

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria del 7 de septiembre de 2017, el Consejo de Gobierno consideró que la expansión económica actual permite confiar en que la inflación evolucione de forma gradual hacia niveles compatibles con su objetivo de inflación, aunque aún deberá traducirse suficientemente en una dinámica de inflación más sólida.** La expansión económica, que registró una aceleración mayor de lo esperado en el primer semestre de 2017, sigue siendo sólida y generalizada en los distintos países y sectores. Al mismo tiempo, la reciente volatilidad del tipo de cambio constituye una fuente de incertidumbre que requiere un seguimiento en lo que se refiere a sus posibles implicaciones para las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo. Los indicadores de la inflación subyacente han repuntado ligeramente en los últimos meses, pero, en conjunto, permanecen en niveles moderados. En consecuencia, aún se necesita un grado de acomodación monetaria muy sustancial para que las presiones sobre la inflación subyacente aumenten gradualmente y respalden la evolución de la inflación general a medio plazo. Por tanto, el Consejo de Gobierno mantuvo la orientación de su política monetaria y decidirá en otoño acerca de la calibración de los instrumentos de política monetaria una vez finalizado el año.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 7 de septiembre de 2017

**La expansión económica de la zona del euro continúa y es cada vez más sólida, y las medidas de política monetaria del BCE están favoreciendo la demanda interna.** El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,6 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2017, tras el 0,5 % registrado en el primer trimestre. El crecimiento del PIB real está sustentado principalmente en la demanda interna. La mejora del empleo, favorecida también por anteriores reformas de los mercados de trabajo, y el incremento de la riqueza de los hogares respaldan el consumo privado. La recuperación de la inversión continúa beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables y del aumento de la rentabilidad empresarial. Las encuestas y los indicadores de coyuntura confirman las perspectivas de un fuerte ritmo de crecimiento a corto plazo.

**La generalización de la recuperación mundial respaldará las exportaciones de la zona del euro.** Se prevé una aceleración moderada de la actividad económica mundial, respaldada por el apoyo sostenido de las políticas monetarias y fiscales en las economías avanzadas y por la recuperación de las economías emergentes exportadoras de materias primas. Después de experimentar una notable mejora a finales de 2016 y principios de 2017, el comercio mundial se ha ralentizado recientemente, pero los indicadores adelantados continúan señalando unas perspectivas positivas. En conjunto, la recuperación mundial generalizada mitigará

el impacto potencial sobre las exportaciones de un tipo de cambio más fuerte, que se ha apreciado en un 3,4 % en cifras ponderadas por el comercio desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada en junio.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 prevén un crecimiento del PIB real del 2,2 % en 2017, del 1,8 % en 2018 y del 1,7 % en 2019.** En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las tasas de crecimiento esperadas se han revisado al alza para 2017 y se mantienen prácticamente sin cambios para los años posteriores. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por una parte, el actual impulso cíclico positivo aumenta las posibilidades de que se produzca un repunte económico más intenso de lo esperado. Por otra, persisten los riesgos a la baja relacionados principalmente con factores de carácter global y con la evolución de los mercados de divisas.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5 % en agosto de 2017, frente al 1,3 % de julio.** Esta evolución fue consecuencia del avance de la inflación de la energía y, en menor medida, de los alimentos elaborados. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual muestren un descenso temporal hacia finales de este año y principios del siguiente, principalmente por el reflejo de los efectos de comparación de los precios de la energía, antes de volver a aumentar.

**Aunque los indicadores de la inflación subyacente han registrado un repunte moderado en los últimos meses, aún no muestran signos convincentes de una tendencia al alza sostenida.** La estimación de avance de Eurostat sugiere que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,2 % en agosto, sin variación con respecto a julio, pero 0,4 puntos porcentuales por encima de la media del último trimestre de 2016. Las presiones de costes de origen interno, principalmente procedentes de los mercados de trabajo, siguen siendo débiles. Se espera que la inflación subyacente de la zona del euro aumente de forma gradual a medio plazo, sustentada en las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica, la correspondiente absorción progresiva de la capacidad productiva sin utilizar y el incremento de los salarios.

**Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,2 % en 2018 y el 1,5 % en 2019.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado ligeramente a la baja, sobre todo como reflejo de la reciente apreciación del tipo de cambio del euro.

**Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2017-2019), debido a la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses.** Sobre la base de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del

BCE de septiembre de 2017, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro pase del 1,5 % del PIB en 2016 al 0,9 % del PIB en 2019. Sin embargo, los déficits estructurales no están disminuyendo, a pesar de la favorable dinámica de crecimiento.

**El crecimiento monetario siguió siendo sólido, pese a cierta volatilidad mensual.** El crecimiento de los préstamos al sector privado continuó recuperándose. Asimismo, se estima que el flujo interanual total de financiación externa concedida a las sociedades no financieras se moderó ligeramente en el segundo trimestre de 2017.

**La transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas en los últimos años sigue respaldando notablemente las condiciones de financiación.** Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de junio, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se han mantenido prácticamente sin variación. Los diferenciales de los valores de renta fija privada frente al tipo de interés libre de riesgo se han reducido ligeramente y se mantienen por debajo de los niveles observados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos.

## Decisiones de política monetaria

**Teniendo en cuenta los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno concluyó que es necesario mantener un grado de acomodación monetaria muy sustancial para asegurar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.** El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y espera que 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 que está previsto que las compras netas de activos continúen al ritmo actual de 60 mm de euros mensuales hasta el final de diciembre de 2017 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de inflación. Las compras netas se llevan a cabo paralelamente a la reinversión de los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP, en sus siglas en inglés) a medida que vayan venciendo. Además, el Consejo de Gobierno volvió a confirmar su compromiso de ampliar el volumen y/o la duración del APP si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el progreso hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación. Este otoño el Consejo de Gobierno decidirá acerca de la calibración de los instrumentos de política monetaria una vez finalizado el año, teniendo en cuenta la senda de inflación esperada y las condiciones financieras necesarias para un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.

## 1 Entorno exterior

*La economía mundial continúa registrando un sólido ritmo de expansión. Tras una pérdida de impulso temporal en algunos países en los primeros meses del año, los datos disponibles indican un repunte del crecimiento del PIB mundial. De cara al futuro, se prevé una aceleración moderada de la actividad económica mundial, respaldada por el apoyo sostenido de las políticas monetarias y fiscales en las economías avanzadas y por la recuperación de las economías emergentes exportadoras de materias primas. Después de experimentar una notable mejora a finales de 2016 y principios de 2017, el comercio mundial se ha ralentizado recientemente, pero los indicadores adelantados continúan señalando unas perspectivas positivas. Se espera que la inflación mundial aumente a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar a escala global.*

### Actividad económica y comercio mundiales

#### **La economía mundial ha continuado su expansión de forma ininterrumpida.**

Tras una caída temporal del crecimiento en algunas economías en el primer trimestre, los últimos datos y los indicadores de opinión muestran un repunte del crecimiento global. Por lo que se refiere a las economías avanzadas, el crecimiento del PIB se recuperó en Estados Unidos en el segundo trimestre, ya que el gasto en consumo y las existencias repuntaron con respecto a los reducidos niveles registrados anteriormente, respaldados por la mejora del mercado de trabajo y la elevada confianza de los hogares. En Japón, la actividad avanzó con fuerza en el segundo trimestre sustentada en un entorno exterior favorable y en las medidas de estímulo fiscal. En cambio, en el Reino Unido la actividad se mantuvo relativamente moderada, debido a que las rentas de los hogares se vieron afectadas por la subida de la inflación y el descenso de los salarios reales. En cuanto a las economías emergentes, la actividad en Brasil y en Rusia se ha visto favorecida por el repunte del crecimiento tras las profundas recesiones que han atravesado, mientras que, en la India y en China, el crecimiento económico siguió siendo sólido.

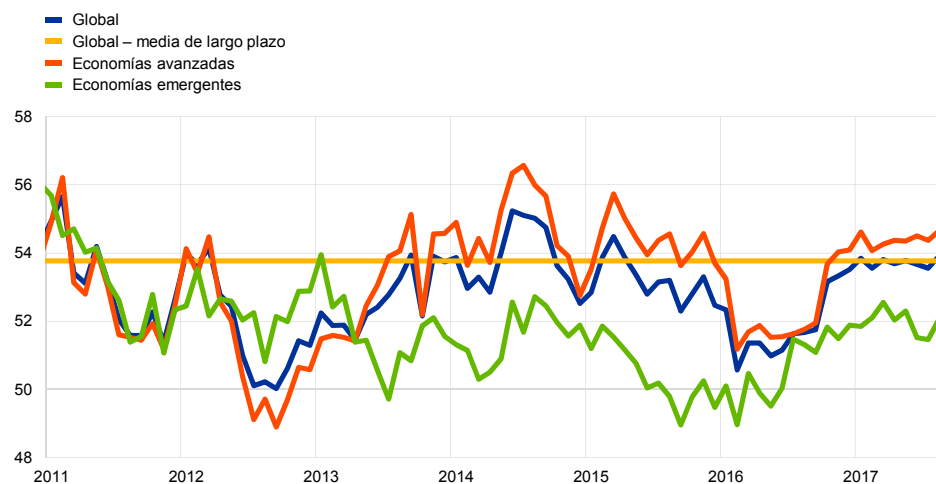
#### **Los indicadores de opinión sugieren un crecimiento global sostenido a corto plazo.**

El índice PMI compuesto global de producción (excluida la zona del euro) aumentó en agosto hasta situarse justo por encima de la media de largo plazo. Los resultados de la encuesta indican que la expansión continúa al ritmo más rápido observado desde principios de 2015 (véase gráfico 1). Los indicadores de sentimiento económico también han mejorado en los últimos meses.

## Gráfico 1

### Índice PMI compuesto global de producción

(Índice de difusión)



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

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

#### **Las condiciones financieras internacionales siguen siendo, en general, favorables.**

En las economías avanzadas, los mercados de renta variable básicamente no han experimentado variaciones en las últimas semanas en un contexto de volatilidad reducida y baja aversión al riesgo. Los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y en el Reino Unido se han moderado en los dos últimos meses. En Japón, la estabilidad de los rendimientos reflejó el programa para controlar la pendiente de la curva de rendimientos del Banco de Japón. Las condiciones financieras de las economías emergentes también se están beneficiando de las expectativas de unas perspectivas de crecimiento mundial más optimistas en un contexto de sólidos flujos de capital. En China, las condiciones financieras se han suavizado en cierta medida después de un período de considerable endurecimiento por parte de las autoridades para reducir el apalancamiento del sistema financiero.

#### **Las políticas monetarias continúan siendo acomodaticias en las economías avanzadas, y los bancos centrales de algunas economías emergentes han reducido sus tipos de interés.**

En consonancia con las expectativas de los mercados, la Reserva Federal incrementó los tipos de interés en su reunión de junio y anunció también su intención de empezar a normalizar su balance en meses posteriores del año. No obstante, los mercados continúan descontando un endurecimiento muy gradual de la política monetaria en Estados Unidos, al tiempo que se espera que los bancos centrales de otras economías avanzadas mantengan su orientación acomodaticia. Entre las economías emergentes, algunos países exportadores de materias primas redujeron sus tipos de interés oficiales, ya que las presiones inflacionistas remitieron y los tipos de cambio se estabilizaron.

#### **De cara al futuro, se espera una aceleración gradual de la actividad económica mundial.**

Las perspectivas de las economías avanzadas indican una expansión moderada, sustentada en un apoyo sostenido de las políticas monetarias y fiscales,

a medida que continúa la recuperación cíclica y se cierran paulatinamente las brechas de producción. En las economías emergentes, las perspectivas están respaldadas por un crecimiento sólido en China y en la India y, en los países exportadores de materias primas, por la recuperación del impacto de las significativas perturbaciones adversas sobre la relación real de intercambio. Con todo, el ritmo de expansión mundial se mantendrá por debajo de las tasas anteriores a la crisis, lo que es coherente con las estimaciones que sugieren que el potencial de crecimiento ha disminuido en los últimos años tanto en las economías más avanzadas como en las emergentes. Uno de los factores que explican esta ralentización ha sido las reducidas aportaciones de capital. En el recuadro 1 se analizan con más detalle los factores determinantes de la contención de la inversión en las economías avanzadas.

**En Estados Unidos, se espera que la actividad se fortalezca.** Se prevé que la reciente depreciación del dólar estadounidense y el repunte del crecimiento mundial impulsen la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento. El gasto en consumo debería verse reforzado adicionalmente por las subidas de los precios de las acciones y de la vivienda, junto con la elevada confianza de los consumidores y la mejora de las condiciones en el mercado de trabajo. Según las proyecciones, la inversión aumentará a un ritmo sostenido, habida cuenta de que las empresas han indicado que los beneficios se han incrementado y que la confianza empresarial es sólida. Sin embargo, las expectativas de los mercados de reducción de los estímulos fiscales impulsarán la actividad económica menos de lo previsto anteriormente. Asimismo, a corto plazo existe cierta incertidumbre sobre el impacto del huracán Harvey en la actividad económica de las regiones afectadas.

**En el Reino Unido, se prevé que el crecimiento del PIB real se mantenga relativamente contenido a corto plazo.** Aunque es probable que la depreciación de la libra esterlina favorezca las exportaciones, el aumento de la inflación reducirá las rentas reales de los hogares y el consumo privado. La elevada incertidumbre en torno a los futuros acuerdos comerciales del Reino Unido también está influyendo en la inversión.

**En Japón, las políticas acomodaticias siguen contribuyendo a la expansión económica.** A corto plazo, la política monetaria acomodaticia y el programa de estímulos fiscales deberían respaldar la demanda interna, mientras las exportaciones se recuperan gradualmente con la mejora de la demanda exterior. Sin embargo, a más largo plazo se espera que la actividad se ralentice y se aproxime a su potencial a medida que disminuya el apoyo fiscal y el grado de holgura de la economía. Además, pese a la intensa creación de empleo, los incrementos salariales han seguido siendo moderados, frenando las perspectivas de consumo privado.

**En China, la actividad continúa creciendo a un ritmo sólido, favorecida por la fortaleza del consumo y el auge del mercado de la vivienda.** Si bien la política fiscal debería seguir favoreciendo la actividad, se espera que la atención que también están prestando las autoridades a la contención de los riesgos para la estabilidad financiera sustente un reequilibrio gradual a medida que disminuya la inversión.

**Los países de Europa Central y Oriental se benefician del vigor del consumo y de la inversión, esta última favorecida por los fondos estructurales de la UE.**

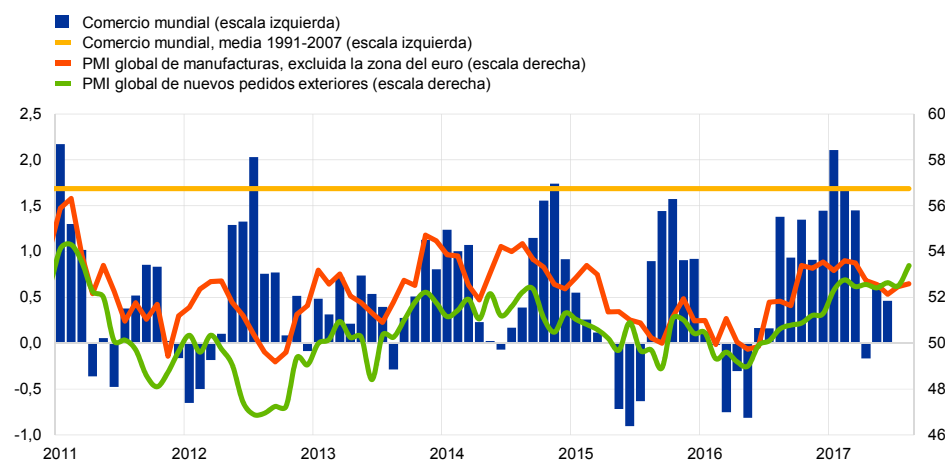
Aunque se prevé que la inflación aumente gradualmente, reflejando la desaparición de los efectos de las caídas de los precios de la energía, se espera que la renta real disponible respalde el crecimiento del PIB como resultado de una nueva mejora del mercado de trabajo y del crecimiento de los salarios.

**Los principales países exportadores de materias primas continúan recuperándose de las profundas recesiones que han experimentado.** En Rusia, es probable que el repunte de la actividad observado desde comienzos del año se mantenga, favorecido por los precios del petróleo, un entorno exterior favorable y una política monetaria acomodaticia. El consumo debería mejorar a un ritmo moderado en respuesta al aumento de los salarios reales y a la mayor confianza de los consumidores, aunque parte de niveles muy reducidos. Los retos fiscales seguirán afectando al crecimiento. Se espera que la actividad económica en Brasil se beneficie de la estabilización de la confianza empresarial, de la mejora de la relación real de intercambio y de la relajación de las condiciones financieras. Al mismo tiempo, las recurrentes incertidumbres políticas y las necesidades de consolidación fiscal siguen lastrando las perspectivas a medio plazo.

**El crecimiento del comercio mundial se ralentizó durante el segundo trimestre, pero los indicadores adelantados continúan señalando unas perspectivas positivas.** Las importaciones de bienes en términos reales aumentaron un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2017, por debajo del ritmo observado en el trimestre anterior (véase gráfico 2). La reducción del comercio de bienes estuvo determinada principalmente por las economías emergentes. Sin embargo, los indicadores adelantados señalan perspectivas positivas para el comercio mundial a corto plazo, y el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores aumentó en agosto. A más largo plazo, se prevé que el comercio mundial avance básicamente en consonancia con la actividad mundial.

**Gráfico 2**  
Comercio mundial de bienes

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017 (PMI) y a junio de 2017 (comercio).

**En conjunto, se prevé un aumento gradual del crecimiento mundial en el período 2017-2019.** Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro), se acelerará desde el 3,2 % de 2016 hasta el 3,7 % en 2017 y el 3,8 % en 2018-2019. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 1,6 % de 2016 hasta el 4,7 % en 2017, y que registre un crecimiento del 3,4 % en 2018 y del 3,5 % en 2019. En comparación con las proyecciones de junio de 2017, la previsión de avance del PIB mundial apenas ha variado, y las revisiones a la baja de las perspectivas para Estados Unidos reflejan las expectativas de reducción de los estímulos fiscales, que se compensan con unas perspectivas más optimistas para algunas economías emergentes. El crecimiento de la demanda exterior de la zona del euro se ha revisado al alza para 2017, debido fundamentalmente a una mejora de los datos sobre importaciones en el primer trimestre.

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

## Evolución mundial de los precios

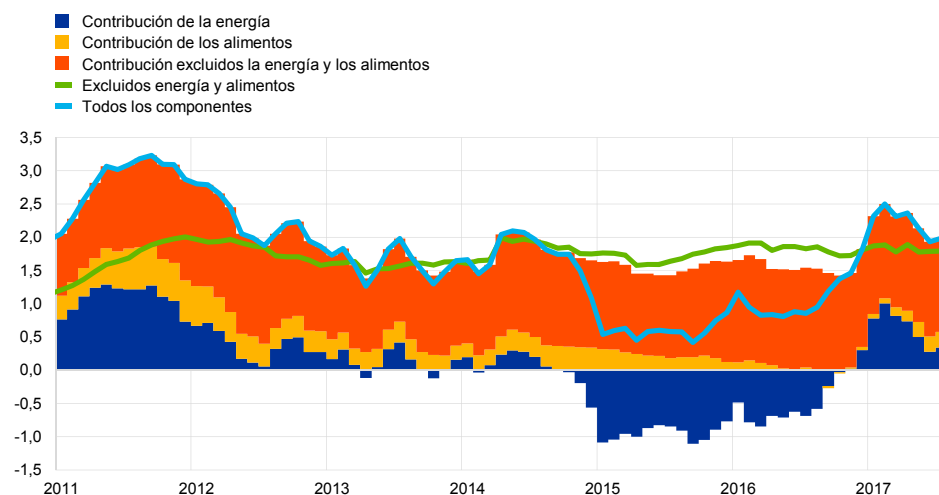
**La inflación mundial medida por los precios de consumo se ha mantenido relativamente contenida.** Después de descender en la primera parte de este año a medida que se reducía la contribución de los precios de la energía, la inflación interanual de los precios de consumo en los países de la OCDE se incrementó ligeramente en julio hasta situarse en el 2 % (véase gráfico 3). En estos países, la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en el 1,8 % en julio.



### Gráfico 3

#### Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: OCDE.

Nota: La última observación corresponde a julio de 2017.

**Los precios del petróleo han aumentado en las últimas semanas.** Después de descender en las primeras semanas del verano, los precios del Brent se han recuperado hasta situarse en torno a 52 dólares estadounidenses por barril. Este incremento reflejó las expectativas de un reajuste algo más rápido del mercado del petróleo. Las existencias de crudo de Estados Unidos se redujeron más de lo esperado por el mercado, mientras que la demanda de petróleo se incrementó ligeramente en el segundo trimestre de 2017. Al mismo tiempo, las restricciones de oferta impulsaron los precios en un entorno de disminución de la tasa de crecimiento del número de plataformas petroleras en Estados Unidos y de expectativas de reducción de las exportaciones de crudo de Arabia Saudí. Por el momento, ni los precios del Brent ni las cotizaciones de los futuros se han visto afectados por la tormenta tropical Harvey que sacudió a la parte estadounidense del golfo de México.

**De cara al futuro, se espera que la inflación mundial aumente lentamente, después de moderarse ligeramente en el corto plazo.** La curva sobre futuros del petróleo indica un leve aumento de los precios del crudo durante el horizonte de proyección, con una modesta contribución positiva a la inflación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, la lenta disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global debería sostener la inflación subyacente.

## 2 Evolución financiera

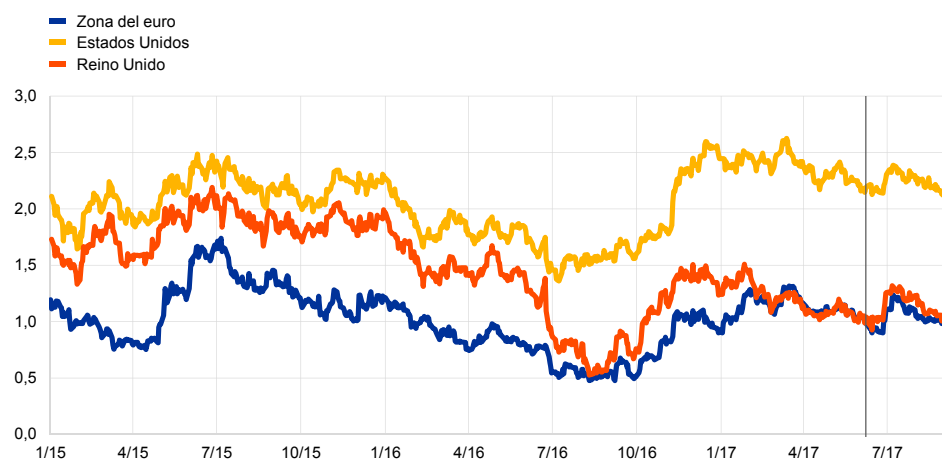
*Desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno del 8 de junio, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se han mantenido prácticamente sin variación. Los diferenciales de los valores de renta fija privada frente al tipo de interés libre de riesgo han registrado un descenso marginal y se mantienen por debajo de los niveles observados a principios de marzo de 2016, cuando se anunció el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro han disminuido, debido principalmente a un aumento de la percepción de riesgos geopolíticos, pero siguen estando respaldados por las firmes expectativas de beneficios. En los mercados cambiarios, el euro experimentó una acusada apreciación.*

**En general, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro apenas han variado desde principios de junio.** Durante el período de referencia (del 8 de junio al 6 de septiembre de 2017), el tipo *swap* del eonia (OIS) a diez años de la zona del euro aumentó 3 puntos básicos, hasta situarse en el 0,58 %, mientras que el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó un punto básico y se situó en el 0,99 % (véase gráfico 4). En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se redujeron 8 puntos básicos, hasta el 2,11 %. La evolución de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro desde comienzos de junio se mantuvo contenida, en general, ocultando un episodio de volatilidad específico cuando los participantes en los mercados revisaron bruscamente sus expectativas relativas a la senda futura de la política monetaria, lo que provocó un aumento de los rendimientos. Sin embargo, este incremento se revirtió hacia finales del período de referencia, como resultado, en parte, de las tensiones geopolíticas y de la publicación de datos macroeconómicos menos positivos dentro y fuera de la zona del euro.

#### Gráfico 4

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

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

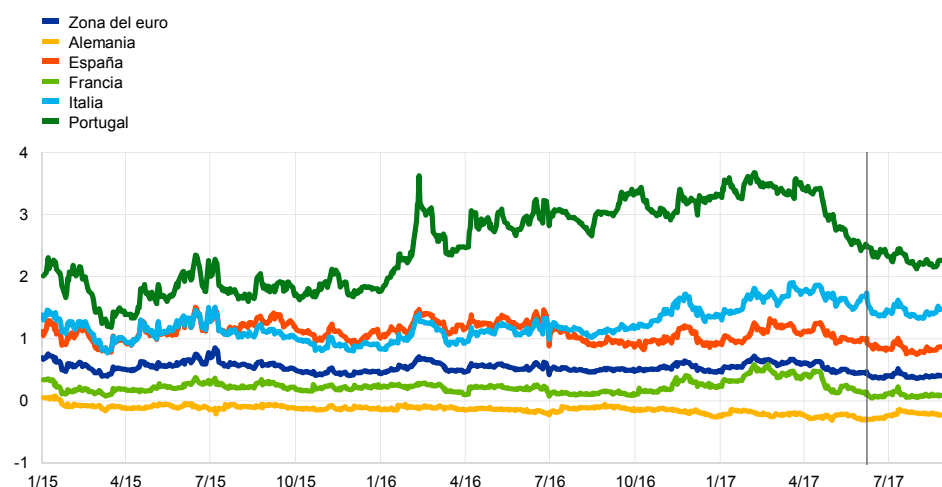
Notas: Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 8 de junio de 2017. La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2017.

**Los diferenciales de deuda soberana frente a los tipos *swap* del eonia libres de riesgo disminuyeron en varios países en un entorno de mejora de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro.** Estas disminuciones, que oscilaron entre 1 punto básico en Francia y 19 puntos básicos en Italia y 20 puntos básicos en Portugal (véase gráfico 5), se precipitaron inicialmente tras los resultados de las elecciones presidenciales francesas de abril, y, a partir de entonces, reflejaron principalmente una mejora del entorno macroeconómico de la zona del euro.

#### Gráfico 5

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

(porcentajes)

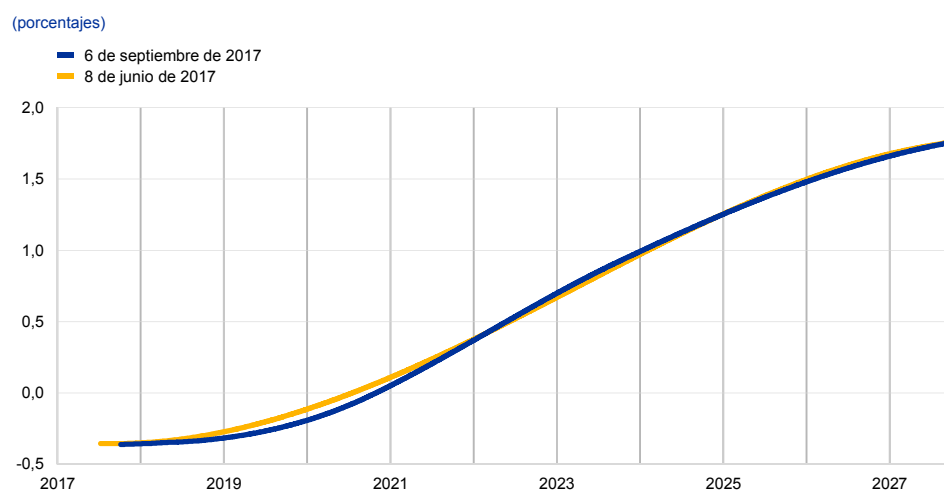


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia del rendimiento de la deuda soberana. Para la zona del euro se muestra la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia el 8 de junio de 2017. La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2017.

La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) ha registrado un ligero movimiento a la baja en los plazos cortos, pero se mantiene prácticamente sin variación en los plazos más largos (véase gráfico 6). El perfil gradualmente ascendente de la curva sugiere que los participantes en el mercado continúan esperando que los tipos del eonia sigan siendo negativos durante un período prolongado, aproximadamente hasta mediados de 2020.

**Gráfico 6**  
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

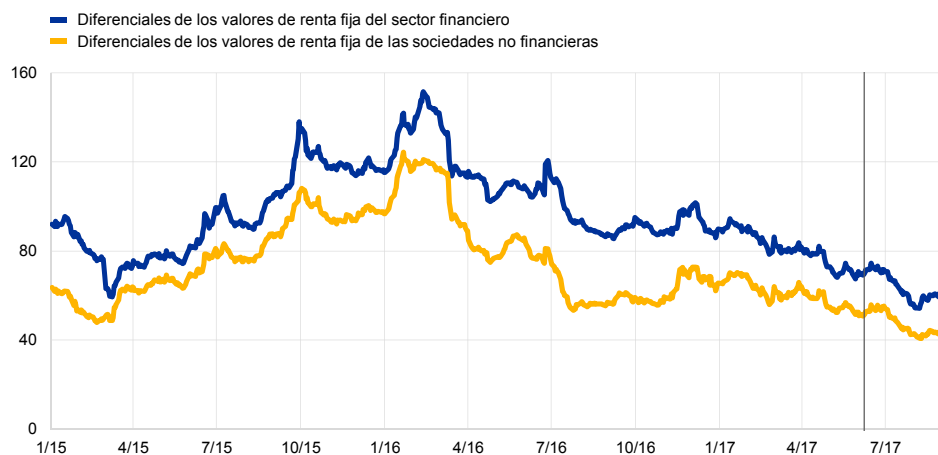
**El eonia ha fluctuado en torno a –36 puntos básicos durante el período considerado.** El exceso de liquidez aumentó alrededor de 100 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.770 mm de euros, debido a las adquisiciones realizadas en el marco del programa ampliado de compra de activos. La situación de liquidez se analiza con más detalle en el recuadro 2.

**Los diferenciales de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras descendieron ligeramente durante el período considerado (véase gráfico 7).** El 6 de septiembre, los diferenciales de los valores de renta fija 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) de las sociedades no financieras se contrajeron, en promedio, 5 puntos básicos con respecto a principios de junio y se situaron unos 70 puntos básicos por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del CSPP. Los diferenciales de la deuda emitida por el sector financiero y por las sociedades no financieras con calificación inferior al grado de inversión también se estrecharon durante el período de referencia, 39 y 6 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 afianzamiento de la recuperación económica.

## Gráfico 7

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia, el 8 de junio de 2017. La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2017.

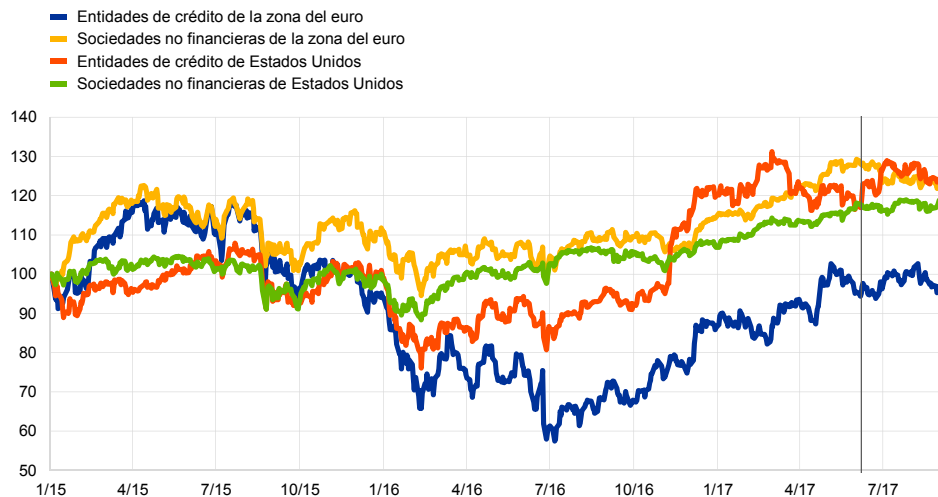
### Los precios de las acciones de la zona del euro han disminuido desde principios de junio (véase gráfico 8).

Al final del período considerado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro eran alrededor de un 3 % más bajos, mientras que las cotizaciones del sector financiero cayeron un 2,5 %. Los descensos reflejan, principalmente, el aumento de la percepción de riesgos geopolíticos. No obstante, los precios de las acciones de las entidades de crédito se mantienen, en general, en torno a un 65 % por encima de los reducidos niveles registrados tras el referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE celebrado en junio de 2016 (en el caso de las sociedades no financieras, las cotizaciones son solo un 25 % más elevadas). Frente al retroceso que los precios de las acciones de las sociedades no financieras experimentaron en la zona del euro, en Estados Unidos cerraron el período analizado con una subida del 1,5 %. Una posible explicación del peor comportamiento de estos valores en la zona del euro es que la apreciación del tipo de cambio del euro ha frenado las expectativas de los mercados relativas a los beneficios a corto plazo de las empresas que dependen en gran medida de las exportaciones. Sin embargo, las expectativas de beneficios a largo plazo siguen siendo fuertes y continúan respaldando los precios de las acciones de las sociedades no financieras. Las expectativas de los mercados sobre la volatilidad de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro aumentaron como consecuencia de la intensificación de las tensiones geopolíticas a mediados de agosto, pero desde entonces han vuelto a los bajos niveles que han prevalecido durante 2017. En Estados Unidos, las expectativas relativas a la volatilidad de los precios de las acciones también han disminuido en general.

## Gráfico 8

### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

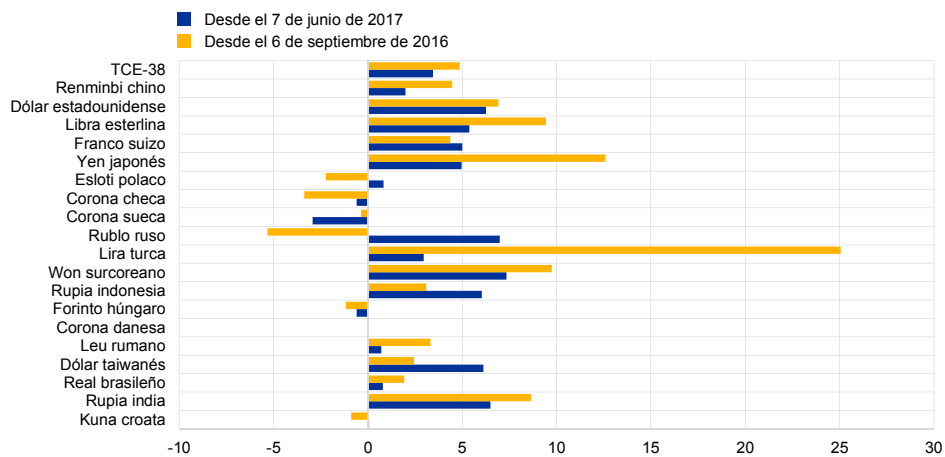
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia, el 8 de junio de 2017. La última observación corresponde al 6 de septiembre de 2017.

**En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado un 3,7 % en cifras ponderadas por el comercio desde principios de junio (véase gráfico 9).** El euro se ha apreciado frente al resto de las principales monedas en un entorno de mejora de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro. En términos bilaterales, desde el 8 de junio, el euro se ha fortalecido un 6,3 % frente al dólar estadounidense, un 5 % frente al yen japonés, un 5,4 % frente a la libra esterlina y un 5 % frente al franco suizo. El euro también se ha revalorizado frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, entre ellas, el renminbi chino (2 %), así como frente a las monedas de otras economías de Asia, mientras que se ha depreciado ligeramente frente a las de algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. La apreciación del euro frente al dólar estadounidense ha estado impulsada, prácticamente en la misma medida, por tres factores: la mejora de las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, el endurecimiento de la orientación de la política monetaria en relación con Estados Unidos y un componente exógeno que refleja posiblemente la mejora del sentimiento de los mercados con respecto al tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense.

## Gráfico 9

### Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: TCE-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 6 de septiembre de 2017.

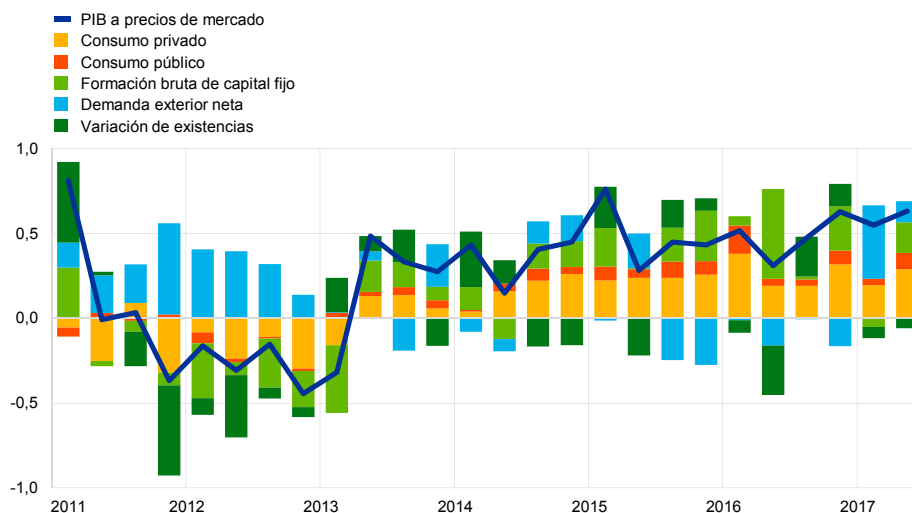
### 3 Actividad económica

La expansión económica de la zona del euro continúa y es cada vez más sólida. El crecimiento del PIB real se está sustentando principalmente en la demanda interna. Las encuestas y los indicadores de coyuntura confirman las perspectivas de fuerte ritmo de crecimiento a corto plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2017 se han revisado al alza para 2017 y básicamente no se han modificado para años posteriores. Según estas proyecciones, el PIB real de la zona del euro se incrementará un 2,2 % en 2017, un 1,8 % en 2018 y un 1,7 % en 2019.

**La expansión económica de la zona del euro ha cobrado impulso y se está sustentando principalmente en la demanda interna.** El PIB real aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2017, tras el avance del 0,5 % registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 10). La demanda interna siguió siendo el motor del crecimiento, junto con una contribución más reducida de la demanda exterior neta, mientras que la aportación de la variación de existencias fue ligeramente negativa. Por el lado de la producción, el avance de la actividad económica fue generalizado, con un crecimiento positivo del valor añadido en la industria (excluida la construcción), así como en la construcción y en los servicios.

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

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



Fuente: Eurostat.

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

**Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen mostrando una evolución favorable.** El crecimiento del empleo en la zona del euro continuó en el primer trimestre de 2017 con un avance del 0,4 % en tasa intertrimestral, con lo que por primera vez superó el máximo anterior a la crisis alcanzado en 2008 (véase gráfico 11). Aunque las horas medias trabajadas por persona ocupada se han mantenido prácticamente estables, el número total de horas trabajadas



también siguió recuperándose, pese a que, en promedio, tanto los empleados a tiempo completo como a tiempo parcial trabajaron más horas, habida cuenta de que estos aumentos se han visto contrarrestados por un cambio en la composición del empleo hacia una proporción más elevada de trabajadores a tiempo parcial<sup>1</sup>. El desempleo en la zona del euro ha experimentado un acusado descenso tras el máximo del 12,1 % registrado en el segundo trimestre de 2013. En julio de 2017, la tasa de paro se situó en el 9,1 %, el nivel más bajo desde febrero de 2009. Los datos de las encuestas disponibles hasta agosto de 2017 indican nuevas mejoras de las condiciones en los mercados de trabajo, y señalan de manera creciente que hay escasez de mano de obra en las principales economías de la zona del euro.

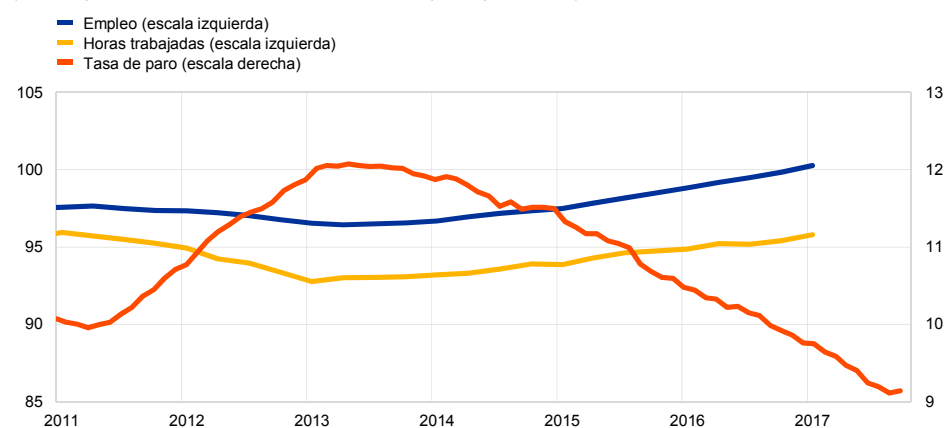
**La rápida disminución del desempleo en la zona del euro es un dato especialmente alentador en un contexto de aumento de la oferta de trabajo.**

El incremento de la oferta de empleo, que continuó durante la crisis y durante la recuperación puede explicarse, fundamentalmente, por el aumento de las tasas de actividad de los trabajadores de más edad y de las mujeres (véase el recuadro 3, titulado «Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro», en este Boletín Económico). No obstante, los indicadores más amplios del desempleo sugieren que el grado de holgura del mercado de trabajo todavía es elevado en muchos países de la zona. Una encuesta efectuada a grandes empresas de la zona del euro (véase el recuadro 5, titulado «Necesidades de reformas estructurales en la zona del euro: información de una encuesta a grandes empresas», en este Boletín Económico) sugiere que la realización de nuevas reformas estructurales de los mercados de trabajo de la zona mejoraría su funcionamiento y fortalecería las perspectivas de crecimiento más en general.

**Gráfico 11**

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

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

<sup>1</sup> 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.

**La mejora de los mercados de trabajo continúa sosteniendo el crecimiento de la renta y el gasto en consumo.** En el segundo trimestre de 2017, la tasa de crecimiento intertrimestral del consumo privado se mantuvo estable, en el 0,5 %, desde el 0,4 % del trimestre anterior. El sólido crecimiento de las rentas del trabajo —el principal determinante de la renta disponible de los hogares—, junto con un ligero descenso de la tasa de ahorro, ha seguido beneficiando al gasto de los hogares. Las medidas de política monetaria del BCE, que han mejorado las condiciones de financiación, también han continuado favoreciendo el gasto de las familias. La confianza de los consumidores, que aumentó de nuevo en agosto, permanece en niveles muy elevados y muy por encima de su media de largo plazo, señalando una intensa dinámica subyacente del gasto en consumo en el corto plazo.

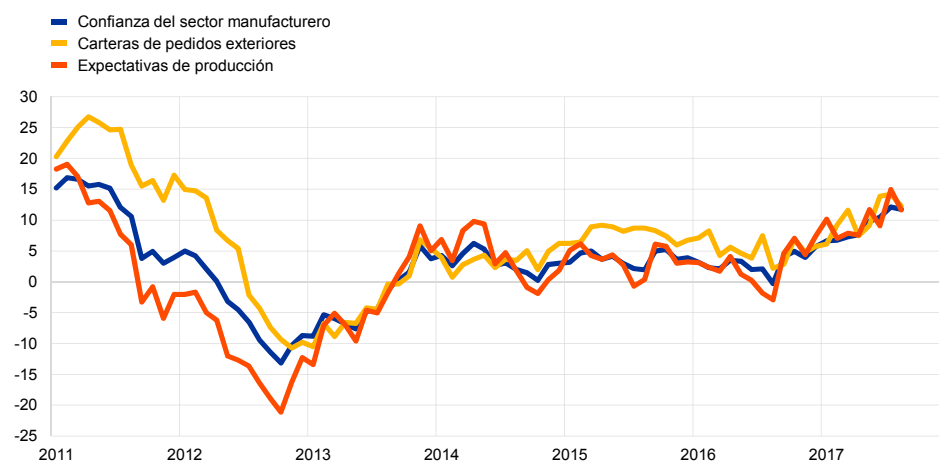
**La evolución de los mercados de la vivienda de la zona de euro continúa contribuyendo al dinamismo del crecimiento.** La inversión residencial se incrementó un 1,3 % en el segundo trimestre de 2017, reflejando la continuación de la recuperación del conjunto de la zona del euro y de muchos países de la zona. Aunque esta recuperación partía de niveles muy reducidos en algunos países, se ha visto respaldada por el fuerte crecimiento de la renta disponible de los hogares, por la mejora de las condiciones en los mercados de trabajo, por unas condiciones de financiación favorables y por una mayor preferencia por la inversión en vivienda en un contexto de bajos rendimientos de los activos remunerados. Asimismo, la confianza empresarial ha experimentado un aumento muy significativo en el sector de la construcción. Por otra parte, el creciente número de visados de obra nueva, el incremento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y la mejora de las condiciones de concesión de los préstamos bancarios deberían seguir contribuyendo a la tendencia al alza generalizada de la inversión en vivienda en la zona del euro.

**La inversión empresarial se recuperó en el segundo trimestre de 2017.** El aumento registrado (un 1 % en tasa intertrimestral) estuvo impulsado por la inversión en productos de propiedad intelectual, en maquinaria, equipos y armamento, distintos del material de transporte. Además, datos como los relativos a la producción industrial del sector de bienes de equipo, que avanzó un 0,7 % en términos intertrimestrales en el segundo trimestre de 2017, sugieren un repunte de la inversión empresarial de la zona del euro.

## Gráfico 12

### Evolución del sector de bienes de equipo de la zona del euro

(Índice, desviación con respecto a la media de largo plazo)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017.

**Se espera que la inversión empresarial continúe recuperándose.** Las perspectivas de inversión se ven favorecidas por diversos factores. La confianza empresarial, las expectativas de producción y las carteras de pedidos exteriores del sector de bienes de capital se mantienen en niveles elevados pese a haber descendido ligeramente en agosto (véase gráfico 12). La utilización de la capacidad productiva ha continuado aumentando por encima de su nivel medio anterior a la crisis, las condiciones de financiación siguen siendo muy favorables, los beneficios no distribuidos de las empresas para posible gasto en inversión continúan siendo elevados y hay necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de contención de la inversión. Sin embargo, se espera que algunos factores sigan lastrando las perspectivas de inversión empresarial, entre los que se incluyen las expectativas de un potencial de crecimiento a largo plazo más débil que en el pasado, las rigideces en los mercados de productos y la lenta introducción de cambios en el entorno regulatorio. También se prevé que la baja rentabilidad de las entidades de crédito y el volumen todavía elevado de préstamos dudosos en los balances bancarios en varios países continúen afectando a la capacidad de intermediación de las entidades de crédito y, a su vez, a la financiación de las inversiones de las empresas en el corto plazo.

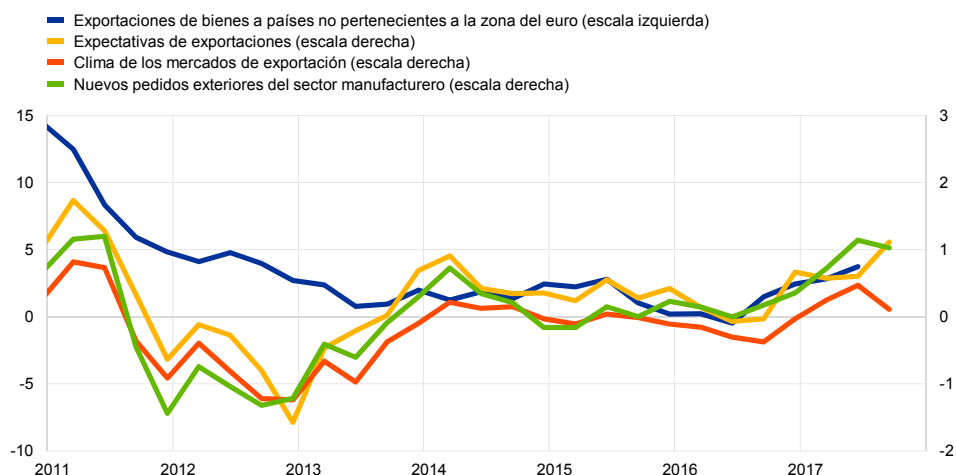
**El comercio de la zona del euro ha seguido repuntando.** Las exportaciones de bienes y servicios de la zona aumentaron un 1,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2017, y el dinamismo del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona ha mejorado de forma constante desde el verano de 2016. De acuerdo con datos mensuales sobre comercio, las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro en el primer semestre de 2017 estuvieron impulsadas principalmente por las exportaciones a China, al resto de Asia y a Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Esta evolución es una buena señal para las perspectivas globales de crecimiento, ya que la demanda de exportaciones de la zona es cada vez más generalizada. Indicadores de coyuntura como las encuestas y los nuevos pedidos exteriores que se refieren al segundo semestre de 2017 apuntan a un

impulso sostenido de las exportaciones, pese a la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro (véase gráfico 13). A más largo plazo, la recuperación mundial generalizada respaldará las exportaciones de la zona del euro. No obstante, los riesgos para el comercio siguen siendo elevados y están relacionados principalmente con tensiones geopolíticas que podrían obstaculizar el crecimiento global.

### Gráfico 13

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

(escala izquierda: tasas de variación interanual en medias móviles de tres meses; escala derecha: índice)



Fuentes: Eurostat, Markit y Comisión Europea.

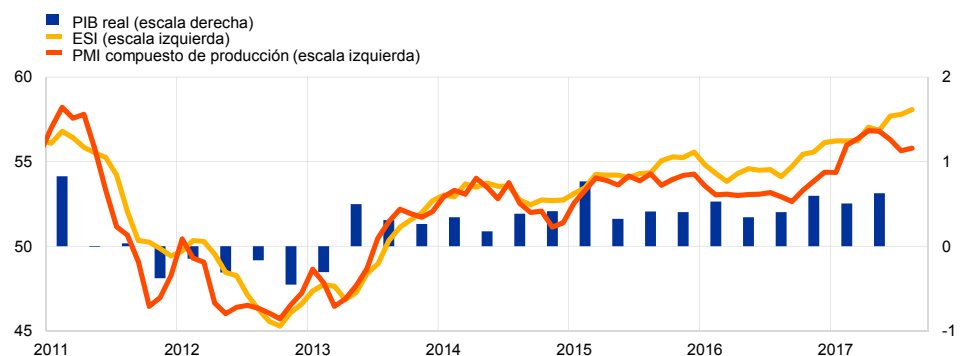
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017 para las encuestas y al segundo trimestre de 2017 para las exportaciones.

**En conjunto, los datos más recientes señalan un ritmo de crecimiento vigoroso en el tercer trimestre de 2017.** El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea y el índice PMI compuesto de producción se mantuvieron en cotas elevadas en agosto y permanecen muy por encima de sus niveles medios (véase gráfico 14). Por consiguiente, en conjunto apuntan a un crecimiento robusto en el tercer trimestre de 2017.

### Gráfico 14

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

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



Fuentes: Markit, Comisión Europea y Eurostat.

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

**Se espera que la actual expansión económica de la zona del euro prosiga, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE que están transmitiéndose a la economía real.** Unas condiciones de financiación muy favorables, los bajos tipos de interés y la mejora de los mercados de trabajo continúan favoreciendo el consumo privado y la recuperación de la inversión, en un contexto de aumento de los beneficios y de menores necesidades de desapalancamiento. Los factores favorables externos también respaldarán el crecimiento, con un fortalecimiento de la actividad económica mundial y la mejora correspondiente de la demanda externa de la zona del euro.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,2 % en 2017, el 1,8 % en 2018 y el 1,7 % en 2019 (véase gráfico 15).** En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las perspectivas para el crecimiento del PIB real se han revisado al alza para este año y se mantienen prácticamente sin cambios para años posteriores. Esta corrección al alza para 2017 obedece principalmente al acusado dinamismo del crecimiento del PIB observado recientemente.

### Gráfico 15

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 7 de septiembre de 2017.

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

## 4 Precios y costes

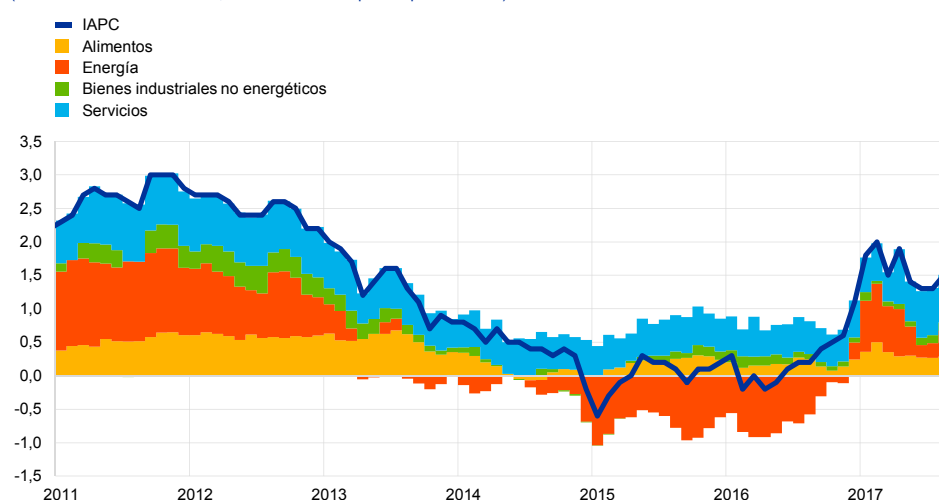
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5 % en agosto de 2017, frente al 1,3 % de julio. De cara al futuro, teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que las tasas de inflación interanual experimenten un descenso temporal hacia finales de este año y principios del siguiente, principalmente por el reflejo de los efectos de comparación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, los indicadores de la inflación subyacente han registrado un aumento moderado en los últimos meses, aunque sin mostrar aún signos convincentes de una tendencia al alza sostenida. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,2 % en 2018 y el 1,5 % en 2019.

**La inflación general aumentó en agosto.** Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC general se elevó hasta el 1,5 % en agosto, tras situarse en el 1,3 % en junio y en julio (véase gráfico 16). Esta evolución fue consecuencia del avance de la inflación de la energía y, en menor medida, de los alimentos elaborados. El incremento de la tasa de variación de los precios de la energía se había previsto, dado que refleja el impacto de un efecto de comparación al alza y las presiones inflacionistas derivadas de las últimas subidas de los precios del petróleo.

### Gráfico 16

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

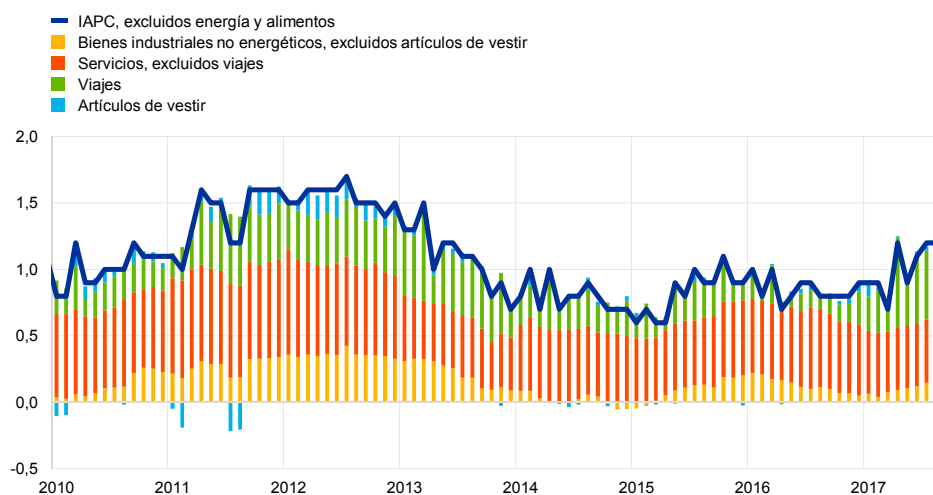
**Los indicadores de la inflación subyacente han registrado un ligero aumento desde finales de 2016.** La estimación de avance de Eurostat sugiere que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,2 % en agosto, sin variación con respecto a julio, pero 0,4 puntos porcentuales por

encima de la media del último trimestre del año anterior (véase gráfico 17). Sin embargo, en el mismo período, el IAPC, excluidos la energía, los alimentos y los componentes muy volátiles, como los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y el calzado, muestra un repunte relativamente modesto.

### Gráfico 17

#### Descomposición del IAPC, excluidos energía y alimentos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos energía y alimentos, y a julio de 2017 para el resto de los indicadores.

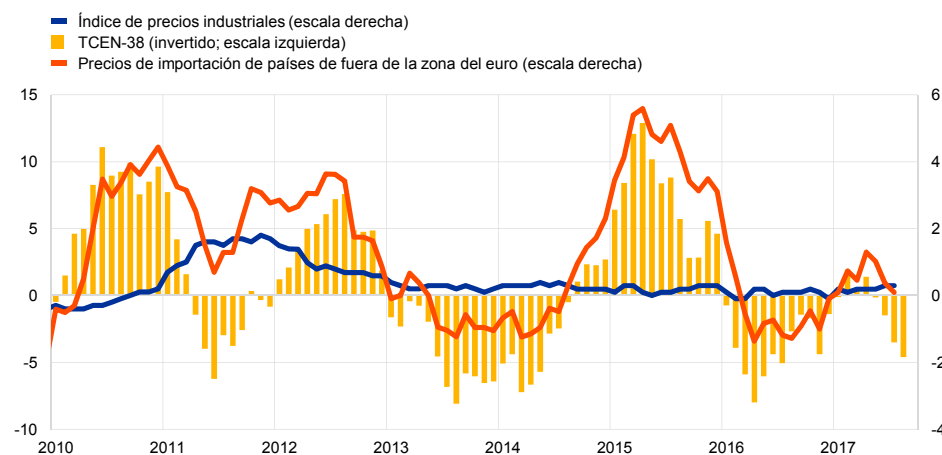
#### La reciente apreciación del euro implica una ligera moderación de las presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción y de precios.

La apreciación del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del euro en los últimos meses ha comenzado a ejercer presión a la baja sobre los precios de importación. La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio disminuyó desde el 1,3 % registrado en abril hasta el 0,1 % de julio (véase gráfico 18). Esta presión a la baja mitigará la presión al alza resultante del acusado repunte de la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial que se inició a mediados de 2016. Pese a las fuertes presiones latentes de origen externo, que posiblemente ahora se suavizarán algo, los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio se han mantenido prácticamente estables, con solo un movimiento marginal al alza, pasando del 0,2 % en mayo al 0,3 % en junio y en julio. La traslación de la reciente apreciación del euro a las presiones latentes internas entraña un alto grado de incertidumbre y también depende de un ajuste potencial de los márgenes.

## Gráfico 18

### Evolución del tipo de cambio y precios de importación y de producción de los bienes de consumo no alimenticio

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2017 para el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 38 de sus principales socios comerciales (TCEN-38) y a julio para los precios de producción y de importación.

**El crecimiento de los salarios sigue siendo débil.** La variación interanual de los salarios negociados por trabajador se situó en el 1,4 % en el segundo trimestre de 2017, un ligero descenso con respecto al 1,6 %, pero se mantuvo sin variación si se excluyen los pagos extraordinarios más volátiles. La remuneración por asalariado también fue baja hasta el primer trimestre de 2017, pero se observa una notable divergencia con la remuneración por hora, debido al descenso del número medio de horas trabajadas. En general, entre los factores que pueden haber estado frenando el avance de los salarios se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, que aún es significativo, la reducida inflación, el débil crecimiento de la productividad y la perduración del impacto de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis.

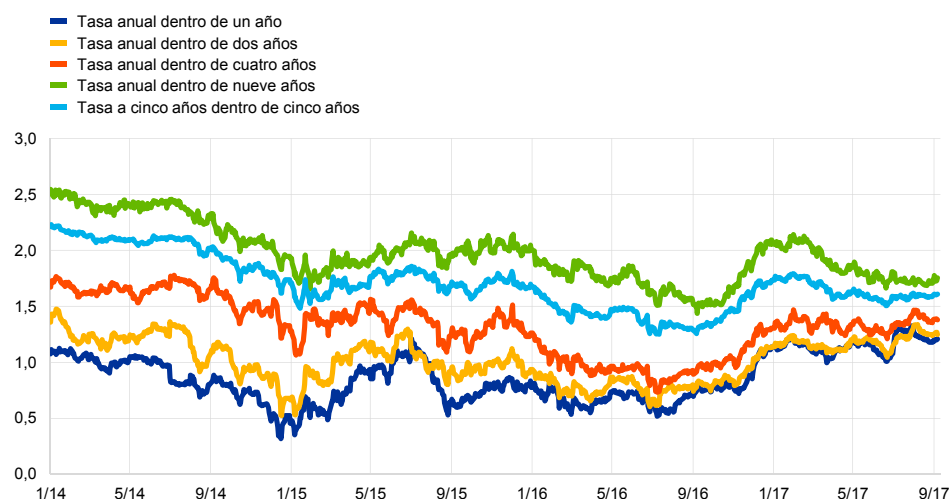
**Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables.** La tasa de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,61 % el 6 de septiembre de 2017, ligeramente por encima del nivel observado a principios de junio (véase gráfico 19). Asimismo, tal como se señala en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2017, los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro permanecieron sin cambios en el 1,8 %.



## Gráfico 19

### Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 6 de septiembre de 2017.

**De cara al futuro, se espera que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se sitúe en niveles algo más bajos de lo esperado anteriormente.** Sobre la

base de la información disponible a mediados de agosto, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017 sitúan la inflación medida por el IAPC en el 1,5 % en 2017, el 1,2 % en 2018 y el 1,5 % en 2019 (véase gráfico 20)<sup>2</sup>. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2017, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general se han revisado ligeramente a la baja, sobre todo como reflejo de la reciente apreciación del tipo de cambio del euro. Los efectos de comparación reducen significativamente la contribución de la inflación de la energía al IAPC general entre el último trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2018 (véase también el recuadro titulado «El papel de los efectos de comparación en la senda prevista de la inflación medida por el IAPC», en este número del Boletín Económico). Aunque moderado, el aumento previsto de los precios del petróleo durante el resto del horizonte de proyección, reflejado en la curva de los futuros sobre los precios del petróleo, sugiere un cierto repunte del componente energético del IAPC en 2019.

**Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente de forma gradual a medio plazo.** Según las previsiones, el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situará en el 1,1 % en 2017, el 1,3 % en 2018 y el 1,5 % en 2019. Aunque la apreciación del tipo de cambio del euro ejercerá presiones a la baja sobre la inflación subyacente a lo largo del horizonte de proyección, este efecto se verá parcialmente compensado por la mejora de las perspectivas de la demanda interna de la zona del euro. En relación con los costes

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 7 de septiembre de 2017.

internos, un factor importante que explica el repunte gradual de la inflación subyacente es la reducción prevista de la holgura del mercado de trabajo, así como la mayor escasez de oferta laboral en algunas partes de la zona del euro, que se espera que impulsen el crecimiento salarial. Asimismo, el notable repunte reciente de la inflación general podría traducirse también con el tiempo en incrementos más elevados de los salarios nominales en los países de la zona del euro cuyos procesos de formación de los salarios incluyen componentes de expectativas o de indexación basados en la evolución pasada de la inflación.

### Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017», publicado en el sitio web del BCE el 7 de septiembre de 2017.

## 5 Dinero y crédito

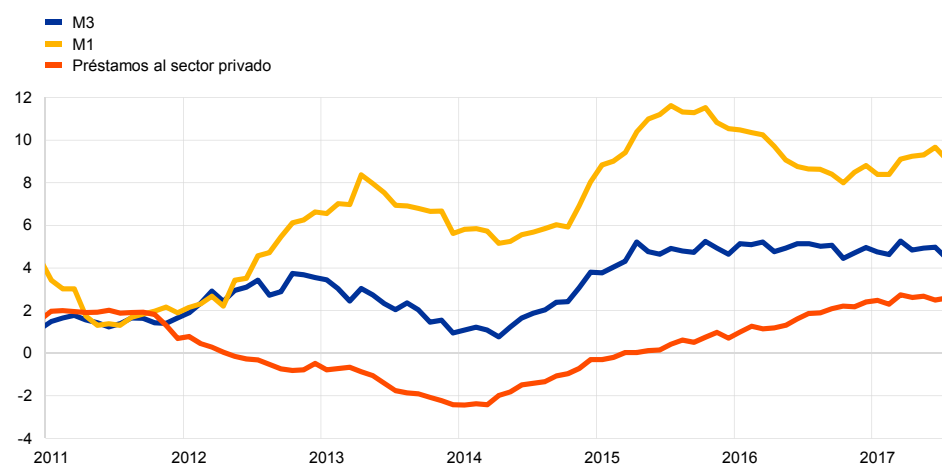
El crecimiento monetario mantuvo en el segundo trimestre de 2017 el sólido ritmo observado, en general, desde mediados de 2015 y se moderó en julio. El crecimiento de los préstamos al sector privado continuó recuperándose. Asimismo, se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras se redujo ligeramente en el segundo trimestre de 2017.

**El agregado monetario amplio registró un sólido crecimiento —del 5 %— en el segundo trimestre de 2017, en consonancia con el observado desde mediados de 2015, y después se moderó en julio.** La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 4,5 % en julio de 2017, probablemente debido a factores temporales (véase gráfico 21). El bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy reducidos, así como el impacto de las medidas de política monetaria del BCE, continuaron respaldando el crecimiento monetario. Sin embargo, la contribución de los componentes más líquidos al crecimiento interanual de M3 fue menor, y la tasa de crecimiento interanual de M1 retrocedió hasta el 9,1 % en julio (frente al 9,3 % del segundo trimestre de 2017 y el 9,7 % de junio).

### Gráfico 21

#### M3, M1 y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de la tesorería. La última observación corresponde a julio de 2017.

**Los depósitos a la vista siguieron siendo el principal factor impulsor del crecimiento de M3.** Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras mantuvo su vigor en el segundo trimestre de 2017, pero se moderó en julio, probablemente debido a factores temporales. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación también descendió en julio, lo que indica que no existe una tendencia en el sector tenedor de dinero a sustituir los depósitos por tesorería en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) continuaron teniendo un impacto

negativo en el agregado M3 en el segundo trimestre y en julio. La tasa de variación interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), un pequeño componente de M3, pasó a ser significativamente negativa en julio, contribuyendo a la moderación que experimentó el crecimiento de M3 en este período. Esta evolución, registrada después de la contribución positiva observada en el segundo trimestre de 2017, obedeció principalmente a la disminución adicional de las emisiones de valores representativos de deuda a corto plazo por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario se mantuvo en terreno positivo.

**Las fuentes internas de creación de dinero fueron de nuevo el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 22).** En

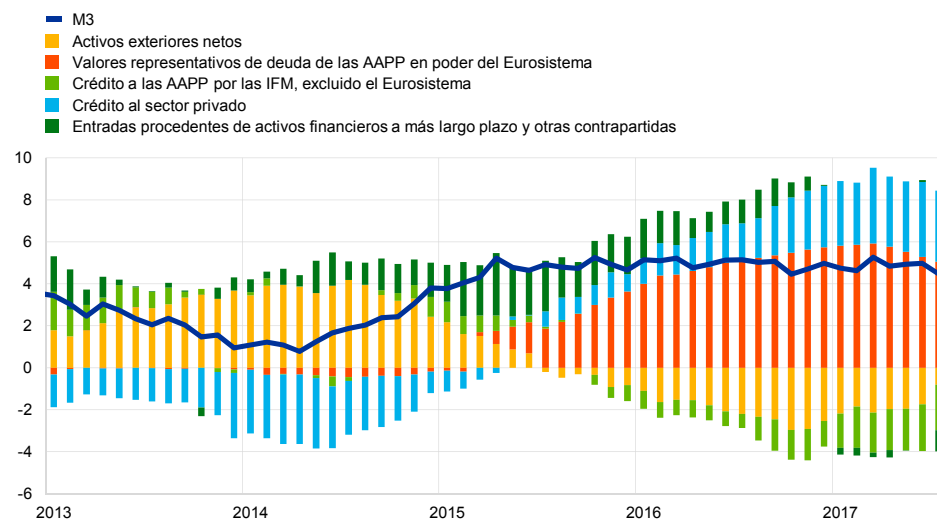
lo que respecta a las contrapartidas, las adquisiciones de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas por parte del Eurosistema (véanse las partes rojas del gráfico 22), efectuadas sobre todo en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del BCE, contribuyeron favorablemente al avance de M3<sup>3</sup>. La recuperación sostenida del crédito al sector privado (véanse las partes azules del gráfico 22) 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 realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés). En conjunto, los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas influyeron de forma ligeramente negativa en el avance de M3 como consecuencia de las otras contrapartidas (principalmente, acuerdos de recompra) (véase las partes de color verde oscuro del gráfico 22). No obstante, la persistente contracción de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM favoreció el mayor crecimiento de M3. La tasa de variación interanual de estos pasivos ha sido negativa desde el segundo trimestre de 2012, debido, en parte, al impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II) del BCE, que pueden estar actuando como sustituto de la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados. Por último, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, han contribuido al crecimiento interanual negativo del crédito a las AAPP concedido por las IFM, excluido el Eurosistema, frenando así el crecimiento de M3 (véanse las partes de color verde claro del gráfico 22).

<sup>3</sup> Véase también el recuadro titulado «La base monetaria, el agregado monetario amplio y el APP» en este Boletín Económico, que describe la evolución de la base monetaria en los últimos años y el impacto de las medidas no convencionales del BCE sobre dicha evolución.

## Gráfico 22

### M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

#### Los activos exteriores netos de las IFM siguieron lastrando el crecimiento

**interanual de M3.** Aunque en el segundo trimestre de 2017 y en julio el flujo interanual de los activos exteriores netos se mantuvo negativo, en julio se registró una entrada mensual, lo que contribuyó a reducir las correspondientes presiones a la baja sobre el crecimiento de M3 (véanse las partes amarillas del gráfico 22). El flujo interanual continuó reflejando 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. La evolución reciente sugiere que el Eurosistema no efectuó compras significativas a no residentes en el marco del PSPP.

#### La recuperación del crecimiento de los préstamos observada desde principios de 2014 ha seguido su curso.

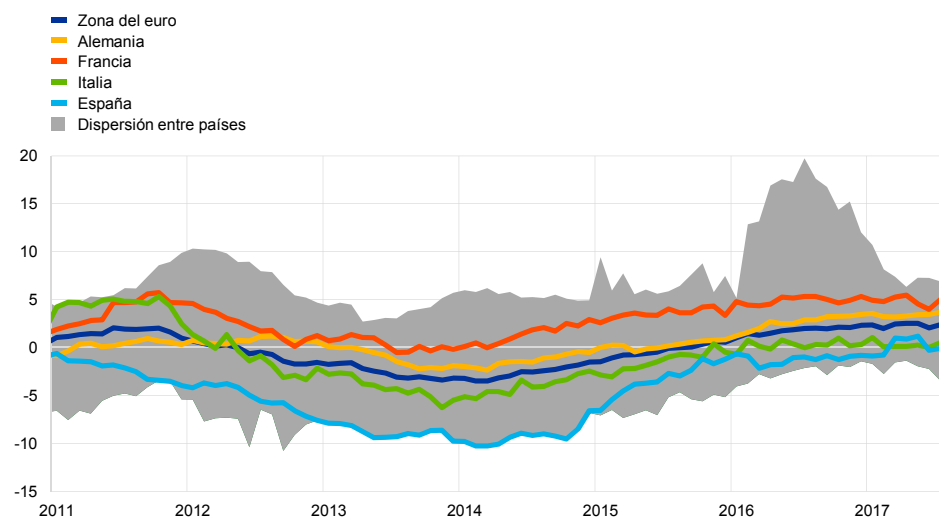
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado [ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de la tesorería (*notional cash pooling*)] se mantuvo prácticamente estable en el segundo trimestre de 2017 y en julio (véase gráfico 21). Por sectores, el avance interanual de los préstamos a las sociedades no financieras aumentó hasta alcanzar el 2,4 % en ambos períodos, tras un descenso temporal en junio debido a factores especiales en algunos países (véase gráfico 23). El crecimiento de estos préstamos se ha recuperado considerablemente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta evolución es generalizada en los países más grandes, aunque las tasas de crecimiento de los préstamos son aún negativas en algunas jurisdicciones. El ritmo de avance interanual de los préstamos a los hogares también se incrementó en el segundo trimestre de 2017 y se situó en el 2,6 % en julio (véase gráfico 24). El significativo descenso de los tipos de interés del crédito bancario observado en toda la zona del euro desde el verano de 2014 (sobre todo, debido a las medidas de política monetaria no convencionales del BCE) y la

mejora general en la oferta y en la demanda de préstamos bancarios han sustentado estas tendencias. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, aunque el nivel de préstamos dudosos (NPL) sigue siendo elevado en algunos países y puede limitar la concesión de crédito.

### Gráfico 23

#### Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en algunos países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



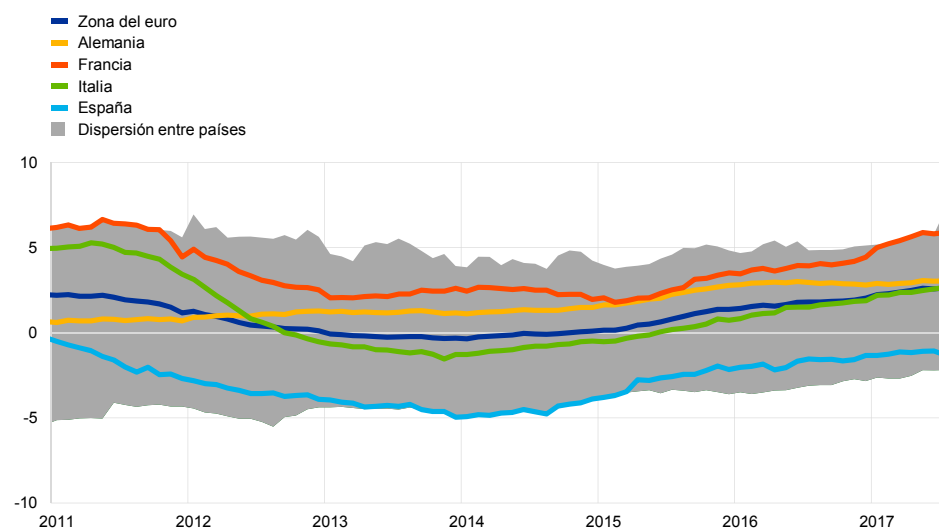
Fuente: BCE.

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

### Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

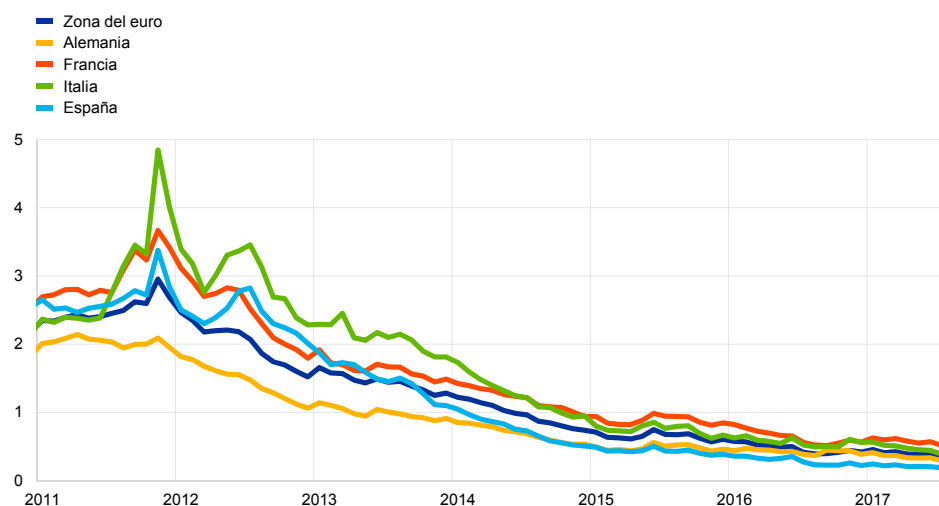
### Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron

**siendo favorables.** El coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda descendió hasta un nuevo mínimo histórico en julio, tras haberse estabilizado prácticamente en el segundo trimestre de 2017 (véase gráfico 25). Esta tendencia estuvo impulsada sobre todo por la evolución del coste de los depósitos, que experimentó una ligera contracción y registró un nuevo mínimo histórico en julio, después de haber permanecido en una senda casi estable en el segundo trimestre de 2017. Además, los rendimientos de los bonos bancarios se mantuvieron generalmente estables en el segundo trimestre, pese a aumentar de forma temporal en junio, y disminuyeron en julio. 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 contribuyeron a las favorables condiciones de financiación de los bancos.

### Gráfico 25

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

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



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE.

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

### Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares se mantuvieron en mínimos históricos, o próximos a ellos, en el segundo trimestre de 2017 y en julio (véanse gráficos 26 y 27).

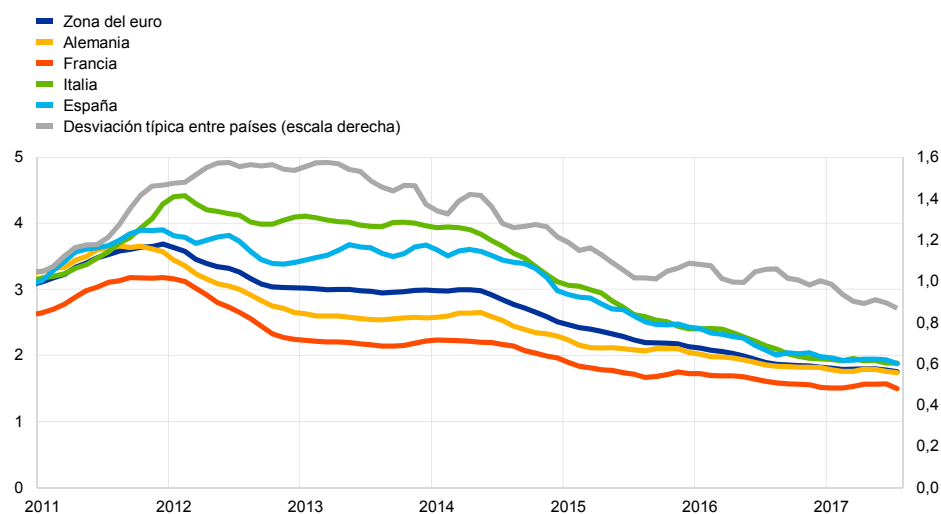
Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares descendieron entre principios de 2014 y finales de 2016, aunque han seguido una trayectoria diferente desde entonces: el tipo sintético correspondiente a los préstamos para adquisición de vivienda aumentó ligeramente hasta julio de 2017, y el de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguió cayendo hasta registrar un nuevo mínimo histórico en julio. En general, los tipos de interés sintéticos de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido notablemente más que los tipos de referencia del mercado desde el anuncio de las medidas de expansión crediticia del

BCE en junio de 2014, lo que señala una mejora de la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios. Dicho descenso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito ha favorecido la reducción de los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios. Entre mayo de 2014 y julio de 2017, los tipos de interés sintéticos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron 119 puntos básicos y 103 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, esta reducción fue especialmente pronunciada en los países vulnerables de la zona del euro, lo que contribuyó a una transmisión más homogénea de la política monetaria a estos tipos de interés en los distintos países. En el mismo período, el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros en la zona del euro se estrechó de forma considerable y se situó próximo a su mínimo histórico en julio de 2017. Esto indica que, en general, las pequeñas y medianas empresas se han beneficiado en mayor medida que las grandes empresas de la caída de los tipos de interés de los préstamos bancarios.

### Gráfico 26

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

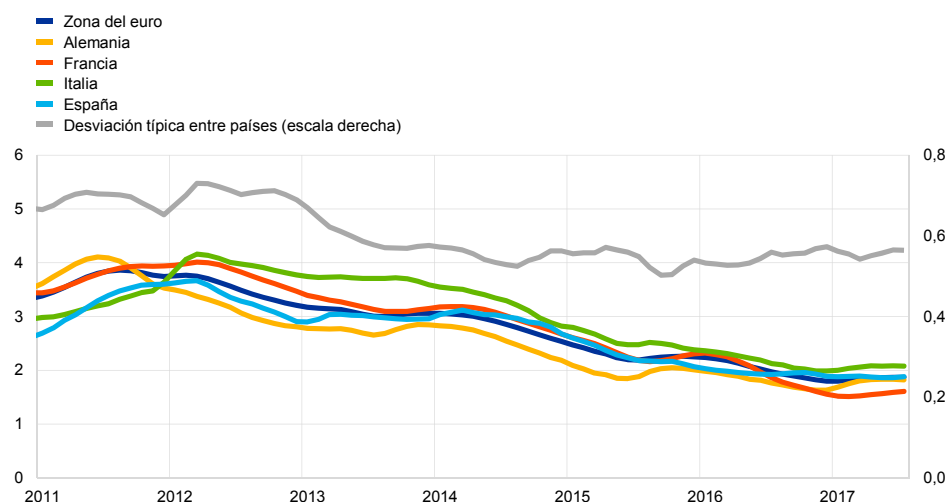
Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.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



## Gráfico 27

### Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

**Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se moderó ligeramente en el segundo trimestre de 2017.** Esta moderación refleja el debilitamiento de la dinámica de los préstamos bancarios y de la emisión de valores representativos de deuda, atribuible, en parte, a factores especiales y de carácter temporal en el caso de los préstamos bancarios. En conjunto, la recuperación de la financiación externa de las sociedades no financieras observada desde principios de 2014 se ha sustentado en el fortalecimiento de la actividad económica, la reducción adicional del coste de financiación mediante deuda, la relajación de las condiciones de concesión del crédito bancario y el número más elevado de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, los saldos de efectivo de las sociedades no financieras, que se sitúan en máximos históricos, han reducido la necesidad de financiación externa.

**Las emisiones brutas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se redujeron en julio y agosto de 2017, tras aumentar en junio.** Los datos más recientes del BCE señalan una intensa actividad emisora en junio, después de la moderación registrada en abril y mayo. No obstante, en términos netos, esta actividad fue negativa debido a las considerables amortizaciones de valores a corto plazo. Asimismo, cabe reseñar que los datos de mercado que apuntan a una escasa actividad emisora en julio y agosto reflejan en gran medida factores estacionales. En este período, las emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se caracterizaron por un mayor dinamismo que en los primeros meses de 2017, cuando se vieron frenadas por las significativas recompras de acciones.

**Los costes de financiación de las sociedades no financieras siguen siendo favorables.** Según las estimaciones, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios,

emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, descendió ligeramente, hasta el 4,4 %, en agosto de 2017, tras registrar un moderado incremento en junio y julio. Esta evolución refleja, sobre todo, la dinámica del coste de las acciones. El coste de financiación se sitúa actualmente 40 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 (antes de que los mercados empezaran a descontar las expectativas sobre el entonces inminente programa de compra de activos). El coste de la deuda, expresado como media ponderada del coste de la financiación bancaria y del coste de la financiación mediante valores de renta fija, continúa fluctuando en torno a su mínimo histórico.

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro continúe reduciéndose durante el horizonte de proyección (2017-2019), debido principalmente a la mejora de las condiciones cíclicas y a la disminución de los pagos por intereses. A tenor de las proyecciones, la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será ligeramente expansiva en 2017 y prácticamente neutral en 2018-2019. Aunque la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro seguirá disminuyendo, todavía es elevada. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente.

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

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2017<sup>4</sup>, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 1,5 % del PIB de 2016 hasta el 0,9 % del PIB en 2019 (véase cuadro). La mejora de las perspectivas presupuestarias, que son algo más positivas que las de las proyecciones de junio de 2017, se sustenta principalmente en unas condiciones cíclicas favorables y en la caída de los pagos por intereses.

## Cuadro

## Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(porcentaje del PIB)				
	2016	2017	2018	2019
<b>a. Ingresos totales</b>	46,2	46,0	45,9	45,8
<b>b. Gastos totales</b>	47,7	47,3	46,9	46,6
de los cuales:				
<b>c. Gasto por intereses</b>	2,2	2,0	1,9	1,8
<b>d. Gasto primario (b - c)</b>	45,5	45,3	45,0	44,8
<b>Saldo presupuestario (a - b)</b>	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9
<b>Saldo presupuestario primario (a - d)</b>	0,7	0,7	0,9	0,9
<b>Saldo presupuestario ajustado de ciclo</b>	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2
<b>Saldo estructural primario</b>	0,7	0,6	0,6	0,6
<b>Deuda bruta</b>	89,1	87,5	86,0	84,2
<b>Pro memoria: PIB real (tasas de variación)</b>	1,8	2,2	1,8	1,7

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

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

<sup>4</sup> Véanse las [Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2017](#).

**Se prevé que la orientación fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva en 2017 y prácticamente neutral en 2018-2019**<sup>5</sup>. Las perspectivas para 2017

obedecen a un repunte de la inversión pública y a un pago extraordinario realizado en Alemania a los productores de energía nuclear<sup>6</sup>. En 2018-2019, la previsión de una orientación neutral de la política fiscal refleja efectos compensatorios de los ingresos y el gasto públicos. Al mismo tiempo, esta orientación básicamente neutral indica que los países no están aprovechando plenamente el ritmo de crecimiento económico favorable para constituir colchones fiscales.

**Se espera que los elevados niveles de deuda pública de la zona del euro continúen descendiendo**. A tenor de las proyecciones, la deuda en relación con el

PIB de la zona del euro, que registró un máximo en 2014, disminuirá desde el 89,1 % de 2016 hasta el 84,2 % a finales de 2019. Este descenso se basa, principalmente, en un incremento del superávit primario y en un diferencial entre tipos de interés y crecimiento favorable, reflejo, este último, de unas perspectivas macroeconómicas relativamente estables. Se prevé que los ajustes entre déficit y deuda tengan un impacto ligeramente negativo a partir de 2018. Aunque las perspectivas han variado poco con respecto a las de las proyecciones de junio, se espera que el nivel de deuda sea algo más bajo, como consecuencia, en particular, de un diferencial más favorable entre crecimiento y tipos de interés. Si las previsiones de deuda se consideran desde la perspectiva de los países, señalan una mejora en la mayoría de los países de la zona del euro, aunque se espera que en unos pocos la ratio de deuda pública se incremente durante el horizonte de proyección. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente. Esto contribuiría a reducir su vulnerabilidad en caso de que se produzcan nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros o de un repunte de los tipos de interés.

**Todos los países de la zona del euro se beneficiarían de una intensificación de los esfuerzos para lograr una composición más favorable al crecimiento de las finanzas públicas**. La reorientación del gasto hacia las partidas que más potencien

el crecimiento, como la educación y las infraestructuras, o la presión fiscal hacia impuestos de carácter menos distorsionador, como los que gravan el consumo y los bienes inmuebles, puede tener efectos positivos sobre el crecimiento del producto y de este modo contribuir a la constitución de colchones fiscales<sup>7</sup>.

**De cara al futuro, es importante que los proyectos de planes presupuestarios —que deben presentarse a mediados de octubre como muy tarde— cumplan plenamente las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento**. Si el proceso relacionado con los proyectos de planes presupuestarios se aplica

<sup>5</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación del saldo estructural primario, es decir, la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

<sup>6</sup> El pago extraordinario realizado en Alemania asciende al 0,2 % del PIB del país.

<sup>7</sup> Véase el artículo titulado «[The composition of public finances in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2017.

íntegramente y con coherencia, es un instrumento correctivo y de alerta temprana importante y eficaz. Después de que los países de la zona del euro presenten los proyectos de planes presupuestarios, la Comisión evaluará si son plenamente acordes con las exigencias del Pacto. En caso de incumplimiento, la Comisión tendrá que devolver los proyectos a los países en cuestión.