteradas para 2019 y 2020.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro aumentó hasta situarse en el 1,9 % en mayo de 2018, desde el 1,2 % registrado en abril. Este incremento reflejó las mayores contribuciones de las tasas de variación de los precios de la energía, los alimentos y los servicios. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al nivel actual durante el resto del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, se han incrementado desde los mínimos registrados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están aumentando en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva, de tensiones en los mercados de trabajo y de incrementos salariales. La incertidumbre acerca de las perspectivas de inflación está disminuyendo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, aumente de forma gradual en el medio plazo, respaldada 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 Eurosystema para la zona del euro de junio de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2018, 2019 y 2020. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2018, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado considerablemente al alza para 2018 y 2019, principalmente como consecuencia de la subida de los precios del petróleo.

El análisis monetario puso de relieve que el crecimiento del agregado monetario amplio ha ido disminuyendo gradualmente en el contexto de reducción de las compras netas mensuales de activos, con una tasa de avance interanual de M3 del 3,9 % en abril de 2018, frente al 3,7 % de marzo y el 4,3 % de febrero. Aunque la pérdida de impulso de la dinámica de M3 en los últimos meses refleja principalmente la reducción de las compras netas mensuales de activos desde principios de año, el crecimiento de este agregado sigue estando respaldado por el impacto de las medidas de política monetaria del BCE y el bajo coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos. En consecuencia, el agregado monetario estrecho M1 siguió siendo el que más contribuyó al avance de M3, aunque su tasa de crecimiento interanual ha retrocedido en los últimos meses, desde las elevadas tasas observadas anteriormente. La transmisión de las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014 continúa proporcionando un apoyo considerable a las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, así como a los flujos de crédito en el conjunto de la zona del euro. Esto

también ha quedado reflejado en los resultados de la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro, que indica que las pequeñas y medianas empresas, en particular, se han beneficiado de la mejora en el acceso a la financiación.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones. En primer lugar, en relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno continuará realizando adquisiciones netas en el marco del APP al ritmo actual de 30 mm de euros mensuales hasta el final de septiembre de 2018. El Consejo de Gobierno anticipa que, con posterioridad a septiembre de 2018, siempre que los nuevos datos confirmen sus perspectivas de inflación a medio plazo, el ritmo mensual de las compras netas de activos se reducirá a 15 mm de euros hasta el final de diciembre de 2018, y que las compras netas cesarán a partir de entonces. En segundo lugar, el Consejo de Gobierno tiene intención de mantener su política de reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa que vayan venciendo, durante un período prolongado tras el final de sus compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para preservar unas condiciones de liquidez favorables y un elevado grado de acomodación monetaria. En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, y espera que permanezcan en los niveles actuales al menos hasta el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar que la evolución de la inflación siga estando en línea con las actuales expectativas de una senda de ajuste sostenido.

Entorno exterior

Aunque la expansión económica mundial ha continuado, datos recientes apuntan a una ligera pérdida de impulso. Las condiciones financieras a escala global han seguido siendo favorables, pero se han endurecido en algunas economías emergentes. La subida de los precios del petróleo —reflejo de que la demanda mundial todavía muestra capacidad de resistencia, pero también de la preocupación acerca del abastecimiento futuro en vista de las tensiones geopolíticas actuales— ha moderado las perspectivas de las economías importadoras de petróleo. No obstante, a corto plazo, las perspectivas mundiales continúan siendo fundamentalmente sólidas, respaldadas por unas políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas y por un significativo estímulo fiscal en Estados Unidos. A más largo plazo se espera que la actividad global experimente una desaceleración, ya que el producto está próximo a su potencial en muchas economías avanzadas. Asimismo, pese a que se prevé que continúe la recuperación de algunas economías exportadoras de materias primas, la transición prevista de China hacia una senda de menor crecimiento también debería afectar a las perspectivas. Se espera que las presiones inflacionistas mundiales aumenten con lentitud a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar, así como que el crecimiento del comercio mundial mantenga su fortaleza en el corto plazo. Sin embargo, la aplicación de los incrementos de los aranceles y la posibilidad de ampliación de las medidas proteccionistas constituyen un riesgo importante para el dinamismo del crecimiento mundial. De hecho, el balance de riesgos para la actividad y el comercio mundiales a corto plazo ha empeorado recientemente, mientras que los riesgos siguen sesgados a la baja en el medio plazo.

Actividad económica y comercio mundiales

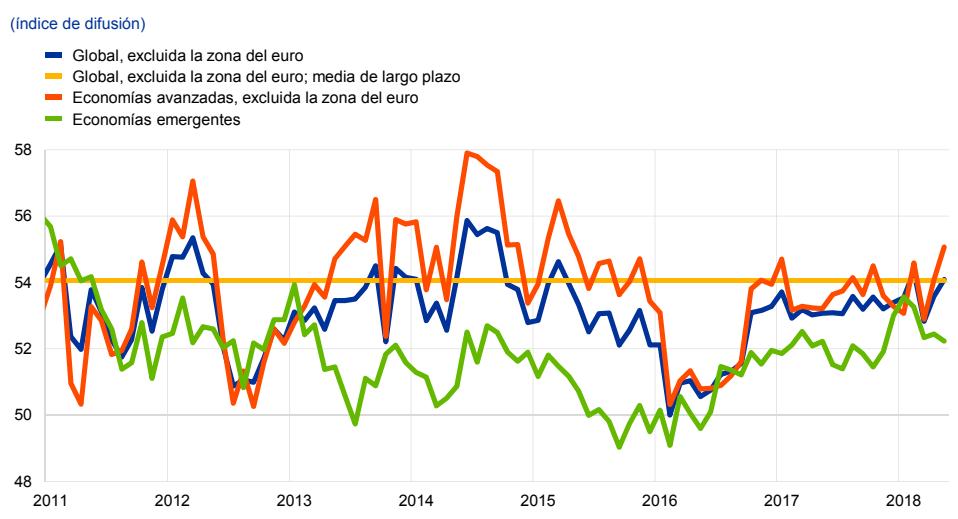
Tras un año de crecimiento pronunciado y muy sincronizado, el dinamismo global se desaceleró ligeramente en los primeros meses de 2018. Los datos correspondientes al primer trimestre sugieren que la actividad mundial fue algo más débil de lo esperado. En Estados Unidos, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB cayó hasta situarse en el 0,5 %, como consecuencia de la ralentización del gasto en consumo, que puede haber reflejado retrasos en las devoluciones de impuestos y la estacionalidad residual que en los últimos años ha afectado a las estimaciones del PIB para el primer trimestre. En el Reino Unido, el avance de la actividad también experimentó una moderación, al tiempo que el PIB de Japón registró el primer retroceso intertrimestral en dos años. Es posible que, en estos dos países, las condiciones meteorológicas adversas hayan contribuido a la caída de la construcción y del consumo. En cambio, la economía china creció a un ritmo sólido y la tasa de crecimiento interanual del PIB aumentó un 6,8 %.

A corto plazo se espera un repunte de la expansión económica mundial. Los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento sostenido en los próximos trimestres. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción descendió en marzo, pero aumentó en abril y en mayo, manteniéndose por encima de su media de largo plazo (véase gráfico 1). Los indicadores de

sentimiento económico también continuaron siendo positivos, y la confianza de los consumidores se situó en niveles próximos a máximos históricos.

La aplicación de las subidas arancelarias, en un contexto de discusiones sobre más medidas proteccionistas, constituye un riesgo para las perspectivas económicas mundiales. En marzo, el presidente Trump firmó una orden para imponer aranceles del 25 % al acero y del 10 % al aluminio. Aunque varios países quedaron exentos en un principio, posteriormente se decidió incluir a la Unión Europea, Canadá y México. Los países afectados se han comprometido a aumentar los aranceles como represalia. Las medidas aplicadas hasta ahora solo afectan a una pequeña parte del comercio mundial y se espera que únicamente tengan un efecto macroeconómico reducido. No obstante, los riesgos de un aumento del proteccionismo se han incrementado. Después de realizar un estudio de las prácticas en materia de propiedad intelectual de China, Estados Unidos amenazó con elevar los aranceles aplicados a productos chinos por valor de 50 mil millones de dólares estadounidenses, a lo que el país asiático reaccionó con la promesa de adoptar medidas de respuesta. Además, Estados Unidos puso en marcha una investigación sobre las implicaciones de las importaciones de automóviles para la seguridad nacional. En ambos casos, al final del período de referencia no se había introducido ninguna medida. Con todo, las expectativas de una escalada de las disputas podrían afectar a las decisiones de inversión, lo que, a su vez, posiblemente incidiría en el crecimiento mundial. De cara al futuro, los riesgos para la actividad mundial asociados a un aumento generalizado del proteccionismo podrían ser significativos.

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 mayo de 2018. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y mayo de 2018.

Las perspectivas mundiales continúan estando respaldadas por unas políticas monetarias acomodaticias, aunque algo más restrictivas. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió incrementar los

tipos de interés en sus reuniones de marzo y junio de 2018. La curva de futuros sobre fondos federales sugiere que los mercados siguen anticipando un endurecimiento gradual de la política monetaria, con una mayoría de los mercados de futuros que descontaron al menos otra subida de los tipos en 2018 y un aumento de la probabilidad de que este año haya dos incrementos más. Las expectativas de los mercados también apuntan a un aumento de los tipos de interés en el Reino Unido en los próximos meses. Por el contrario, el Banco de Japón sigue manteniendo una orientación muy acomodaticia. Entre las economías emergentes, las condiciones financieras internas continuaron endureciéndose en China para abordar los riesgos del sistema financiero y los tipos de interés se elevaron de nuevo en marzo, si bien los tipos del mercado monetario han disminuido de forma moderada en las últimas semanas. Los tipos de interés oficiales también se han incrementado en Turquía y en Argentina, ya que el entorno financiero se ha deteriorado. En cambio, en Brasil y en Rusia, los tipos volvieron a reducirse en marzo, en un contexto de débiles presiones inflacionistas.

Aunque la política monetaria siguió siendo acomodaticia, las condiciones financieras mundiales se han endurecido en las últimas semanas, en particular en las economías emergentes. Los mercados internacionales de renta variable han mantenido una capacidad de resistencia relativa, y el índice Standard & Poor's 500 continuaba en niveles superiores a los registrados a principios de año. Sin embargo, los rendimientos de la deuda a largo plazo han aumentado en las principales economías avanzadas. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años se ha incrementado unos 50 puntos básicos desde que comenzó el año. Las subidas de los tipos de interés, junto con el fortalecimiento del dólar estadounidense, han contribuido a un endurecimiento de las condiciones financieras en las economías emergentes. Tras registrar una recuperación sostenida en 2017, las entradas de capital en estas economías descendieron en abril, al tiempo que se ampliaron los diferenciales de la deuda emitida por estos países. Actualmente se observan niveles elevados de volatilidad en los mercados financieros de muy pocos países, como Argentina y Turquía, que los mercados parecen considerar vulnerables por sus altas tasas de inflación y por la considerable necesidad de financiación externa. Con todo, las condiciones financieras se endurecieron en la mayoría de las economías emergentes durante este período.

Los precios del petróleo han subido de forma acusada durante los dos últimos meses, aunque más recientemente se han moderado. En comparación con los primeros meses del año, esta subida ha reflejado, en cierta medida, la capacidad de resistencia de la demanda mundial. Al mismo tiempo, la oferta de crudo prácticamente no ha variado, ya que los recortes de la producción derivados del acuerdo alcanzado por los países de la OPEP y otros países productores no pertenecientes a esta organización se vieron compensados por un incremento de la producción en Estados Unidos. Las presiones sobre el precio al contado volvieron a aumentar a mediados de mayo, cuando Estados Unidos decidió retirarse del Plan de Acción Integral Conjunto imponiendo sanciones a Irán. Posteriormente, las noticias de que la OPEP, Rusia y sus socios están sopesando la posibilidad de poner fin a los recortes de producción han impulsado el precio a la baja. La experiencia sugiere que las subidas de los precios del petróleo resultantes de variaciones de la oferta o

de la incertidumbre acerca del abastecimiento futuro han tendido a asociarse a una ralentización de la actividad mundial, mientras que los incrementos determinados por la demanda no han contrarrestado plenamente, en general, el aumento de la demanda global¹. Habida cuenta de que el alza reciente del precio del crudo ha reflejado tanto una demanda mundial resistente como efectos precaución asociados a la incertidumbre sobre el abastecimiento futuro, se considera que el impacto neto de este aumento sobre la economía global ha sido modesto, en líneas generales. No obstante, es probable que la variación de los precios del petróleo tenga algunos efectos distributivos en los distintos países, con una mejora de las perspectivas para los exportadores de petróleo en particular.

De cara al futuro, se espera que el empuje cíclico generalizado sostenga la actividad global en el corto plazo. Pese a la moderación de la actividad observada a principios de año, en el corto plazo, las perspectivas mundiales siguen siendo fundamentalmente firmes, favorecidas por unos fundamentos sólidos. Las economías avanzadas continúan beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y, aunque en las últimas semanas se ha observado un endurecimiento de las condiciones financieras, continúan siendo favorables para la economía global. También se prevé que un estímulo fiscal considerable en Estados Unidos, tras los acuerdos alcanzados sobre la reforma tributaria y el aumento del gasto, de impulso al crecimiento mundial. La subida de los precios del petróleo ha moderado ligeramente las perspectivas en los países importadores de esta materia prima. En cambio, se espera que la mejora de la relación real de intercambio contribuya a estabilizar la inversión en muchos países exportadores de crudo a medida que se recuperen de las profundas recesiones. Además, muchas economías emergentes, en particular China y otros países asiáticos orientados a las exportaciones, se están beneficiando de los vientos de cola de la revitalización del comercio mundial.

No obstante, a medio plazo se espera que esta dinámica positiva se desacelere a medida que desaparezca el efecto de los factores cíclicos. Las brechas de producción ya se han cerrado en muchas economías avanzadas, y se prevé que, en los próximos trimestres, la capacidad productiva sin utilizar disminuya en las economías emergentes. Además, el apoyo de la política monetaria se reducirá gradualmente. A tenor de las expectativas, en Estados Unidos el impulso al crecimiento proporcionado por el estímulo fiscal registrará un máximo en 2019, mientras que, en Japón, los efectos de las medidas de estímulo fiscal desaparecerán este año. La transición de China a una senda de menor crecimiento con menos dependencia del crédito y de los estímulos fiscales también afectará a las perspectivas mundiales. A medio plazo, el ritmo de expansión global se situará en tasas inferiores a las registradas antes de la crisis.

En cuanto a la evolución de los distintos países, en Estados Unidos se espera un repunte de la actividad este año. Se prevé que las presiones al alza sobre el crecimiento de los salarios derivadas de las tensiones en el mercado de trabajo, junto con la mejora continuada de la inversión y unas condiciones financieras

¹ Véase el recuadro titulado «[Implicaciones globales de los bajos precios del petróleo](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

todavía favorables, sostengan la demanda interna, así como que los cambios de la política fiscal, incluida la reforma tributaria y el acuerdo presupuestario para dos años, den impulso a las perspectivas de crecimiento.

En el Reino Unido, las perspectivas económicas siguen siendo relativamente moderadas en un contexto de incertidumbre relacionada con el proceso de salida de la Unión Europea. Se espera que el crecimiento del PIB real experimente una modesta recuperación tras la débil evolución observada en el primer trimestre de este año. Posteriormente, las perspectivas señalan que el crecimiento será moderado, ya que se prevé que la reducción de la inflación y el repunte del crecimiento de los salarios proporcionen cierto apoyo al consumo privado.

En Japón se prevé una desaceleración gradual de la expansión económica. A corto plazo se espera un repunte de la actividad, tras la débil evolución observada en el primer trimestre, favorecido por la orientación acomodaticia de la política monetaria. A más largo plazo se prevé que el crecimiento se ralentice a medida que desaparezca el efecto del apoyo fiscal y disminuya la capacidad productiva sin utilizar. Los salarios están creciendo con moderación en un contexto de aumento de las tensiones en el mercado de trabajo, lo que se espera que sostenga el gasto de los hogares y contribuya a un ligero aumento de la inflación.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que la actividad económica mantenga su vigor. El crecimiento del PIB se verá respaldado por la solidez de la inversión vinculada a la absorción de fondos de la UE. Además, se espera que la fortaleza del gasto en consumo se vea impulsada por mejoras en el mercado de trabajo.

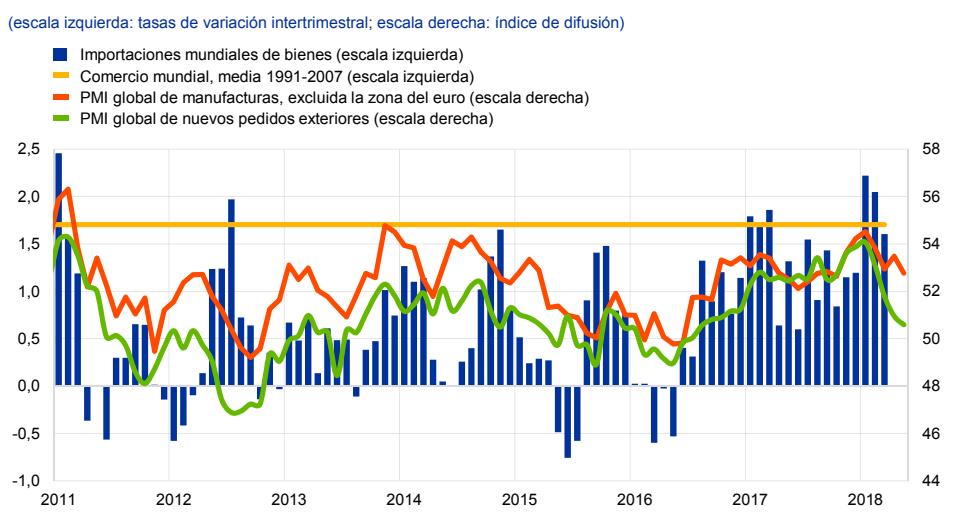
En China se prevé que la actividad experimente una desaceleración moderada. Recientemente, la producción se ha visto respaldada por la fortaleza del consumo, el apoyo del Gobierno y el buen comportamiento de las exportaciones, que han contrarrestado los efectos de una leve ralentización de la actividad en el mercado de la vivienda en un entorno de menor crecimiento del crédito y de endurecimiento de las condiciones financieras. A más largo plazo se espera que el ritmo de expansión disminuya paulatinamente, en consonancia con la importancia que están concediendo los líderes del país a aceptar un ritmo de crecimiento más lento con el fin de reducir los riesgos y abordar los desequilibrios de la economía.

La actividad económica se está fortaleciendo gradualmente en los grandes países exportadores de materias primas. En Rusia, pese a la moderación del ritmo de crecimiento observada en el segundo semestre de 2017, las perspectivas se apoyan en la subida de los precios del petróleo, la disminución de la inflación y la mejora de la confianza empresarial y de los consumidores. A medio plazo se espera una expansión moderada de la actividad económica en un contexto de retos fiscales que afectan al entorno empresarial. En Brasil, las mejoras registradas en el mercado de trabajo y el mantenimiento de una orientación acomodaticia de la política monetaria deberían respaldar el consumo, con un trasfondo de presiones inflacionistas contenidas. La estabilización de los precios de las materias primas y de la relación real de intercambio también debería impulsar la actividad durante el horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se espera que la incertidumbre política y

la reversión de unas condiciones financieras externas anteriormente favorables lastren la demanda.

Indicadores recientes sugieren una ligera moderación del dinamismo del comercio mundial en el corto plazo. Según datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el crecimiento de las importaciones de mercancías cayó hasta el 1,6 % en marzo (en tasa intertrimestral), después de haber aumentado con fuerza en enero y febrero. Otros indicadores también han apuntado a una ralentización del comercio mundial en los primeros meses de 2018 (véase gráfico 2).

Gráfico 2
Comercio mundial de bienes



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

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

A más largo plazo se espera que las importaciones mundiales experimenten una disminución paulatina, en consonancia con la previsión de desaceleración cíclica de la actividad global. En el pasado, el comercio mundial ha mostrado una prociclicidad pronunciada. Los datos recientes sobre comercio son acordes con esa experiencia: cuando la actividad global se recuperó en 2015 y 2016, el comercio mundial repuntó, creciendo a un ritmo aún más rápido que el producto global. De cara al futuro, a medida que la expansión mundial se modere, se prevé que el crecimiento del comercio mundial también se ralentice. A medio plazo, las proyecciones relativas al comercio están ancladas en torno a la percepción de que las importaciones mundiales aumentarán básicamente en línea con la actividad. Esta valoración es acorde con la evidencia de que el efecto de los factores estructurales de largo plazo que previamente impulsaron el rápido avance 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— se ha disipado desde la crisis financiera. No obstante, los riesgos han aumentado. En particular, las perspectivas relativas al comercio dependerán de cómo evolucionen las discusiones sobre los aranceles.

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 junio de 2018, el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se incrementará desde el 3,8 % en 2017 hasta el 4 % 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 ralentización prevista de la actividad en las economías avanzadas y la desaceleración estructural esperada en China, que se verá parcialmente compensada 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 5,2 % en 2018, un 4,3 % en 2019 y un 3,7 % en 2020. En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, el crecimiento del PIB mundial se ha revisado a la baja para 2018 y 2019, reflejando un crecimiento más débil de lo esperado en el corto plazo, mientras que el de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado ligeramente al alza para todo el horizonte de proyección, debido a las expectativas de un crecimiento más intensivo en comercio en algunas economías de Europa Central y Oriental.

El balance de riesgos en lo que se refiere a la actividad mundial ha empeorado en las últimas semanas, considerándose que los riesgos están equilibrados en el corto plazo, aunque sesgados a la baja en el medio plazo. Por lo que respecta a los riesgos al alza, el paquete de medidas fiscales de Estados Unidos podría tener un impacto mayor de lo previsto sobre la actividad. Sin embargo, a corto plazo, las perspectivas de un mayor proteccionismo comercial han aumentado, lo que podría tener un impacto significativo sobre la actividad y el comercio mundiales. Otros riesgos a la baja están relacionados con la posibilidad de que se produzca un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras a escala global, perturbaciones asociadas al proceso de reformas en China y la incertidumbre 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 se ha mantenido básicamente estable en los últimos meses. En los países de la OCDE, la inflación aumentó hasta el 2,3 % en abril. Si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación interanual en la OCDE se redujo ligeramente y se situó en el 1,9 % (véase gráfico 3). Al mismo tiempo, pese a las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las economías avanzadas, las presiones salariales continúan estando relativamente contenidas.

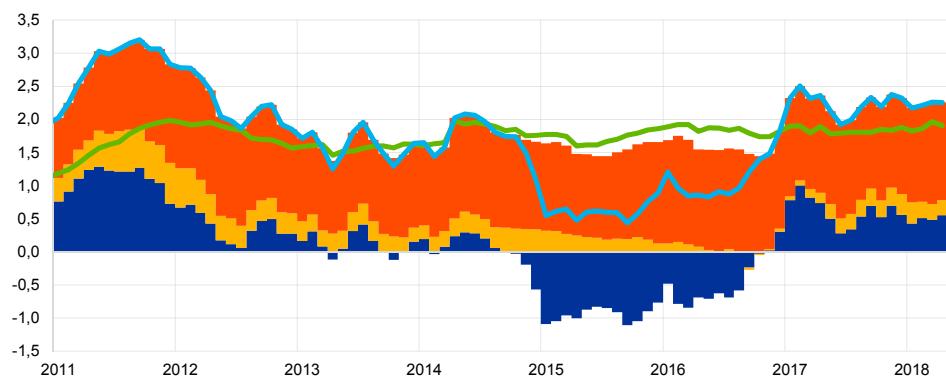
De cara al futuro se espera que la inflación mundial aumente en el corto plazo. Está previsto que, a corto plazo, la inflación se incremente, tras el acusado repunte de los precios del petróleo. Sin embargo, la actual curva de futuros sobre el petróleo anticipa que, posteriormente, los precios del crudo disminuirán durante el horizonte de proyección, apuntando a una contribución negativa de los precios energéticos a la inflación. No obstante, se espera que la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global sostenga la inflación subyacente.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Contribución de la energía
- Contribución de los alimentos
- Excluida la contribución de la energía y los alimentos
- Excluidos energía y alimentos
- Todas las partidas



Fuente: OCDE.

Nota: La última observación corresponde a abril de 2018.

2

Evolución financiera

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2018, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro han disminuido. El repunte de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se vio contrarrestado por el descenso de los tipos reales. Los diferenciales de la deuda soberana han mostrado una volatilidad considerable desde la segunda mitad de mayo, en un contexto de incertidumbre política en Italia. Las fluctuaciones en los mercados de deuda pública se han extendido a otros segmentos de mercado en cierta medida y la volatilidad en los mercados bursátiles ha aumentado. Los precios de las acciones y de los bonos del sector financiero de la zona del euro se han reducido, mientras que el impacto sobre otros segmentos de mercado ha sido limitado. Al mismo tiempo, las cotizaciones bursátiles de las sociedades no financieras de la zona del euro se han incrementado, reflejando las sólidas perspectivas de beneficios empresariales. En los mercados de divisas, el euro se ha depreciado en términos efectivos nominales.

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se han incrementado en la zona del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 4). Durante el período de referencia (del 8 de marzo al 13 de junio), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó en 11 puntos básicos, hasta situarse en el 1,20 %. Del mismo modo, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos registró una subida de 11 puntos básicos y se situó en el 2,97 %, con lo que su diferencial frente al rendimiento correspondiente de la zona del euro alcanzó niveles históricamente elevados.

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: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

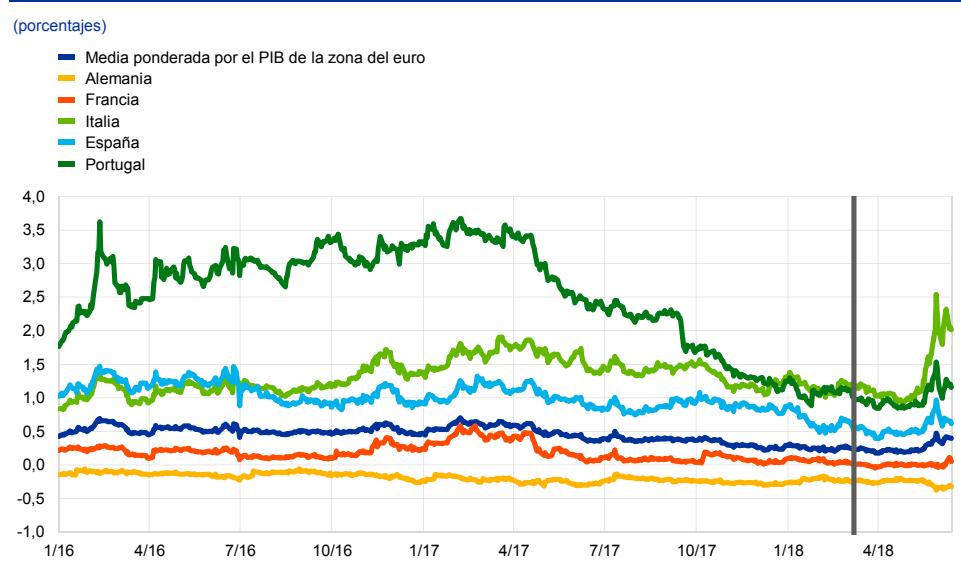
Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 13 de junio de 2018.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo swap del eonia libre de riesgo han mostrado volatilidad y, en general, han aumentado desde principios de marzo.

Tras experimentar fluctuaciones relativamente moderadas durante la primera parte del período analizado, los diferenciales de la deuda soberana de Italia se ampliaron de forma sustancial después del 15 de mayo, cuando los mercados conocieron los detalles del borrador del programa propuesto por el nuevo Gobierno (véase gráfico 5). Desde entonces, se ha mantenido la volatilidad de las condiciones en los mercados de deuda soberana y los diferenciales soberanos de Italia se han situado considerablemente por encima de los niveles registrados en abril. Los mercados de deuda pública de otros países de la zona del euro también se han visto afectados en distinta medida. En conjunto, desde el 8 de marzo, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años ha aumentado en 17 puntos básicos, hasta situarse en 40 puntos básicos el 13 de junio.

Gráfico 5

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



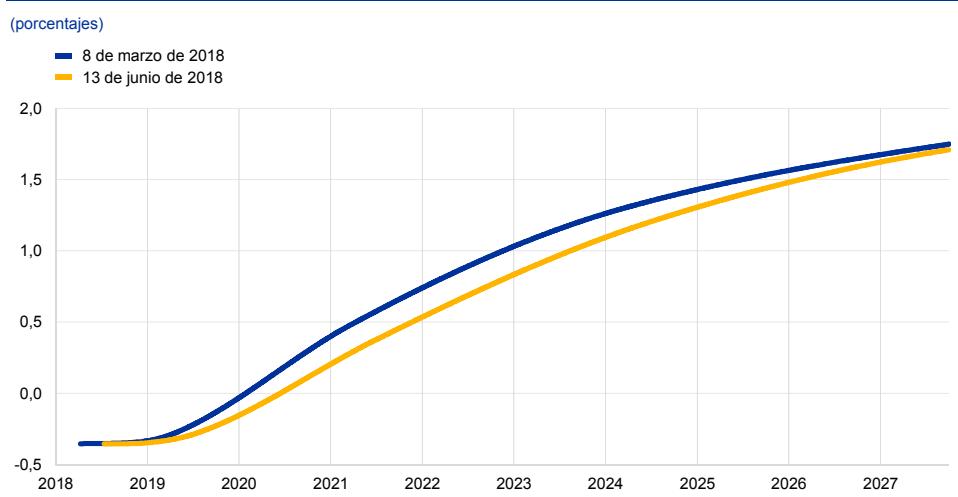
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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 (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 13 de junio de 2018.

La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se desplazó a la baja durante el período analizado. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2020, lo que refleja las expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos negativos (véase gráfico 6).

El eonia se situó, en promedio, en -36 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez aumentó ligeramente, alrededor de 17 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.903 mm de euros, debido a las adquisiciones de valores realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 1.

Gráfico 6
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los índices bursátiles del sector no financiero de la zona del euro anotaron subidas durante el período analizado, mientras que los del sector financiero experimentaron una caída notable, principalmente a raíz de las recientes tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona. La volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro aumentó en marzo y de nuevo hacia finales de mayo, en un contexto de persistentes fluctuaciones en los mercados de deuda soberana (véase gráfico 7). Sin embargo, esta volatilidad se mantuvo por debajo de los niveles observados en febrero, mes en el que se produjo una corrección al percibir los mercados un incremento de la inflación. Durante el período analizado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro subieron en torno al 2 %. En conjunto, las sólidas perspectivas de beneficios empresariales continúan sustentando las cotizaciones de la zona del euro, evidenciando un entorno macroeconómico favorable en la zona. Las tensiones de los mercados de deuda soberana afectaron a las cotizaciones del sector financiero y se tradujeron en un descenso de alrededor del 12 % durante el período de referencia. Con este trasfondo, en Estados Unidos los precios de las acciones de las sociedades no financieras se incrementaron en torno al 1 %, mientras que los correspondientes al sector financiero se redujeron en un 5 %.

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 (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 13 de junio de 2018.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se vieron menos afectados por las recientes tensiones observadas en los mercados de deuda soberana. Desde finales de abril, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo experimentó un incremento de 23 puntos básicos, hasta situarse en 58 puntos básicos (véase gráfico 8). Los diferenciales de la deuda del sector financiero aumentaron algo más, ampliando así el diferencial unos 32 puntos básicos. Sin embargo, los diferenciales de los valores de renta fija privada se mantienen considerablemente por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)

- Sociedades financieras
- Sociedades no financieras



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de marzo de 2018). La última observación corresponde al 13 de junio de 2018.

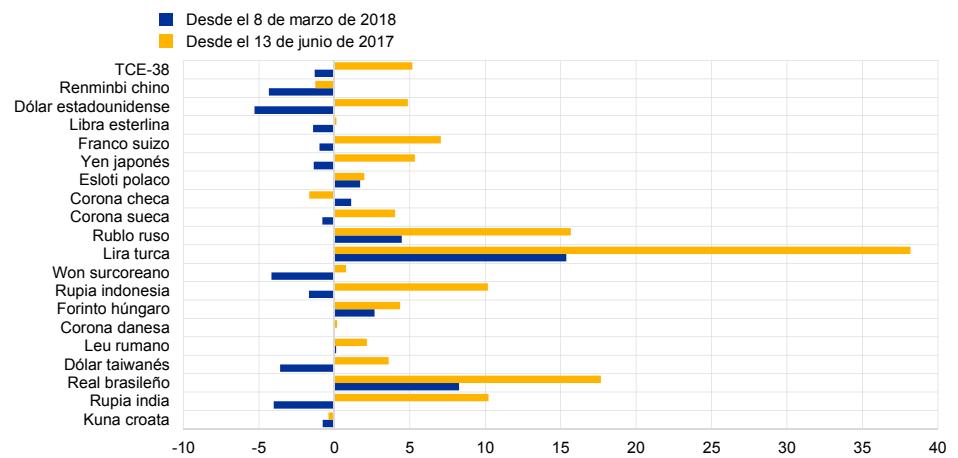
En los mercados de divisas, el euro se debilitó ligeramente en cifras

ponderadas por el comercio (véase gráfico 9). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,3 %. Esta evolución reflejó mayoritariamente un debilitamiento del euro frente a las principales monedas, en particular el dólar estadounidense (-5,3 %) y el renminbi chino (-4,3 %), y revirtió en parte la apreciación que experimentó desde junio de 2017. El euro se depreció también frente a la libra esterlina (-1,4 %), el yen japonés (-1,4 %) y el franco suizo (-1 %). La depreciación frente a las monedas de los socios comerciales más importantes de la zona del euro se vio solo parcialmente compensada por un marcado fortalecimiento del euro frente a las monedas de algunas economías emergentes, entre las que destacan la lira turca (15,4 %), el real brasileño (8,3 %) y el rublo ruso (4,5 %), además de un fortalecimiento más moderado frente a las divisas de algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 9

Variaciones del tipo de cambio del euro frente a una selección de monedas

(tasas de variación)



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 junio de 2018.

3

Actividad económica

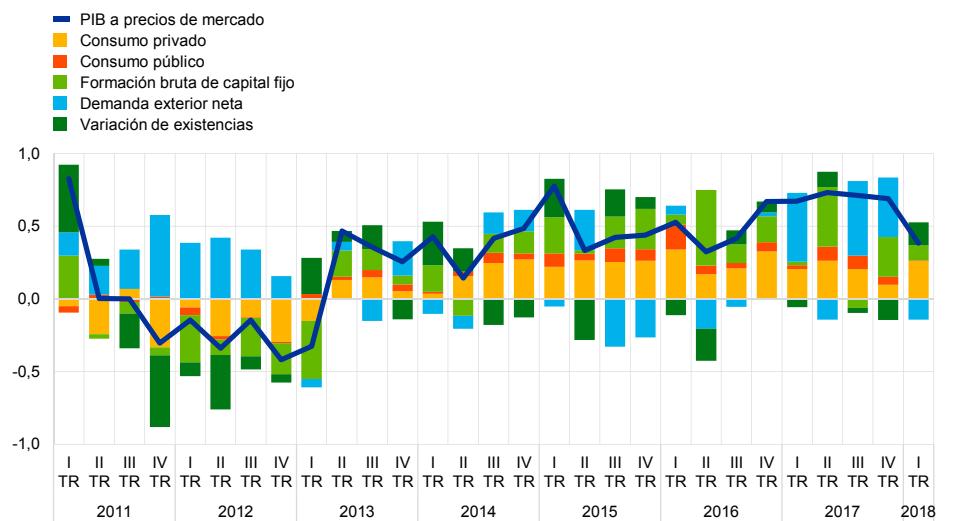
Aunque los datos y los indicadores recientes han sido peores de lo esperado, la expansión económica de la zona del euro continúa siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores, tras un período con tasas de crecimiento muy superiores al crecimiento potencial. El avance del PIB real de la zona del euro se sustenta principalmente en el crecimiento del consumo privado y de la inversión. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles apuntan a un dinamismo más moderado, aunque todavía vigoroso, a corto plazo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,1 % 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 marzo de 2018, las perspectivas de avance del PIB real se han revisado a la baja para 2018 y se mantienen inalteradas para 2019 y 2020.

En el primer trimestre de 2018, el crecimiento se moderó, pero continuó siendo sólido y generalizado en los distintos países de la zona del euro. El PIB real aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año, después de registrar un avance del 0,7 % en el trimestre anterior (véase gráfico 10). La desaceleración del crecimiento a principios del año parece haber estado relacionada con factores transitorios, así como con factores cíclicos de naturaleza más permanente (véase recuadro 2). La demanda interna (especialmente el consumo privado y la inversión en capital fijo) siguió siendo el principal motor de la expansión en el primer trimestre de 2018. La variación de existencias contribuyó positivamente al avance del PIB real en el citado trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue negativa. En cuanto a la producción, la actividad económica se vio favorecida fundamentalmente por el sólido crecimiento de la construcción y los servicios, al tiempo que el valor añadido de la industria (excluida la construcción) experimentó una ligera contracción.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



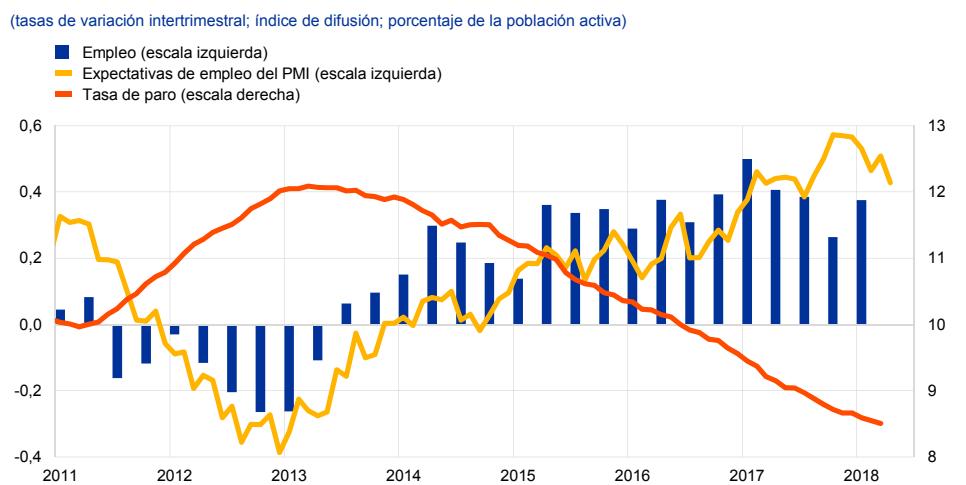
Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2018.

El crecimiento del empleo mantuvo su pujanza en el primer trimestre del año.

En el primer trimestre de 2018, el empleo aumentó de nuevo, un 0,4 % en tasa intertrimestral (véase gráfico 11), y se sitúa un 1,9 % por encima del máximo anterior a la crisis, alcanzado en el primer trimestre de 2008. El empleo creció en la mayoría de los países de la zona del euro y el avance fue generalizado en los distintos sectores. Con este último incremento, en términos acumulados, el empleo en la zona del euro ha aumentado en 8,4 millones de personas, desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013. La fuerte expansión del empleo observada durante la recuperación fue acompañada de un número prácticamente estable de las horas medias trabajadas, que sobre todo refleja el impacto de diversos factores estructurales (como la gran proporción de trabajadores a tiempo parcial sobre el empleo total y otros efectos de composición).

Los indicadores de corto plazo apuntan a que el mercado de trabajo mantuvo su fortaleza en el segundo trimestre de 2018. La tasa de paro de la zona del euro siguió descendiendo y se situó en el 8,5 % en abril, el nivel más bajo desde diciembre de 2008. Este descenso fue generalizado en los distintos grupos de edad, en ambos性os y en términos de duración del desempleo. Los indicadores de opinión han registrado cierta moderación desde niveles muy elevados, pero siguen señalando un crecimiento continuado del empleo en el segundo trimestre de 2018. En este contexto, se observan más señales de escasez de mano de obra en algunos países y sectores.

Gráfico 11**Empleo, expectativas de empleo del PMI y desempleo en la zona del euro**

Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El Índice PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2018 para el empleo, a mayo de 2018 para el índice PMI y a abril de 2018 para la tasa de paro.

La evolución del consumo privado sigue estando impulsada por la recuperación del mercado de trabajo y por el fortalecimiento de los balances de los hogares. En el primer trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más débil en el último trimestre de 2017. La evolución reciente del comercio minorista y de las matriculaciones de automóviles plantea riesgos negativos. Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo está respaldando el sólido dinamismo subyacente del gasto en consumo, que se refleja también en la elevada confianza de los consumidores. Además, el fortalecimiento de los balances de los hogares sigue siendo un factor importante para un crecimiento sostenido del consumo, ya que la solvencia de los hogares es un determinante clave de su acceso al crédito.

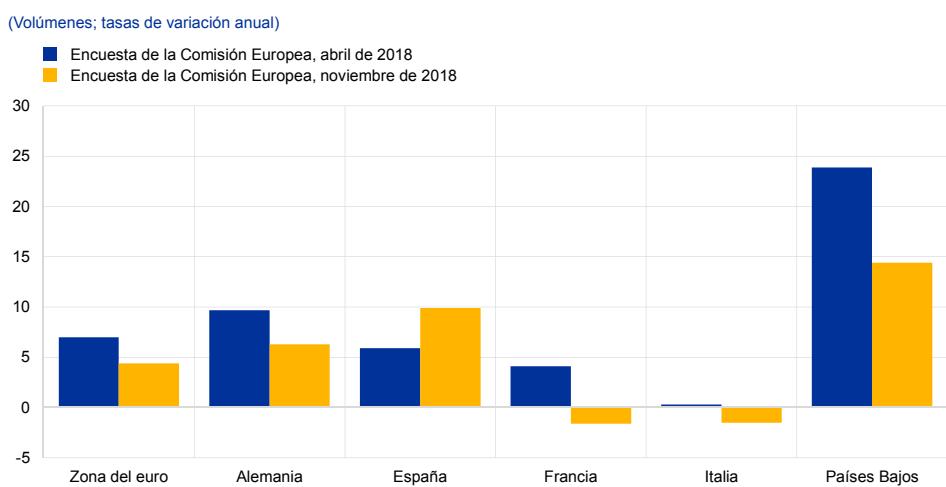
Se espera que la actual recuperación de los mercados de la vivienda continúe impulsando el crecimiento. La inversión residencial se incrementó un 1,2 % en el primer trimestre de 2018, reflejando la continuación de la recuperación en muchos países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente señalan un impulso positivo pero en fase de desaceleración. La producción del segmento de construcción de edificios registró su tercera caída consecutiva en marzo, retrocediendo un 0,3 % en tasa intermensual. En cambio, los índices de directores de compras (PMI) de producción de la construcción aumentaron en mayo, con lo que el actual período de expansión ya se prolonga un año y medio, y se observa un patrón similar en el índice PMI relativo a la producción de viviendas. El indicador de confianza de la construcción (segmento de construcción de edificios) de la Comisión Europea experimentó un avance en mayo. Tanto los índices PMI como el indicador de confianza permanecen claramente por encima de sus medias de largo plazo.

Se prevé que la inversión empresarial continúe creciendo, respaldada por las favorables expectativas de beneficios, la solidez de la demanda y unas

condiciones de financiación acomodaticias. Según las cuentas sectoriales de la zona del euro del cuarto trimestre de 2017, los márgenes empresariales (medidos como la ratio entre el excedente neto de explotación y el valor añadido) se mantuvieron en niveles altos. Además, las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro todavía son elevadas. Asimismo, la creciente utilización de la capacidad productiva, el incremento de los pedidos en el sector de bienes de equipo y la fortaleza de la confianza y de la demanda señalan, en general, que la inversión ha mantenido su dinamismo. Los datos procedentes de la última encuesta de inversiones industriales de la Comisión Europea, realizada en abril de 2018, apuntan a unas expectativas de fuerte crecimiento de la inversión real en manufacturas en la zona del euro, del 7 % en 2018, lo que representa una revisión al alza con respecto a la encuesta anterior, llevada a cabo en noviembre de 2017. Se espera que la inversión aumente en 2018 en la mayoría de los grandes países de la zona del euro y en la zona en su conjunto (véase gráfico 12).

Gráfico 12

Planes de inversión industrial real en 2018



Fuente: Encuesta de inversiones industriales de la Comisión Europea.

El avance de las exportaciones de la zona del euro se debilitó en el primer trimestre de 2018. Tras registrar una expansión sostenida en la segunda mitad de 2017, el crecimiento de las exportaciones totales en términos reales se redujo un 0,4 % en el primer trimestre de 2018. Esta desaceleración estuvo determinada principalmente por las exportaciones de bienes, que descendieron un 0,6 % en tasa intertrimestral. La disminución de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro en febrero y en marzo se dejó sentir en numerosos países de destino. Los indicadores de opinión sobre los nuevos pedidos del sector manufacturero mundial y de la zona del euro confirman una evolución más moderada de las exportaciones en el segundo trimestre.

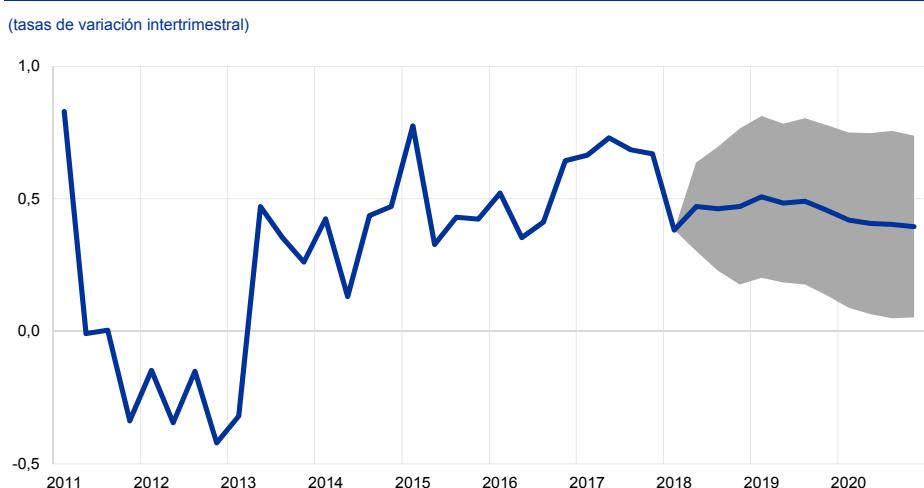
Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes muestran mayor debilidad, aunque siguen siendo acordes con un crecimiento económico sólido y generalizado. La producción industrial (excluida la construcción) cayó en abril. Este descenso fue bastante generalizado en los

distintos sectores y en los países más grandes de la zona del euro. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción retrocedieron durante el primer trimestre y siguieron descendiendo en abril y en mayo, aunque a un ritmo algo más lento. Con todo, ambos se mantienen por encima de sus medias de largo plazo.

Se espera que el actual crecimiento económico sólido y generalizado continúe. Las medidas de política monetaria del BCE, que han facilitado el proceso de desapalancamiento, siguen sosteniendo la demanda interna. El consumo privado se sustenta en la mejora continuada del empleo, que, a su vez, se debe en cierta medida a las reformas acometidas anteriormente en los mercados de trabajo, y en el aumento de la riqueza de los hogares. La inversión empresarial se ve favorecida por unas condiciones de financiación benignas, la mejora de la rentabilidad de las empresas y la fortaleza de la demanda. La inversión en vivienda sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que el incremento generalizado de la demanda internacional continúe, proporcionando impulso a las exportaciones de la zona del euro. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se mantienen, en general, equilibrados. No obstante, la incertidumbre relacionada con factores globales, entre ellos la amenaza de un aumento del proteccionismo, ha adquirido mayor relevancia. Además, es necesario vigilar el riesgo de persistencia de un alto grado de volatilidad en los mercados financieros.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,1 % en 2018, el 1,9 % en 2019 y el 1,7 % en 2020 (véase gráfico 13). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2018, la proyección de crecimiento del PIB real se ha revisado a la baja para 2018 y se mantiene inalterada para 2019 y 2020.

Gráfico 13
PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 14 de junio 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.

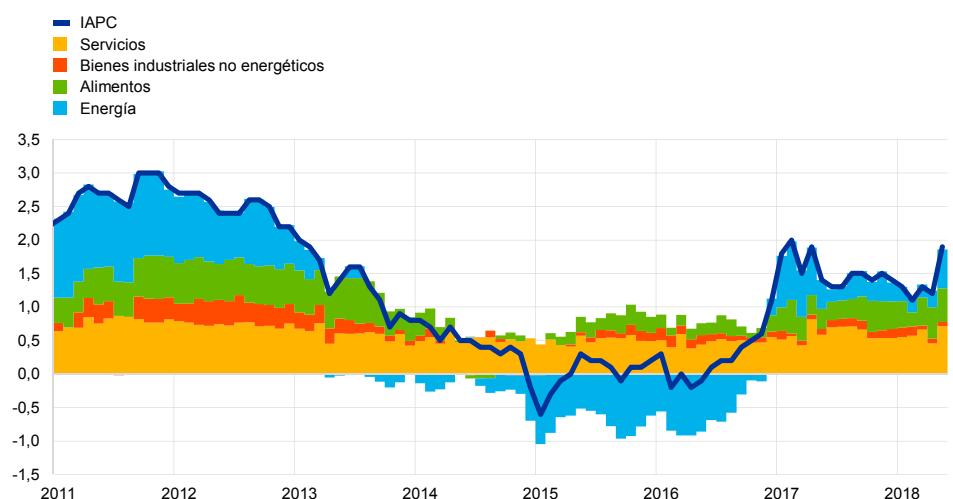
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro aumentó hasta situarse en el 1,9 % en mayo de 2018, desde el 1,2 % registrado en abril. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual fluctúen en torno al nivel actual durante el resto del año. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, han aumentado desde los mínimos registrados anteriormente. Las presiones de costes de origen interno están intensificándose, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva, de tensiones en los mercados de trabajo y de crecimiento de los salarios. La incertidumbre acerca de las perspectivas de inflación está disminuyendo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente repunte hacia finales de año y que, a partir de entonces, suba de forma gradual a medio plazo, respaldada 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 Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018, que sitúan la inflación interanual medida por el IAPC en el 1,7 % en 2018, 2019 y 2020, y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en el 1,1 %, el 1,6 % y el 1,9 %, respectivamente.

La inflación general aumentó considerablemente en mayo. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro repuntó con fuerza, pasando del 1,2 % registrado en abril al 1,9 % en mayo de 2018, la tasa más elevada desde abril de 2017 (véase gráfico 14). El incremento de mayo mostró la mayor contribución de las tasas de variación de los precios de los servicios y de los alimentos, y, en particular, de la energía. El avance de la inflación de la energía reflejó un fuerte ascenso intermensual de los precios de este componente, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo, y un efecto de comparación al alza.

Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

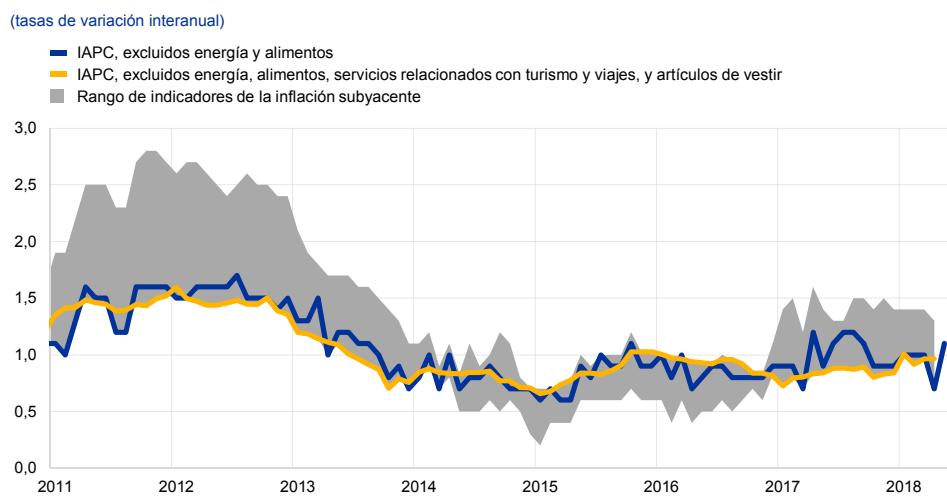
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 (estimaciones de avance).

Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido, en general, contenidos, pero han aumentado desde los mínimos registrados anteriormente.

Después de situarse en el 1 % durante tres meses consecutivos, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 0,7 % en abril, aunque posteriormente repuntó y se situó en el 1,1 % en mayo, según la estimación de avance (véase gráfico 15). Este patrón reflejó principalmente la volatilidad causada por la variación en las fechas de Semana Santa. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir —estos dos últimos componentes tienden a verse influidos por efectos de calendario y por las fechas de las rebajas—, permaneció relativamente estable en abril (el último mes para el que se disponía de esta desagregación). En conjunto, al margen de la volatilidad observada en los últimos meses, los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido estables en general, pero se han incrementado con respecto a los bajos niveles registrados en 2016.

Gráfico 15

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 la energía y los alimentos no elaborados; 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 ponderada del IAPC. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2018 (IAPC, excluidos la energía y los alimentos: estimación de avance) y a abril de 2018 (resto de los indicadores).

La intensificación de las presiones de costes de origen interno contrarrestó en gran medida la creciente presión a la baja ejercida por la anterior apreciación del tipo de cambio sobre la inflación de los precios de los bienes no energéticos. El impacto de la anterior apreciación del tipo de cambio efectivo del euro ha quedado patente en el descenso de la tasa de avance de los precios de importación². Sin embargo, en términos interanuales, los precios de importación de bienes de consumo no alimenticio procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro registraron una disminución adicional tan solo ligera, y, en abril de 2018, se situaron en el –2% (frente al –1,9% de marzo). La tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios, que señala presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción interna, mejoró levemente, hasta situarse en el –0,8% en abril, desde el –1,5% de marzo. A diferencia de la inflación de los precios de importación, la tasa de avance de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio mantuvo su resistencia frente a la presión a la baja derivada de la anterior apreciación del tipo de cambio del euro, lo que probablemente refleje el incremento de las presiones de costes de origen interno y de la capacidad para fijar precios en un entorno de sólido crecimiento económico. La inflación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo estable en el 0,5% entre febrero y abril de 2018, frente a las tasas de alrededor del 0,2% observadas en el segundo semestre de 2017. Por lo que respecta a los precios de consumo, el ritmo de avance del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC disminuyó desde el 0,3% de abril hasta el 0,2% de mayo. Esta tasa fue más baja que las observadas a principios de año, pero la evolución puede atribuirse, en parte, a la fuerte volatilidad de las tasas de inflación

² Para más información, véase el recuadro titulado «El seguimiento de la transmisión del tipo de cambio a la inflación», en este Boletín Económico.

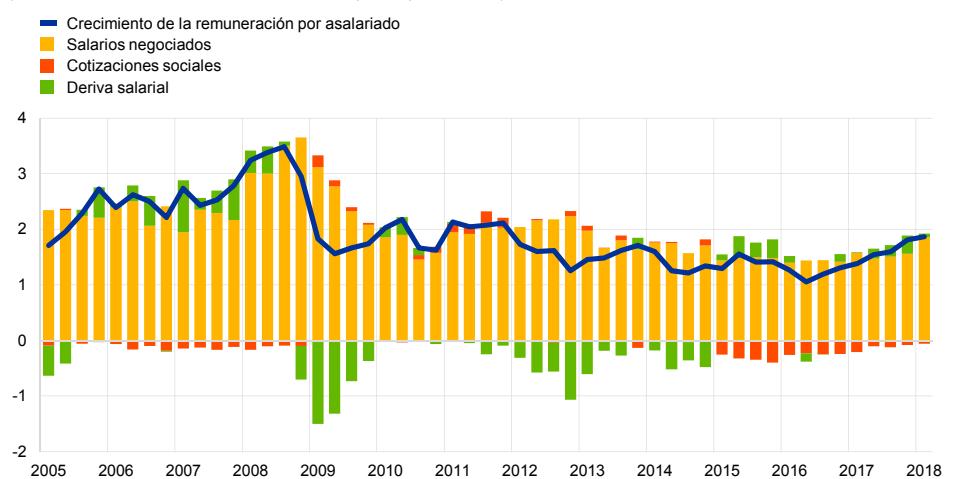
interanual del subcomponente de artículos de vestir y calzado, debido parcialmente a la variación del perfil estacional de las rebajas en los últimos años.

La evolución reciente de los datos sobre el crecimiento de los salarios señala una tendencia continuada al alza y corrobora la acumulación gradual de presiones internas de costes. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,9 % en el primer trimestre de 2018, frente al 1,8 % del cuarto trimestre de 2017, y ahora es considerablemente superior a la registrada en el primer semestre de 2016 (véase gráfico 16). Este incremento refleja el aumento del crecimiento interanual de los salarios negociados (que se situó en el 1,9 % en el primer trimestre de 2018, frente al 1,6 % del cuarto trimestre de 2017), y los convenios colectivos acordados recientemente en los países de la zona del euro refuerzan la expectativa de un nuevo repunte de los salarios. En conjunto, el reciente avance de los salarios refleja la mejora de las condiciones del mercado de trabajo, al empezar a desaparecer otros factores que lastraban su crecimiento, entre ellos, la baja inflación registrada anteriormente y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis.

Gráfico 16

Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

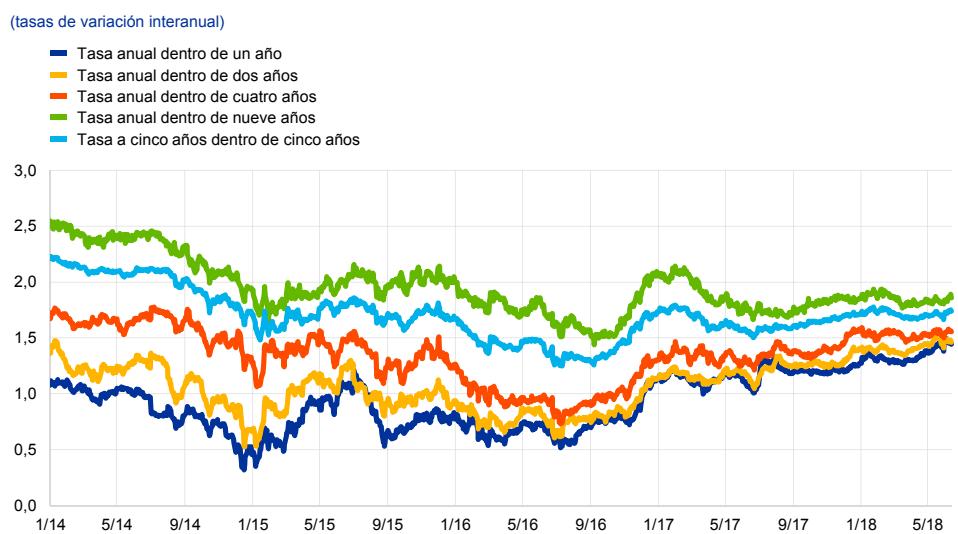
Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2018.

Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido prácticamente sin variación. El 12 de junio de 2018, el tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,74 %, básicamente sin cambios con respecto al nivel observado a finales de abril (véase gráfico 17). El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de inflación reducida, y un retorno solo muy 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 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 segundo trimestre de 2018, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron básicamente estables, en el 1,9 %. Este fue también el resultado de las últimas encuestas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

Gráfico 17

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 12 de junio de 2018.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2018, la inflación medida por el IAPC se mantendrá estable en el 1,7 % en cada año del horizonte de proyección (véase gráfico 18)³. El perfil de la proyección relativa a la inflación oculta una evolución antagónica: un incremento gradual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos —que se espera que avance del 1,1 % en 2018 al 1,6 % en 2019 y el 1,9 % en 2020—, y una menor contribución de la tasa de variación de los precios de la energía, partiendo del supuesto técnico de que los precios del petróleo evolucionarán en consonancia con la curva de futuros sobre el petróleo. El aumento esperado de las presiones inflacionistas subyacentes refleja, en particular, las crecientes tensiones en los mercados de trabajo y las consiguientes presiones salariales, especialmente en algunos países. En un entorno de crecimiento vigoroso, es probable que esa elevación de los costes laborales se transmita a los precios de consumo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2018, la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2018 y 2019, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo y de las ligeras revisiones al alza del crecimiento de la remuneración por asalariado.

³ Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 14 de junio de 2018.

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)

■ IAPC
■ Intervalo de proyección



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystem para la zona del euro de junio de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 14 de junio 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.

5

Dinero y crédito

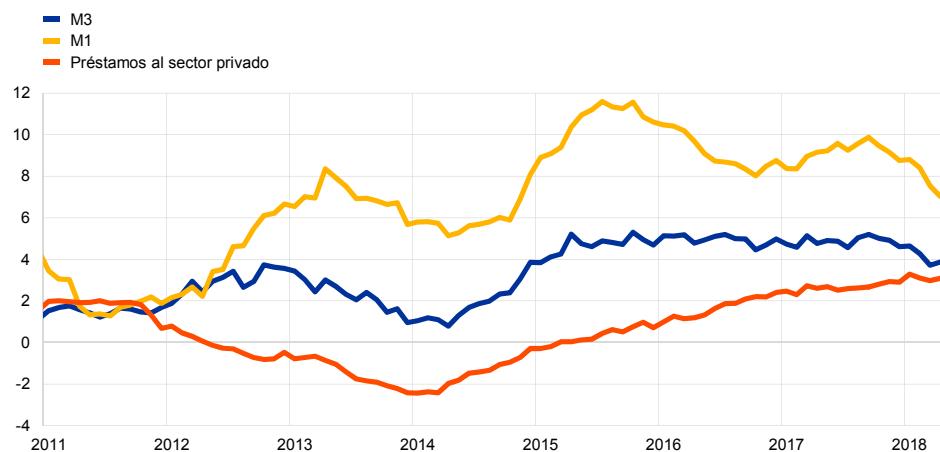
El crecimiento del agregado monetario amplio ha ido disminuyendo gradualmente desde el cuarto trimestre de 2017, en el contexto de reducción de las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos al sector privado continuó en una senda de moderada expansión, sustentado en gran medida por la transmisión de las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014. Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras se moderó ligeramente en el primer trimestre de 2018.

El crecimiento de M3 ha ido disminuyendo gradualmente desde el cuarto trimestre de 2017, en el contexto de reducción de las compras netas mensuales de activos. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 3,9 % en abril de 2018, frente al 3,7 % de marzo y al 4,3 % de febrero (véase gráfico 19). En marzo y en abril, la evolución de este agregado también estuvo determinada por efectos de comparación, que generaron una ligera volatilidad en las tasas de crecimiento interanual. La reducción de las compras netas de activos (de 80 mm de euros a 60 mm de euros en abril de 2017 y, posteriormente, a 30 mm de euros en enero de 2018) ha tenido un impacto positivo menor en el crecimiento de M3, ya que tanto el incremento de los depósitos de los vendedores (siempre que estos pertenezcan al sector tenedor de dinero) como los efectos de la recomposición de carteras han tendido a ser menos pronunciados⁴. Asimismo, el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, el sólido crecimiento económico y el bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos continuaron respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio. Aunque la tasa de crecimiento interanual de M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, disminuyó de nuevo —hasta el 7 %— en abril (desde el 7,5 % de marzo), siguió contribuyendo significativamente al avance del agregado monetario amplio.

⁴ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

Gráfico 19
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 nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a abril de 2018.

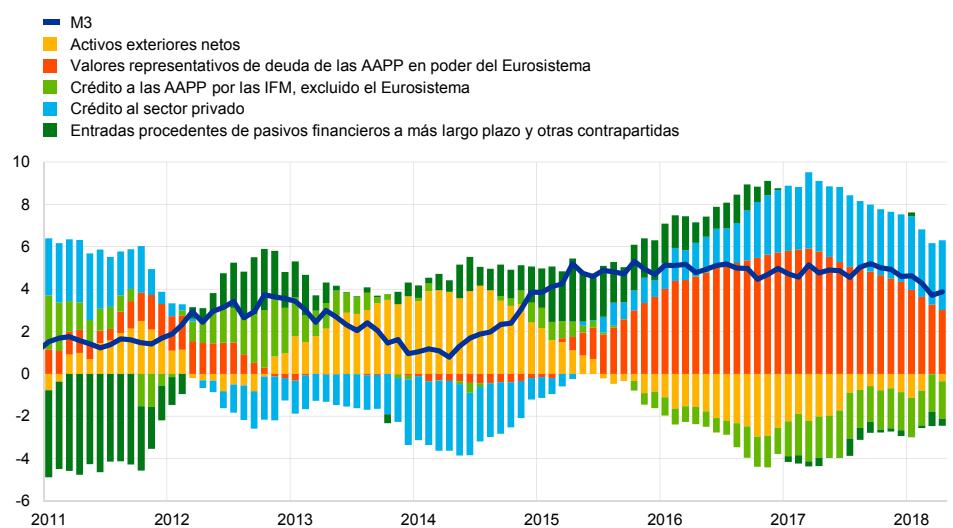
Los depósitos a la vista volvieron a ser el componente que más contribuyó al crecimiento de M3. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras continuó siendo sólida en abril (el 8,4 % en ambos casos). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias, más volátil, se redujo de nuevo. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo contenida, lo que indica que no existe una 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, volvió a ser negativa en abril. Esta evolución obedeció principalmente a la contribución negativa de las participaciones en fondos del mercado monetario, que refleja el escaso atractivo de la remuneración actual de estos instrumentos.

Las fuentes internas de creación de dinero siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 20). En lo que respecta a las contrapartidas, la aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Pùblicas en poder del Eurosistema volvió a disminuir (véanse las partes rojas del gráfico 20), en el contexto de reducción de las adquisiciones netas mensuales en el marco del programa de compra de activos. Esta disminución se vio ampliamente compensada por la mayor contribución del crédito al sector privado (véanse las partes azules del gráfico 20), que incluye los préstamos otorgados por las IFM a este sector 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 la provisión de crédito mediante 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. La persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder de residentes en la zona del euro distintos de IFM contribuyó positivamente al crecimiento de M3 (se incluyen junto a otras contrapartidas en las partes de color verde oscuro de las barras del gráfico 20). Esta evolución está relacionada con la sustitución de las fuentes de financiación por fondos más atractivos procedentes de las TLTRO y las compras de bonos garantizados por parte del Eurosistema en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados. 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 20). Por último, el flujo interanual de los activos exteriores netos de las IFM fue prácticamente nulo, reflejando una reducción de las ventas de deuda pública por parte de no residentes en la zona del euro (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 20).

Gráfico 20 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

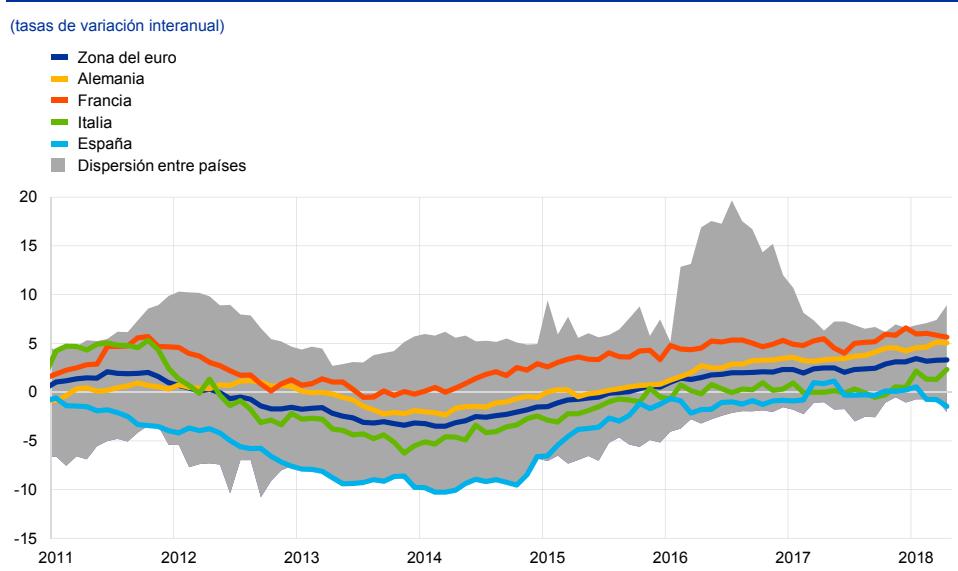
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas IFM, de la zona del euro. Por lo tanto, incluye las tenencias de valores representativos de deuda del Eurosistema adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a abril de 2018.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado continuó en una senda de moderada expansión. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) fue del 3,1 % en abril, frente al 3 % de marzo (véase gráfico 19). Por sectores, el ritmo de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se mantuvo estable en el 3,3 % en abril, habiéndose recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014 (véase gráfico 21). El aumento de estos préstamos, aunque moderado, se sustenta en las condiciones de financiación muy favorables y en la sólida expansión de la inversión empresarial. La

tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 2,9 % en abril (véase gráfico 22). Este resultado se apoya en las favorables condiciones de financiación, la mejora de los mercados de trabajo, el fortalecimiento de los mercados de vivienda y el crecimiento de la inversión residencial y del consumo privado. No obstante, el crecimiento total de los préstamos continuó siendo heterogéneo entre países. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, en la mejora de su rentabilidad y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países y puede continuar afectando a su capacidad para conceder crédito⁵.

Gráfico 21

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



Fuente: BCE.

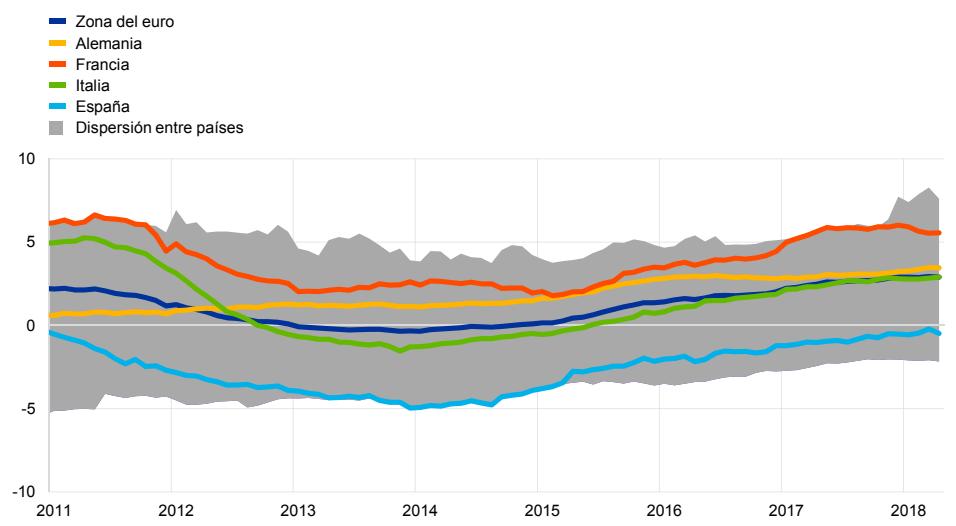
Notas: Ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a abril de 2018.

⁵ Véase también la sección 3 de *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2018.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

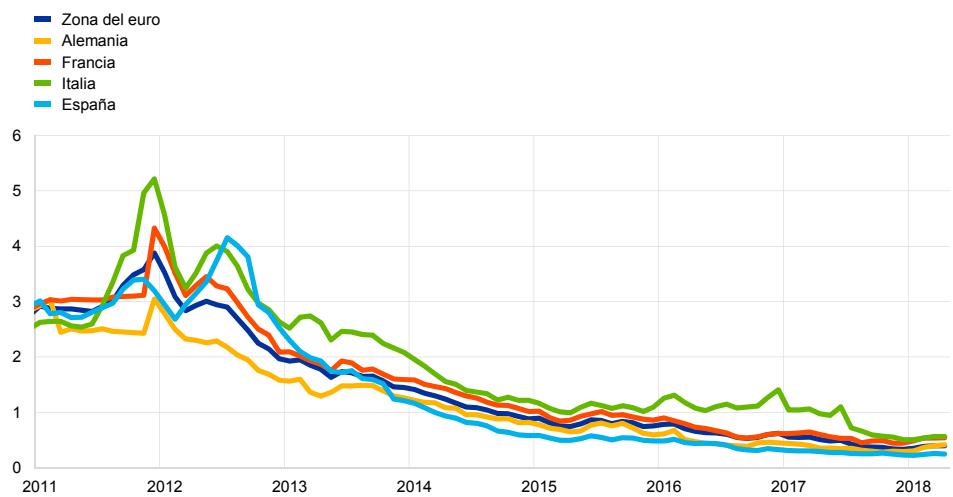
Notas: Ajustados de titulizaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a abril de 2018.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito permanecieron próximas a los mínimos históricos observados en diciembre de 2017. El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante deuda se mantuvo prácticamente sin variación en abril, tras aumentar en el primer trimestre de 2018 (véase gráfico 23). Esta evolución se explica por el incremento de la rentabilidad de los bonos bancarios, mientras que el coste de la financiación mediante depósitos se mantuvo básicamente estable. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y el fortalecimiento de los balances bancarios han contribuido a las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito. Al mismo tiempo, la rentabilidad de los bonos bancarios aumentó su disparidad entre países en mayo de 2018, en un entorno de incertidumbre política en Italia (véase sección 2).

Gráfico 23

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 abril de 2018.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos.

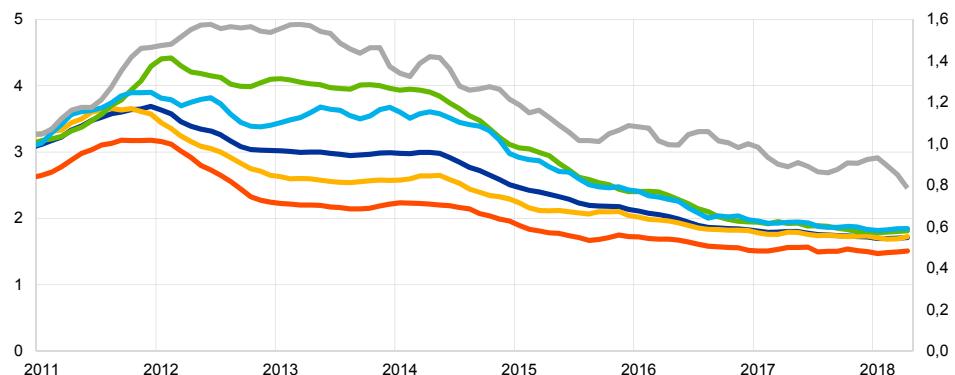
Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 24) se situaron en el 1,7 % en abril, un nivel cercano al mínimo histórico del 1,67 % observado en enero de 2018, y los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase gráfico 25) se mantuvieron prácticamente sin variación en el 1,83 %, algo por encima del mínimo histórico del 1,78 % registrado en diciembre de 2016. En conjunto, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios concedidos 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 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 citado anteriormente ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos. Entre mayo de 2014 y abril de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda cayeron 123 puntos básicos y 108 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue particularmente pronunciado en los países de la zona del euro más afectados por la crisis financiera, lo que se traduce en una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de estos préstamos en los distintos países. 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 24

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)



Fuente: BCE.

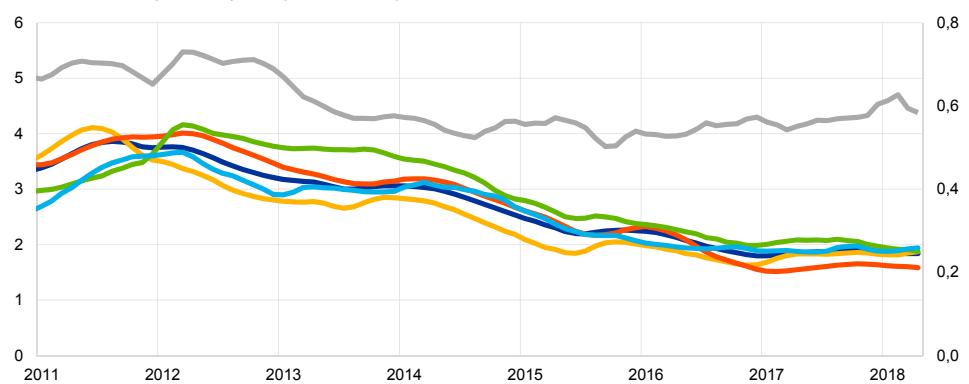
Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.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

Gráfico 25

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)



Fuente: BCE.

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

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se moderó ligeramente en el primer trimestre de 2018. Esta evolución refleja la menor emisión de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas durante 2017. En cambio, la dinámica del crédito bancario mejoró, respaldada, entre otros factores, por la relajación continuada de los criterios de aprobación y por el descenso del coste de

la financiación bancaria. 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 la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas (mejorando así las condiciones del crédito) y en las necesidades de financiación derivadas del aumento del número de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, el elevado volumen de beneficios no distribuidos de estas sociedades ha reducido la necesidad de financiación externa.

Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras aumentaron significativamente en el primer trimestre de 2018. Las emisiones netas fueron intensas en enero, pero se moderaron en febrero y en marzo, registrando aún así el volumen más elevado desde el tercer trimestre de 2016. Los datos de mercado correspondientes a abril y mayo sugieren que la actividad emisora continuó siendo vigorosa, aunque registró niveles más bajos que en el primer trimestre. Las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras también se incrementaron de forma considerable en el primer trimestre de 2018.

El coste de financiación de las sociedades no financieras retornó a los favorables niveles registrados a principios del año. 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, fue del 4,5 % en abril, unos 14 puntos básicos menos que en marzo, y se estima que permaneció estable en mayo. Aunque el coste actual de la financiación externa se sitúa en torno a 43 puntos básicos por encima del mínimo histórico de julio de 2016, se mantiene 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.

De acuerdo con la última Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas, las pymes de la zona del euro continuaron señalando mejoras en la disponibilidad de fuentes de financiación externa, y atribuyeron esas mejoras principalmente a la mayor disposición de los bancos a conceder crédito. Las pymes indicaron que todos los factores macroeconómicos y relacionados con la empresa examinados en la encuesta habían tenido un impacto positivo en la disponibilidad de financiación externa, y no manifestaron cambios importantes con respecto a la encuesta anterior. Volvieron a señalar que el acceso a la financiación es su problema menos importante, aunque aún persisten diferencias significativas entre países. El porcentaje de pymes con dificultades financieras en la zona del euro se ha mantenido en el bajo nivel de alrededor del 4 % desde 2015 —muy inferior a los niveles aproximados del 15 % observados en torno al año 2012—. Ello se debe, en parte, a la aplicación de medidas de política monetaria acomodaticia convencionales y no convencionales. Un porcentaje neto algo menor de pymes indicó un aumento de la cifra de negocios y un porcentaje neto más reducido señaló un incremento de los beneficios, en un contexto de crecimiento de los costes laborales y de otros costes (materiales, energía e intereses).

6

Evolución de las finanzas públicas

A tenor de las proyecciones, el déficit presupuestario de la zona del euro seguirá reduciéndose durante el horizonte de proyección (2018-2020), debido principalmente a unas condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2018 y prácticamente neutral en 2019-2020. Aunque la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continuará descendiendo, se mantendrá en niveles elevados. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente.

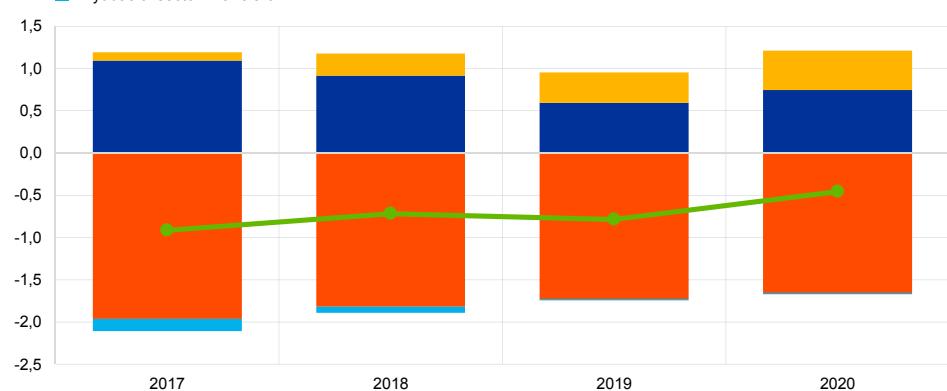
Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúe disminuyendo durante el horizonte de proyección (2018-2020). Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2018⁶, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 0,9 % del PIB en 2017 hasta el 0,5 % del PIB en 2020. La mejora de las perspectivas de las finanzas públicas sigue estando impulsada principalmente por una evolución cíclica favorable y por la disminución de los pagos por intereses, al tiempo que, a tenor de las proyecciones, el saldo primario ajustado de ciclo se deteriorará ligeramente en 2019 (véase gráfico 26). En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, las perspectivas en lo que se refiere al déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro son algo más positivas.

Gráfico 26

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)

- Saldo primario ajustado de ciclo (excluidas ayudas al sector financiero)
- Componente cíclico
- Pagos por intereses
- Saldo presupuestario
- Ayudas al sector financiero



Fuentes: Eurostat, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2018.
Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

⁶ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2018», BCE, 2018. Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que no se modifican las políticas, por lo que solo incluyen medidas ya adoptadas o que van a ser adoptadas próximamente por los respectivos Parlamentos.

Según las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será ligeramente expansiva en 2018 y prácticamente neutral en 2019-2020⁷. El tono expansivo de la política fiscal en 2018 se debe a algunos recortes de impuestos de pequeña magnitud y al hecho de que el gasto público presenta un mayor dinamismo que el PIB nominal tendencial. La mayoría de los países de la zona del euro están aplicando políticas expansivas. Las proyecciones indican que, en 2019-2020, los recortes de los impuestos y de las cotizaciones sociales —en parte, considerables— se verán compensados en gran medida por un crecimiento más contenido del gasto estructural primario, resultado concretamente del descenso de las prestaciones sociales y de la remuneración de los asalariados. En cambio, se espera que el crecimiento de la inversión pública repunte, superando ligeramente el del PIB nominal tendencial a lo largo del horizonte de proyección.

Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo. A tenor de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2018, la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 86,7 % de 2017 hasta el 80,4 % a finales de 2020. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta principalmente en una evolución favorable del diferencial entre tipos de interés y crecimiento y de los superávits primarios (véase gráfico 27). No obstante, se prevé que los ajustes entre déficit y deuda contribuyan en cierta medida al aumento de la deuda. En comparación con las proyecciones de marzo de 2018, se espera que el descenso de la citada ratio sea algo más moderado, debido fundamentalmente a unos diferenciales entre tipos de interés y crecimiento menos positivos. Según las proyecciones, las perspectivas relativas a la deuda mejorarán en la mayoría de los países de la zona del euro; en algunos, sin embargo, los niveles de deuda seguirán superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB. A medio y largo plazo, las proyecciones indican que los costes asociados al envejecimiento representarán un reto para la sostenibilidad fiscal, y es previsible que surjan riesgos al alza adicionales si se revierten las reformas acometidas anteriormente en los ámbitos de las pensiones, la atención sanitaria y los cuidados de larga duración. En el recuadro 4 de este Boletín Económico, titulado «El informe sobre el envejecimiento de 2018: el envejecimiento de la población plantea retos difíciles para las finanzas públicas», se presenta un análisis de las proyecciones incluidas en dicho informe.

⁷ La orientación 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 las ayudas públicas al sector financiero.

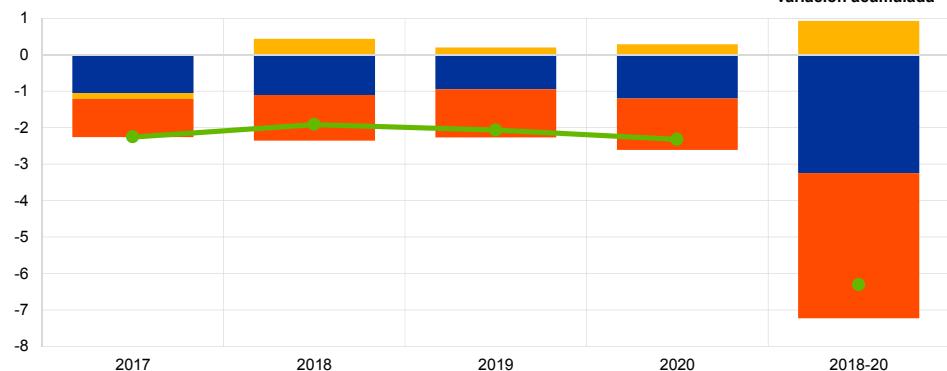
Gráfico 27

Factores determinantes de la variación de la deuda pública

(puntos porcentuales del PIB)

- Saldo primario (-)
- Ajuste entre déficit y deuda
- Diferencial entre tipos de interés y crecimiento
- Deuda bruta consolidada

variación acumulada



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2018.
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

Los países han de continuar aplicando ajustes fiscales, cumpliendo íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, ya que el alto endeudamiento de estos países les hace particularmente vulnerables a recesiones futuras o a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros. El 23 de mayo, la Comisión Europea publicó sus recomendaciones específicas por país en materia de política económica y fiscal para todos los Estados miembros de la UE, excepto Grecia. El recuadro 5 de este Boletín Económico, titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo de 2018», presenta un análisis de estas recomendaciones.