
IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

Fuerza en los números: Una red de protección para prevenir crisis en la economía mundial (FMI)

El 4 de enero de 2018, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la nota “Fuerza en los números: Una red de protección para prevenir crisis en la economía mundial”. A continuación se presenta la información.

Si uno es afortunado, cuando los tiempos se ponen duros, cuenta con un grupo de personas en quien apoyarse para atravesar la crisis. Lo mismo ocurre con los países: una red de protección que los ayude en las malas épocas económicas y financieras puede ser lo que marque la diferencia en la vida de la gente.

Seguro contra crisis

La red mundial de seguridad financiera debería ayudar a los países de tres maneras: brindando un seguro para ayudar a prevenir las crisis, otorgando financiamiento a los países de concretarse una crisis y dando incentivos para que los países adopten las políticas correctas.

A continuación, figura un desglose rápido de la red de protección, que consta de cuatro capas principales:

- Reservas propias de los países
- Operaciones de canje bilaterales entre dos países

- Acuerdos de financiamiento regionales

- El FMI

Todas estas capas se han expandido durante los últimos 20 años.

La expansión de la red de protección

Durante las últimas décadas ha habido grandes cambios en la estructura de la economía mundial. Por ejemplo, en la actualidad, economías de mercados emergentes como China, India y Brasil representan el 60% del PIB mundial.

Las economías nacionales están más interconectadas que nunca y, por consiguiente, más expuestas a los vaivenes de las oportunidades e infortunios de la economía mundial, y todas necesitan una red de protección cuando la coyuntura económica se deteriora.

El FMI constantemente aprende, mejora y ajusta con precisión el modo en que puede ayudar a los países, y a través de la red mundial de protección financiera el FMI y muchos otros ayudan a los países a proteger la estabilidad económica mundial.

Desde el año 2000, las reservas mundiales han aumentado de aproximadamente 2 billones a 11 billones de dólares. En el FMI, los recursos percibidos a través de las cuotas se han duplicado a alrededor de 670 mil millones de dólares, y desde la crisis los países miembros han puesto a disposición otros cuantiosos fondos prestados que el FMI podría usar de ser necesario.

Por encima de estas capas, algunos países también cuentan con operaciones de canje bilaterales y acuerdos de financiamiento regionales, cuyo papel —en términos relativos— ha aumentado de manera notable durante la última década.

EXPANSIÓN DE LA RED MUNDIAL DE PROTECCIÓN FINANCIERA
El monto y el tipo de recursos a disposición de los países han aumentado en los
últimos años
-miles de millones de dólares Estadounidenses-



1/ Estimación basada en el uso pasado conocido, si no ha sido utilizado, en el promedio de los giros máximos pasados de miembros de bancos centrales restantes en la red. Los acuerdos bidireccionales se contabilizan solo una vez.

2/ Incluye todos los acuerdos con un límite de valor explícito y excluyente los acuerdos de la Multilateralización de la iniciativa de Chiang Mai, que se incluyen en los acuerdos financieros regionales. Los acuerdos bidireccionales se contabilizan solo una vez.

3/ Basados en la capacidad de préstamo explícita/límite, de encontrarse disponible, los recursos comprometidos, a la capacidad de préstamo estimada calculada a partir de los límites de acceso del país y el capital pagado.

4/ Luego de tener en cuenta los saldos prudenciales.

5/ Para los países incluidos en el Plan de Transacciones Financieras, luego de deducir el saldo prudencial.

FUENTE: Banco de Inglaterra, sitios web de bancos centrales, informes anuales de acuerdos financieros regionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

Las operaciones de canje bilaterales entre países comprenden principalmente dos redes diferentes:

- Canjes permanentes ilimitados entre los bancos centrales de algunos de los principales países emisores de monedas de reserva; y

- una extensa red de operaciones de canje entre China y otros países, por un monto de aproximadamente 500 mil millones de dólares, a fin de respaldar el comercio y la inversión.

Durante la crisis financiera mundial, ciertos países también otorgaron líneas de canje transitorias a otras economías avanzadas y de mercados emergentes, pero éstas ya han caducado.

La expansión de los acuerdos de financiamiento regionales no ha sido menos llamativa. Los países han establecido nuevos mecanismos e incrementado los recursos de aquellos en vigor. En particular, los países de la zona del euro establecieron el Mecanismo de Estabilidad Europea —de carácter permanente— con una capacidad de concesión de préstamos de 500 mil millones de euros para facilitar la resolución de crisis.

En Asia, los países convirtieron la Iniciativa de Chiang Mai en un mecanismo multilateral y duplicaron el monto de financiamiento disponible a 240 mil millones de dólares.

Además, Brasil, Rusia, India y China establecieron un Acuerdo de Reserva Contingente multilateral por un valor de 100 mil millones de dólares.

Cerrar las brechas

Pese a esta gran expansión, las brechas persisten. En 2016, el FMI analizó el estado y alcance de la red mundial de protección financiera en vigor y preparó un diagnóstico que identifica sus deficiencias.

- Su alcance es desigual, y muchos países —incluidos mercados emergentes clave— no cuentan con un acceso adecuado al financiamiento. El financiamiento

también puede ser incierto para los países que se ven ante la necesidad de emplear capas recientemente ampliadas a las que aún no han recurrido.

- La mayoría de las capas carecen de las condiciones adecuadas para la obtención de préstamos, lo que puede reducir los incentivos para la adopción de políticas sólidas por parte de los países.
- Ciertas capas de la red de protección también pueden ser costosas desde el punto de vista financiero o político para los países prestatarios, o para la comunidad mundial como un todo, especialmente en caso de un autoseguro excesivo mediante reservas.

El FMI busca constantemente formas de mejorar el modo en que presta sus servicios a los 189 países miembros, y sus labores a fin de robustecer la red mundial de protección financiera no son la excepción. Teniendo esto presente, hemos procurado mejorar nuestro conjunto de instrumentos de préstamo, incluso mediante el desarrollo de una propuesta para un nuevo canje de liquidez a corto plazo, que podría servir de plan de trabajo para este canje de liquidez en el futuro, siempre y cuando se cuente con suficiente respaldo.

El FMI también actualizó el reglamento de su Línea de Crédito Flexible y la Línea de Precaución y Liquidez a fin de que el proceso de habilitación de los países sea más previsible y transparente.

Además, lanzamos un nuevo Instrumento de Coordinación de Políticas con el objetivo de ayudar a los países a liberar financiamiento de distintas capas de la red de protección (en particular, de los acuerdos de financiamiento regionales), y demostrar su compromiso de emprender reformas. El primer instrumento de coordinación de políticas se aprobó para Seychelles el 13 de diciembre.

El FMI publicó un documento sobre cómo mejorar la colaboración en el contexto de los acuerdos de financiamiento regionales; en dicho documento se presentan principios y un marco para esta labor. También participamos en una prueba de funcionamiento con la Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai, que identificó posibles mejoras que podrían ayudar a eliminar contratiempos en el cofinanciamiento.

La economía mundial sigue evolucionando a un ritmo rápido: la tecnología de cadenas de bloques y Venmo no existían siquiera como palabras hace algunos años. El ritmo del cambio y la innovación significa que debemos mantenernos ágiles y crear una mejor red de protección que mantenga sus muchos hilos estrechamente conectados, coordinados y concentrados en las necesidades de los países.

Fuente de información:

<https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=8577>

La Nueva Ruta de la Seda: grandes expectativas, grandes incertidumbres (RIE)

El 14 de diciembre de 2017, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “La Nueva Ruta de la Seda: grandes expectativas, grandes incertidumbres” elaborado por Enrique Fanjul¹. A continuación se presenta el contenido.

La iniciativa de la Nueva Ruta de la Seda ha abierto grandes expectativas económicas y de negocios: va a suponer previsiblemente cuantiosas inversiones, en un gran número de países y con un largo plazo temporal. Por ello tanto las empresas como los gobiernos de numerosos países la están siguiendo con atención. Pero existen también importantes

¹ Profesional de comercio exterior, profesor del Master de Relaciones Internacionales del Instituto de Estudios Europeos (CEU). Miembro de Cátedra China.

incertidumbres sobre cómo se va a desarrollar, y sobre los obstáculos que puede haber para la participación de empresas internacionales.

Ésta es una de las principales conclusiones de la Jornada sobre “El papel de España en la Nueva Ruta de la Seda”, que el Instituto Universitario de Estudios Europeos (de la universidad San Pablo-CEU) organizó en Madrid el pasado 12 de diciembre, en el marco de un proyecto más amplio patrocinado por el ministerio español de Asuntos Exteriores.

Como ya se señaló en un post anterior en este blog, cientos de miles de millones de euros van a ser invertidos en proyectos como ferrocarriles, puertos, oleoductos y gasoductos, centrales eléctricas, etcétera, cuyo objetivo es mejorar la conexión y las relaciones económicas entre China y la zona euroasiática, África oriental y el Mediterráneo. Todo ello impulsará el crecimiento económico en toda esta vasta zona, generando indirectamente una actividad que afectará a todos los sectores.

Pero, como bien se señaló en la Jornada citada, existen incertidumbres importantes.

En primer lugar, hay una incertidumbre obvia, derivada de la propia magnitud y la perspectiva temporal (que puede ser décadas) de la iniciativa: no se puede saber con una cierta precisión qué proyectos se van a desarrollar, cómo se van a identificar, aprobar, financiar, etcétera. Se estima que más de 60 países se van a ver afectados por la Nueva Ruta de la Seda. Los proyectos se irán generando a lo largo del tiempo, en todos estos países, con sistemas y métodos de gestión muy diversos.

Las empresas deberán esforzarse por tanto por identificar y seguir estos proyectos. Y las administraciones públicas, que disponen, entre otras fuentes de información, de embajadas, tienen aquí una clara labor que realizar, para corregir el fallo de mercado que supone la dificultad para obtener información.

Transparencia y métodos de gestión

Existen otras incertidumbres. Se teme, por ejemplo, que los proyectos sean gestionados y adjudicados con poca transparencia y con procedimientos que favorezcan, de manera inapropiada según las normas internacionales, a las empresas chinas.

Algunas noticias recientes contribuyen a esta preocupación. Nepal y Pakistán han anunciado que cancelan sendos proyectos hidroeléctricos que iban a ser realizados con financiamiento chino, en el marco de la Ruta. En el caso de Nepal, se indicó que el proyecto había sido adjudicado, por un gobierno anterior, de forma directa a una empresa china, sin seguir los procedimientos de concurso a que obligan las normas legales. En el caso de Pakistán, el gobierno señaló que las exigencias de China para financiar el proyecto les resultaban desfavorables.

La falta de transparencia en los procedimientos de adjudicación fue el motivo principal por el que la Unión Europea ha intervenido en el proyecto de construcción de la línea de ferrocarril Belgrado-Budapest, que es uno de los proyectos estrella de la cooperación china en el marco del denominado grupo 16+1 (China y una serie de países de Europa central y oriental, algunos de ellos miembros de la UE).

La importancia del apoyo institucional

España cuenta con empresas de infraestructura que son líderes mundiales, y podrían aspirar a tener una participación destacada en estos proyectos. España, además, ha manifestado a nivel político su interés por la Nueva Ruta de la Seda. El presidente del gobierno español fue uno de los pocos Jefes de Gobierno europeos que asistió al foro de la Ruta de la Seda que se celebró en Beijing en mayo de 2017, que sirvió como la gran presentación internacional de la iniciativa. España se incorporó como miembro fundador en el nuevo Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras, impulsado por China.

Existen otros elementos que pueden apoyar la presencia de empresas españolas. Por ejemplo, el financiamiento. Por muy grandes que sean las disponibilidades de financiamiento de China, los proyectos de la Nueva Ruta de la Seda van a requerir a lo largo de los años de ingentes sumas de dinero. Ofrecer un financiamiento adecuado, del que España dispone, puede ser una palanca para apoyar a las empresas españolas. Además, éstas tienen una gran experiencia en la ejecución de proyectos con sistemas de financiamiento de *project finance*, colaboración pública-privada, concesiones, etcétera, que ha demostrado en proyectos en numerosos países, entre ellos países avanzados como Estados Unidos de Norteamérica, Canadá o Reino Unido.

En condiciones de una cierta transparencia y *fair play*, las empresas españolas podrían tener buenas oportunidades. Pero las dudas al respecto son serias, y justificadas. Basta tener en cuenta el deterioro del clima de negocios en China para las empresas extranjeras, que sufren de restricciones y discriminación frente a empresas locales. De ahí que, como se señaló en la Jornada, le corresponda un papel clave al respaldo institucional, tanto a nivel bilateral como bajo el paraguas de la Unión Europea, para conseguir que los proyectos de la iniciativa de la Nueva Ruta de la Seda se desarrollen con procedimientos transparentes y correctos. De especial relevancia puede ser el papel de la UE, cuyo poder negociador es muy superior al que pueda tener cualquier país individual.

Fuente de información:

<https://blog.realinstitutoelcano.org/la-nueva-ruta-de-la-seda-grandes-expectativas-grandes-incertidumbres/>

Británicos sin proyecto (RIE)

El 12 de diciembre de 2017, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “Británicos sin proyecto”, elaborado por Andrés Ortega². A continuación se presenta el contenido.

El acuerdo sobre la primera fase dibuja indirectamente, a través del *Ulster*, un *Brexit* “blando”, es decir, de algún modo dentro del Mercado Único y la Unión Monetaria. Pero más allá de salirse de la Unión Europea (UE), y sin tener aún claro en qué términos, el Reino Unido no tiene proyecto para su lugar en el mundo. La idea de *Global Britain*, que tanto maneja el gobierno de Theresa May, está aún vacía. Es una cuestión que se debate poco. Demasiado poco.

La obsesión que inculcó Ortega y Gasset y otros en España sobre la necesidad de un proyecto de país no se da entre los británicos, sociedad poco dada a los grandes principios, y donde impera un pragmatismo nada exento en muchas ocasiones de cinismo, pero que sabe mirar al futuro para intentar forjarlo. No se trata sólo de un proyecto de país hacia fuera, sino también hacia dentro. Tampoco lo hay. La reciente dimisión de la comisión gubernamental para combatir la desigualdad es todo un ejemplo. Pues los defensores del *Brexit* prometían más seguridad social y menos desigualdad, y esta comisión ha llegado a la conclusión de que va a ocurrir lo contrario, sin que el gobierno conservador de May haga nada por remediarlo. Su Presidente, Alan Milburn, era laborista, pero su segundo en la citada comisión era conservador.

Cuando, ante el próximo Consejo Europeo, el Reino Unido y la UE se aprestan a abrir la segunda fase de las negociaciones, la del período transitorio tras el 29 de marzo de 2019 y la que definirá la relación futura del Reino Unido con la Unión, las energías que están exigiendo este inmenso esfuerzo del *Brexit* en Londres están impidiendo evocar

² Investigador senior asociado del Real Instituto Elcano. Consultor independiente y director del Observatorio de las Ideas.

un proyecto más general, sobre qué tipo de sociedad quiere la británica ser y su lugar y política en el mundo. De hecho, la influencia mundial de Reino Unido ha estado ausente desde el *referéndum* sobre el *Brexit*, que ha impedido cualquier iniciativa diplomática importante por parte de Londres.

May ha hablado de ese supuesto proyecto del futuro en varias ocasiones, pero de forma superficial. En su discurso en Lancaster House en enero pasado, afirmó que el gobierno tenía un Plan para Gran Bretaña, que resumió en el lema de *Global Britain*. “El gran premio para este país, la oportunidad que tenemos por delante”, dijo en aquella ocasión, “es utilizar este momento para construir una Gran Bretaña verdaderamente global. Un país que alcance a viejos amigos y nuevos aliados por igual. Una gran nación, global, comercial. Y una de las defensoras más firmes del libre comercio en cualquier parte del mundo”. Tampoco fue mucho más lejos en términos de visión en su discurso de Florencia, en septiembre pasado, aunque entonces sí dijo algo no por evidente menos importante: Gran Bretaña se marcha de la UE, pero no de Europa, por lo que pidió una asociación, también en el terreno de la seguridad.

Claro que la Gran Bretaña Global dependerá no sólo de sí misma sino de la relación que fragüe con la UE, y de cómo evolucione la política de Estados Unidos de Norteamérica con Trump y el “*trumpismo*” o lo que venga después (¿y cuándo?, pues el presidente puede ser tanto destituido como reelegido). Maximizar el libre comercio no parece una aspiración de la actual Casa Blanca. Además, las relaciones entre May y Trump no van bien —la última cuestión de Jerusalén incluida— a pesar de la “relación especial” que une a ambos países.

May está luchando por su propia supervivencia frente a los unionistas del Ulster, cuyo apoyo necesita en el Parlamento, las tensiones en su propio Partido Conservador para reemplazarla y la presión del Partido Laborista de Jeremy Corbyn, que sube en las encuestas. Pero tampoco en el laborismo hay verdadero debate sobre la cuestión,

aunque Corbyn se ha declarado partidario de cooperar con la UE, y no sólo con la OTAN, en misiones militares.

El Legatum Institute, una institución que defiende activamente el *Brexit* “duro”, radical, ha presentado un programa sobre “el país que queremos ser” y ha hecho unas propuestas en un documento titulado “El punto de inflexión del *Brexit*: El camino a la prosperidad”. Como han diseccionado en el Financial Times Martin Wolf y otros, no se tiene en pie, fundamentalmente porque sus puntos de partida son erróneos (por ejemplo, respecto a que la pertenencia británica a la UE ha frenado el comercio mundial, a que la Organización Mundial del Comercio esté esperando un “liderazgo británico” o a que el gobierno no se tiene que dejar maniatar y presionar por el calendario en las negociaciones del *Brexit*, cuando se está viendo lo contrario). El informe reconoce la importancia del período transitorio de salida tras 2019 para la posterior aportación británica a un mundo de libre cambio, pero considera que lo que hay sobre la mesa no vale. Pide que Reino Unido salga urgentemente del Mercado Único y de la Unión Aduanera de la UE, al considerar que eso maximizaría los beneficios y minimizaría los costes del *Brexit*. Tampoco hay una gran visión más allá del *Brexit* que realmente valga. Más bien, como la califica Martin Sandbu, se trata de una “nostalgia pre-1914”.

Otra organización brexitera, significativamente llamada *Global Britain*, ha publicado un informe en la misma línea de eliminación global de aranceles: “Hacerse global sin demora”. La cuestión es que Reino Unido se estaba globalizando más dentro de la UE. Está por ver que ocurrirá fuera.

Como se ha recogido estos días, antes de que Reino Unido ingresara en las Comunidades Europeas en 1973 tenía claro lo que quería: cambiar a Europa desde dentro. Lo consiguió a medias, frenando más que impulsando, a pesar de lo cual la construcción europea ha avanzado de forma espectacular aunque insuficiente. Ahora Londres ha perdido esa capacidad incluso antes de completar el *Brexit*. Y difícilmente

cambiará el mundo una vez fuera. Rule Britannia queda muy en el pasado, un pasado imperial y colonial que, por cierto, rechaza una parte importante de los británicos más jóvenes.

Eso sí, la salida —si finalmente se produce— va a obligar a un cambio mayúsculo en la política exterior británica. Pero hay muy poca creatividad al respecto en las reflexiones políticas. Hay excepciones académicas, por ejemplo, los debates que impulsa Chatham House, el Royal Institute of International Affairs. En una reciente intervención, su vicepresidente y ex subsecretario permanente del Foreign Office, Sir Simon Fraser, partía de preguntarse “¿Cuál es la ambición? Mirando hacia delante, tenemos que tener una visión clara de lo que queremos”. Apuntaba cinco prioridades, además de las relaciones con diversos países e instituciones: (1) mantener y adaptar un sistema internacional basado en reglas, con el uso legítimo de la fuerza cuando es necesario; (2) afrontar el reto medioambiental; (3) comprender y adaptarse a la economía global; (4) la nueva agenda de seguridad (terrorismo, ciberseguridad, proliferación, etc., cuestiones en las que Reino Unido tiene mucho que aportar); y (5) encontrar respuestas colectivas al desafío del cambio demográfico y los movimientos de personas, especialmente en África. Pero para todo esto, Reino Unido va a necesitar la UE.

Es decir, sí hay algunos expertos que piensan en ese futuro fuera de la UE. Pero no parece ésta la prioridad del gobierno ni de la sociedad. No miran más allá de la curva de las negociaciones sobre el *Brexit*, que, nadie lo minimiza, están siendo muy difíciles y complejas. Quizá la falta de visión de futuro acabe generando más dudas entre los británicos sobre el *Brexit*. Quién sabe.

Fuente de información:

<https://blog.realinstitutoelcano.org/britanicos-sin-proyecto/>

Oliver Stuenkel y la consolidación del mundo post-occidental (RIE)

El 12 de enero de 2018, el Real Instituto Elcano (RIE) publicó el artículo “Oliver Stuenkel y la consolidación del mundo post-occidental”, elaborado por Antonio R. Rubio Plo³. A continuación se presenta el contenido.

Una lectura recomendable para entender la naturaleza cambiante del poder en el escenario internacional es *Post Western World*, (Polity, 2016), publicado en portugués e inglés, y que acaba de ser traducido al chino, lo que da idea del interés despertado por una obra que combina la historia, el ensayo y los datos de actualidad. Su autor es Oliver Stuenkel, un profesor de Relaciones Internacionales en la Fundación Getulio Vargas, en São Paulo.

Hace pocos años, cuando la crisis financiera golpeaba con fuerza a Europa y a Estados Unidos de Norteamérica, algunos analistas se atrevieron a especular sobre si el orden internacional occidental iba a ser sustituido por otro post-occidental, resultado de la aparición de nuevos centros de poder que desafían unas estructuras lideradas aún por los norteamericanos. Hoy, en cambio, existen analistas occidentales que pretenden autoconvencerse, de que la presencia de los países emergentes en los asuntos mundiales, puesta de relieve en la primera década de este siglo, tiende a reducirse. Esta apreciación no deja de ser un espejismo. El crecimiento económico podrá ser más lento, pero la llegada de una clase media y la configuración de grandes afluencias urbanas son un ejemplo de la celeridad de los acontecimientos y éstos no apuntan a un mundo de bloques políticos cerrados. En el futuro pueden coexistir perfectamente el mundo occidental y el mundo post-occidental.

Oliver Stuenkel no afirma que un orden que vaya a ser reemplazado por otro: la civilización occidental no va a dejar paso a otra no occidental, que, según algunos, sería

³ Analista de Política Internacional y profesor de Política Comparada y Política Exterior de España.

una manifestación de lo que Marx llamaba despotismo oriental, pues el filósofo alemán valoraba la civilización de Occidente como instrumento de eliminación de unas culturas consideradas arcaicas. El libro nos recuerda que hubo otras épocas anteriores a la era de los descubrimientos en que Occidente no fue el centro del mundo, y que China e India tenían un mayor peso demográfico y económico en el conjunto del planeta. ¿Por qué en el caso de China, una estructura política más centralizada que India, no hubo un paso adelante para ir más allá de sus fronteras asiáticas? En mi opinión, aquella civilización vivía prisionera de su propio ensimismamiento y se conformaba con tener una constelación a su alrededor de Estados súbditos asiáticos. No le interesaba establecer relaciones de comercio o de cooperación con los occidentales. Es sabido que el emperador Qianlong recibió con frialdad a la embajada británica, encabezada por Lord George Macartney, que llegó a su país en 1793, probablemente porque aquel soberano seguía creyendo que China seguía siendo el centro del mundo.

Con todo, Stuenkel señala una percepción occidental de los países emergentes que va acompañada por la presuncia de que su ascenso irá acompañado de un caos en la escena internacional y que el orden liberal será cuestionado con el consiguiente ocaso de la pax americana. Los BRICS —acrónimo acuñado primero como BRICs en 2001 por el entonces presidente de Goldman Sachs Jim O’Neill, al que luego se incorpora Sudáfrica en 2010— dan a algunos un poco de miedo. Las iniciativas y las reuniones de los líderes políticos de Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica son contempladas incluso como un factor de desestabilización internacional y como un foro que sirve para cobijar a los autócratas enfrentados a Occidente, si bien no es menos cierto que en este club existen tres sistemas democráticos: Brasil, India y Sudáfrica. En este sentido, Stuenkel ha estudiado en profundidad la cooperación entre estos tres países, que se ha desarrollado en paralelo a la cooperación con los otros dos regímenes, pero no por ello ha llegado a la conclusión, defendida por algunos analistas norteamericanos, de que las potencias emergentes democráticas deberían alinearse con las occidentales —lo que difícilmente sucederá porque las relaciones internacionales no responden la mayoría de las veces a

un cierto idealismo kantiano, que está en los fundamentos de las organizaciones internacionales desde hace un siglo—, sino a una descarnada convergencia de intereses. De hecho, una China democrática no dejaría de rivalizar con los norteamericanos en Asia. El autor no percibe esto como una contradicción, aunque sí resalta el contraste de los principios del internacionalismo liberal con los intereses concretos de las grandes potencias, empezando por Estados Unidos de Norteamérica.

Recuerda Stuenkel, siguiendo a Moisés Naím, que la naturaleza del poder en el siglo XXI es más volátil que nunca. Es cierto que el mundo está asumiendo una estructura multipolar, dejando atrás la unipolaridad de la inmediata post-Guerra Fría, aunque no se podría afirmar con seriedad que una multipolaridad encabezada por China vaya a sustituir a otra liderada por Estados Unidos de Norteamérica. Ni siquiera eso va a suceder cuando China supere dentro de unos años el PIB estadounidense, pues la hegemonía militar mundial seguirá siendo ostentada por los norteamericanos y los chinos tienen por delante un largo camino para superar esos niveles. Por otra parte, Stuenkel no está de acuerdo con esos análisis un tanto alarmistas, procedentes de fuentes norteamericanas, que conciben el mundo como un escenario de conflicto entre “*the West and the Rest*”. Eso es tanto como imaginar una competición en la que China parece aspirar a destruir el mundo occidental, cuando en realidad los intereses económicos chinos apuntan a lo contrario. No estamos ante una competición ideológica como en tiempos de la Guerra Fría. El modelo chino no es ideológico, ni mucho menos universalista, sino claramente mercantilista. La rivalidad con Occidente es de otro tipo: la que procede de la existencia de un club en el que los occidentales se muestran reticentes a admitir a los recién llegados.

¿Cuál ha sido la respuesta de China, el país de mayor protagonismo en el libro de Stuenkel, a los intentos occidentales de marginación? El establecimiento de instituciones, paralelas a las occidentales. No pretenden reemplazarlas, pero sirven para demostrar las aspiraciones de poder e influencia chinas en su región e incluso más allá.

El orden paralelo chino abarca las finanzas, el comercio, las inversiones, la seguridad, la diplomacia y las infraestructuras. El ejemplo más conocido fue la creación del Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras (AIIB, por sus siglas en inglés) en 2013 y pese a las presiones de Washington, los vecinos del coloso chino se apresuraron a adherirse a la iniciativa. Los hechos dan la razón a Lee Kuan Yew, el veterano primer ministro de Singapur, cuando afirmaba que no era posible pretender que China fuera un actor más en la política mundial. Por el contrario, es el mayor actor de la historia. En consecuencia, una postura realista es considerar que el mundo del siglo XXI, el de la bipolaridad asimétrica entre Estados Unidos de Norteamérica y China, se caracterizará a la vez por la cooperación y la competitividad. Para Stuenkel esa bipolaridad no es una mala noticia porque no cree que la unipolaridad sea más benigna. De hecho, en Occidente hay quien se siente aliviado por el hecho de que el hegemon tenga un sistema democrático y que sería mucho peor que no lo tuviera. Sin embargo, Stuenkel asegura que un hegemon único no contribuye necesariamente a la estabilidad internacional. En cambio, la multipolaridad desembocaría, en opinión del autor, en una mayor cooperación entre los Estados.

Cabría reflexionar, sin embargo, sobre la imagen que los BRICS dan al resto del mundo. Tiene razón Stuenkel al afirmar que la falta de libertad de prensa reduce la influencia de cualquier país en el escenario global, pues afecta a su poder blando (*soft power*). A la larga el autoritarismo nunca funcionará como un factor de atracción.

Fuente de información:

<https://blog.realinstitutoelcano.org/oliver-stuenkel-consolidacion-mundo-post-occidental/>

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria (BCE)

El 28 de diciembre de 2017, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Fráncfort, Alemania, su Boletín Económico. En el que dio a conocer la Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria de la Zona del Euro. Incluye Rasgos básicos y los artículos siguientes: Entorno exterior de la Zona del Euro; Evolución financiera de la Zona del Euro; Actividad económica de la Zona del Euro; Dinero y crédito de la Zona del Euro; Evolución de las finanzas públicas de la Zona del Euro y los Recuadros siguientes: ¿Qué factores determinan los precios de los metales?; Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 26 de julio y el 31 de octubre de 2017; ¿Qué nos sugiere la reciente fortaleza de los indicadores de opinión sobre la intensidad y la magnitud del crecimiento del PIB real? y el de Análisis de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2018 . A continuación se presenta el contenido.

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria del 14 de diciembre de 2017, el Consejo de Gobierno concluyó que aún es necesario un grado amplio de acomodación monetaria para asegurar el retorno de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. La información disponible desde la última reunión de política monetaria celebrada a finales de octubre, que incluye las nuevas proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, apunta a un ritmo vigoroso de expansión económica y a una mejora significativa de las perspectivas de crecimiento. El Consejo de Gobierno consideró que el fuerte impulso cíclico y la considerable reducción de la capacidad ociosa de la economía son motivos para albergar mayor confianza en que la inflación convergerá hacia su objetivo. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas en general y aún han de mostrar signos convincentes

de una tendencia al alza sostenida. El Consejo de Gobierno concluyó, por tanto, que todavía es necesario un grado amplio de estímulo monetario para que las presiones sobre la inflación subyacente sigan aumentando y respalden la evolución de la inflación general a mediano plazo. Este apoyo monetario continuado procede de las compras netas de activos adicionales acordadas por el Consejo de Gobierno en la reunión de política monetaria de octubre, del considerable volumen de activos adquiridos y sus próximas reinversiones, y de las indicaciones sobre la evolución futura de las tasas de interés.

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

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

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

De cara al futuro, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB del 2.4% en 2017, el 2.3% en 2018, el 1.9% en 2019 y el 1.7% en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado sustancialmente al alza. Se espera que la expansión económica actual de la zona del euro continúe estando respaldada por las medidas de política monetaria del BCE. Además, el gasto privado y el crecimiento del consumo se ven favorecidos por la menor necesidad de desapalancamiento y la mejora de las condiciones del mercado de trabajo. El aumento de la rentabilidad de las empresas y unas condiciones de financiamiento muy favorables siguen propiciando la recuperación de la inversión empresarial, mientras que los exportadores de la zona del euro se están beneficiando de la actual expansión económica mundial.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación anual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) de la zona del euro se situó en el 1.5% en noviembre, frente al 1.4% de octubre. Paralelamente, los indicadores de la inflación subyacente han mostrado una ligera moderación recientemente, debido en parte a factores especiales. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación anual disminuyan en los próximos meses, sobre todo como consecuencia de los efectos de comparación de los precios de la energía, antes de aumentar de nuevo. Se espera que la inflación subyacente ascienda de forma gradual a mediano plazo, con el apoyo de las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción de la capacidad ociosa de la economía y el mayor crecimiento salarial.

En general, esta evaluación también se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1.5% en 2017, el 1.4% en 2018,

el 1.5% en 2019 y el 1.7% en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza, debido sobre todo al aumento de los precios del petróleo y de los alimentos.

Las proyecciones más recientes también prevén una reducción adicional del déficit presupuestario de la zona del euro a lo largo del horizonte de proyección, principalmente como consecuencia de la mejora de las condiciones cíclicas y de la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral. Se espera que la proporción de deuda pública de la zona del euro en relación con el PIB siga descendiendo, aunque desde un nivel que todavía es elevado.

Complementando el análisis económico, el análisis monetario mostró que el crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo sólido en octubre y durante el tercer trimestre de 2017. El agregado monetario amplio siguió creciendo a una tasa del 5% en octubre, en consonancia con el ritmo sostenido registrado desde mediados de 2015. El crecimiento de los préstamos al sector privado también continuó recuperándose. Se estima que el flujo anual total de financiamiento externo de las sociedades no financieras se fortaleció en el tercer trimestre de 2017, lo que refleja las mejoras del crédito bancario y de la emisión de valores representativos de deuda.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno confirmó la necesidad de mantener un grado amplio de acomodación monetaria con el fin de asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE y sigue esperando que se mantengan en los niveles actuales durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las

compras netas de activos. En relación con las medidas de política monetaria no convencionales, el Consejo de Gobierno confirmó su intención de continuar, a partir de enero de 2018, con las compras netas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) a un ritmo mensual de 30 mil millones de euros hasta el final de septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Además, el Consejo de Gobierno volvió a confirmar que, si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, estaría preparado para ampliar el volumen y la duración del APP. Asimismo, el Consejo de Gobierno reiteró que el Eurosistema reinvertirá los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas sus compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.

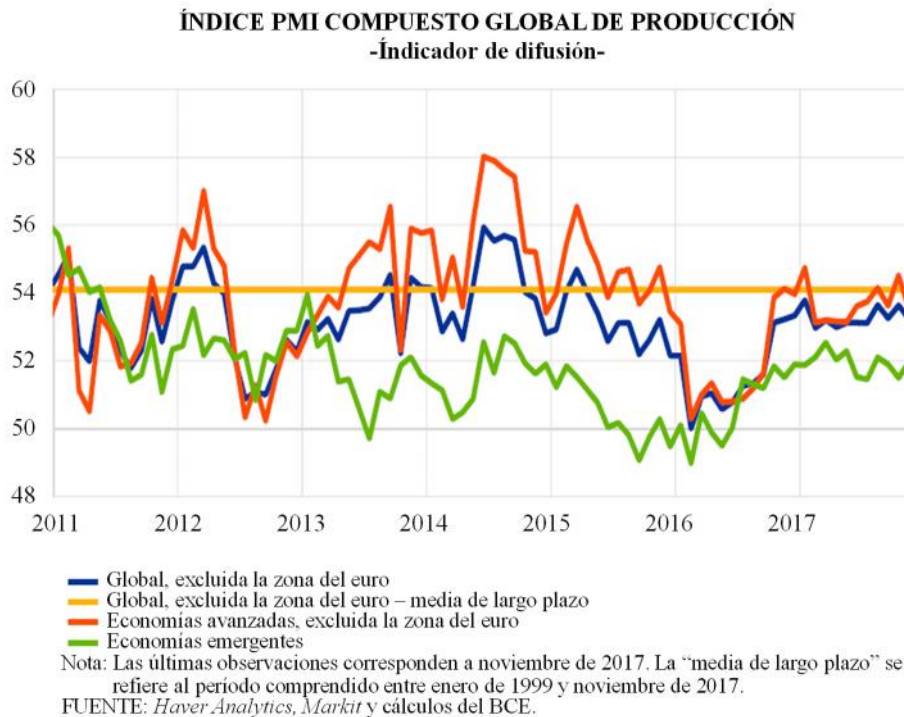
Entorno exterior de la Zona del Euro

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

Actividad económica y comercio mundial

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

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



Los indicadores de opinión y las encuestas sobre sentimiento económico apuntan a que el crecimiento mundial será sostenido en el corto plazo. En el tercer trimestre, el índice de directores de compras *Purchasing Managers Index* (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) se mantuvo en niveles similares a los registrados en los dos trimestres anteriores, próximo a sus medias de largo plazo, y señalaba la continuación de la sólida expansión de la actividad mundial. Los indicadores de sentimiento económico también han mejorado en los últimos meses.

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

disminución de la volatilidad. Entre las economías emergentes, las tasas de interés han descendido en varias economías importantes, contribuyendo a una moderada relajación de las condiciones financieras, y las entradas de capital han aumentado con fuerza.

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

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

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

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

En Japón se espera que la expansión económica siga siendo sólida, favorecida por factores internos y externos. Aunque es probable que la disminución del apoyo fiscal sea un obstáculo para el crecimiento, se prevé que la actividad económica se vea respaldada por el afianzamiento de la demanda externa, el aumento de la inversión privada asociada a unos beneficios elevados y a la creciente escasez de mano de obra y de capacidad, así como por unas condiciones de financiamiento favorables. No obstante, se espera que el aumento del Impuesto al Valor Agregado (IVA), prevista para octubre de 2019, tenga un impacto negativo sobre la actividad económica tras su aplicación.

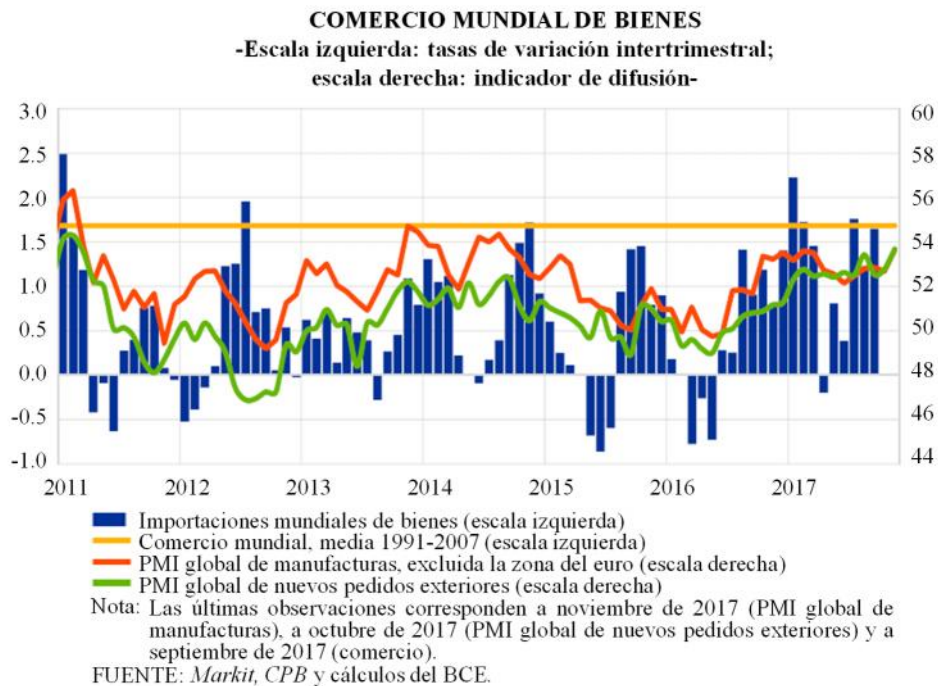
En China, la actividad continúa su expansión a un ritmo sólido, respaldada por la resistencia del consumo y un mercado de la vivienda todavía vigoroso. Las perspectivas a corto plazo están dominadas por el hecho de que las autoridades han considerado prioritaria la estabilidad del crecimiento, habida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

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

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

El crecimiento del comercio mundial se mantuvo sólido en el segundo trimestre, y las perspectivas siguen siendo positivas en el corto plazo. El ritmo de crecimiento de las importaciones mundiales de bienes sugiere que el comercio internacional continuó

siendo vigoroso en el tercer trimestre del año. Las importaciones de bienes en términos reales se incrementaron un 1.6% en septiembre (en tasa trimestral), debido principalmente a un acusado repunte del avance de las importaciones en las economías emergentes, en particular en Asia y en América Latina. En cambio, en las economías avanzadas, los datos de septiembre apuntan a cifras negativas para Estados Unidos de Norteamérica y Japón, confirmando la caída de las importaciones (de bienes y servicios) en las cuentas nacionales publicadas. Los indicadores adelantados parecen confirmar la solidez de la evolución del comercio mundial, y el PMI de nuevos pedidos exteriores permanecía en niveles elevados al principio del cuarto trimestre.



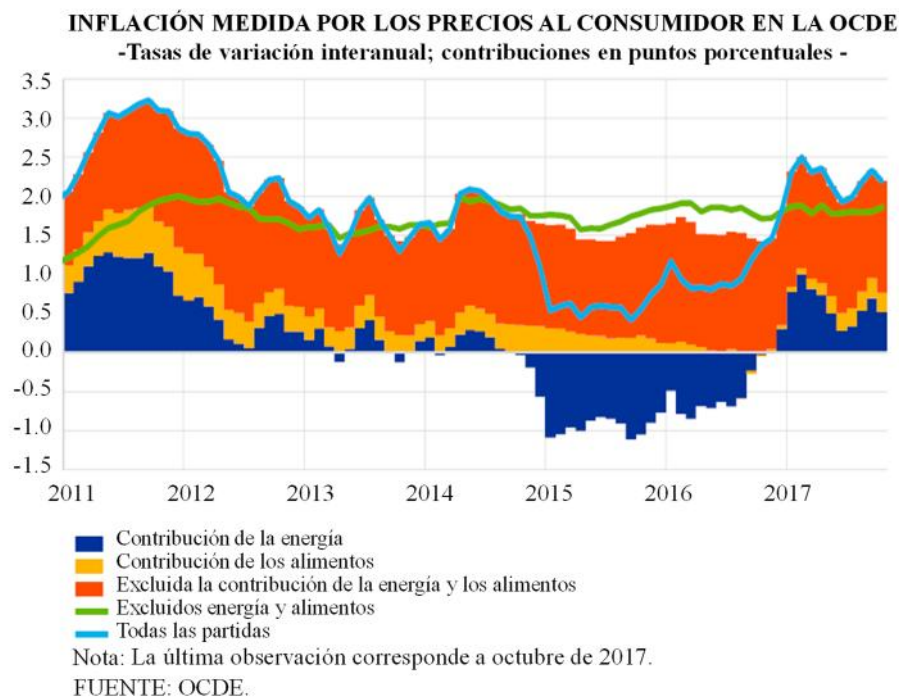
A más largo plazo, se espera que el comercio mundial continúe creciendo. La fortaleza de los indicadores y de las encuestas sobre comercio, junto con las reiteradas sorpresas al alza, podrían sugerir que el comercio mundial está mostrando un impulso cíclico mayor de lo previsto anteriormente, relacionado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

En general se prevé que el crecimiento mundial se mantenga prácticamente estable durante el horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, el crecimiento del PIB mundial (excluida la zona del euro) aumentará desde el 3.7% en 2017 hasta el 3.9% en 2018, antes de retornar de forma paulatina al 3.7% en 2020. Esta evolución es el resultado de la desaceleración gradual que experimentarán las economías avanzadas, donde el ciclo está más maduro, a lo largo del horizonte de proyección, lo que se compensará con un mayor dinamismo en las economías emergentes, en particular en América Latina. Se prevé que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro avance 5.5% en 2017, un 4.4% en 2018, un 3.8% en 2019 y un 3.5% en 2020. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2017, el PIB mundial solo se ha revisado ligeramente al alza para 2017-2018. El crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección, como consecuencia de revisiones de los datos y de una valoración más positiva de la evolución en el mediano plazo.

Los riesgos para las perspectivas de actividad mundial se sitúan al alza en el corto plazo, pero siguen sesgados a la baja en el mediano plazo. Por lo que respecta a los riesgos al alza, cabe la posibilidad de que la mejora de la confianza se traduzca en una reactivación de la actividad más rápida de lo previsto. Un estímulo fiscal mayor de lo esperado, que actualmente es objeto de debate en el Congreso de Estados Unidos de Norteamérica, también representa un riesgo al alza moderado para el crecimiento mundial y de ese país. No obstante, a mediano plazo predominan los riesgos a la baja, como un aumento del proteccionismo comercial, un endurecimiento repentino de las condiciones financieras a escala global (que podría afectar, en particular, a las economías emergentes vulnerables), posibles perturbaciones asociadas al proceso de reformas y de liberalización en China, así como la incertidumbre política y geopolítica, incluida la relacionada con las negociaciones sobre las relaciones futuras entre Reino Unido y la Unión Europea.

Evolución mundial de los precios

La inflación mundial medida por los precios al consumidor disminuyó ligeramente en octubre, ya que los precios de la energía experimentaron una desaceleración. Tras aumentar en los meses anteriores por la mayor contribución de los precios de la energía, la inflación anual de los precios al consumidor en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) disminuyó hasta situarse en el 2.2% en octubre. No obstante, si se excluyen la energía y los alimentos, en esos países, la inflación anual se incrementó hasta el 1.9%, después de permanecer estable, en el 1.8%, durante los cinco meses anteriores.



Los precios del petróleo han seguido aumentando en las últimas semanas. Los precios del Brent subieron de 50 dólares estadounidenses por barril a mediados de agosto a más de 64 dólares recientemente. El aumento de estos precios se vio favorecido por las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo y los recientes acontecimientos en Venezuela, el afianzamiento de las expectativas de ampliación del acuerdo entre la

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

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

¿Qué factores determinan los precios de los metales?

Entender los factores que determinan los precios de los metales es importante para evaluar cómo repercuten en los precios de la zona del euro. En este recuadro se analizan los determinantes de la evolución de los precios de los metales desde 1998, prestando especial atención al repunte que registraron entre junio y septiembre de 2017, período en el que los precios del aluminio, el cobre y el mineral de hierro aumentaron simultáneamente alrededor de un 10 por ciento.

Aunque reciben menos atención que los precios del petróleo, los precios de los metales también han experimentado grandes fluctuaciones desde finales de 2003. Los precios de los metales se mantuvieron relativamente estables entre 1995 y

finales de 2003. Posteriormente aumentaron con fuerza hasta mediados de 2011 (a excepción de una disminución registrada durante la recesión global), disminuyeron hasta principios de 2016 y a partir de entonces empezaron a incrementar de nuevo. En septiembre de 2017, los precios se situaban alrededor de un 75% por encima de los observados en 1995, impulsados por el mineral de hierro y el cobre, mientras que los precios del aluminio permanecieron más estables durante ese período.

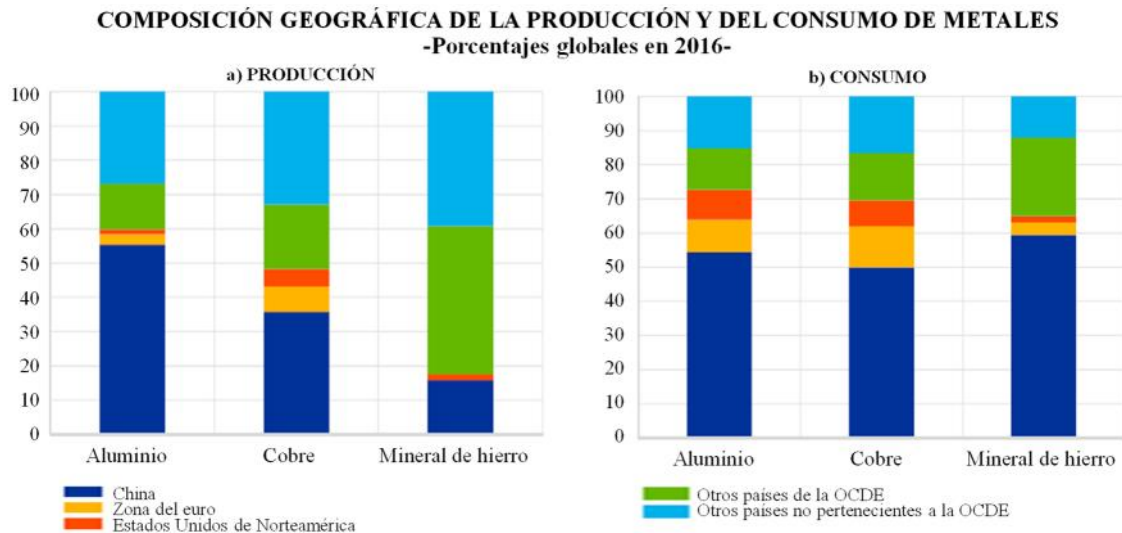


Nota: El índice de precios de los metales incluye aluminio, cobre, plomo, níquel, acero, estaño, zinc y mineral de hierro. Las ponderaciones se basan en las importaciones a países de la zona del euro (véase la gráfica: *Composición geográfica de la producción y del consumo de metales*).

FUENTE: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) y cálculos del BCE.

Gracias al intenso crecimiento económico experimentado en la última década, China se ha convertido en el principal consumidor de metales y, en el caso de algunos de ellos, también en el mayor productor. China acapara entre el 50 y el 60% del consumo mundial de metales, y representa en torno al 50 y al 35% de la producción mundial de aluminio y de cobre, respectivamente. Sin embargo, el consumo de mineral de hierro en este país registró un descenso, pasando del 70% en 2014 al 60% en 2015, debido al reequilibrio gradual de la economía china en favor de los servicios, en detrimento de las actividades intensivas en materias primas. Asimismo, las inquietudes medioambientales contribuyeron al descenso de

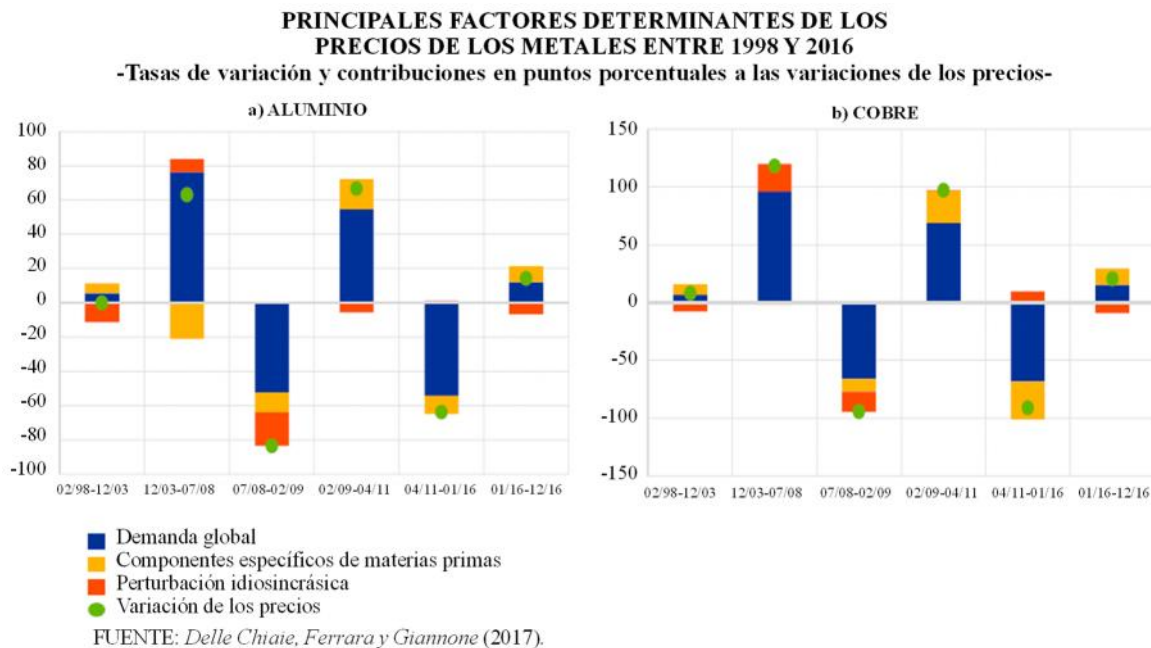
la producción de acero en China y tuvieron un impacto negativo en la demanda de mineral de hierro.



Nota: En el panel a), los datos correspondientes al aluminio y al cobre proceden de *World Bureau of Metal Statistics (WBMS)* y reflejan principalmente la producción primaria y la producción de refinado, respectivamente. Los datos de mineral de hierro se basan en la producción minera de mineral de hierro utilizable y proceden de *United States Geological Survey (USGS)*. En el panel b), se utilizan las mismas fuentes de datos para el consumo. No se dispone de información sobre el consumo de mineral de hierro en 2016 y se sustituye por datos de 2015.
FUENTE: *Bloomberg* y cálculos del BCE.

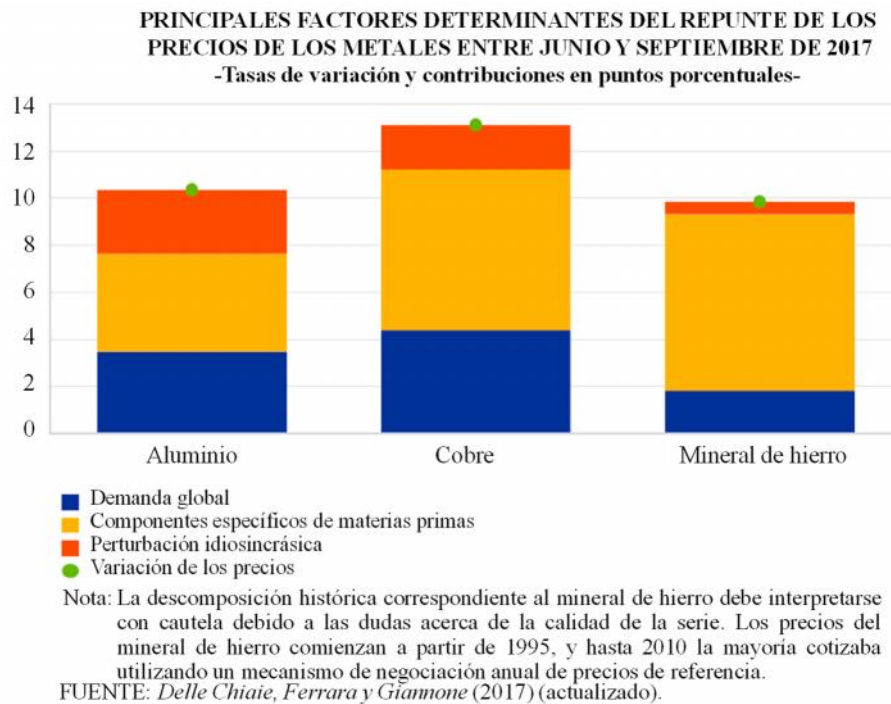
Si bien los factores de demanda han sido determinantes clave de las fluctuaciones de los precios de los metales durante las dos últimas décadas, las estimaciones basadas en modelos sugieren que el reciente repunte de estos precios también estuvo impulsado por factores de oferta. Para explicar los principales factores determinantes del repunte se utiliza un modelo de factores dinámicos en un amplio panel de precios de bienes energéticos y no energéticos, como el desarrollado por Delle Chiaie, Ferrara y Giannone (2017)^{1/}. Este enfoque parte del supuesto de que las perturbaciones específicas en los mercados de materias primas, como las de oferta en materias primas concretas, suelen ser idiosincrásicas y, por tanto, tienden a compensarse cuando se considera un amplio conjunto de precios de las materias primas. Por el contrario, los cambios sostenidos del componente común (el factor global) tienden a indicar variaciones de la demanda motivados por el ciclo económico mundial. El factor (de demanda) global refleja gran parte de las

fluctuaciones de los precios de los metales y ha sido muy relevante desde que comenzó la década de 2000, debido principalmente a la creciente importancia de China. No obstante, si se analiza el período más reciente, el incremento simultáneo de los precios de los tres metales de alrededor del 10% entre junio y septiembre de 2017 fue atribuible, fundamentalmente, a los componentes específicos, que deberían reflejar los factores de oferta, ya que se plasman en las contribuciones de los componentes específicos e idiosincrásicos (véase la gráfica: *Principales factores determinantes del repunte de los precios de los metales entre junio y septiembre de 2017*). El aumento de la demanda global también influyó, aunque en menor medida que la oferta.



Estos resultados están en consonancia con la evolución de los mercados de metales durante este período. La producción de cobre disminuyó en Chile y en Perú debido a las condiciones meteorológicas y a algunas huelgas mineras, mientras que la escasez de suministro en Australia y Brasil favoreció el incremento de las cotizaciones del mineral de hierro. Los precios del aluminio también registraron un alza como consecuencia de la fuerte demanda global y de la política de China de

reducir la sobreproducción y la contaminación mediante el cierre de fábricas. Desde el comienzo de octubre de 2017, los precios de los metales han aumentado ligeramente (en torno al 2%), debido sobre todo a la evolución del mineral de hierro, cuyos precios se elevaron como resultado de la creciente demanda de mineral de hierro de alta calidad después de una reestructuración de la industria siderúrgica en China, afectada por la aplicación de las reformas medioambientales.



Pese a los recientes incrementos de los precios de los metales, la mayoría de las previsiones señalan que los precios del cobre, del aluminio y del mineral de hierro se estabilizarán o disminuirán. Si bien los mercados de futuros sugieren una estabilización de los precios de los metales, las previsiones de *Consensus Economics* apuntan a una disminución de alrededor del 7% para mediados de 2019, dado que el incremento de la demanda se verá previsiblemente contrarrestado por el aumento de la oferta. Las proyecciones del Banco Mundial indican que el retroceso de los precios de los metales será algo más acusado y, en el caso del mineral de hierro, se espera que el descenso se sitúe en el entorno del 30% a finales

de 2019. También se prevé una caída de alrededor del 11% en los precios del cobre y del aluminio. China probablemente desempeñará un papel importante en la evolución de los precios de los metales, afectados en gran medida por las políticas medioambiental y de seguridad de China y por el crecimiento de la demanda de metales, que tendrá un efecto mayor sobre el mineral de hierro que sobre el cobre y el aluminio. Los riesgos al alza para estas previsiones incluyen interrupciones inesperadas en la producción, mientras que los riesgos a la baja están relacionados con un crecimiento inferior a lo previsto de la demanda en China y con menores restricciones a la producción en sus industrias pesadas.

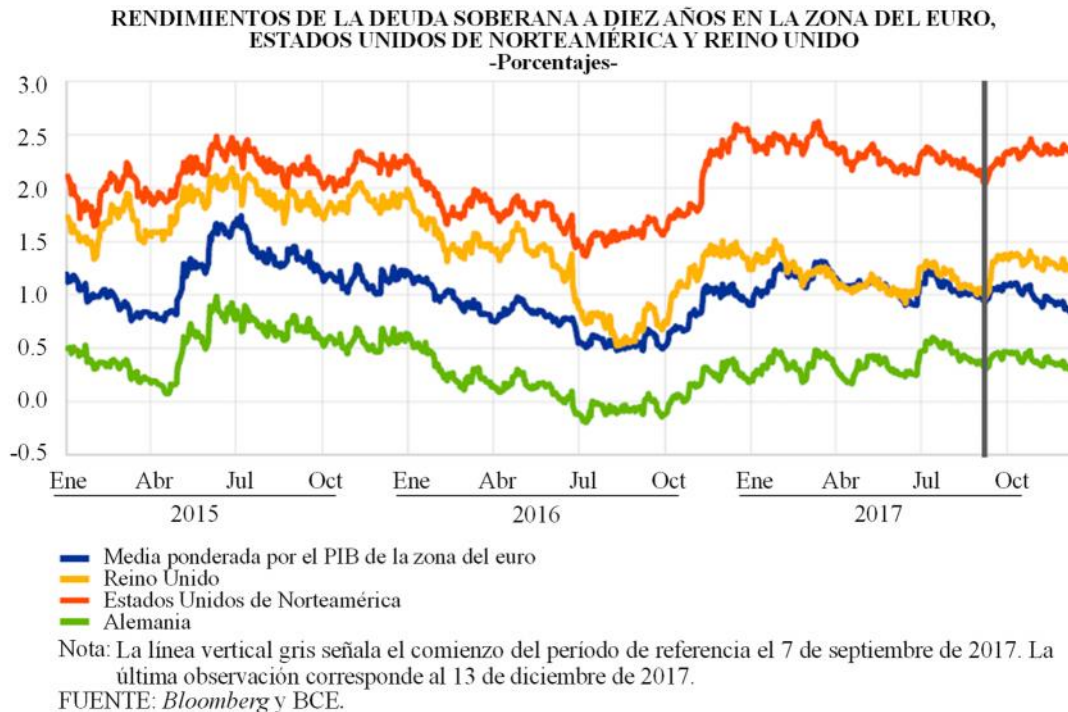
La evolución de los precios de los metales influye en la evaluación de las perspectivas de inflación de la zona del euro y los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. Las fluctuaciones de los precios de los metales afectan a la inflación principalmente a través de su impacto en la cadena de producción y de distribución, dado que los metales representan una proporción bastante reducida del consumo. Además, como afectan primordialmente a la industria y apenas influyen en los servicios, su impacto es más relevante en los países con un sector industrial significativo que en las economías orientadas a los servicios. En comparación con el impacto del petróleo, el efecto de los precios de los metales sobre la inflación es limitado, puesto que no le afectan directamente a través de los precios de la energía medidos por el IAPC. Según algunas estimaciones, una caída del 10% en los precios de las materias primas industriales se traduce en un descenso del 0.15% en el IAPC de la zona del euro, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, en un horizonte temporal de tres años^{2/}.

^{1/} S. Delle Chiaie, L. Ferrara y D. Giannone, “*Common factors of commodity prices*”, *Working Paper Series*, n.º 2112, BCE, noviembre de 2017.

^{2/} Para un análisis del impacto de los precios de las materias primas, véase B. Landau y F. Skudelny, “*Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area*”, *Working Paper Series*, n.º 1104, BCE, noviembre de 2009.

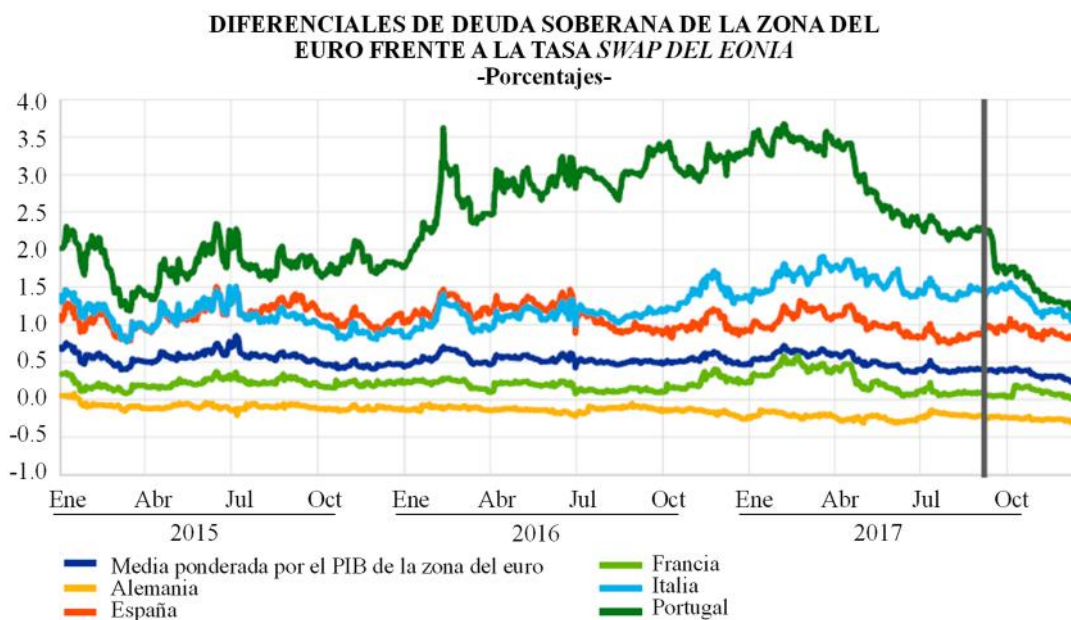
Evolución financiera de la Zona del Euro

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



Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro han disminuido ligeramente desde principios de septiembre. Durante el período de referencia (del 7 de septiembre al 13 de diciembre de 2017), el rendimiento de la deuda soberana alemana a diez años se incrementó 2 puntos básicos, hasta situarse en el 0.32%. Sin embargo, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB

disminuyó 5 puntos básicos, hasta el 0.88%, como consecuencia de las caídas de carácter idiosincrásico que registraron estos rendimientos en algunos países de la zona. En Estados Unidos de Norteamérica y Reino Unido, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo aumentaron 30 puntos básicos y 24 puntos básicos, y se situaron en el 2.34% y el 1.21%, respectivamente. Las tasas de interés a largo plazo de la zona del euro se han mantenido contenidos, en general, desde comienzos de septiembre, y no han reflejado los incrementos en otros países, debido a las expectativas de los mercados sobre la política monetaria de la zona del euro. En Estados Unidos de Norteamérica, el aumento estuvo impulsado, en parte, por las perspectivas de reforma tributaria, mientras que en Reino Unido uno de los factores determinantes fue la revisión de la senda futura de la política monetaria.

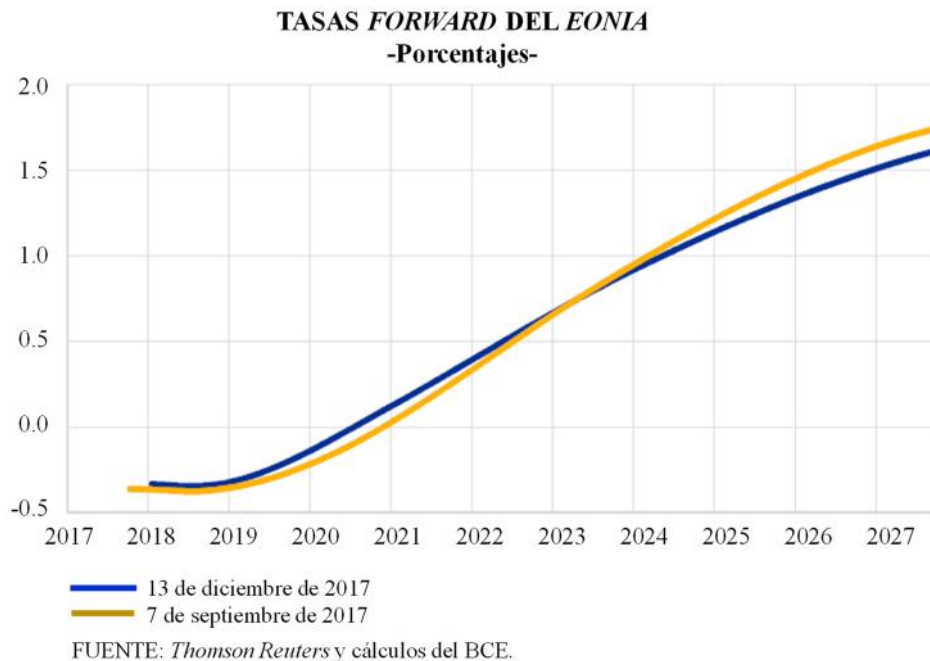


Nota: El diferencial se calcula restando la tasa *swap del eonia* a diez años del rendimiento de la deuda soberana. La línea vertical gris señala el comienzo del periodo de referencia el 7 de septiembre de 2017. La última observación corresponde al 13 de diciembre de 2017.

FUENTE: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los diferenciales de deuda soberana frente a las tasas *swap del eonia* libres de riesgo disminuyeron en varios países de la zona del euro. Estas disminuciones oscilaron entre 3 puntos básicos en Alemania y 20 puntos básicos en Italia, y alrededor de 100 puntos básicos en Portugal. En estos dos últimos países, la valoración más favorable de la

calidad crediticia de la deuda soberana por parte de algunas de las principales agencias de calificación contribuyó a la compresión de los diferenciales, en consonancia con la mejora general del entorno macroeconómico de la zona del euro. Asimismo, el descenso del rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB fue consecuencia, en gran medida, de las caídas de carácter idiosincrásico observadas en Portugal y en Italia (véase la gráfica titulada: *Rendimientos de la deuda soberana a diez años en la zona del euro, Estados Unidos de Norteamérica y Reino Unido*).



La curva de tasas *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (*eonia*) se mantuvo prácticamente sin variación. Esta curva se desplazó levemente al alza en los plazos cortos y registró un ligero movimiento a la baja en los plazos más largos. El hecho de que la curva se mantenga en niveles negativos hasta mediados de 2020, aproximadamente, es acorde con las expectativas de los participantes en los mercados de que el tipo de interés de la facilidad de depósitos del BCE seguirá siendo negativo durante un período prolongado.

El *eonia* se situó, en promedio, en -35 puntos básicos. Como resultado de factores idiosincrásicos, el *eonia* se incrementó hasta registrar un máximo de -24 puntos básicos a finales de noviembre. El exceso de liquidez aumentó alrededor de 121 mil millones de euros, hasta una cifra aproximada de mil 898 miles de millones de euros, debido a las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP) del Eurosistema. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el siguiente recuadro.

**DIFERENCIALES DE LOS VALORES DE RENTA FIJA PRIVADA
DE LA ZONA DEL EURO
-Puntos básicos-**

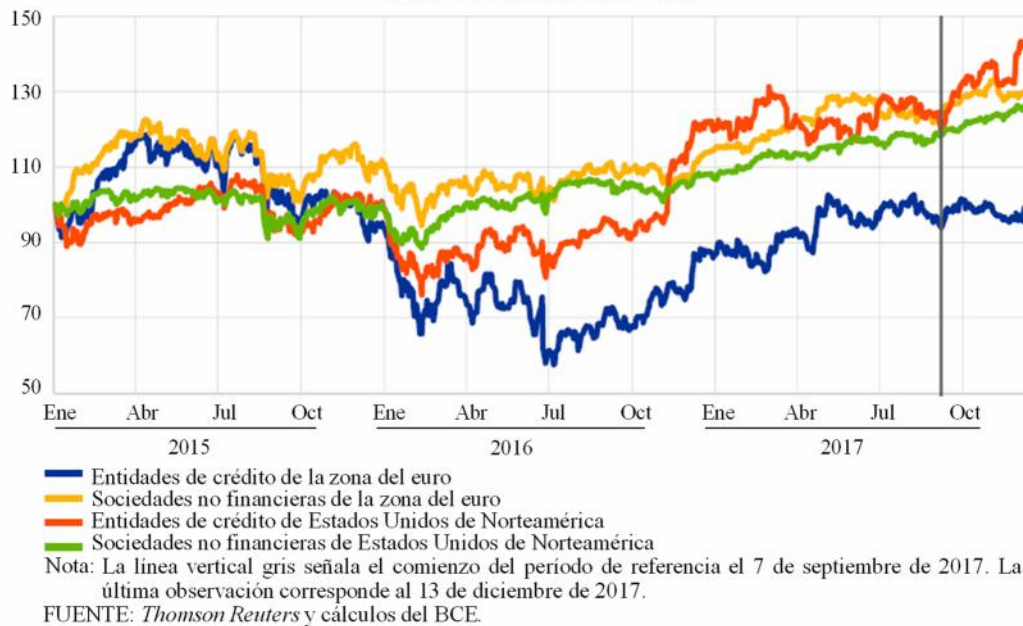


Los diferenciales de los valores de renta fija privada continuaron disminuyendo durante el período considerado. El 7 de diciembre, los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión (respecto a la media de la correspondiente curva de rendimientos de los bonos con calificación AAA de la zona del euro) se contrajeron, en promedio, 16 puntos básicos con respecto a principios de septiembre y se situaron unos 80 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio del programa de compras de bonos corporativos. Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero con

calificación inferior al grado de inversión también se estrecharon, 11 y 16 puntos básicos, respectivamente. Los reducidos niveles y la compresión adicional de los diferenciales de los valores de renta fija privada están en consonancia con el fortalecimiento de la recuperación económica.

Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y de las entidades de crédito de la zona del euro eran alrededor de 4% más elevados al final del período considerado, debido en parte a la disminución de los riesgos geopolíticos percibidos. Las cotizaciones de la zona del euro también siguen sustentándose en las sólidas perspectivas económicas y en el consiguiente aumento de las expectativas de beneficios.

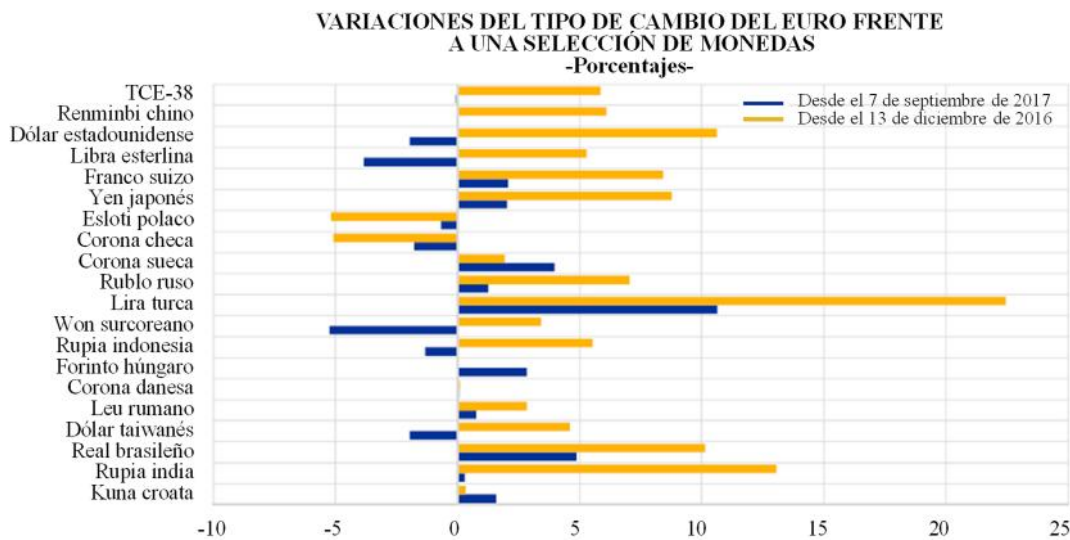
ÍNDICES BURSÁTILES DE LA ZONA DEL EURO Y DE ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA
-Índice: 1 de enero de 2015 = 100-



Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y de las entidades de crédito de Estados Unidos de Norteamérica eran, respectivamente, 7 y 19% más altos al final del período de referencia, reflejo también de la percepción favorable de los mercados de la reforma del impuesto sobre sociedades en dicho país. En la zona del euro, las

expectativas de los mercados relativas a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles disminuyeron ligeramente y permanecieron en los bajos niveles que han prevalecido durante 2017, mientras que en Estados Unidos de Norteamérica experimentaron una caída en general.

En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido básicamente invariable. No obstante, este dato oculta una evolución desigual en los distintos pares de monedas. Desde el máximo alcanzado al comienzo del período de referencia, el euro se ha depreciado un 2% frente al dólar estadounidense, como reflejo de las expectativas sobre las políticas futuras y los correspondientes datos macroeconómicos publicados. La moneda única también se devaluó frente a la libra esterlina (un 3.8%) y frente a las monedas de varias economías emergentes de Asia. El euro se apreció frente a las monedas de algunas economías emergentes y avanzadas, entre ellas, el franco suizo (un 2.1%), el yen japonés (un 2%) y el renminbi chino, así como frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, con la excepción del esloti polaco y la corona checa, frente a las cuales se depreció un 0.7% y un 1.8%, respectivamente.



Nota: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 13 de diciembre de 2017.

FUENTE: BCE.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 26 de julio y el 31 de octubre de 2017

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2017, comprendidos entre el 26 de julio y el 12 de septiembre y entre el 13 de septiembre y el 31 de octubre, respectivamente. Durante este período, las tasas de interés aplicadas a las operaciones principales de financiamiento (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0.00, el 0.25 y el -0.40%, respectivamente.

Paralelamente, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), estando previsto realizar compras mensuales por importe de 60 mil millones de euros, en promedio. Este ritmo de compras se mantendrá hasta diciembre de 2017, y posteriormente se reducirá hasta los 30 mil millones de euros al mes, en promedio, hasta septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuese necesario.

Necesidades de liquidez

En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en un billón 212 mil 500 millones de euros, lo que representa un incremento de 43 mil 700 millones de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercero y el cuarto períodos de mantenimiento de 2017). Las mayores necesidades de liquidez fueron atribuibles al aumento de 43 mil 900 millones de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de un billón 90 mil 200 millones de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas

mínimas se redujeron ligeramente, en 200 millones de euros, hasta situarse en 122 mil 200 millones de euros.

El incremento de los factores autónomos netos agregados, que implica una absorción de liquidez, fue resultado, principalmente, de una disminución de los factores de inyección de liquidez. Los activos exteriores netos fueron los que más contribuyeron, con una caída de 33 mil millones de euros, hasta un importe de 637 mil millones de euros, en promedio, en el período analizado. Los activos netos denominados en euros también se redujeron hasta situarse, en promedio, en 306 mil 100 millones de euros, 26 mil 300 millones de euros por debajo del importe del período de referencia anterior.

Los factores autónomos de absorción de liquidez también disminuyeron durante el período analizado, compensando, en cierta medida, la evolución de los factores autónomos de inyección de liquidez. Los otros factores autónomos fueron los que más contribuyeron, con un descenso de 30 mil 100 millones de euros, hasta un importe de 690 mil 300 millones de euros. El incremento de los billetes en circulación y de los depósitos de las Administraciones Públicas, de 11 mil 500 millones de euros y 3 mil 400 millones de euros, respectivamente, tuvo un efecto compensatorio en el nivel de los factores autónomos de absorción de liquidez.

La volatilidad de los factores autónomos siguió siendo elevada y prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior. La volatilidad reflejó principalmente las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas y de los activos netos denominados en euros.

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA							
	26 de julio de 2017 a 31 de octubre de 2017	3 de mayo de 2017 a 25 de julio de 2017	Sexto período de mantenimiento	Quinto período de mantenimiento			
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	2 033.1	-15.3	2 048.3	2 046.7	+27.2	2 019.5	-52.2
Billetes en circulación	1 142.7	+11.5	1 131.2	1 142.8	+0.3	1 142.5	+6.2
Depósitos de las AAPP	200.1	+3.4	196.7	218.3	+36.4	181.8	-47.9
Otros factores autónomos	690.3	-30.1	720.5	685.6	-9.5	695.1	-10.4
Cuentas corrientes	1 248.0	+74.0	1 174.0	1 253.3	+10.5	1 242.7	+73.5
Instrumentos de política monetaria	752.0	+35.0	717.0	770.4	+36.7	733.6	+15.7
Exigencias de reservas mínimas	122.2	-0.2	122.5	122.3	+0.1	122.2	-0.4
Facilidad de depósito	629.8	+35.2	594.5	648.1	+36.6	611.4	+16.1
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0.0	+0.0	0.0	0.0	+0.0	0.0	+0.0
Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	943.2	-59.2	1 002.4	937.0	-12.3	949.3	-34.0
Activos exteriores netos	637.0	-33.0	670.0	635.0	-4.0	639.0	-17.8
Activos netos denominados en euros	306.1	-26.3	332.4	302.0	-8.3	310.3	-16.2
Instrumentos de política monetaria	2 966.8	+152.3	2 814.4	3 010.0	+85.9	2 924.3	+71.4
Operaciones de mercado abierto	2 966.5	+152.3	2 814.2	3 010.0	+86.9	2 924.0	+71.4
Operaciones de subasta	772.7	-6.0	778.7	771.6	-2.2	773.8	-2.7
OPF	6.1	-5.4	11.5	6.7	+1.2	5.5	-3.9
OPFML a tres meses	8.4	+2.3	6.1	8.3	-0.2	8.5	+1.8
Operaciones TLTRO-I	18.6	-2.6	21.1	17.2	-2.7	19.9	-0.6
Operaciones TLTRO-II	739.6	-0.3	739.9	739.4	-0.5	739.8	-0.1
Carteras en firme	2 193.8	+158.3	2 035.5	2 238.4	+88.2	2 150.2	+74.1
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	7.2	-0.8	8.0	6.9	-0.5	7.4	-0.3
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4.9	-0.7	5.5	4.8	-0.1	4.9	-0.4
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	229.7	+8.4	221.3	232.7	+5.8	226.9	+3.6
Programa para los mercados de valores	91.2	-7.2	98.3	90.5	-1.2	91.8	-6.5
Programa de compras de bonos de titulización de activos	24.6	+0.6	24.0	24.6	-0.1	24.6	+0.4
Programa de compras de valores públicos	1 725.5	+139.9	1 585.6	1 762.6	+73.4	1 689.2	+69.5
Programa de compras de bonos corporativos	110.8	+18.0	92.8	116.2	+10.8	105.4	+7.7
Facilidad marginal de crédito	0.3	+0.0	0.2	0.2	-0.1	0.3	+0.0
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	1 212.5	+43.7	1 168.7	1 232.3	+39.7	1 192.6	-18.7
Factores autónomos*	1 090.2	+43.9	1 046.3	1 110.0	+39.6	1 070.4	-18.2
Exceso de liquidez	1 755.3	+109.5	1 645.8	1 778.8	+47.1	1 731.7	+90.1
Evolución de las tasas de interés (porcentajes)							
OPF	0.00	+0.00	0.00	0.00	+0.00	0.00	+0.00
Facilidad marginal de crédito	0.25	+0.00	0.25	0.25	+0.00	0.25	+0.00
Facilidad de depósito	-0.40	+0.00	-0.40	-0.40	+0.00	-0.40	+0.00
Eonia	-0.357	+0.001	-0.358	-0.359	-0.003	-0.356	+0.003

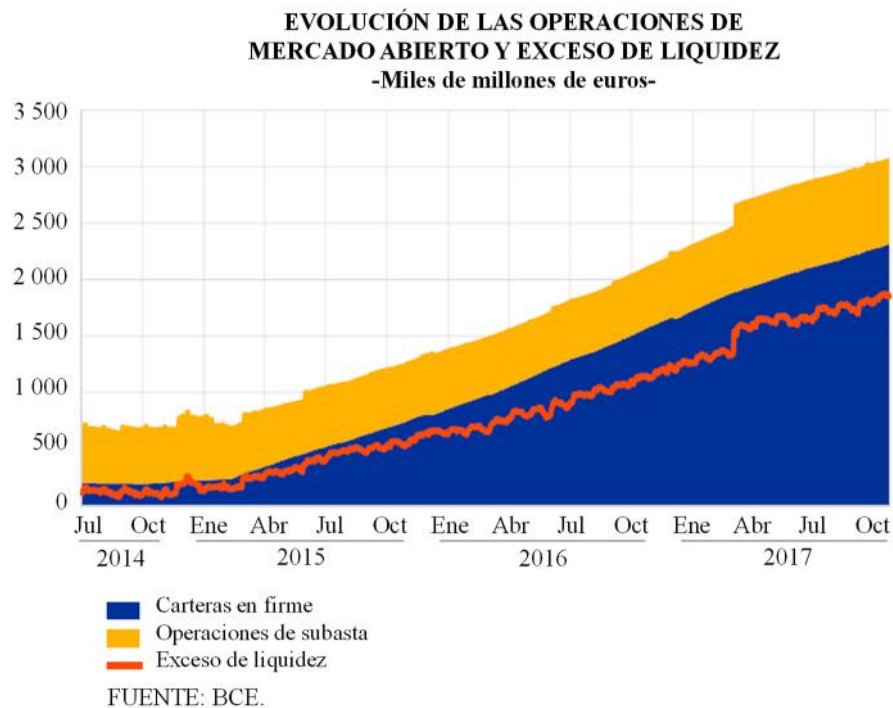
* El valor total de los factores autónomos incluye también "partidas en curso de liquidación".

Nota: Dado que todas las cifras del cuadro están redondeadas, en algunos casos la cifra indicada como variación con respecto al período anterior no representa la diferencia entre las cifras redondeadas presentadas para los dos períodos (con una discrepancia de 0.1 mil millones de euros).

FUENTE: BCE.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —operaciones de subasta y compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 152 mil 300 millones de euros, hasta situarse en 2 billones 966 mil 500 millones de euros (véase la gráfica siguiente). Este aumento fue atribuible en su totalidad al APP, mientras que la demanda descendió ligeramente en las operaciones de subasta.



El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta disminuyó ligeramente (en 6 mil millones de euros) durante el período considerado, situándose en 772 mil 700 millones de euros. Este descenso se debió principalmente a la caída de la liquidez media inyectada a través de las OPF, que se redujo en 5 mil 400 millones de euros. El saldo vivo medio de las TLTRO también disminuyó ligeramente, en 2 mil 800 millones de euros, como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios del financiamiento obtenido en esas operaciones. En

cambio, el volumen medio de liquidez proporcionado mediante las OFPML a tres meses se incrementó en 2 mil 300 millones de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 158 mil 300 millones de euros, hasta situarse, en promedio, en 2 billones 193 mil 800 millones de euros, debido a las compras efectuadas en el marco del APP. La liquidez media proporcionada mediante el programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, el programa de compras de bonos de titulización de activos y el programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 139 mil 900 millones de euros, 8 mil 400 millones de euros, 6 mil millones de euros y 18 mil millones de euros, respectivamente. La reducción de la liquidez resultante de las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores se cifró en 8 mil 600 millones de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez en el período analizado aumentó en 109 mil 500 millones de euros con respecto al período de referencia anterior y se situó en un billón 755 mil 300 millones de euros (véase la gráfica anterior). Como ya se ha señalado, este incremento refleja en gran medida la liquidez proporcionada mediante el APP con un objetivo de compras de 60 mil millones de euros al mes, que se vio compensada en cierto modo por las mayores necesidades de liquidez derivadas de los factores autónomos. Un análisis más detallado del período considerado muestra que el exceso de liquidez aumentó en 90 mil 100 millones de euros en el quinto período de mantenimiento, debido a las compras efectuadas en el marco del APP y a la disminución de los factores autónomos de absorción de liquidez, principalmente

como resultado del descenso de los depósitos de las Administraciones Públicas. En el sexto período de mantenimiento el exceso de liquidez registró un incremento más limitado, de 47 mil 100 millones de euros, ya que la liquidez inyectada a través del APP se compensó hasta cierto punto con las mayores necesidades de liquidez agregadas del sector bancario por el crecimiento de los depósitos de las Administraciones Públicas.

El aumento del exceso de liquidez obedeció a un incremento de 74 mil millones de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en un billón 248 mil millones de euros en el período analizado, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un ascenso adicional de 35 mil 200 millones de euros y se situó en 629 mil 800 millones de euros.

Evolución de las tasas de interés

Las tasas de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximas a la tasa aplicada a la facilidad de depósito, cayendo incluso por debajo de ese nivel para determinadas cestas de activos de garantía en el segmento de operaciones con garantía. En el mercado de operaciones sin garantías, el índice medio de la tasa de interés del euro a un día (*eonia*) se situó, en promedio, en el -0.357% , frente a un nivel medio del -0.358% en el período de referencia anterior. El *eonia* fluctuó dentro de una banda estrecha, con un máximo del -0.345% el último día de agosto de 2017 y un mínimo del -0.366% a mediados de septiembre.

En el mercado de operaciones con garantías, las tasas repo medios a un día del mercado *GC Pooling* descendieron ligeramente para las cestas estándar y ampliada de activos de garantía en relación con el período anterior. La tasa repo medio a un día se situó en el -0.437% en el primer caso y en el -0.402% en el segundo.

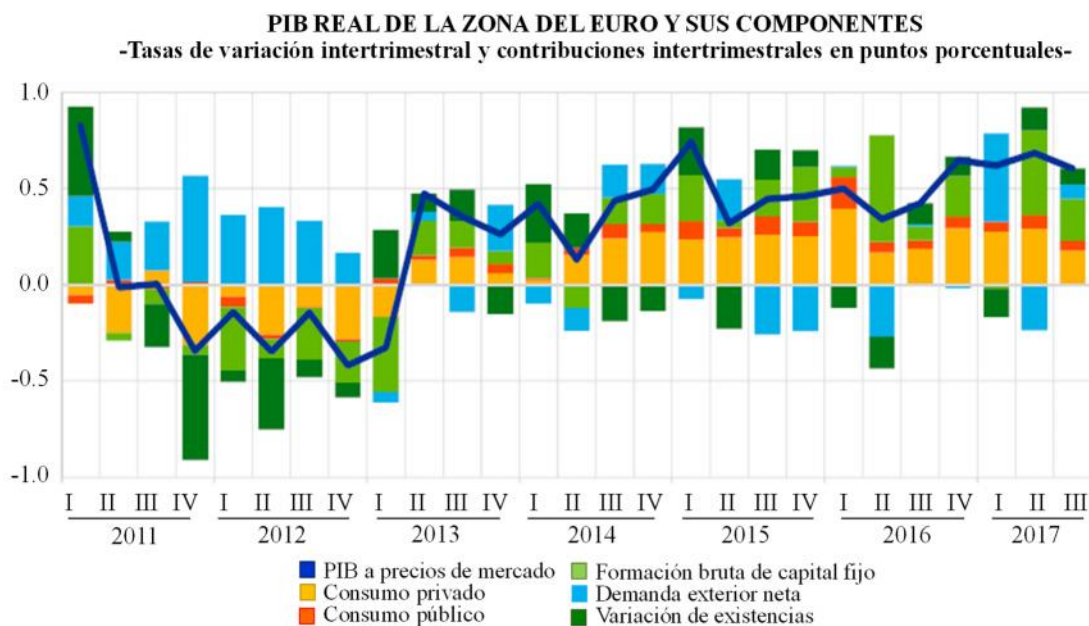
El descenso registrado al final del tercer trimestre de 2017 en las tasas repo principales, similar al observado en junio de 2017, fue relativamente moderado en

comparación con el observado tanto a finales de 2016 como a finales del primer trimestre de 2017, lo que sugiere que los participantes en los mercados han adoptado prácticas más eficientes en la gestión de activos de garantía. Asimismo, esta evolución también indica los efectos positivos del uso de efectivo como garantía en las operaciones de préstamo de valores efectuadas en el marco del PSPP.

Actividad económica de la Zona del Euro

La expansión económica de la zona del euro sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores. El avance del PIB se sustenta en el crecimiento del consumo privado y la inversión, así como en las exportaciones, que se benefician de la recuperación generalizada a escala mundial. Los resultados de las encuestas más recientes y los últimos datos disponibles confirman la dinámica de fuerte crecimiento a corto plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado sustancialmente al alza en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017. Según estas proyecciones, el PIB real de la zona del euro se incrementará un 2.4% en 2017, un 2.3% en 2018, un 1.9% en 2019 y un 1.7% en 2020.

La expansión económica de la zona del euro mantiene su dinamismo y es generalizada en los distintos países y sectores. El PIB aumentó un 0.6%, en tasa trimestral, en el tercer trimestre de 2017, tras el avance del 0.7% registrado en el trimestre anterior. El principal factor impulsor continuó siendo la demanda interna, especialmente el gasto en inversión en capital fijo y, en menor medida, la demanda exterior neta y la variación de existencias. Por el lado de la producción, la mejora de la actividad fue generalizada, con un fuerte crecimiento del valor agregado en la industria (excluida la construcción) y ligeramente menor en la construcción y los servicios.



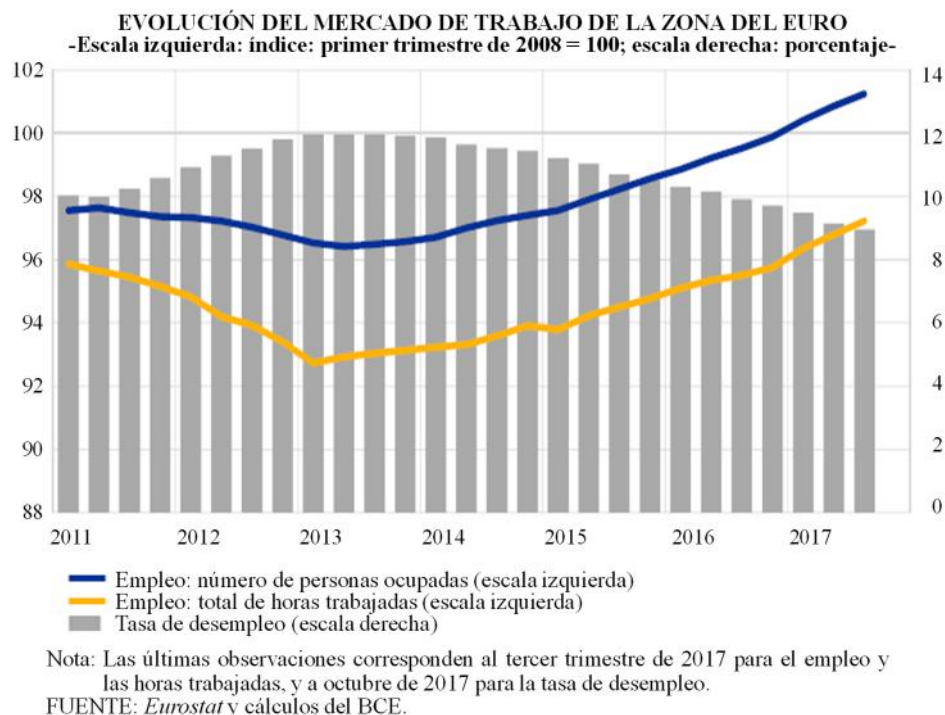
Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

FUENTE: Eurostat.

Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen mostrando un intenso dinamismo. En el tercer trimestre de 2017, el empleo aumentó de nuevo, un 0.4% en tasa trimestral, lo que se tradujo en un incremento anual del 1.7%. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 1.2% por encima del máximo anterior a la crisis, registrado en el primer trimestre de 2008. El total de horas trabajadas también siguió recuperándose, pero las horas medias trabajadas por persona ocupada se han mantenido prácticamente estables porque, aunque, en promedio, tanto los empleados a tiempo completo como a tiempo parcial trabajaron más horas, estos aumentos se vieron contrarrestados por un cambio en la composición del empleo hacia una proporción más elevada de trabajadores a tiempo parcial⁴. La tasa de desempleo de la zona del euro fue del 8.8% en octubre de 2017, el nivel más bajo desde enero de 2009. El descenso del desempleo fue generalizado en los distintos grupos de edad y en ambos sexos. El desempleo de larga duración (es decir, el número de personas que lleva al menos doce meses en situación de desempleo expresado en porcentaje de la población activa) también ha seguido

⁴ Véase el recuadro titulado “Factores determinantes de la evolución de las horas medias trabajadas por persona empleada desde 2008”, Boletín Económico, número 6, BCE, 2016.

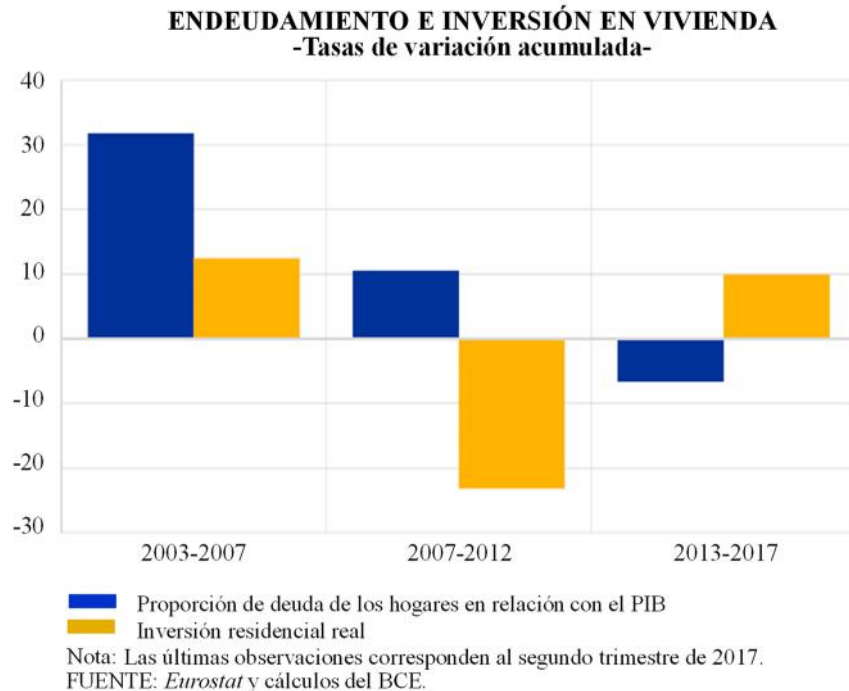
disminuyendo, pero permanece muy por encima del nivel anterior a la crisis. La información procedente de las encuestas apunta a que las condiciones de los mercados de trabajo continuarán mejorando en los próximos meses. Asimismo, en algunos países y sectores se observan cada vez más señales de escasez de mano de obra.



La mejora de los mercados de trabajo continúa sosteniendo el crecimiento de la renta y el gasto en consumo. En el tercer trimestre de 2017, la tasa de crecimiento trimestral del consumo privado se redujo ligeramente y se situó en el 0.3%, frente al 0.5% del trimestre anterior. Este crecimiento, especialmente el de los bienes duraderos, se ha sustentado en la recuperación de las condiciones de los mercados de trabajo y en el aumento del salario real por trabajador. Las medidas de política monetaria del BCE, que han relajado las condiciones de financiamiento, también continúan favoreciendo el gasto de los hogares. La tasa de ahorro ha descendido en los últimos trimestres, reflejando principalmente la mejora de la situación económica y financiera de los hogares, y el entorno de las tasas de interés bajas, que está disminuyendo su propensión al ahorro. La confianza de los consumidores volvió a aumentar en noviembre de 2017,

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

Se espera que la recuperación de los mercados de la vivienda continúe impulsando el crecimiento. La inversión residencial se incrementó en un 1.3% en el segundo trimestre de 2017, reflejando la continuación de la recuperación del conjunto de la zona del euro y de muchos de los países que la integran. Desde que comenzó la crisis de la zona, la inversión residencial y el endeudamiento de los hogares han evolucionado en direcciones opuestas. En 2008, el endeudamiento de los hogares empezó a aumentar, mientras que la inversión en vivienda comenzó a disminuir. Desde 2013, esta tendencia se ha invertido y la recuperación de la inversión ha ido acompañada de un desapalancamiento de los hogares. Esta evolución representa un marcado contraste con la observada durante el período anterior a la crisis, en el que tanto el endeudamiento como la inversión experimentaron un alza.



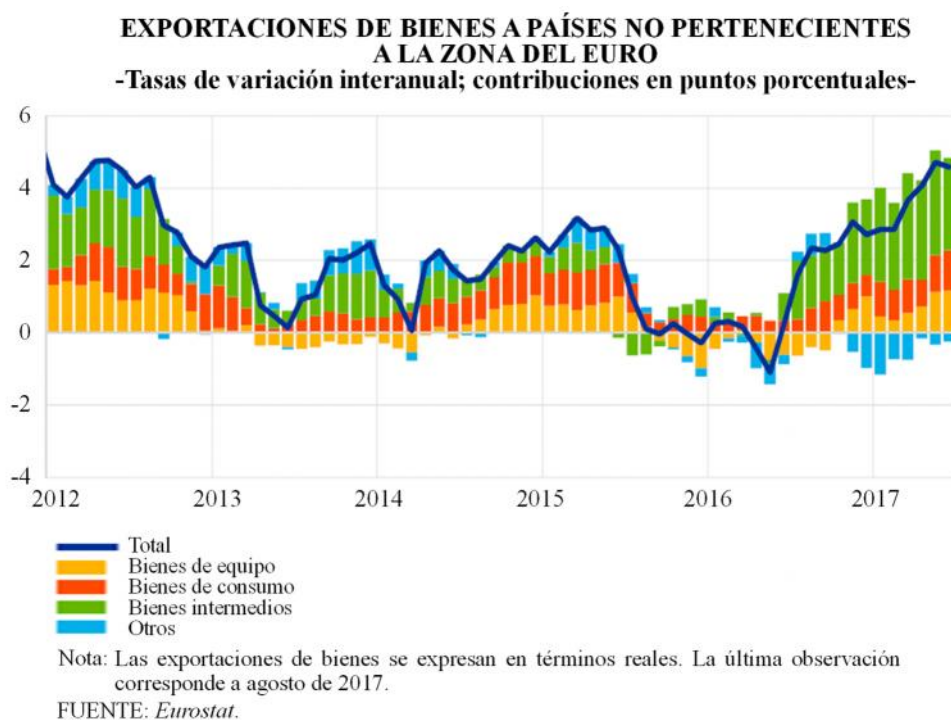
La inversión residencial y los precios de la vivienda continúan estando impulsados por unas condiciones de financiamiento muy favorables, por recomposiciones de carteras en favor de la inversión en vivienda en un contexto de bajos rendimientos de las oportunidades de inversión alternativas a largo plazo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

La inversión empresarial creció a un ritmo sostenido en el tercer trimestre de 2017, y las perspectivas a corto plazo continúan siendo sólidas. En ese trimestre, la tasa de crecimiento trimestral de la inversión, excluida la construcción, se incrementó un 1.9%, tras el avance del 3.9% registrado en el trimestre anterior. La evidencia que se desprende de la encuesta de la Comisión Europea correspondiente al cuarto trimestre sugiere que se considera que las restricciones de oferta han vuelto a aumentar, lo que señala la necesidad de ampliar o racionalizar el stock de capital. Además, la confianza del sector de producción de bienes de equipo sigue siendo elevada, como consecuencia de unas expectativas de producción y unas carteras de pedidos muy favorables. Por último, el moderado crecimiento de la financiación mediante deuda, junto con la marcada recuperación de los precios de las acciones observada en los últimos años, han reducido la ratio de apalancamiento (deuda sobre activos totales) de las sociedades no financieras hasta mínimos históricos, lo que debería permitir a las empresas liberar recursos para destinarlos a actividades de inversión.

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

Las exportaciones de la zona del euro siguen creciendo a un ritmo vigoroso. Los datos mensuales sobre comercio apuntan a un intenso dinamismo de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en el tercer trimestre, en el que se registró un incremento anual del 4.1%, el más pronunciado en seis años (teniendo en cuenta las observaciones correspondientes a julio y agosto), y se sitúan muy por encima de su nivel mediano posterior a la crisis. Este avance representa la continuación del repunte que comenzó en 2016. La evolución favorable de la demanda externa compensó con creces el impacto adverso de la reciente apreciación del euro. Las exportaciones a países no pertenecientes a la UE, concretamente a China y al resto de Asia, son el principal factor determinante de esta dinámica. Los nuevos pedidos del sector manufacturero, superiores a la media, y los indicadores del clima de los mercados de exportación sugieren que el fuerte crecimiento de las exportaciones continuará en los próximos meses y que la pujanza observada en los bienes de equipo e intermedios puede estar

relacionada con un repunte de la inversión a escala mundial. Es posible que la recuperación de la inversión sostenga las exportaciones en el mediano plazo.

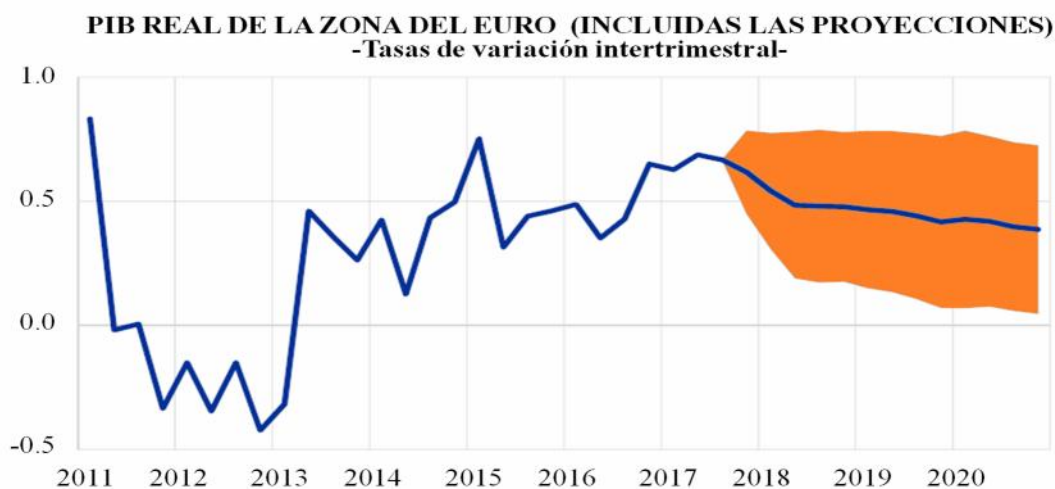


En conjunto, los últimos datos disponibles apuntan, en general, a que el impulso al aumento del crecimiento se mantendrá en el cuarto trimestre de 2017 y en torno al cambio de año, y se espera que el crecimiento continúe siendo vigoroso en 2018. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción siguieron mejorando en noviembre y permanecieron muy por encima de sus niveles medios. Esta evolución sugiere que en el cuarto trimestre de 2017 el crecimiento fue al menos tan intenso como en el trimestre anterior (véase el siguiente recuadro).

Se prevé que la actual expansión económica de la zona del euro prosiga, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE que están transmitiéndose a la economía real. Las menores necesidades de desapalancamiento siguen contribuyendo al crecimiento del gasto privado. El crecimiento del consumo privado se sustenta en la

mejora de las condiciones en los mercados de trabajo, en las bajas tasas de interés y en unas condiciones de financiamiento muy favorables. El aumento de la rentabilidad empresarial y las condiciones de financiamiento muy favorables siguen propiciando la recuperación de la inversión empresarial. Al mismo tiempo, los exportadores de la zona del euro continúan beneficiándose de la actual expansión económica mundial.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB del 2.4% en 2017, el 2.3% en 2018, el 1.9% en 2019 y el 1.7% en 2020. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado sustancialmente al alza. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están básicamente equilibrados.



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

FUENTE: Eurostat y artículo titulado "Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017", publicado en el sitio web del BCE el 14 de diciembre de 2017.

¿Qué nos sugiere la reciente fortaleza de los indicadores de opinión sobre la intensidad y la magnitud del crecimiento del PIB?

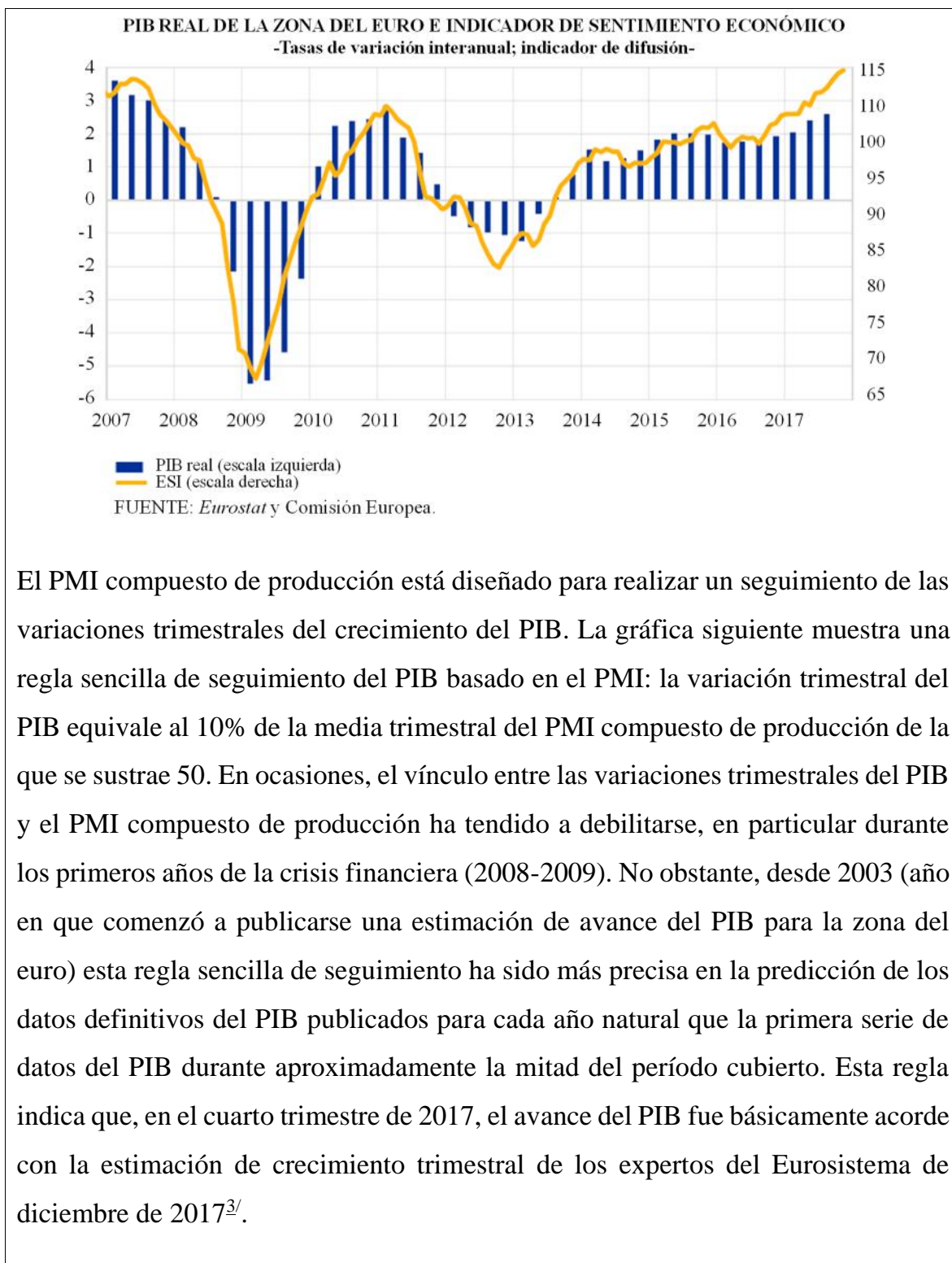
Las encuestas de opinión recientes apuntan a un sólido avance del PIB real, lo que plantea la cuestión de si es previsible que este intenso crecimiento continúe. Por ejemplo, los indicadores cualitativos de las dos encuestas más importantes para la zona del euro –las encuestas de opinión de la Comisión Europea y la encuesta PMI (el PMI es el Índice de Directores de Compras) de IHS Markit– han mostrado una fortaleza notable últimamente, lo que parece indicar que la economía de la zona del euro está registrando un firme crecimiento. Las dos encuestas son objeto de un estrecho seguimiento por parte de los analistas y de los responsables de las políticas económicas porque se consideran un indicador oportuno y con frecuencia único de la evolución económica: los resultados de las encuestas se publican mensualmente (a partir de la tercera semana del mes de referencia), mientras que la estimación preliminar de avance del PIB se publica 30 días después del final del trimestre de referencia. Este recuadro se centra en una serie de datos clave de cada una de estas encuestas: el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) y el PMI compuesto de producción, ya que estos dos indicadores suelen estar más estrechamente correlacionados con la evolución del PIB.

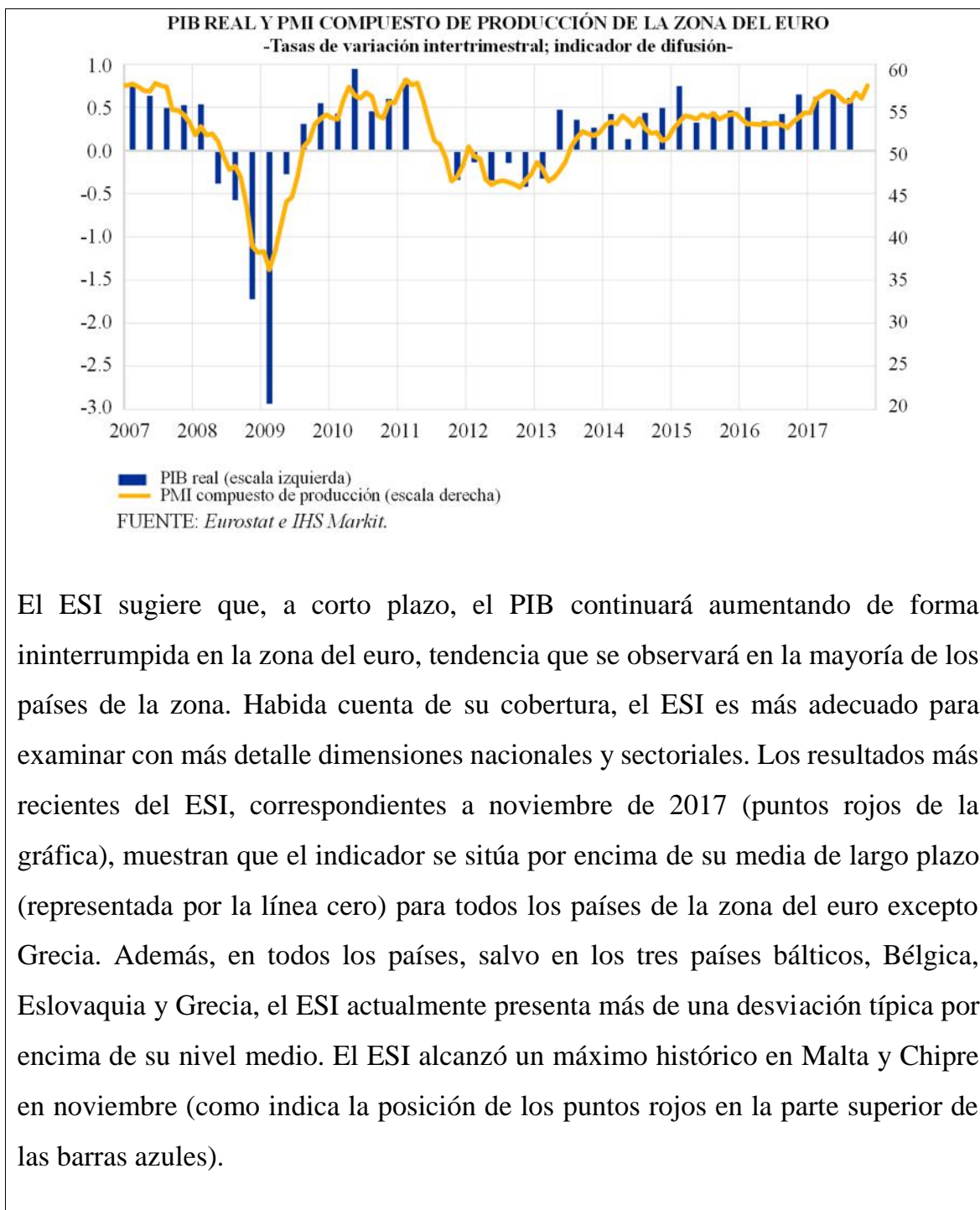
Tanto el ESI como el PMI compuesto de producción son útiles para valorar las variaciones del PIB, pero presentan diferencias metodológicas. Las encuestas de la Comisión Europea tienen una cobertura amplia en términos de países (participan todos los países de la zona del euro excepto Irlanda), sectores, preguntas y tamaño de las muestras (75 mil empresas del sector privado y 26 mil consumidores), lo que permite obtener una visión detallada de la evolución económica. Como parte de estas encuestas, el ESI incluye indicadores de confianza de cinco sectores con una media de dos a cuatro preguntas para cada sector. Algunas de las preguntas están relacionadas con pedidos, con las expectativas de producción/demanda o con el empleo y, por su naturaleza, tienen un carácter prospectivo. Las ponderaciones

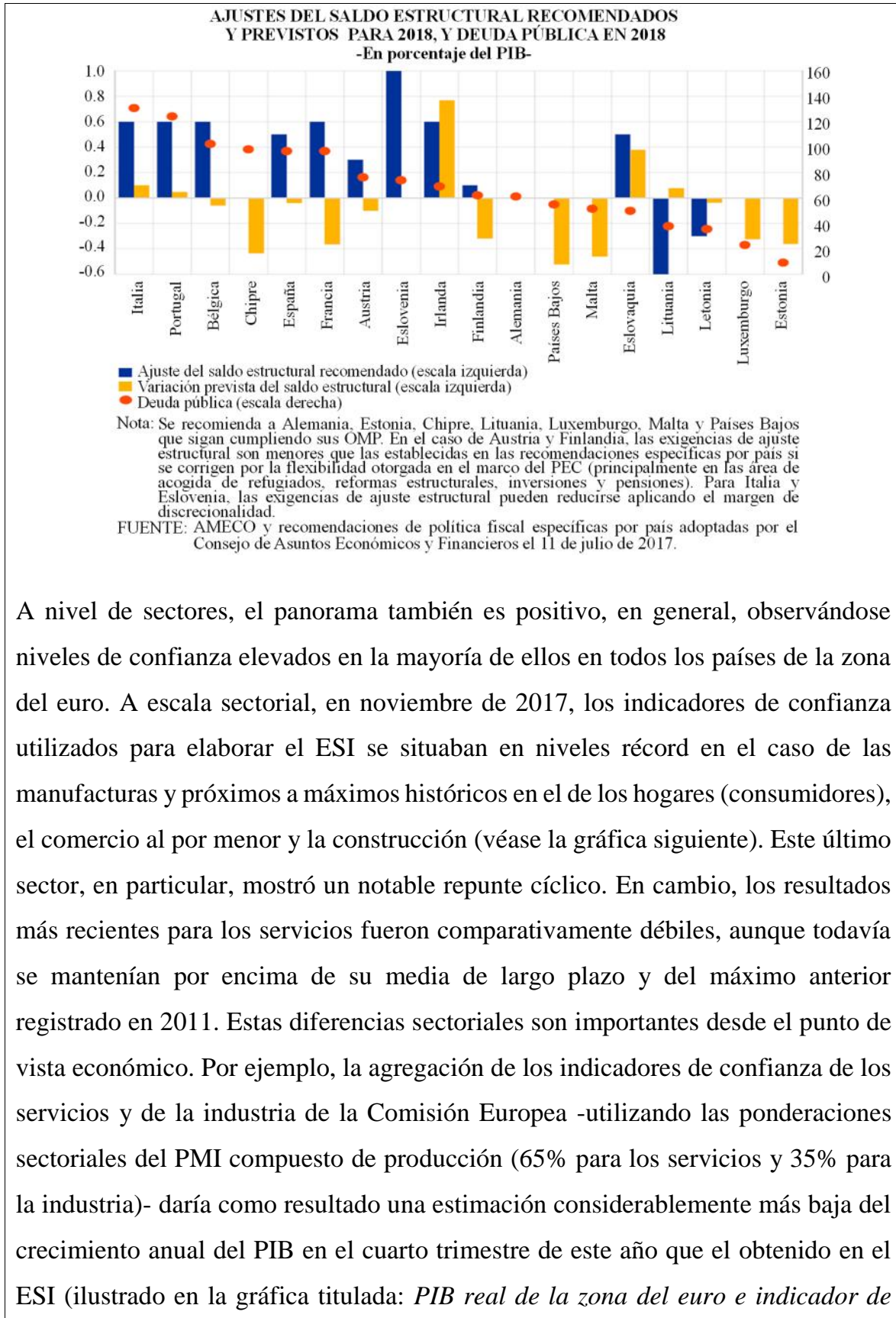
utilizadas para elaborar el ESI se fijan como se indica a continuación: industria, 40%, servicios, 30%, consumidores (hogares), 20%, y comercio minorista y construcción, 5% cada uno^{1/}. Sin embargo, los servicios financieros no están incluidos en el ESI, lo que es un inconveniente porque el sector financiero afecta al PIB y la evolución de este sector puede ser muy distinta de la del resto de la economía, como se observó durante la crisis financiera.

El PMI compuesto de producción se elabora a partir de una pregunta sobre la variación mensual de la producción con tres respuestas posibles: “ha aumentado”, “no ha variado” o “ha disminuido”. Se aplica una ponderación del 65% a las actividades de servicios (abarca 2 mil empresas del sector privado de los cuatro países más grandes de la zona del euro y de Irlanda) y el 35% restante a la producción manufacturera (incluye a 3 mil empresas a nivel de país, incluidos los Países Bajos, Austria y Grecia). Por lo tanto, faltan sectores importantes, como los servicios públicos y el sector no manufacturero (principalmente la construcción).

El ESI y el PMI compuesto de producción sugieren que la economía de la zona del euro continuó creciendo con fuerza en el cuarto trimestre de 2017. Como se muestra en la gráfica, el ESI se elabora para realizar un seguimiento de las variaciones contemporáneas del crecimiento anual del PIB^{2/}. La estrecha correlación existente entre el ESI y el crecimiento interanual del PIB indica que la vigorosa expansión económica continuó en el cuarto trimestre. Parte de la discrepancia observada últimamente entre el ESI y el crecimiento anual se explica por el hecho de que el reciente repunte del ESI está relacionado en gran parte con los componentes prospectivos en los que se basa. Por lo tanto, la mejora reciente de este indicador también puede señalar que la evolución será sólida más allá del último trimestre.







A nivel de sectores, el panorama también es positivo, en general, observándose niveles de confianza elevados en la mayoría de ellos en todos los países de la zona del euro. A escala sectorial, en noviembre de 2017, los indicadores de confianza utilizados para elaborar el ESI se situaban en niveles récord en el caso de las manufacturas y próximos a máximos históricos en el de los hogares (consumidores), el comercio al por menor y la construcción (véase la gráfica siguiente). Este último sector, en particular, mostró un notable repunte cíclico. En cambio, los resultados más recientes para los servicios fueron comparativamente débiles, aunque todavía se mantenían por encima de su media de largo plazo y del máximo anterior registrado en 2011. Estas diferencias sectoriales son importantes desde el punto de vista económico. Por ejemplo, la agregación de los indicadores de confianza de los servicios y de la industria de la Comisión Europea -utilizando las ponderaciones sectoriales del PMI compuesto de producción (65% para los servicios y 35% para la industria)- daría como resultado una estimación considerablemente más baja del crecimiento anual del PIB en el cuarto trimestre de este año que el obtenido en el ESI (ilustrado en la gráfica titulada: *PIB real de la zona del euro e indicador de*

sentimiento económico). En general, los índices de confianza de los distintos sectores sugieren que actualmente todos los sectores están contribuyendo al crecimiento, aunque en distinta medida.

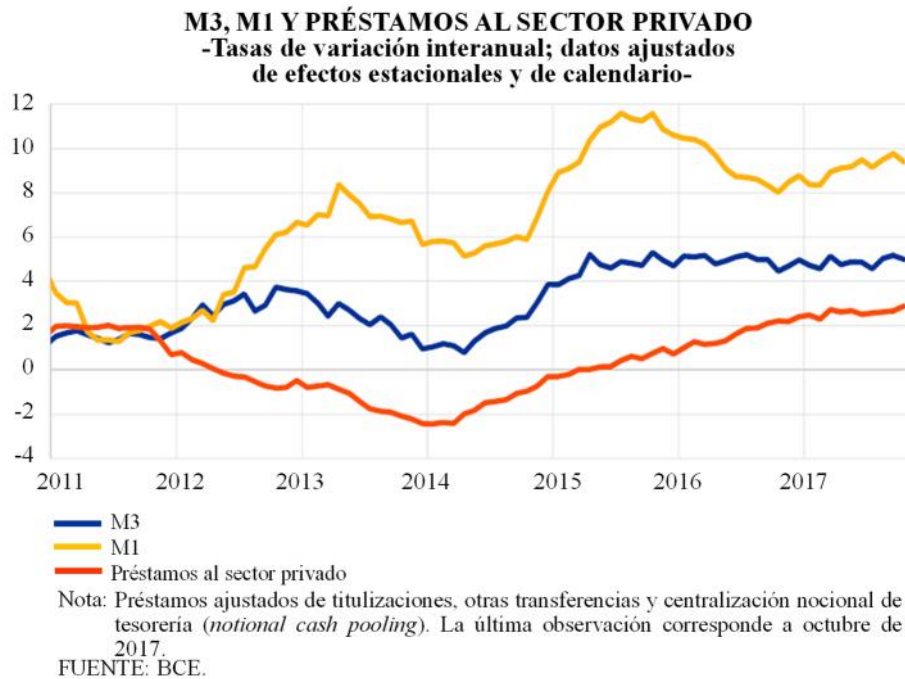
- 1/ Véanse S. Gelper y C. Croux, “On the Construction of the European Economic Sentiment Indicator”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), febrero de 2010, pp. 47-62; V. Pošta y Z. Pikhart, “The Use of the Sentiment Economic Indicator for GDP Short-term Forecasting: Evidence from EU Economies”, *Statistika*, 49(1), 2012, pp. 41-55, y P. Sori , I. Loli y M. izmešija, “European economic sentiment indicator: an empirical reappraisal”, *Quality & Quantity – International Journal of Methodology*, 50(5), septiembre de 2016, pp. 2025-54.
- 2/ Para conocer evidencia empírica, incluyendo una comparación de las dos encuestas y considerando las variaciones anuales e trimestrales del PIB real, véase el artículo especial titulado “*ESI and other BCS indicators vs PMI – properties and empirical performance*” en “*European Business Cycle Indicators: 2nd Quarter 2017*”, *European Economy Technical Paper*, n.º 17, Comisión Europea, julio de 2017, pp. 18-26. Para conocer más detalles sobre un método de seguimiento del PIB basado en el PMI, incluida una comparación con las primeras estimaciones de avance del PIB, véase G.J. de Bondt, “*Nowcasting: Trust the Purchasing Managers’ Index or wait for the flash GDP estimate?*”, *EcoMod2012 Conference Paper*, julio de 2012. Los resultados actualizados del PMI, incluyendo una serie de pruebas de estabilidad, indican que no hay signos de un cambio significativo del vínculo entre el PMI y el PIB.
- 3/ Véanse las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017 publicadas en el sitio web del BCE.

Dinero y crédito de la Zona del Euro

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

El crecimiento del agregado monetario amplio siguió siendo sólido —el 4.9% en promedio— en el tercer trimestre de 2017 y se situó en el 5% en octubre, en consonancia con el ritmo sostenido de expansión monetaria registrado desde mediados de 2015. El bajo costo de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un

entorno de tasas de interés muy reducidos, así como el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, respaldaron el crecimiento de M3. Los componentes más líquidos fueron nuevamente los que más contribuyeron al avance del agregado monetario amplio, con una tasa de crecimiento anual de M1 del 9.4% en el tercer trimestre de 2017 y en octubre (frente al 9.2% del segundo trimestre de 2017 y al 9.8% de septiembre).

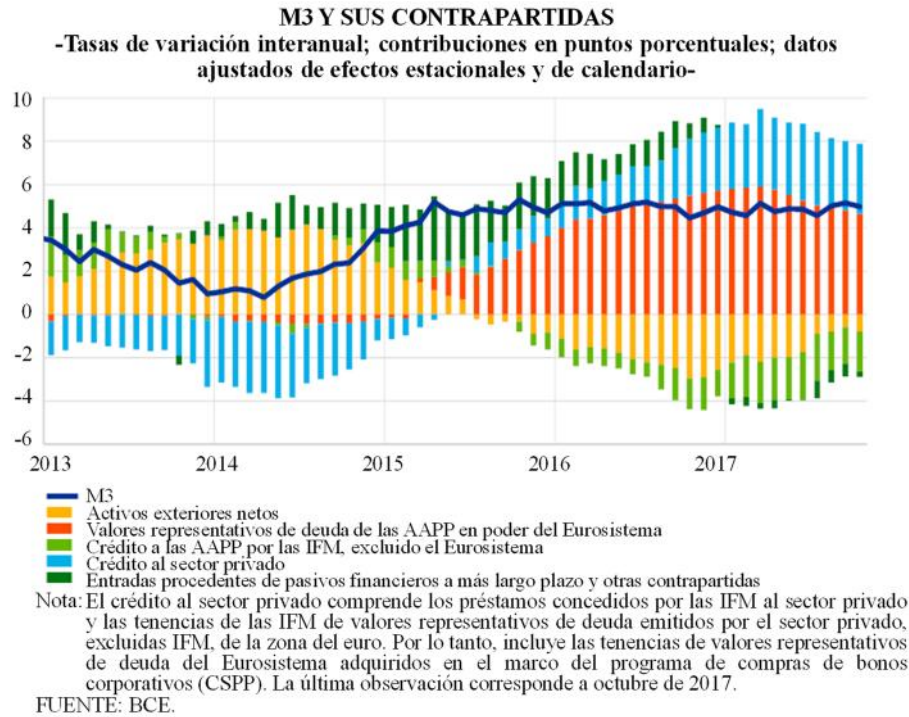


Los depósitos a la vista siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3. Concretamente, la tasa de crecimiento anual de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras mantuvo su vigor en el tercer trimestre de 2017 y en octubre. En cambio, la volátil tasa de crecimiento anual de los depósitos a la vista de las instituciones financieras no monetarias se redujo en octubre, provocando la ralentización del crecimiento de M1 durante dicho mes. La tasa de crecimiento anual del efectivo en circulación permaneció prácticamente sin cambios en el tercer trimestre de 2017 y en octubre, lo que indica que no existe una marcada tendencia en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por tesorería en un entorno de tasas de interés

muy bajas o negativas. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron afectando de forma negativa al agregado M3. La tasa de variación anual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, pasó a ser negativa en este período. Esta evolución obedeció a la menor contribución positiva de las participaciones en fondos del mercado monetario, que señala una disminución del atractivo de estos instrumentos, y a la caída adicional de las emisiones de valores representativos de deuda a corto plazo por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM).

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

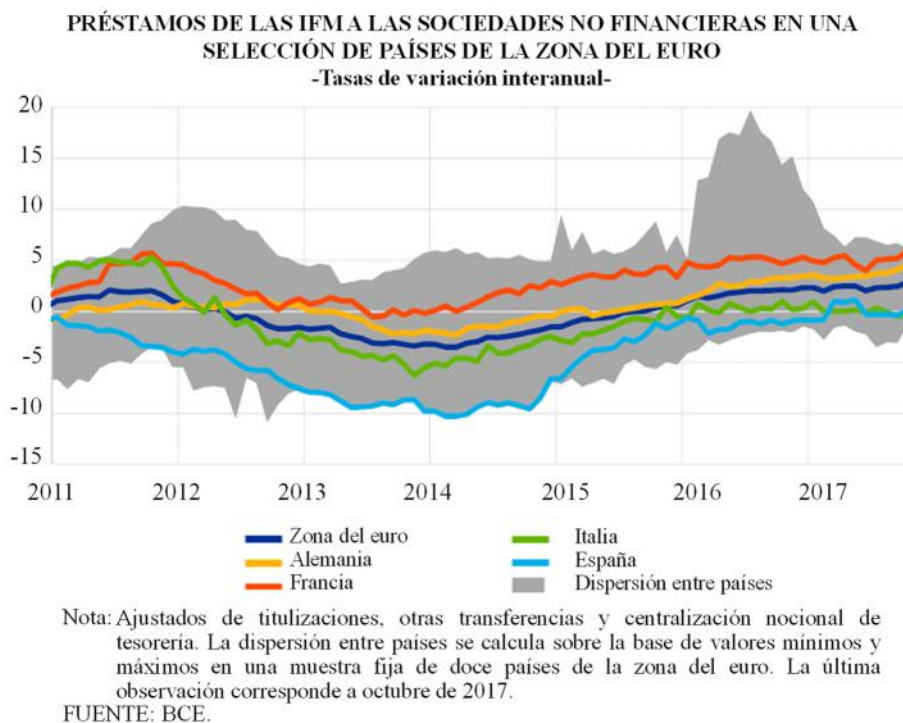
los mercados. Por último, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, contribuyeron al crecimiento anual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, y frenaron, por tanto, el crecimiento de M3 (véase la parte de color verde claro de las barras de la gráfica).



Los activos exteriores netos de las IFM siguieron afectando el crecimiento anual de M3 (véase la parte de color amarillo de las barras de la gráfica). Aunque el flujo anual de los activos exteriores netos se mantuvo negativo en el tercer trimestre de 2017, las salidas de capital de la zona del euro, que pueden atribuirse, en parte, a las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP, se han reducido en los últimos meses, lo que ha mitigado la correspondiente presión a la baja sobre el crecimiento de M3. La contribución negativa procedente de los activos exteriores netos dejó de disminuir en octubre. Aunque los no residentes siguieron contándose entre los principales vendedores de valores admisibles en el programa de

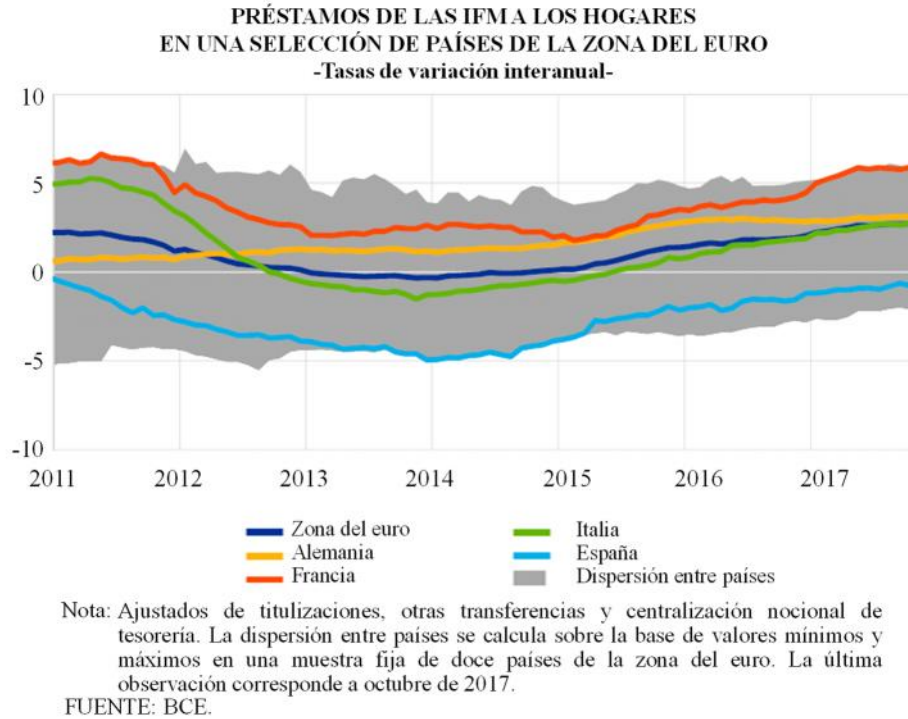
compra de activos (APP), pueden haber moderado el reajuste de sus carteras en favor de otros activos de la zona del euro.

La recuperación del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014 ha proseguido. La tasa de crecimiento anual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocional de tesorería [*notional cash pooling*]) se mantuvo prácticamente estable en el tercer trimestre de 2017 y se incrementó en octubre (véase la gráfica titulada: *M3, M1 y préstamos al sector privado*). Por sectores, la tasa de crecimiento anual de los préstamos a sociedades no financieras aumentó hasta el 2.9% en octubre, desde el 2.3% del tercer trimestre. El crecimiento de estos préstamos se ha recuperado significativamente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014 y la dispersión entre países de su evolución se ha reducido en general. Al mismo tiempo, la heterogeneidad en el crecimiento del crédito entre los cuatro países más grandes de la zona del euro se acrecentó algo en octubre de 2017. La tasa de crecimiento anual de los préstamos a hogares se mantuvo prácticamente estable y se situó en el 2.7% en octubre.



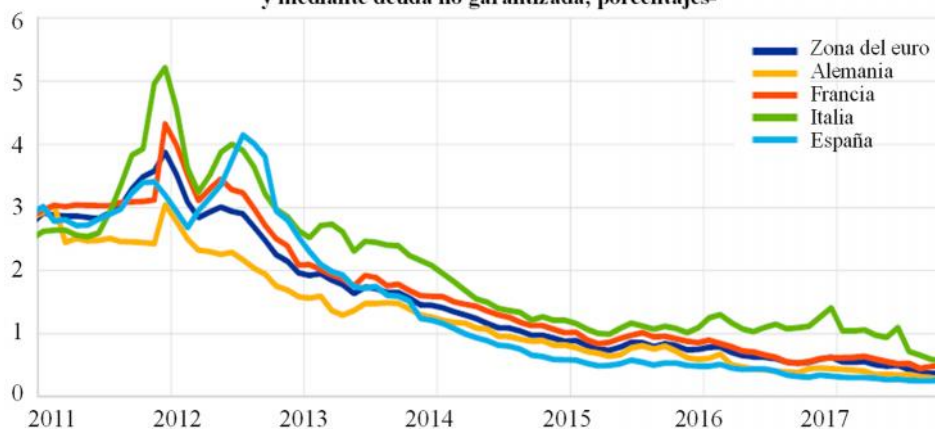
La considerable reducción de las tasas de interés del crédito bancario observada en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (fundamentalmente, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y las mejoras generales de la oferta y de la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Asimismo, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito⁵.

⁵ Véase también la sección 3 de *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2017.



Las condiciones de financiamiento de las entidades de crédito continuaron mejorando y registraron nuevos mínimos históricos. El costo sintético de financiamiento de las entidades de crédito mediante deuda descendió nuevamente en el tercer trimestre de 2017 y se mantuvo en un mínimo histórico en octubre. La reducción del tercer trimestre estuvo determinada por la evolución de la rentabilidad de los bonos bancarios, mientras que el costo de los depósitos permaneció estable. En octubre, la rentabilidad de los bonos bancarios y el coste de los depósitos se redujeron hasta registrar nuevos mínimos históricos. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, la amortización neta de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, el fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito y la menor fragmentación de los mercados financieros han contribuido a estas condiciones de financiamiento favorables para las entidades de crédito.

**COSTO SINTÉTICO DEL FINANCIAMIENTO
DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO MEDIANTE DEUDA**
-Costo sintético del financiamiento mediante depósitos
y mediante deuda no garantizada; porcentajes-

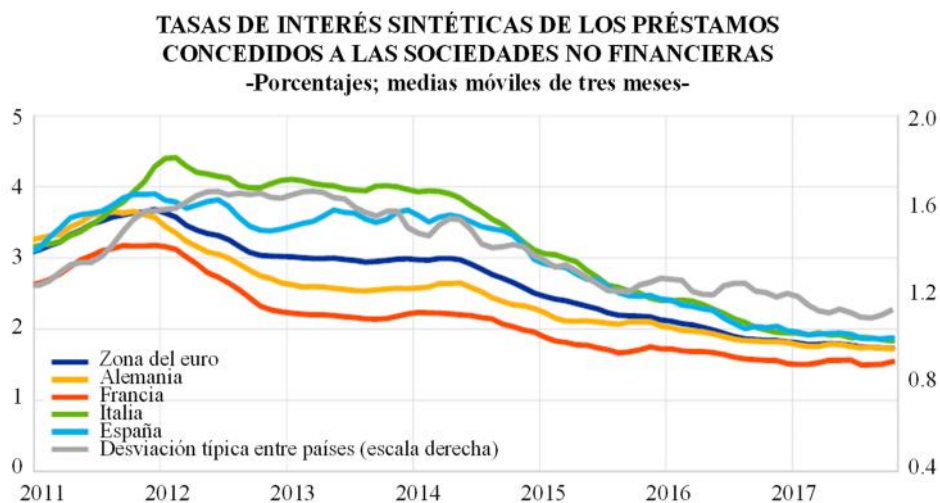


Nota: El costo sintético de los depósitos se calcula como una media de las tasas de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La última observación corresponde a octubre de 2017.

FUENTE: BCE, *Markit Iboxx* y cálculos del BCE.

Las tasas de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras permanecieron en mínimos históricos (véase la gráfica titulada: *Tasas de interés sintéticas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras*). La tasa de interés sintética de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras continuó reduciéndose hasta alcanzar un mínimo histórico en el tercer trimestre de 2017, donde se mantuvo en octubre. El moderado incremento que registró la tasa de interés sintética de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda hasta agosto de 2017, desde el mínimo histórico del 1.78% observado en diciembre de 2016, se suavizó en septiembre y en octubre de 2017 (véase la gráfica titulada: *Tasas de interés sintéticas de los préstamos para adquisición de vivienda*). En conjunto, las tasas de interés sintéticas del crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido significativamente más que las tasas de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a las tasas de interés de los préstamos bancarios. El citado descenso de los costos sintéticos del financiamiento de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de las tasas

de interés sintéticas de los préstamos. Entre mayo de 2014 y octubre de 2017, las tasas de interés sintéticas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 120 puntos básicos y 103 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, este descenso fue particularmente pronunciado en los países vulnerables de la zona del euro, lo que contribuye a una transmisión más homogénea entre países de la política monetaria a las tasas de interés de estos préstamos.

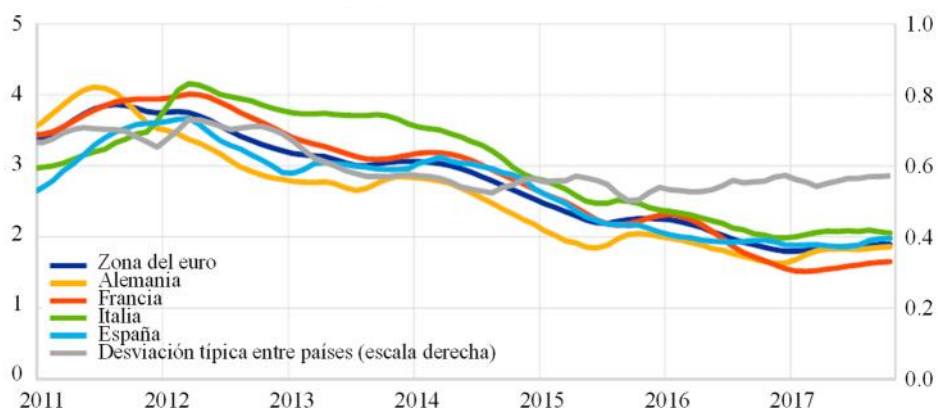


Nota: El indicador del costo total de financiamiento bancario se calcula agregando las tasas de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2017.

FUENTE: BCE.

TASAS DE INTERÉS SINTÉTICAS DE LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

-Porcentajes; medias móviles de tres meses-



Nota: El indicador del costo total de financiamiento bancario se calcula agregando las tasas de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a octubre de 2017.

FUENTE: BCE.

En el mismo período, el diferencial de tasas de interés entre los créditos de hasta 250 mil euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable y se situó en niveles cercanos a su mínimo histórico en octubre de 2017. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la disminución de las tasas de interés de los préstamos bancarios.

Se estima que el flujo interanual total del financiamiento externo concedida a las sociedades no financieras de la zona del euro se fortaleció en el tercer trimestre de 2017. Esta evolución refleja las mejoras del crédito bancario y de la emisión de valores representativos de deuda. En conjunto, la recuperación del financiamiento externo de las sociedades no financieras observada desde principios de 2014 se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, en nuevos descensos del costo de financiamiento mediante deuda, en la relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario y en el aumento de las fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los crecientes saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, han reducido la necesidad de financiamiento externo.

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

Los costos de financiamiento de las sociedades no financieras siguen siendo favorables. Según las estimaciones, el coste nominal total del financiamiento externo de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiamiento mediante acciones, disminuyó algo más, hasta situarse en el 4.3% en noviembre de 2017, tras experimentar un aumento moderado en junio y en julio. La mayor parte del descenso registrado desde julio de 2017 se debe a la reducción del coste de las acciones. Además, se estima que el costo de los valores de renta fija cayó hasta un nuevo mínimo histórico (véase la sección de Evolución financiera). El costo nominal total del financiamiento externo se sitúa ahora 30 puntos básicos por encima de su mínimo histórico de julio de 2016, pero se mantiene considerablemente por debajo del nivel observado en el verano de 2014, justo antes de que los mercados empezaran a descontar las expectativas relativas al inminente APP.

Evolución de las finanzas públicas de la Zona del Euro

Las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017 prevén una reducción adicional del déficit presupuestario de la zona del euro a lo largo del horizonte de proyección (2017-2020), principalmente como consecuencia de la mejora de las condiciones cíclicas y de la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral. Se espera que la deuda pública de la zona del euro en relación

con el PIB siga descendiendo, aunque desde un nivel que todavía es elevado. En particular, en los países con altos niveles de deuda son necesarios esfuerzos de consolidaciones adicionales para situar su proporción de deuda pública en una firme senda descendente y para reconstituir los colchones fiscales.

Se espera que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017⁶, la proporción de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 1.5% del PIB de 2016 hasta el 0.5% del PIB en 2020. La mejora esperada de las perspectivas de las finanzas públicas, que prácticamente no han variado con respecto a las proyecciones de septiembre de 2017, se sustenta principalmente en unas condiciones cíclicas favorables y en la disminución de los pagos por intereses. Aunque algunos de los proyectos de planes presupuestarios para 2018 presentados por los países de la zona del euro a mediados de octubre de 2017 contemplan esfuerzos de consolidación adicionales, estos esfuerzos no siempre se reflejan íntegramente en las proyecciones, ya que éstas solo incluyen medidas ya adoptadas o que vayan a ser adoptadas próximamente por los respectivos parlamentos. Para más detalles sobre los proyectos de planes presupuestarios, véase el recuadro siguiente. Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea prácticamente neutral durante el horizonte de proyección⁷.

Se espera que los niveles de deuda pública de la zona del euro continúen descendiendo desde sus elevadas cotas. A tenor de las proyecciones, la deuda de la zona del euro en

⁶ Véanse las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2017.

⁷ La orientación de la política fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado “*The euro area fiscal stance*”, Boletín Económico, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

relación con el PIB, que registró un máximo en 2014, disminuirá desde el 88.9% del PIB de 2016 hasta el 80.7% del PIB a finales de 2020. Este descenso se debe, fundamentalmente, a un superávit primario positivo y en aumento, y a un diferencial favorable entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento, reflejo, este último, de unas perspectivas macroeconómicas generalmente estables. La proporción de deuda es algo más baja que la de las proyecciones de septiembre de 2017, principalmente como consecuencia de un diferencial más favorable entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento. Según las proyecciones, las proporciones de deuda mejorarán en la mayoría de los países de la zona del euro, aunque se espera que, en algunos, esta ratio se incremente a lo largo del horizonte de proyección.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LA ZONA DEL EURO
-Porcentaje del PIB-

	2016	2017	2018	2019	2020
a. Ingresos totales	46.1	46.0	45.7	45.3	45.2
b. Gastos totales	47.6	47.1	46.6	46.2	45.7
de los cuales:					
c. Gasto por intereses	2.2	2.0	1.9	1.7	1.7
d. Gasto primario (b - c)	45.4	45.1	44.7	44.5	44.0
Saldo presupuestario (a - b)	-1.5	-1.1	-0.9	-0.9	-0.5
Saldo presupuestario primario (a - d)	0.6	0.9	1.0	0.9	1.2
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1.4	-1.2	-1.1	-1.2	-1.0
Saldo estructural primario	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
Deuda bruta	88.9	87.0	85.1	83.1	80.7
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	1.8	2.4	2.3	1.9	1.7

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

FUENTE: *Eurostat*, BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017.

En el caso particular de los países con niveles de deuda elevados, es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales respetando íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para que la proporción de deuda pública en relación con el PIB se sitúe en una firme senda descendente. Reconstituir los colchones fiscales contribuiría a reducir la vulnerabilidad de los países ante nuevos episodios de

inestabilidad en los mercados financieros o ante un rápido repunte de las tasas de interés.

Análisis de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2018

El 22 de noviembre de 2017, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los Gobiernos de la zona del euro para 2018, junto con un análisis de la situación presupuestaria de la zona en su conjunto. Cada dictamen incluye una evaluación del cumplimiento del plan respectivo con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). También se realiza un seguimiento de las orientaciones que figuran en las recomendaciones de política fiscal específicas por país formuladas en el contexto del Semestre Europeo 2017, y adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 11 de julio de 2017^{1/}.

En general, los proyectos de planes presupuestarios prevén una contribución básicamente neutral de las políticas fiscales a la economía de la zona del euro, aunque con considerables divergencias entre países. Algunos países miembros han alcanzado sus objetivos presupuestarios a mediano plazo (OMP) y varios de ellos están utilizando el margen de maniobra disponible con arreglo a las reglas fiscales de la UE. En cambio, los esfuerzos de ajuste estructural de un número considerable de países de la zona del euro no están siendo suficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el PEC, pese a que la zona está experimentando una expansión económica sólida y generalizada. En su declaración del 4 de diciembre de 2017 sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2018, el Eurogrupo llegó a la conclusión de que “una orientación básicamente neutral de la política fiscal parece seguir siendo apropiada a nivel agregado de la zona del euro en 2018”^{2/}. Esta conclusión también es acorde con la opinión de que cuando la brecha de producción es reducida no es necesario ajustar la contribución de las políticas fiscales a la macroeconomía^{3/}. El Eurogrupo señaló asimismo que “al mismo tiempo, la mejora

de las condiciones económicas hace necesario restaurar los colchones fiscales, al tiempo que continúan reforzando el potencial de crecimiento de las economías”.

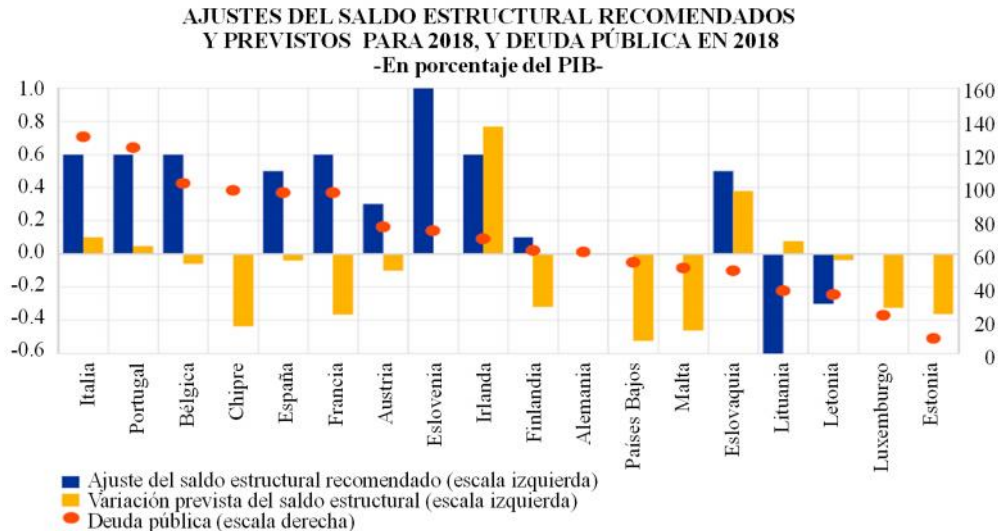
Sobre la base de sus previsiones económicas de otoño de 2017, la Comisión considera que solo seis de los 18 proyectos de planes presupuestarios cumplen plenamente el PEC^{4/}. Se trata de los planes de Alemania, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia (todos sometidos al componente preventivo del PEC), uno más que el número de países cuyos planes se consideraron que cumplían plenamente el año pasado. La Comisión estima que los proyectos de planes presupuestarios de otros seis países solo “cumplen en líneas generales” las exigencias del PEC^{5/}, en concreto los de Estonia, Irlanda, Chipre, Malta y Eslovaquia, sujetos al componente preventivo, así como el de España, sometido al componente corrector. Aunque se prevé que el déficit global de España, que presentó un proyecto que no contemplaba modificaciones de las políticas, se reduzca hasta situarse por debajo del valor de referencia del déficit (el 3% del PIB) antes de que finalice el plazo fijado en el procedimiento de déficit excesivo (PDE), el año 2018, este descenso está asociado a la acumulación de esfuerzos insuficientes de ajuste estructural en relación con los compromisos adquiridos en el contexto del PEC ^{6/}. Se considera que los proyectos de planes presupuestarios de los seis países restantes plantean un “riesgo de incumplimiento del PEC”^{7/}. Esta conclusión se refiere a los planes de Francia —con plazo fijado en el PDE en 2017— sujeto al componente corrector del PEC, y a los de Bélgica, Italia, Austria, Portugal y Eslovenia (Austria presentó un plan que no contemplaba cambios en las políticas porque el Gobierno no se había constituido), sometidos a la vertiente preventiva.

Las proporciones de deuda están descendiendo con lentitud en los países con altos niveles de deuda pública. En el grupo de seis países cuyos proyectos de planes presupuestarios plantean riesgos de incumplimiento del PEC, se prevé que Bélgica, Francia, Italia y Portugal registren elevadas proporciones de deuda pública,

superiores al 90% del PIB, en 2018 (véase la gráfica). Con la excepción de Portugal, no se espera que estos países reduzcan su nivel de deuda para aproximarse al valor de referencia del 60% del PIB, en consonancia con la regla sobre la deuda recogida en el PEC. En su declaración del 4 de diciembre de 2017, el Eurogrupo observó que “el lento ritmo de reducción de los altos niveles de deuda en varios Estados miembros sigue siendo motivo de preocupación”. En el caso de Italia, en la carta enviada por la Comisión el 22 de noviembre de 2017 se indica que se han realizado “progresos insuficientes para cumplir el criterio de deuda” y que “la deuda pública de Italia sigue siendo un importante factor de vulnerabilidad” ^{8/}. Al mismo tiempo, la Comisión todavía no ha publicado el informe que debe elaborar de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) basado en los datos notificados para 2016.

Haciendo uso del margen de discrecionalidad, la Comisión recomienda a Italia y a Eslovenia una reducción significativa del ajuste estructural exigido para 2018 con arreglo al Pacto de Estabilidad y Crecimiento ^{9/}. En el caso de los países a los que se exigirá un ajuste estructural del 0.5% del PIB y superior en 2018, en las recomendaciones de 2017 del Consejo sobre las políticas económicas, de empleo y fiscales de los Estados miembros publicadas el 11 de julio de 2017 se indicaba que las futuras evaluaciones “tendrán debidamente en cuenta el objetivo de conseguir una orientación presupuestaria que contribuya tanto a reforzar la recuperación en curso como a garantizar la sostenibilidad de [...] las finanzas públicas”. Partiendo de esta base, la Comisión recomienda una reducción de las exigencias de ajuste estructural del 0.6 al 0.3% del PIB a Italia, así como una reducción del 1 al 0.6% del PIB de las exigencias aplicables a Eslovenia ^{10/}. En general, la previsibilidad y la transparencia en la aplicación de las reglas fiscales son importantes para que el PEC sea creíble ^{11/}. Pese a las menores exigencias, a tenor de las previsiones de

otoño de 2017 de la Comisión, ningún país cumplirá plenamente los compromisos asumidos en el contexto del componente preventivo del PEC el año que viene.



Nota: Se recomienda a Alemania, Estonia, Chipre, Lituania, Luxemburgo, Malta y Países Bajos que sigan cumpliendo sus OMP. En el caso de Austria y Finlandia, las exigencias de ajuste estructural son menores que las establecidas en las recomendaciones específicas por país si se corrigen por la flexibilidad otorgada en el marco del PEC (principalmente en las áreas de acogida de refugiados, reformas estructurales, inversiones y pensiones). Para Italia y Eslovenia, las exigencias de ajuste estructural pueden reducirse aplicando el margen de discrecionalidad.

FUENTE: AMECO y recomendaciones de política fiscal específicas por país adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 11 de julio de 2017.

El ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios parece haber perdido eficacia con el tiempo. El objetivo de la evaluación de estos proyectos, que se introdujo en respuesta a la crisis, era proporcionar un medio para identificar y evitar posibles alejamientos de unas políticas fiscales saneadas en una fase temprana del proceso presupuestario, es decir, antes de finalizar los presupuestos. En caso de detectarse un riesgo de incumplimiento especialmente grave de las disposiciones del PEC, es decir, si un plan realmente contempla la realización de esfuerzos estructurales claramente insuficientes para cumplir las exigencias, la Comisión puede pedir al país miembro en cuestión que presente un plan presupuestario actualizado, aunque nunca ha formulado una petición en este sentido desde el primer ejercicio de evaluación, en otoño de 2013, indicando que el criterio de “incumplimiento especialmente grave” no se ha cumplido en ningún caso concreto ^{12/}. Sin embargo, la Comisión ha enviado cartas a los países que prevén

notables deficiencias en el cumplimiento de las exigencias del PEC instándoles a que tomen medidas adicionales. En las fases iniciales de los ejercicios de evaluación, sobre todo en 2014, algunos países se comprometieron públicamente a tomar medidas ^{13/}. En cambio, en el contexto de la evaluación actual, ninguno de los países que no tienen previsto realizar los esfuerzos fiscales exigidos en 2018 ha respondido adoptando medidas adicionales ^{14/}. Además, en años anteriores, determinados países cuyos proyectos de planes presupuestarios planteaban riesgos de incumplimiento del PEC con arreglo a las previsiones de la Comisión se comprometieron a “aplicar las medidas necesarias para asegurar que los [...] presupuestos cumplirán las disposiciones del PEC”, basándose en una cuantificación de las brechas de consolidación en relación con los compromisos adquiridos en el contexto del PEC ^{15/}. No obstante, este año, en su declaración sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2018, el Eurogrupo solo invita a los países en cuestión a “considerar en el momento oportuno las medidas necesarias para abordar los riesgos identificados por la Comisión con el fin de garantizar que los presupuestos de 2018 cumplan las disposiciones del PEC”. Se ha de observar asimismo que, a diferencia de años anteriores, no parece que el Eurogrupo tenga previsto realizar un seguimiento del actual ejercicio de evaluación basado en las previsiones de invierno de la Comisión a principios de 2018. Desde que comenzó el ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios en el otoño de 2013, la proporción de países que han presentado proyectos que cumplen el PEC no ha variado y se ha mantenido en alrededor de una tercera parte, pese a la mejora de las condiciones económicas^{16/}.

De cara al futuro es esencial que el ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios recupere su eficacia. En general es difícil valorar hasta qué punto la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios ha animado a los países a incluir medidas adicionales en sus presupuestos definitivos^{17/}. Los Gobiernos pueden adoptar tales medidas en la fase final de elaboración de los

presupuestos o durante su aplicación a lo largo del año sin vincularlas específicamente a los resultados del ejercicio de evaluación. Además, la valoración de si los países han cumplido el PEC un año determinado se basa en la ejecución presupuestaria y se realiza unos 18 meses o más después del inicio de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios. Para entonces, los cambios en las estimaciones sobre la posición de un país en el ciclo económico, así como las modificaciones de las normas, pueden dar como resultado una evaluación más favorable del cumplimiento con el PEC^{18/}. Una manera de mejorar el cumplimiento del Pacto por parte de los países es solicitar la presentación de planes actualizados en todos los casos en los que se prevean desviaciones significativas con respecto a las exigencias. Mejorar el funcionamiento de este ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios es importante, en particular con el fin de abordar los desequilibrios presupuestarios en tiempos de bonanza económica para disponer de mayor margen de maniobra fiscal en futuras fases de desaceleración cíclica.

^{1/} Para conocer los antecedentes y más detalles, véase el recuadro titulado “*Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2017*”, *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2017.

^{2/} Véase la declaración del Eurogrupo sobre los Proyectos de Planes Presupuestarios para 2018.

^{3/} El concepto de orientación conjunta de la política fiscal para la zona del euro es importante en el contexto de la Unión Económica y Monetaria, en la que la política monetaria única se complementa con políticas fiscales que se aplican a nivel nacional. No obstante, no es un concepto legalmente vinculante. Para un análisis de las dificultades que rodean a la evaluación de la orientación de la política fiscal, véase el artículo titulado “*The euro area fiscal stance*”, *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2016.

^{4/} Grecia no está incluida en la evaluación.

^{5/} En el caso de los países sujetos al componente preventivo del PEC, los proyectos de planes presupuestarios “cumplen en líneas generales” las disposiciones del Pacto si, con arreglo a la previsión de la Comisión, el plan puede dar lugar a una ligera desviación con respecto al OMP o la senda de ajuste hacia su consecución, pero el grado de incumplimiento de la exigencia no representaría una desviación significativa con respecto al ajuste requerido. Las desviaciones de los objetivos fiscales en el contexto del componente preventivo se clasifican como “significativas” si superan el 0.5 % del PIB un año o el 0.25% del PIB, en promedio, dos años consecutivos. Para los países sujetos al componente corrector del Pacto, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios “cumplen en líneas generales” las disposiciones del Pacto si, con arreglo a la previsión de la Comisión, los objetivos de déficit se alcanzarán, pero el esfuerzo fiscal será notablemente insuficiente en comparación con el objetivo recomendado, poniendo en riesgo el cumplimiento de la recomendación formulada en el contexto del PDE.

- 6/ Según las previsiones económicas de otoño de 2017 de la Comisión Europea, no está previsto realizar ningún ajuste estructural en 2018, mientras que en la recomendación que el Consejo formuló a España en 2016 en el contexto del PDE de conformidad con el artículo 126, apartado 9, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, se especifica un ajuste del 0.5% del PIB.
- 7/ Para los países sometidos al componente preventivo del PEC, la Comisión considera que un proyecto de plan presupuestario corre “riesgo de incumplimiento del PEC” si prevé una desviación significativa con respecto al OMP o la senda de ajuste exigida para su consecución en 2018, y/o el incumplimiento del valor de referencia de reducción de la deuda cuando sea aplicable dicho valor de referencia. En el caso de los países sometidos al componente corrector del PEC, la Comisión considera que un proyecto de plan presupuestario corre “riesgo de incumplimiento” del PEC si su previsión para 2018, sujeta a confirmación *ex post*, podría llevar al endurecimiento del PDE porque no se prevé la realización del esfuerzo fiscal recomendado ni la consecución del objetivo de déficit global fijado en la Recomendación.
- 8/ Véase la Carta a Italia.
- 9/ Para más detalles, véase el recuadro titulado “Aplicación del margen de apreciación en el ejercicio de vigilancia presupuestaria del otoño de 2017” en la comunicación de la Comisión Proyectos de planes presupuestarios para 2018: evaluación general.
- 10/El Consejo realizará una evaluación final a más tardar en la primavera de 2019, cuando decida sobre el cumplimiento del PEC en 2018.
- 11/En su informe del personal técnico sobre las consultas del Artículo IV relativas a la zona del euro, el Fondo Monetario Internacional señaló: “... la mayor discrecionalidad de la Comisión Europea en la evaluación del cumplimiento de las normas reduce la credibilidad del PEC”, así como que “es necesario adoptar medidas para restablecer la credibilidad del PEC”.
- 12/Aquí se incluyen casos en los que se preveía que la mejora del saldo estructural hacia la consecución del OMP específico del respectivo país distaría significativamente (en más de 0.5 puntos porcentuales del PIB) de cumplir las exigencias. Este es el umbral para poner en marcha el procedimiento de desviación significativa en el contexto del componente preventivo del PEC.
- 13/Por ejemplo, la Comisión envió cartas a Italia, Austria y Francia en octubre de 2014. Anteriormente, en mayo de ese año, había solicitado a Austria la adopción de medidas adicionales cuando el Gobierno de ese país envió un proyecto de plan presupuestario actualizado para 2014 (que no cumplía las exigencias del PEC) después de la celebración de elecciones parlamentarias.
- 14/En octubre de 2017, la Comisión envió cartas Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.
- 15/Como referencia, véase la declaración del Eurogrupo del 5 de diciembre de 2016.
- 16/Desde que comenzó a efectuarse el ejercicio de evaluación en otoño de 2013, únicamente los planes de Alemania y de los Países Bajos han sido evaluados positivamente todos los años.
- 17/Para más información, véase el recuadro titulado “Seguimiento de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015”, *Boletín Económico*, número 2, BCE, febrero de 2015.
- 18/Por ejemplo, las exigencias de ajuste estructural se redujeron a cambio de más reformas estructurales e inversión en 2015.

Fuente de información:

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2017/Fich/bebce1708-1.pdf>

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2017/Fich/bebce1708-2.pdf>