

Recuadros

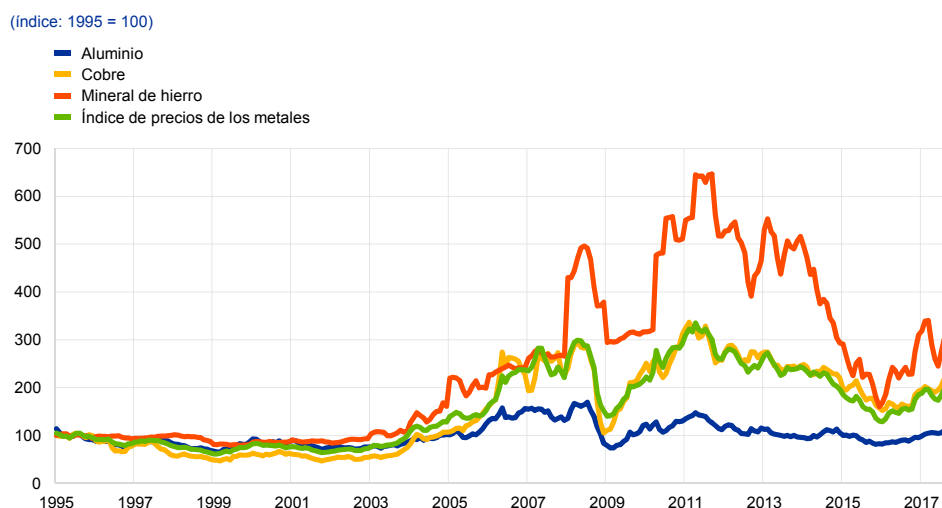
1 ¿Qué factores determinan los precios de los metales?

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 %.

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 caída registrada durante la recesión global), disminuyeron hasta principios de 2016 y a partir de entonces empezaron a subir de nuevo (véase gráfico A). 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.

Gráfico A
Precios de los metales



Fuentes: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) y cálculos del BCE.
Notas: 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 gráfico B).

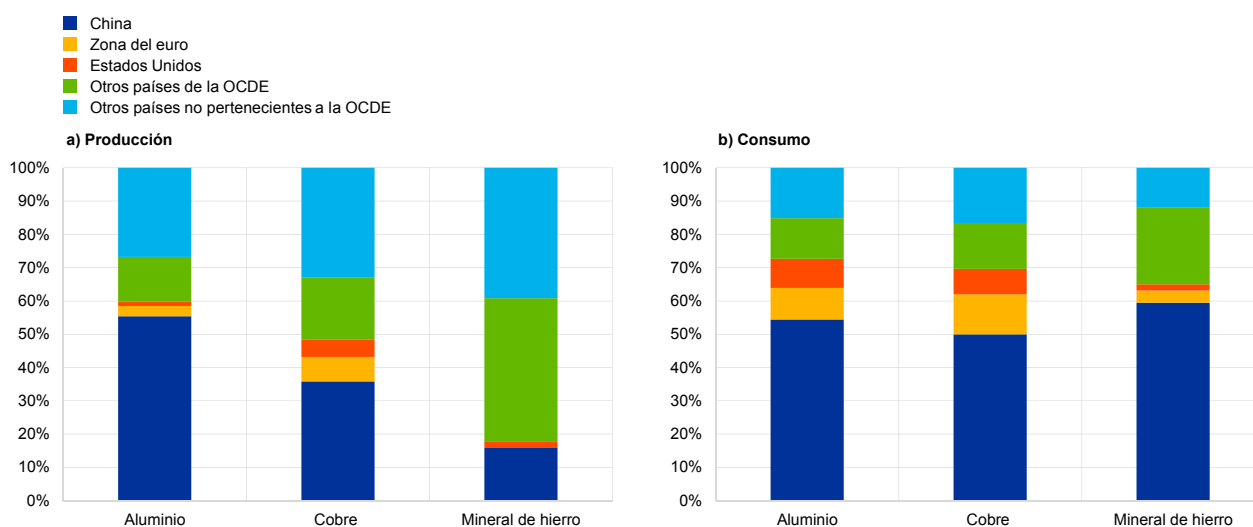
Gracias al intenso crecimiento económico experimentado en la última década, China se ha convertido en el principal consumidor de metales y, en el caso de algunos de ellos, también en el mayor productor (véase gráfico B). China acapara entre el 50 % y el 60 % del consumo mundial de metales, y representa 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.

Gráfico B

Composición geográfica de la producción y del consumo de metales

(porcentajes globales en 2016)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: 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.

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)⁷. 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 motivadas 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 (véase gráfico C). 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,

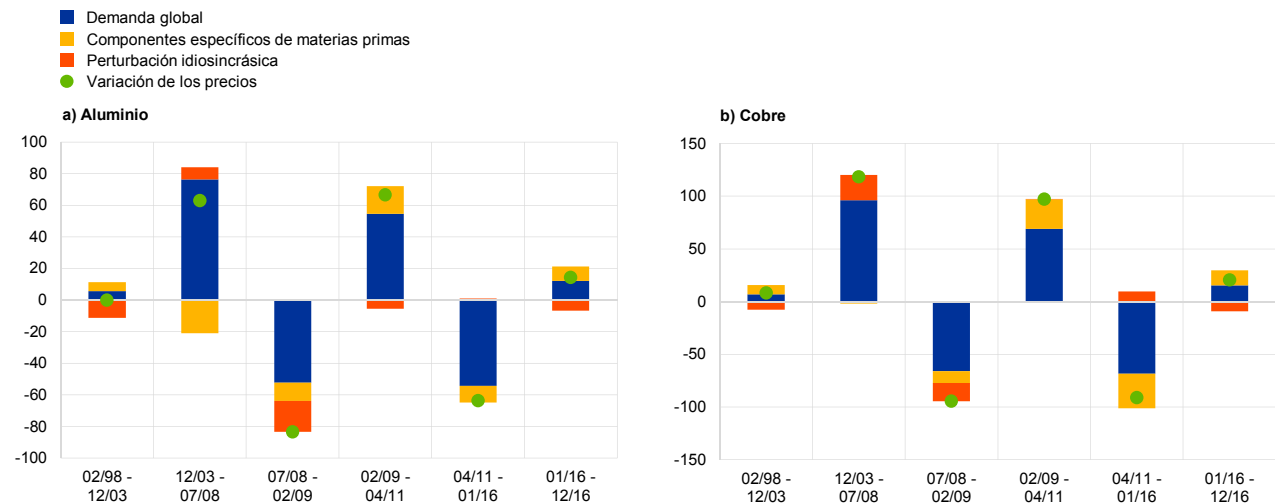
⁷ S. Delle Chiaie, L. Ferrara y D. Giannone, «Common factors of commodity prices», *Working Paper Series*, n.º 2112, BCE, noviembre de 2017.

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 gráfico D). El aumento de la demanda global también influyó, aunque en menor medida que la oferta.

Gráfico C

Principales factores determinantes de los precios de los metales entre 1998 y 2016

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales a las variaciones de los precios)



Fuente: Delle Chiaie, Ferrara y Giannone (2017).

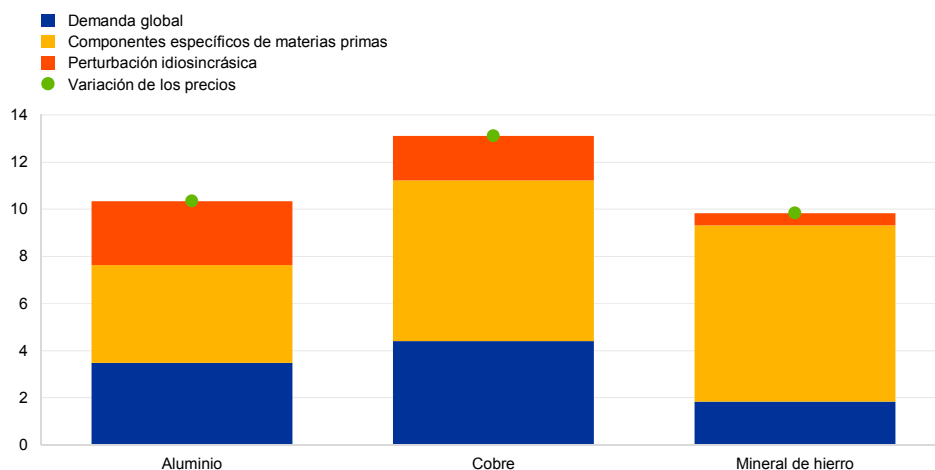
Estos resultados están en consonancia con la evolución de los mercados de metales durante este período.

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.

Gráfico D

Principales factores determinantes del repunte de los precios de los metales entre junio y septiembre de 2017

(tasas de variación y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Delle Chiaie, Ferrara y Giannone (2017) (actualizado).

Notas: La descomposición histórica correspondiente al mineral de hierro debe interpretarse con cautela debido a las dudas acerca de la calidad de la serie. Los precios del mineral de hierro comienzan a partir de 1995, y hasta 2010 la mayoría cotizaba utilizando un mecanismo de negociación anual de precios de referencia.

Pese a las recientes subidas 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 caída 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 años⁸.

⁸ 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.

2 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, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (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, en sus siglas en inglés), estando previsto realizar compras mensuales por importe de 60 mm de euros, en promedio. Este ritmo de compras se mantendrá hasta diciembre de 2017, y posteriormente se reducirá hasta los 30 mm 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 1.212,5 mm de euros, lo que representa un incremento de 43,7 mm 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 43,9 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra récord de 1.090,2 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se redujeron ligeramente, en 0,2 mm de euros, hasta situarse en 122,2 mm 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 mm de euros, hasta un importe de 637 mm de euros, en promedio, en el período analizado. Los activos netos denominados en euros también se redujeron, hasta situarse, en promedio, en 306,1 mm de euros, 26,3 mm 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 30,1 mm de euros, hasta un importe de 690,3 mm de euros. El incremento de los billetes en circulación y de los depósitos de las Administraciones Públicas, de 11,5 mm de euros y 3,4 mm 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.

Cuadro A

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	3.010,2	(+85,9)	2.924,3	(+71,4)	
Operaciones de mercado abierto	2.966,5	(+152,3)	2.814,2	3.010,0	(+86,0)	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 titulación 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	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 los tipos de interés (medias, 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)	

Fuente: BCE.

Notas: Dado que todas las cifras del cuadro A 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 mm de euros).

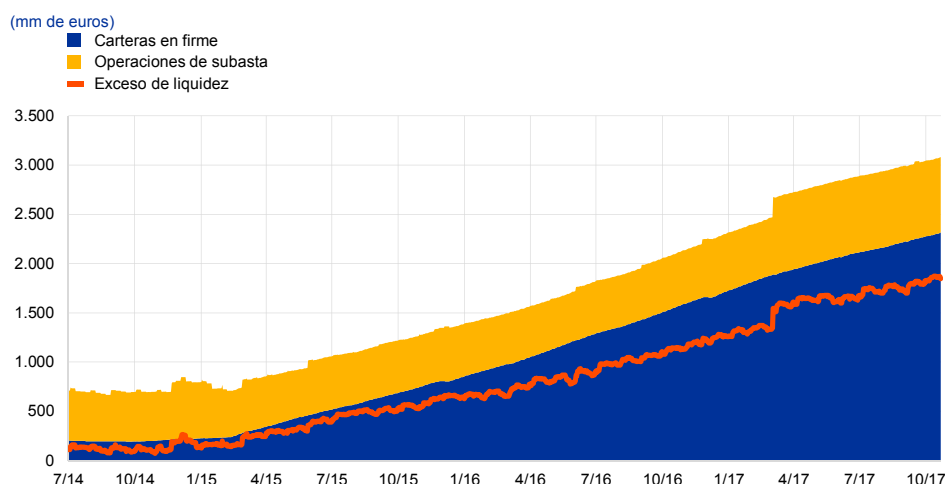
1) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

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 152,3 mm de euros, hasta situarse en 2.966,5 mm de euros (véase gráfico A). Este aumento fue atribuible en su totalidad al APP, mientras que la demanda descendió ligeramente en las operaciones de subasta.

Gráfico A

Evolución de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta disminuyó ligeramente (en 6 mm de euros) durante el período considerado, situándose en 772,7 mm de euros. Este descenso se debió principalmente a la caída de la liquidez media inyectada a través de las OPF, que se redujo en 5,4 mm de euros. El saldo vivo medio de las TLTRO también disminuyó ligeramente, en 2,8 mm de euros, como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios de la financiación obtenida en esas operaciones. En cambio, el volumen medio de liquidez proporcionado mediante las OFPML a tres meses se incrementó en 2,3 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 158,3 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.193,8 mm 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, en 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 139,9 mm de euros, 8,4 mm de euros, 0,6 mm de euros y 18 mm 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 8,6 mm 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 109,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior y se situó en 1.755,3 mm de euros (véase gráfico A). Como ya se ha señalado, este incremento refleja en gran medida la liquidez proporcionada mediante el APP con un objetivo de compras de 60 mm 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 90,1 mm 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 47,1 mm 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 mm de euros de los saldos medios en cuenta corriente, que se situaron en 1.248 mm de euros en el período analizado, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un ascenso adicional de 35,2 mm de euros y se situó en 629,8 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés del mercado monetario a un día se mantuvieron próximos al tipo aplicado 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 del tipo 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, los tipos 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. El tipo 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 los tipos 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.

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

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, en 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 real.

Tanto el ESI como el PMI compuesto de producción son útiles para valorar las variaciones del PIB real, 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 (75.000 empresas del sector privado y 26.000 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 uno⁹. Sin embargo, los servicios financieros no están incluidos en el ESI, lo que es un inconveniente porque el sector financiero afecta al PIB real 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 intermensual 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 2.000 empresas del sector privado de

⁹ 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. Píkhart, «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. Sorić, I. Lolić y M. Čižmešija, «European economic sentiment indicator: an empirical reappraisal», *Quality & Quantity – International Journal of Methodology*, 50(5), septiembre de 2016, pp. 2025-2054.

los cuatro países más grandes de la zona del euro y de Irlanda), y el 35 % restante a la producción manufacturera (engloba 3.000 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).

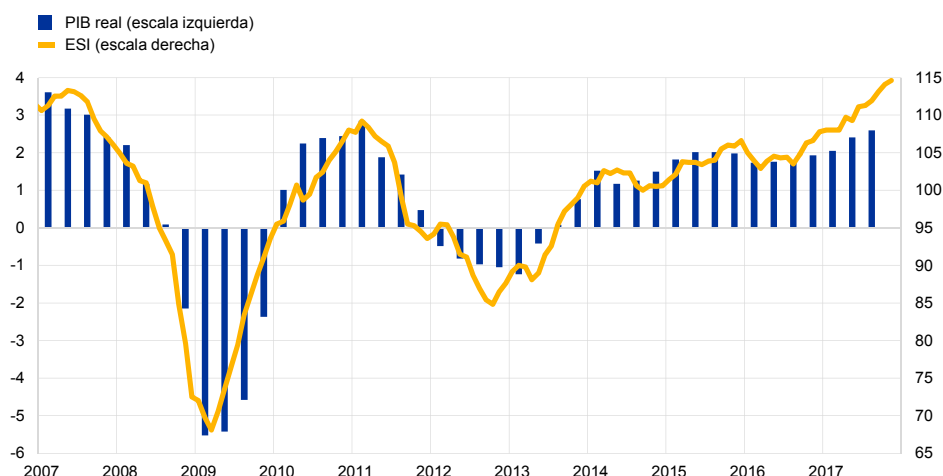
El ESI y el PMI compuesto de producción sugieren que la economía de la zona del euro continuó creciendo con fuerza en el cuarto trimestre de 2017.

Como se muestra en el gráfico A, el ESI se elabora para realizar un seguimiento de las variaciones contemporáneas del crecimiento interanual del PIB real¹⁰. La estrecha correlación existente entre el ESI y el crecimiento interanual del PIB real indica que la vigorosa expansión económica continuó en el cuarto trimestre. Parte de la discrepancia observada últimamente entre el ESI y el crecimiento interanual 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.

Gráfico A

PIB real de la zona del euro e indicador de sentimiento económico

(tasas de variación interanual; indicador de difusión)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

El PMI compuesto de producción está diseñado para realizar un seguimiento de las variaciones intertrimestrales del crecimiento del PIB real. En el gráfico B se muestra una regla sencilla de seguimiento del PIB basado en el PMI: la variación intertrimestral del PIB real equivale al 10 % de la media trimestral del PMI compuesto de producción de la que se sustrae 50. En ocasiones, el vínculo entre las

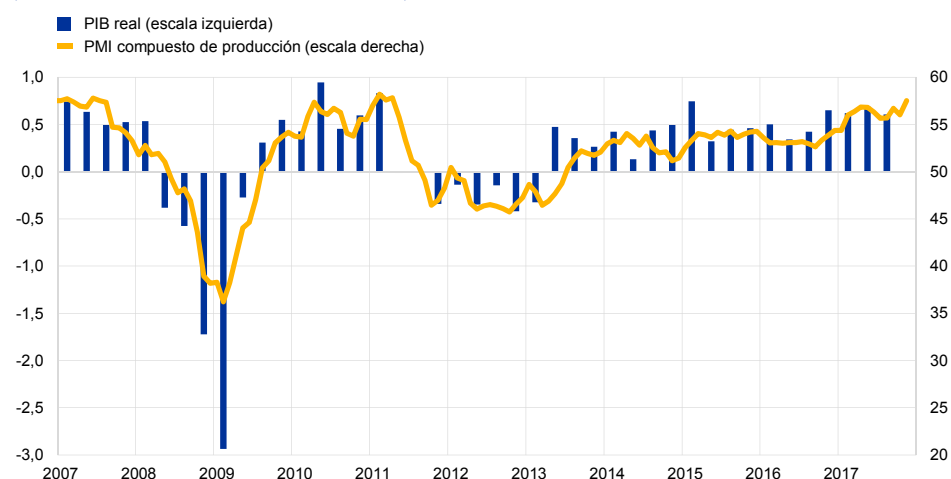
¹⁰ Para conocer evidencia empírica, incluyendo una comparación de las dos encuestas y considerando las variaciones interanuales e intertrimestrales del PIB real, véase el artículo especial titulado «ESI and other BCS indicators vs PMI – properties and empirical performance» en «European Business Cycle 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.

variaciones intertrimestrales del PIB real y el PMI compuesto de producción ha tendido a debilitarse, en particular durante los primeros años de la crisis financiera (2008-2009). No obstante, desde 2003 (año en que comenzó a publicarse una estimación de avance del PIB para la zona del euro) esta regla sencilla de seguimiento ha sido más precisa en la predicción de los datos definitivos del PIB publicados para cada año natural que la primera serie de datos del PIB durante aproximadamente la mitad del período cubierto. Esta regla indica que, en el cuarto trimestre de 2017, el avance del PIB real fue básicamente acorde con la estimación de crecimiento intertrimestral de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017¹¹.

Gráfico B

PIB real y PMI compuesto de producción de la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral; indicador de difusión)



Fuentes: Eurostat e IHS Markit.

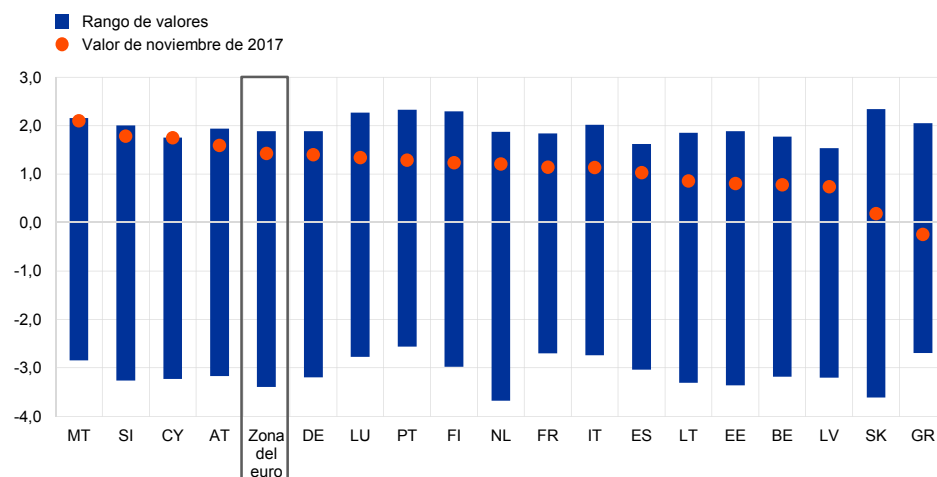
El ESI sugiere que, a corto plazo, el PIB real continuará aumentando de forma ininterrumpida en la zona del euro, tendencia que se observará en la mayoría de los países de la zona. Habida cuenta de su cobertura, el ESI es más adecuado para examinar con más detalle dimensiones nacionales y sectoriales. Los resultados más recientes del ESI, correspondientes a noviembre de 2017 (puntos rojos del gráfico C), muestran que el indicador se sitúa por encima de su media de largo plazo (representada por la línea cero) para todos los países de la zona del euro excepto Grecia. Además, en todos los países, salvo en los tres países bálticos, Bélgica, Eslovaquia y Grecia, el ESI actualmente presenta más de una desviación típica por encima de su nivel medio. El ESI alcanzó un máximo histórico en Malta y Chipre en noviembre (como indica la posición de los puntos rojos en la parte superior de las barras azules).

¹¹ 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.

Gráfico C

Indicador de Sentimiento Económico

(valores estandarizados)



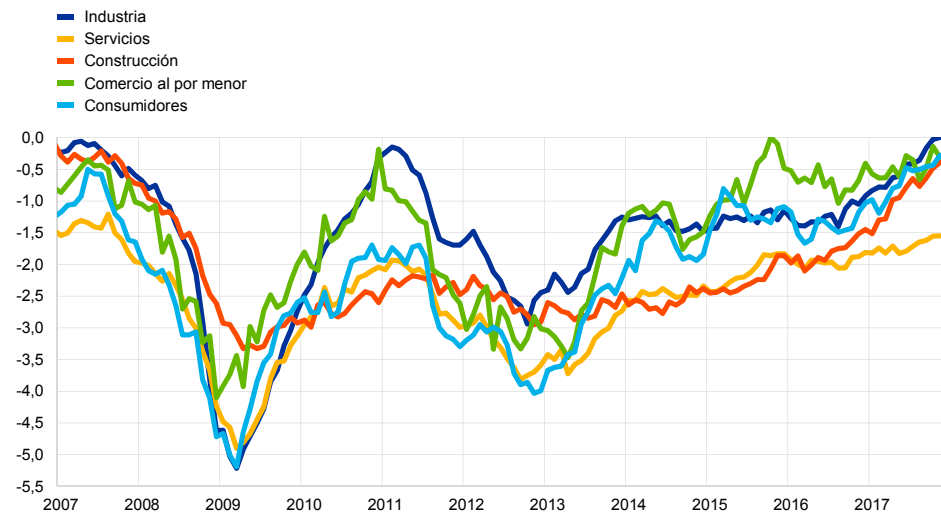
Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las barras azules muestran los niveles máximos y mínimos desde el comienzo de las respectivas series nacionales; los puntos rojos representan los resultados más recientes, y la línea cero señala la media.

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 gráfico D). 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 interanual del PIB real en el cuarto trimestre de este año que el obtenido en el ESI (ilustrado en el gráfico A). En general, los índices de confianza de los distintos sectores sugieren que actualmente todos los sectores están contribuyendo al crecimiento, aunque en distinta medida.

Gráfico D Confianza de los sectores

(valores estandarizados de las desviaciones con respecto al nivel máximo)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos para obtener los datos de confianza comenzaron a realizarse en enero de 1985 para todos los sectores excepto los servicios (que comenzaron en abril de 1995).

¿Qué podemos aprender de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE sobre las percepciones de la dinámica del mercado de trabajo en la zona del euro?

En los diez últimos años, los mercados de trabajo de la zona del euro han estado sometidos a diversas perturbaciones que se han traducido en importantes fluctuaciones de la tasa de desempleo y del crecimiento de los salarios. En respuesta a esta dinámica, los expertos en previsión económica han ajustado en repetidas ocasiones, tanto al alza como a la baja, sus expectativas relativas a la tasa de desempleo y al crecimiento interanual de la remuneración por asalariado (en adelante, «crecimiento salarial»). En este recuadro se analizan las revisiones de las expectativas reflejadas en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE y se comparan dichas expectativas con los datos reales.

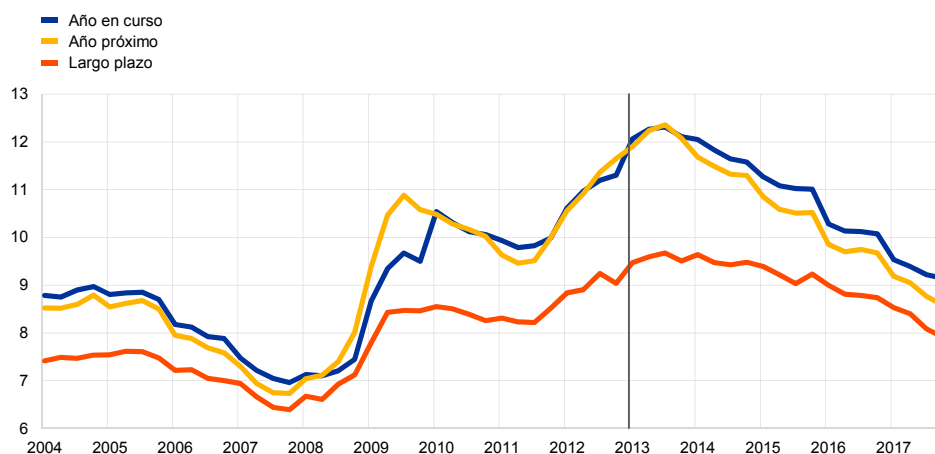
Entre 2008 y 2013 los efectos económicos adversos asociados a las crisis financiera y de deuda soberana indujeron a los participantes en la EPE a ajustar gradualmente al alza sus expectativas relativas a la tasa de desempleo y a la baja sus expectativas de crecimiento salarial (véanse gráficos A y B).

Esto es coherente con la idea tradicional de que el paro es el factor determinante del grado de holgura del mercado de trabajo y, a su vez, de las dinámicas de cantidades y precios de dicho mercado: cuantos más parados haya compitiendo por los puestos de trabajo, menores son los salarios que las empresas necesitan ofrecer para contratar o retener a sus trabajadores. Esta correlación también se manifestó en sentido contrario durante el período de recuperación temporal de 2010-2011, cuando las expectativas de crecimiento salarial a más corto plazo se revisaron al alza, al tiempo que se preveía una disminución del grado de holgura del mercado de trabajo (como indicaba la brecha cada vez más estrecha entre las expectativas de desempleo a corto y a largo plazo). No obstante, en 2013 surgió un panorama distinto, en el que las expectativas relativas tanto a la tasa de paro como al crecimiento salarial se revisaron sucesivamente a la baja.

Gráfico A

Expectativas relativas a la tasa de desempleo

(porcentajes)

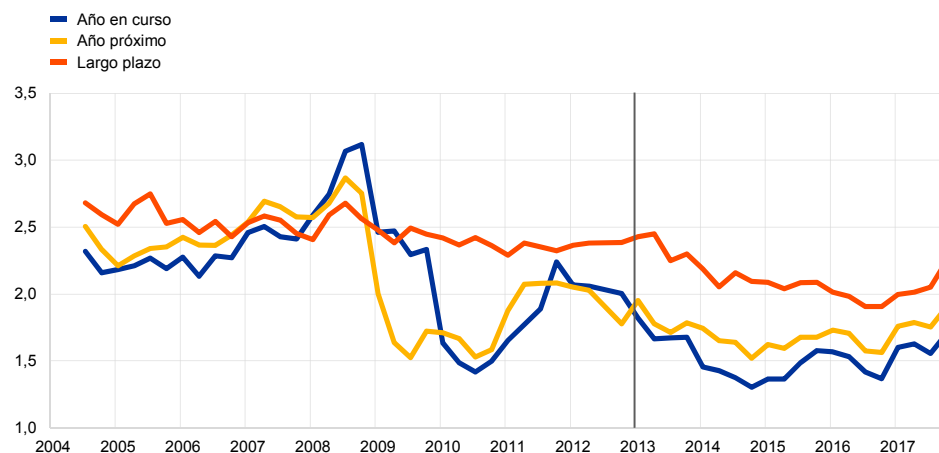


Fuentes: EPE y cálculos del BCE.

Gráfico B

Expectativas de crecimiento salarial

(tasas de variación interanual)



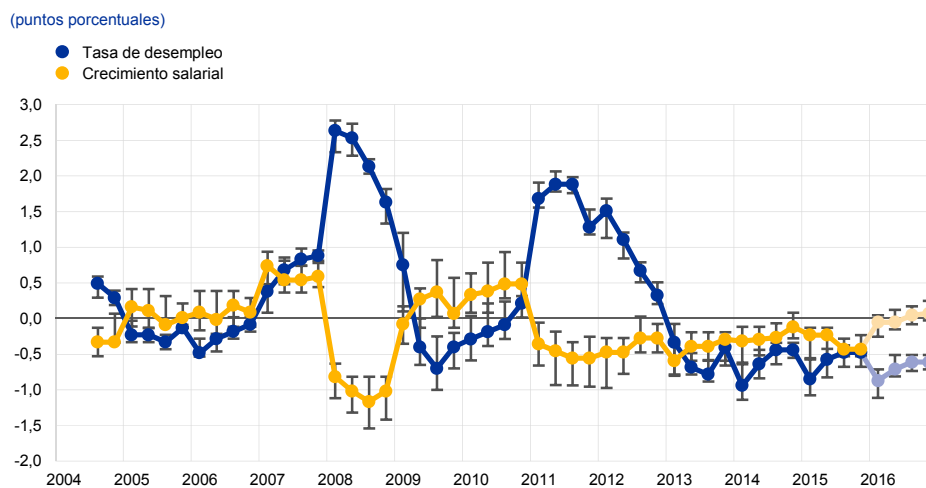
Fuentes: EPE y cálculos del BCE.

Hasta 2013, los errores de predicción de la EPE tendían a reflejar los relativos al desempleo: los episodios de crecimiento salarial más débil de lo esperado coincidieron con una tasa de paro más elevada de lo previsto, y viceversa (véase gráfico C)¹². Sin embargo, después de 2013, no solo cambió el patrón de revisiones de las previsiones de paro y de crecimiento salarial, sino que también se modificó el patrón de errores de predicción. Tanto el crecimiento de los salarios como la tasa de desempleo se sobrevaloraron en la EPE en el período 2013-2015, algo inusual en la historia previa de la encuesta. Además, este patrón se observó no solo en las predicciones medias de la EPE, sino también en las de la gran mayoría de expertos en previsión a nivel individual. Los segmentos verticales del gráfico C ilustran la dispersión de errores de predicción individuales (calculados como el rango intercuartílico). En el período 2013-2015 estos segmentos se sitúan principalmente por debajo de cero, lo que indica que la gran mayoría de los encuestados sobrevaloró tanto el crecimiento salarial como el desempleo.

¹² La EPE recopila las tasas de crecimiento interanual esperadas (para horizontes fijos de años naturales) relativas a la remuneración por asalariado (es decir, crecimiento salarial) desde 2004.

Gráfico C

Errores de predicción a corto plazo en la EPE en relación con la tasa de desempleo y el crecimiento salarial



Fuentes: EPE y cálculos del BCE.

Notas: El horizonte de proyección es el siguiente año natural; la fecha indicada se refiere a la fecha de la encuesta. El gráfico muestra la mediana y el rango intercuartílico de los microdatos de las previsiones de la EPE. Los errores de predicción se definen como el resultado observado, según los datos más recientes, menos la expectativa. Los últimos datos de remuneración por asalariado se refieren al tercer trimestre de 2017. Las últimas expectativas de la EPE para el siguiente año natural que pueden evaluarse definitivamente son las correspondientes a 2016, procedentes de las encuestas realizadas en 2015. Sin embargo, este gráfico también presenta una evaluación indicativa de las expectativas procedentes de las encuestas de 2016 para 2017, asumiendo que los datos del último trimestre están en consonancia con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema correspondientes a diciembre. El patrón de los errores de predicción a dos años del desempleo y del crecimiento salarial (recopilados solo en las encuestas del tercer y cuarto trimestre hasta 2013) es similar.

Este patrón históricamente atípico de errores de predicción desde 2013 puede sugerir un cambio estructural en la dinámica del mercado de trabajo de la zona del euro.

En concreto, el patrón sugiere que, aun cuando el grado de holgura del mercado de trabajo (medido por el desempleo) resultó ser inferior a lo esperado, otros factores contuvieron el crecimiento salarial, como una mayor flexibilidad de los salarios, como consecuencia de la profundidad de la crisis y de las posteriores reformas estructurales acometidas en los mercados de trabajo, un mayor incremento de los trabajos de baja productividad y los efectos derivados del entorno de reducida inflación¹³. Este patrón puede indicar también que, dada la coyuntura actual, la tasa de desempleo infravalora el grado total de holgura del mercado de trabajo. Por ejemplo, la existencia de una proporción elevada de empleados a tiempo parcial que desean trabajar más horas o de trabajadores con una vinculación débil con el mercado laboral puede haber provocado que el empleo crezca sin generar un aumento significativo de los salarios. Esto es coherente con los resultados de la encuesta correspondiente al segundo trimestre de 2017: cuando se preguntó a los encuestados sobre los riesgos percibidos para el avance de los salarios, pusieron de relieve la incertidumbre en torno a la respuesta de los salarios a la holgura del mercado y el riesgo de que el crecimiento salarial pudiera resultar ser más bajo de lo esperado si los trabajadores con una vinculación débil volvieron al mercado laboral a medida que avanzara la recuperación económica.

¹³ Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

Sin embargo, es posible que la influencia de los factores que han determinado la evolución atípica reciente de los mercados de trabajo ya esté disminuyendo.

Las expectativas de crecimiento salarial han repuntado en 2017 en todos los horizontes de previsión. En particular, la última EPE (correspondiente al cuarto trimestre de 2017) muestra que las expectativas de crecimiento de los salarios a largo plazo han recuperado hasta la fecha más de la mitad del descenso experimentado en el período 2013-2016 (véase gráfico B). Este resultado puede indicar, a su vez, que la percepción actual es que los factores que han estado conteniendo el crecimiento salarial se están debilitando.

5 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 2017¹⁴.

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 medio 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»¹⁵. 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 macroeconomía¹⁶. El Eurogrupo señaló asimismo que «al mismo tiempo, la mejora de las condiciones económicas hacen 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 PEC¹⁷. 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 lo cumplían plenamente el año pasado. La Comisión estima que

¹⁴ 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.

¹⁵ Véase la [declaración del Eurogrupo sobre los Proyectos de Planes Presupuestarios para 2018](#).

¹⁶ 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.

¹⁷ Grecia no está incluida en la evaluación.

los proyectos de planes presupuestarios de otros seis países solo «cumplen en líneas generales» las exigencias del PEC¹⁸, 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 PEC¹⁹. Se considera que los proyectos de planes presupuestarios de los seis países restantes plantean un «riesgo de incumplimiento del PEC»²⁰. 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 ratios 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 ratios de deuda pública, superiores al 90 % del PIB, en 2018 (véase gráfico). 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»²¹. Al mismo tiempo, la

¹⁸ 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 van a alcanzar pero el esfuerzo fiscal va a ser notablemente insuficiente en comparación con el objetivo recomendado, poniendo en riesgo el cumplimiento de la recomendación formulada en el contexto del PDE.

¹⁹ 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.

²⁰ 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*, puede 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.

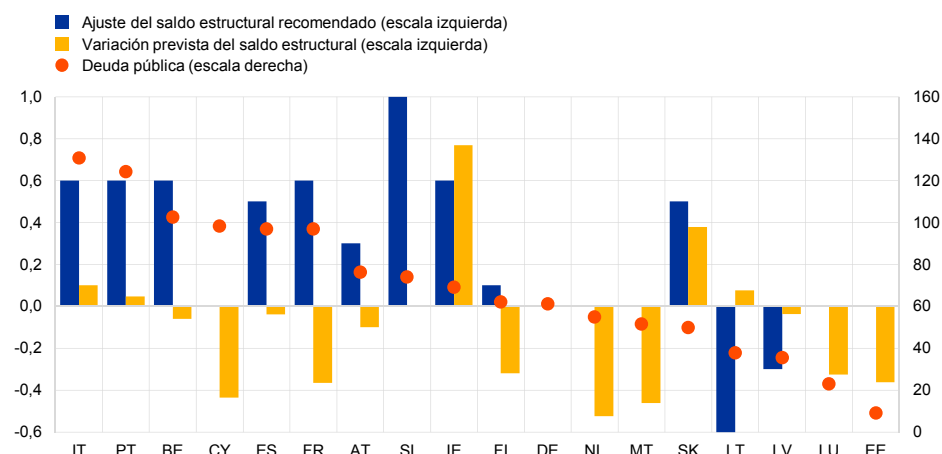
²¹ Véase la [Carta a Italia](#).

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.

Gráfico A

Ajustes del saldo estructural recomendados y previstos para 2018, y deuda pública en 2018

(en porcentaje del PIB)



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

Notas: 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 área 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.

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 Crecimiento²². 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 Eslovenia²³. En general, la previsibilidad y la transparencia en la aplicación de las reglas fiscales son importantes para que el PEC sea creíble²⁴. Pese a las menores exigencias, a tenor de las previsiones de otoño de 2017 de la Comisión, ningún país cumplirá

²² 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](#).

²³ El Consejo realizará una evaluación final a más tardar en la primavera de 2019, cuando decida sobre el cumplimiento del PEC en 2018.

²⁴ 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».

plenamente los compromisos asumidos en el contexto del componente preventivo del PEC el año que viene.

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 concreto²⁵. 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 medidas²⁶. 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 adicionales²⁷. 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 PEC²⁸. 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

²⁵ 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.

²⁶ 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.

²⁷ En octubre de 2017, la Comisión envió cartas a Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.

²⁸ Como referencia, véase la [declaración del Eurogrupo del 5 de diciembre de 2016](#).

mantenido en alrededor de una tercera parte, pese a la mejora de las condiciones económicas²⁹.

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 definitivos³⁰. 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 PEC³¹. 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.

²⁹ 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.

³⁰ 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.

³¹ Por ejemplo, las exigencias de ajuste estructural se redujeron a cambio de más reformas estructurales e inversión en 2015.