

BOLETÍN ECONÓMICO

1/2017

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española	
1 Principales mensajes	3
2 Entorno exterior de la economía española	27
3 La economía española	39
Recuadros	
Recuadro 1 Previsiones macroeconómicas de la economía española (2017-2019)	6
Recuadro 2 Propuesta de reforma del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos	12
Recuadro 3 El repunte de la inflación en el área del euro	15
Recuadro 4 Evolución de la inflación en España y perspectivas	17
Recuadro 5 Los efectos sobre el empleo y los salarios de la reciente subida del salario mínimo	19
Recuadro 6 Los cambios recientes en los plazos de revisión de los tipos de interés de las operaciones nuevas de crédito a la vivienda	22
Recuadro 7 El dinamismo del turismo no residente en 2016 y sus determinantes	24
Artículos analíticos	54
Notas económicas	57
Publicaciones del Banco de España	58
Siglas, abreviaturas y signos utilizados	59

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 PRINCIPALES MENSAJES

En el período transcurrido desde la publicación del anterior «Informe trimestral», el 21 de diciembre pasado, los mercados financieros globales han prolongado la fase de apetito por el riesgo y reducida volatilidad que se inició a principios de noviembre, tras el resultado de las elecciones en Estados Unidos. Esta evolución ha venido asociada a las expectativas de repunte de la actividad y de la inflación en ese país y, en general, a la publicación de indicadores económicos favorables en la mayor parte de las áreas geográficas. Todo ello ha conducido a una revalorización de los activos bursátiles, y a una relativa estabilidad de las rentabilidades negociadas en los mercados soberanos, acompañada, dentro del área del euro, de un modesto repunte de los diferenciales frente a Alemania, en un contexto de elevada incertidumbre política. El precio del crudo, que había repuntado intensamente en el período inmediatamente posterior al acuerdo de recorte de producción de la OPEP de finales de noviembre, ha retrocedido, por el contrario, de modo bastante significativo en las primeras semanas de marzo.

A tenor de los indicadores aparecidos en el trimestre, que han sido algo más favorables de lo esperado tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, el crecimiento de la actividad de la economía mundial se estaría acelerando en los primeros meses del año. Las perspectivas a futuro no están exentas, sin embargo, de riesgos, como se discute con detalle en el recuadro 1. En particular, el propio estado actual de bonanza de los mercados financieros constituye una fuente de riesgo, en la medida en que pudiera estar reflejando una confianza excesiva en el inicio de una etapa de crecimiento más elevado y de desaparición de los riesgos de deflación. En concreto, esta evolución de los mercados refleja, al menos en parte, la expectativa de aplicación de políticas económicas por la nueva administración en Estados Unidos favorecedoras de un mayor crecimiento e inflación en el corto plazo —como una posible expansión fiscal—, infraestimando aparentemente la incidencia de tales políticas sobre el ritmo de normalización monetaria en ese país, así como otros aspectos más perniciosos —como el giro hacia una menor movilidad internacional de mercancías y personas—. En particular, una eventual aceleración del ritmo de normalización monetaria en Estados Unidos podría revertir los flujos recientes de entradas de capitales en las economías emergentes, entre las cuales el mantenimiento del complejo contexto financiero de la economía china continúa constituyendo un foco de riesgo.

En el área del euro, el flujo de información coyuntural reciente ha tenido también, en general, un signo positivo, más visible en los indicadores cualitativos, sin que los de carácter cuantitativo lo hayan confirmado plenamente. Esta información apuntaría a una mejora de la actividad, aun en un contexto de elevada incertidumbre política asociada al proceso de abandono de la Unión Europea por el Reino Unido y a la próxima celebración de varias convocatorias electorales en algunos de los principales países. A pesar de la subida del precio del crudo desde sus niveles mínimos de principios de 2016, el consumo privado parece seguir siendo el motor de la recuperación del conjunto de la UEM, que, de forma creciente, se está generalizando a los distintos países que la integran. Por lo que respecta a los precios, el aumento de la inflación general no se está trasladando, de momento, a la subyacente. En todo caso, esta aceleración de los precios sí ha favorecido una recuperación de las expectativas de inflación de mercado, alejando la posibilidad de una espiral deflacionista. La percepción de que, a pesar de estos desarrollos positivos, no se puede concluir todavía que la inflación vaya a recuperarse de modo sostenido llevó al Consejo de Gobierno del BCE en marzo a constatar la necesidad de mantener los estímulos monetarios.

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO



2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasas de variación interanual sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB y sobre las series originales en los índices de precios de consumo.

En España, la información más reciente apunta a una continuación de la expansión de la actividad, a un ritmo que, en el primer trimestre, podría haber ascendido al 0,8 % en tasa intertrimestral. La recuperación continúa apoyándose en la fortaleza del empleo, que sigue favoreciendo el dinamismo de la demanda interna. Esta, no obstante, podría desacelerarse ligeramente en el corto plazo por la compresión de las rentas de los hogares inducida por el repunte de la inflación. En este contexto, la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del producto seguiría siendo positiva, en el marco descrito de fortalecimiento de la actividad global y de los mercados exteriores.

A medio plazo, las proyecciones recogidas en este Informe confirman la continuación de la etapa expansiva de la economía española, con el trasfondo de los progresos alcanzados en la corrección de los desequilibrios y, en particular, en la mejora de la competitividad. El ritmo de avance del PIB se desaceleraría, no obstante, a lo largo del año, como consecuencia del mayor nivel del precio del petróleo y del esperado tono neutral de la política fiscal, tras la orientación expansiva del período 2015-2016. En concreto, el producto de la economía crecería un 2,8 % este año, moderándose hasta el 2,3 % y el 2,1 % en los dos años siguientes.

En el ámbito de la inflación, se ha registrado un repunte notable al inicio del año (hasta el 3 % en enero y febrero, en términos de la tasa interanual de variación del IPC). Esta aceleración, que responde sobre todo al fuerte incremento observado en los precios de la electricidad y a los efectos base del precio del petróleo, ha sido más intensa que la observada en otras economías del área del euro. En principio, se espera, no obstante, que este repunte en la inflación tenga un carácter transitorio, comenzando a desvanecerse a partir de la primavera, a medida que se disipe el impacto de la aceleración del componente energético. De este modo, tras avanzar un 2,2 % en el promedio de 2017, el IPC se desaceleraría hasta el 1,3 % y el 1,5 % en 2018 y 2019, respectivamente.

La evolución descrita debería ser compatible con una continuación del proceso de establecimiento de los principales equilibrios macrofinancieros. En este sentido, se espera que el menor ritmo de avance del PIB real se vea compensado por una aceleración del deflactor, de modo que el producto nominal seguiría creciendo a tasas algo superiores al 3,5 %, contribuyendo al proceso de desendeudamiento de la economía. Además, las proyecciones trasladan hacia adelante parcialmente la moderación en la dependencia

	2015	2016	2016				2017			
			I TR	II TR	III TR	IV TR				
Contabilidad Nacional										
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria										
Producto interior bruto		3,2	3,2	0,8	0,8	0,7	0,7			
Contribución de la demanda nacional (b)		3,3	2,8	0,6	0,5	0,5	0,6			
Contribución de la demanda exterior neta (b)		-0,1	0,5	0,1	0,3	0,2	0,1			
Tasas de variación interanual										
Empleo		3,0	2,9	3,1	2,7	2,9	2,7			
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)										
IPC		-0,5	-0,2	-0,8	-0,8	0,2	1,6			
IPSEBENE		0,6	0,8	1,1	0,6	0,8	1,0			

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Información disponible hasta el 24 de marzo de 2017.

b. Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

c. El último dato disponible de los índices de precios de consumo es de febrero de 2017.

importadora de la economía española, que parece haberse registrado recientemente. De confirmarse esta tendencia, la sustitución de ciertos productos importados por producción nacional contribuiría a mitigar el impacto negativo de la reciente subida del precio del crudo sobre el saldo exterior, que, en términos de la capacidad de financiación de la nación, se mantendría en niveles cercanos al 2 % del PIB. El empleo podría crecer un 2,6 % este año y algo por debajo del 2 % en los dos años siguientes, con lo que la tasa de paro descendería hasta aproximarse al 14 % al final de 2019.

No obstante, a lo largo del período de proyección se espera que la deuda pública continúe en niveles muy elevados, lo que subraya la necesidad de retomar el proceso de consolidación fiscal, al objeto de lograr una reducción sostenida del endeudamiento público. Esto resulta particularmente importante tanto para recuperar márgenes de maniobra ante eventuales escenarios adversos de crecimiento como para reducir la vulnerabilidad de la economía ante eventuales endurecimientos de las condiciones financieras.

El Informe contiene un total de siete recuadros. En el primero de ellos se presentan las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España. A continuación, se describe la propuesta de reforma del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos y se discuten sus posibles implicaciones (recuadro 2), se evalúa la naturaleza aparentemente transitoria del reciente repunte de la inflación en el área del euro (recuadro 3) y en España (recuadro 4), se estudia el posible impacto sobre los empleos y los salarios en España de la reciente elevación del salario mínimo (recuadro 5), se discute la evolución del peso relativo de las nuevas operaciones a tipo fijo y tipo variable en el mercado de hipotecas y sus determinantes (recuadro 6), y se analizan las causas del dinamismo reciente del turismo y sus perspectivas de prolongación futura (recuadro 7).

Este recuadro describe los rasgos principales de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España. En comparación con las proyecciones precedentes¹, presentadas en diciembre del pasado año, las actuales incorporan el impacto de los cambios en los supuestos técnicos observados entre el 17 de noviembre pasado y el 23 de marzo de este año, con la excepción de los supuestos relativos al comportamiento de los mercados exteriores, cuya fecha de cierre es el 20 de febrero (véase cuadro 1)². Además, se incluye toda la información conocida desde la conclusión del anterior ejercicio de proyecciones hasta el 24 de marzo, lo que, en particular, engloba los datos de la estimación más reciente de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) hasta el cuarto trimestre de 2016.

Las actuales proyecciones contemplan la prolongación de la fase de expansión de la economía española, a lo largo del trienio 2017-2019. El crecimiento seguirá viéndose favorecido por las mejoras competitivas alcanzadas desde el inicio de la crisis y por la persistencia de condiciones financieras favorables, apoyadas en el tono acomodaticio de la política monetaria, factores que per-

mitirán la prolongación del proceso de continuada creación de empleo. Además, aunque algunos factores transitorios que han ayudado a la evolución de la actividad en el último bienio (como los reducidos precios del petróleo o la política fiscal expansiva) han tendido a revertir, sus efectos desfasados continúan aún proporcionando cierta inercia positiva al comportamiento de la actividad en el corto plazo.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, el PIB podría avanzar un 2,8% este año, antes de desacelerarse hasta el 2,3% y el 2,1%, respectivamente, en 2018 y 2019 (véase cuadro 2), justamente a medida que se vayan disipando esos efectos iniciales de los factores que han venido impulsando temporalmente el crecimiento. En el ámbito de los precios de consumo, se estima que la tasa de variación anual del IPC aumentará hasta el 2,2% en el presente ejercicio, impulsada por el repunte del componente energético, en buena medida relacionado con los efectos base positivos asociados a la evolución del precio del petróleo, aunque mostrará un perfil suavemente decreciente a lo largo del año, en línea con la cotización de esa materia prima en los mercados de futuros³. El agotamiento de esos efectos base en el inicio de 2018 hará que la tasa de inflación se desacelere hasta el 1,4% el próximo año, antes de incrementarse ligeramente hasta el 1,6% en

- 1** Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2016-2019): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2016.
- 2** Las proyecciones de los mercados exteriores (y de los precios de los competidores en su moneda nacional) se han tomado de las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2017.

- 3** En ese perfil intraanual descendente proyectado para 2017 desempeña también un papel relevante la reversión de un incremento transitorio del precio de la electricidad al inicio del año (véase recuadro 4).

Cuadro 1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyecciones de marzo de 2017				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2016		
	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Entorno internacional							
Producto mundial	2,9	3,3	3,5	3,6	0,1	0,1	0,1
Mercados mundiales	1,7	3,5	3,9	3,9	0,4	-0,1	-0,1
Mercados de exportación de España	2,2	3,7	3,7	3,6	0,5	0,0	0,0
Precio del petróleo en dólares (nivel)	44,0	52,4	52,1	51,9	3,1	-0,6	-2,7
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,07	1,07	1,07	-0,02	-0,02	-0,02
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (b) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,6	112,0	112,2	112,2	-1,1	-1,0	-1,0
Tipo de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (c)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (c)	1,4	1,8	2,2	2,6	-0,1	0,0	0,1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 23 de marzo de 2017. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- c Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a aquellos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

2019, como consecuencia de la disminución del grado de holgura cíclica de la economía.

En comparación con el ejercicio de proyecciones del pasado mes de diciembre, los cambios en los supuestos sobre los que se basan las proyecciones son relativamente modestos. La novedad más destacada viene dada por el repunte del precio del petróleo observado a raíz de los acuerdos alcanzados entre los países productores a finales de noviembre y comienzos de diciembre, pocas fechas después del cierre de los supuestos de las proyecciones anteriores. Aunque el crudo se ha abaratado de nuevo más recientemente, su nivel proyectado para 2017 es todavía un 6,3 % más elevado, en promedio, que el que se preveía anteriormente.

Las modificaciones en el resto de supuestos son reducidas. En concreto, el coste de la financiación crediticia destinada al sector

privado de la economía sería muy similar al incorporado en el ejercicio de proyecciones de diciembre, en línea con la estabilidad que las sendas proyectadas de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios y de deuda pública han mostrado a lo largo del último trimestre. Tampoco el crecimiento esperado de los mercados de exportación de España a lo largo del período de proyección difiere significativamente del considerado en las proyecciones previas. Las novedades son algo mayores en lo que respecta a los precios de los competidores, para los que se espera un crecimiento algo mayor que en el ejercicio de diciembre, en línea con la ligera depreciación del tipo de cambio del euro observada desde entonces, y en relación con los supuestos relativos a la política fiscal.

La modificación más relevante en este último ámbito es la incorporación de las novedades normativas en el impuesto sobre sociedades,

Cuadro 2

PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	Proyecciones de marzo de 2017				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2016		
	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
PIB	3,2	2,8	2,3	2,1	0,3	0,2	0,1
Consumo privado	3,2	2,4	1,6	1,5	0,3	0,1	0,0
Consumo público	0,8	0,8	0,8	0,8	0,0	0,0	-0,2
Formación bruta de capital fijo	3,1	3,3	4,4	4,4	-0,5	-0,2	0,0
Inversión en bienes de equipo	5,0	3,1	5,1	5,1	-2,0	-0,7	0,1
Inversión en construcción	1,9	3,7	4,4	4,5	0,1	0,0	0,0
Exportación de bienes y servicios	4,4	6,1	4,8	4,8	1,9	0,3	0,2
Importación de bienes y servicios	3,3	5,2	4,4	4,4	1,5	-0,3	-0,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,8	2,3	2,0	1,9	0,1	0,0	0,0
Demandada exterior neta (contribución al crecimiento)	0,5	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
PIB nominal	3,6	3,8	3,6	3,7	0,4	-0,1	-0,2
Deflactor del PIB	0,3	1,0	1,3	1,5	0,1	-0,3	-0,3
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	2,2	1,4	1,6	0,5	-0,1	-0,1
IPSEBENE	0,8	1,1	1,5	1,8	0,1	0,1	0,0
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,9	2,6	1,9	1,8	0,3	0,2	0,1
Tasa de paro (porcentaje de la población activa).							
Datos fin de período	18,6	16,7	15,4	13,9	-0,3	-0,2	-0,5
Tasa de paro (% de la población activa).							
Datos medios	19,6	17,5	16,0	14,5	-0,2	-0,3	-0,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,1	1,9	1,8	1,7	-0,1	-0,1	-0,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB) (b)	-4,5	-3,3	-2,8	-2,4	0,4	0,5	0,4

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2016.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 24 de marzo de 2017.

b No incluye la información del proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2017, por haber sido presentado con posterioridad a la fecha de cierre de las proyecciones.

recogidas en el paquete de medidas extraordinarias de carácter tributario aprobado el 2 de diciembre de 2016 por el Consejo de Ministros (Real Decreto-ley 3/2016) y refrendado el 15 de diciembre por el Parlamento. En concreto, el impacto recaudatorio de las medidas que persiguen ampliar la base de este impuesto (limitación de bases imponibles negativas y deducción de doble imposición, reversión de deterioros de valor de los activos, limitación de la deducibilidad de pérdidas sobre fondos propios) ha sido cuantificado por el Gobierno en cerca de 0,5 pp del PIB. Además, las medidas aprobadas incluyen un aumento de los impuestos especiales sobre las bebidas alcohólicas y las labores del tabaco y el incremento en el tope máximo y las bases máximas de cotización al sistema de la Seguridad Social.

Por lo demás, en la fecha de cierre de supuestos de estas proyecciones (que, como se ha apuntado, es el 23 de marzo), no se había presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social (PGE) para el presente ejercicio, que finalmente fue aprobado por el Consejo de Ministros el pasado 31 de marzo⁴. Estas proyecciones no incluyen, por tanto, el contenido de ese proyecto, como ya sucedió en las previsiones de diciembre pasado. En este contexto, igual también que en diciembre, se ha optado por recurrir a distintos supuestos técnicos para estimar las variables fiscales. En primer lugar, se asume que aquellas partidas del presupuesto sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan por su tamaño las compras o la inversión pública— evolucionen en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía española⁵. En segundo lugar, se supone que las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP evolucionan, en ausencia de medidas, de acuerdo con sus determinantes habituales. En concreto, en el caso de los ingresos públicos, al margen de la incorporación de los cambios normativos aprobados a finales del año pasado, se supone que estos crecen en línea con sus bases fiscales, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Lo mismo sucede con aquellas partidas menos discrecionales de gasto, como la relacionada con las pensiones —cuya evolución viene determinada esencialmente por la fórmula de revalorización establecida en la legislación y el envejecimiento de la población—, el subsidio de desempleo, que depende principalmente de la evolución del paro, y la carga de intereses, cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés.

En su conjunto, los cambios observados en los supuestos entre las proyecciones actuales y las de diciembre conducirían, considerados aisladamente, a una revisión ligeramente positiva del crecimiento del PIB a lo largo del horizonte del ejercicio. Por lo que respecta a la inflación, la nueva senda de cotizaciones del petró-

leo domina las revisiones inducidas por el conjunto de cambios en los supuestos. El signo de la revisión es positivo en 2017, en consonancia con el aumento del precio del crudo en los mercados de contado respecto de los niveles considerados en las proyecciones de diciembre. Sin embargo, en los dos años posteriores, la pendiente de la curva de precios de esta materia prima en los mercados de futuros es menor ahora, lo que resulta en incrementos percentuales de cuantía inferior a la que contemplaban los supuestos de diciembre y, por tanto, en una evolución más moderada de los precios de consumo.

No obstante, a pesar de que, en comparación con las proyecciones publicadas a principios de diciembre, el impacto positivo del cambio en los supuestos sobre la actividad es muy reducido, el crecimiento del PIB ha sido revisado al alza en una magnitud mayor (en concreto, en tres, dos y una décimas en 2017, 2018 y 2019, respectivamente). En el primer semestre de este año, la revisión se explica porque la información coyuntural más reciente señala que el tono de la actividad en los meses iniciales de 2017 estaría siendo más favorable que el proyectado en el pasado mes de diciembre. En este sentido apuntan, en particular, la fortaleza de los indicadores cualitativos procedentes de encuestas y el dinamismo de los datos mensuales de afiliación a la Seguridad Social durante los dos primeros meses del año.

La revisión introducida más allá del corto plazo está justificada por dos tipos de consideraciones. Por un lado, como se ha indicado, los supuestos relativos al comportamiento de los mercados exteriores fueron elaborados por el personal técnico del BCE con la información disponible hasta el pasado 20 de febrero, por lo que no incluyen la información coyuntural relativa a la evolución de la economía mundial conocida con posterioridad a esta fecha, que ha sido, como se señala en el epígrafe 2 de este Informe, predominantemente positiva. A futuro, ello sugiere una fortaleza de la actividad y del comercio globales mayor que la considerada en los supuestos utilizados como base del ejercicio de previsión, lo que ha conducido a una valoración más favorable de los mercados exteriores de la economía española y, por tanto, a una revisión al alza del crecimiento de las exportaciones de nuestro país.

Por otro lado, las ganancias de competitividad han constituido un factor clave en la narrativa de la fase de recuperación de la economía. No obstante, hasta ahora, ese papel crucial se había manifestado por el lado de las ventas al exterior, sin que existiera evidencia clara de que las mejoras competitivas hubieran inducido una sustitución de importaciones. Sin embargo, los datos de la Contabilidad Nacional más recientes, junto con la evidencia microeconómica disponible, están comenzando a proporcionar indicios crecientes de la puesta en marcha de ese proceso de forma incipiente, lo que ha llevado a introducir, en el actual ejercicio de proyecciones, un comportamiento de las importaciones algo menos dinámico que el que dictaría su relación histórica frente a la demanda final.

En términos de su composición por el lado de la demanda, se espera que el crecimiento del PIB siga apoyándose, fundamentalmente,

4 El proyecto fue presentado, por tanto, entre las fechas de cierre de la recogida de información y de publicación de este Informe, por lo que sus contenidos no han podido ser incorporados a las proyecciones. En todo caso, el texto de los Presupuestos puede, como es natural, experimentar modificaciones durante el trámite parlamentario.

5 De acuerdo con las estimaciones propias más recientes, el crecimiento potencial nominal para el año 2017 estaría en el entorno del 2 % y para 2018 ligeramente por debajo del 2,5 %.

en la aportación de la demanda nacional, para la que, no obstante, se espera una prolongación de la ralentización observada en 2016. Por otro lado, la demanda exterior neta continuaría contribuyendo positivamente al aumento del producto a lo largo de todo el horizonte de proyección.

Dentro de los componentes de la demanda nacional, la evolución del consumo privado en 2017 se verá condicionada por la reducción del ritmo de crecimiento de las rentas reales de los hogares, en el contexto del repunte inflacionista motivado por el aumento de las tasas de variación del componente energético. En este sentido, los indicadores de alta frecuencia han comenzado a proporcionar ya los primeros indicios de ralentización. No obstante, el reducido nivel de los tipos de interés, la revalorización de la riqueza de estos agentes y, especialmente, la fortaleza del proceso de creación de empleo continuarán desempeñando, como en el pasado reciente, un importante papel como soporte del consumo. Dada la vigencia de estos elementos y el carácter, en principio, transitorio del aumento de la inflación, se espera que las familias opten en 2017 por suavizar la perturbación negativa a sus rentas reales, compensándola parcialmente a través de un descenso de la tasa de ahorro. En el resto del horizonte de proyección, se proyecta que el consumo de los hogares crezca a un ritmo ligeramente inferior al de sus rentas, permitiendo una modesta recomposición del ahorro. Con todo ello, el consumo crecería un 2,4 % en 2017 (ocho décimas menos que en 2016), desacelerándose al 1,6 % y al 1,5 % en los dos ejercicios siguientes.

La información de alta frecuencia relativa tanto a la iniciación de nuevas viviendas como al número de transacciones de inmuebles residenciales apunta a una continuación de la senda de mejoría gradual de la inversión residencial, cuya prolongación a lo largo del horizonte de proyección se fundamentaría sobre la evolución favorable del empleo, la esperada continuidad de condiciones de financiación propicias y las expectativas de revalorización de este activo. Como en el pasado reciente, se espera, no obstante, que la recuperación avance de forma desigual por regiones, manifestando una mayor intensidad en las principales ciudades y en las comunidades autónomas más orientadas al turismo. No obstante, en estas últimas zonas podría experimentarse una cierta moderación de la demanda como consecuencia del proceso de salida del Reino Unido de la UE, como parece apuntar ya la información más reciente. En todo caso, no se ha modificado la valoración realizada en los ejercicios de proyección precedentes, según la cual la magnitud del fortalecimiento de este componente de la demanda se verá mitigada por el ritmo relativamente reducido de creación de nuevos hogares.

El gasto de las empresas en bienes de inversión experimentó un debilitamiento en la segunda mitad de 2016, influenciado probablemente por el impacto negativo sobre los flujos de caja de las empresas de las nuevas normas del impuesto sobre sociedades, que establecieron, entre otras medidas, una restauración (acompañada de un aumento) de los pagos mínimos a cuenta, en septiembre, y una reducción en el límite de compensación de bases impositivas negativas y una limitación en las deducciones destinadas

a evitar la doble imposición internacional, en diciembre. En el corto plazo, se espera que la inversión de las sociedades no financieras experimente crecimientos moderados, motivados por una prolongación de estos efectos, que, no obstante, tendrán una incidencia predominantemente transitoria, pues, en buena parte, comportan un mero adelantamiento de pagos en lugar de un aumento genuino de la carga tributaria. En un contexto favorable para la financiación ajena y de fortaleza de la demanda final, se espera que, tras desacelerarse en 2017, la inversión empresarial repunte con posterioridad.

Las exportaciones experimentaron en 2016 un comportamiento muy favorable, con un crecimiento que superó significativamente tanto al de los propios mercados como al de las exportaciones del conjunto del área, y al cual contribuyó la evolución positiva del componente de servicios turísticos (véase recuadro 7). En el período de proyección, las exportaciones han sido revisadas al alza en línea con los desarrollos favorables recientes, con las mayores ganancias de competitividad frente al resto del mundo con respecto a las previsiones anteriores y, sobre todo, con la valoración de que los mercados exteriores han evolucionado de modo favorable desde la fecha de cierre de la información relativa a este supuesto, que, como se ha indicado, es el 20 de febrero. Por lo que respecta al componente de turismo, la proyección de medio plazo asume que la porción del flujo reciente de visitantes extranjeros originada por la inseguridad en algunos destinos alternativos no experimentará aumentos adicionales a lo largo del período de proyección. Por su parte, como se ha apuntado, la proyección relativa a las importaciones incorpora la valoración de que comienza a advertirse cierta evidencia de que el ajuste competitivo que la economía ha acometido desde el inicio de la crisis habría empezado a poner en marcha un proceso de sustitución de producción extranjera por bienes y servicios nacionales, que todavía tendría, no obstante, una magnitud modesta.

La nación continuará registrando una capacidad de financiación frente al resto del mundo a lo largo del período de proyección. No obstante, este saldo superavitario de la economía española se reduciría, en 2017, en 0,2 pp de PIB con respecto al observado el año pasado, como consecuencia del encarecimiento del petróleo, hasta situarse en el 1,9 % del PIB. En los períodos posteriores, la capacidad de financiación se estabilizaría aproximadamente en ese nivel, en un contexto en el que un cierto empeoramiento adicional de la relación real de intercambio contrarrestaría el impacto de la contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento del producto.

En el mercado laboral, la proyección incorpora el mantenimiento de un elevado ritmo de generación de empleo, dando lugar a avances relativamente reducidos de la productividad aparente del trabajo, acordes con la experiencia histórica referida a los períodos de expansión de la economía española⁶. El esperado mantenimiento de crecimientos moderados de los salarios, en un

⁶ En el recuadro 5 se analiza el impacto potencial del incremento recientemente aprobado del salario mínimo.

contexto de repunte transitorio de la inflación en 2017, permitirá que siga observándose una evolución contenida de los costes laborales unitarios, lo que contribuirá al sostenimiento del proceso de creación de empleo. El avance de la ocupación resultará en descensos adicionales de la tasa de paro, cuyo nivel al final del horizonte de proyección se situaría en el entorno del 14 %.

El repunte que la inflación, medida por la tasa de variación interanual del IPC, viene mostrando desde la primavera de 2016 se ha acelerado en los últimos meses, hasta el 3 % en los meses de enero y febrero (véase recuadro 4). Estos desarrollos están motivados por la aceleración del componente energético, mientras que el ritmo de avance del IPSEBENE ha continuado evolucionando, como viene haciendo desde mediados de 2015, dentro de un estrecho rango, en torno a un nivel algo inferior al 1 %. Bajo los supuestos que subyacen a estas proyecciones (y, en particular, dada la senda esperada de precios del petróleo), las tasas de variación del componente energético habrían alcanzado ya sus niveles máximos, desacelerándose a partir de marzo. Además, se está asumiendo que, en línea con la experiencia histórica, la traslación del encarecimiento del crudo (y de la electricidad) a otros precios de la economía y a los salarios será modesta, de modo que el IPC no energético apenas se vería afectado. Con este trasfondo, se proyecta que el IPSEBENE repunte gradualmente desde el 1,1 % en 2017 al 1,8 % en 2019, como consecuencia del cierre paulatino de la brecha de producción y del progresivo repunte de los costes laborales unitarios. Por su parte, la tasa de variación del IPC general se aceleraría hasta el 2,2 % en el promedio de 2017, como consecuencia del comportamiento del componente energético, antes de desacelerarse hasta el 1,4 % y el 1,6 % en los dos años posteriores. La trayectoria esperada de los precios energéticos, con variaciones ligeramente negativas en 2018 y 2019 como consecuencia de la senda proyectada del precio del petróleo según las cotizaciones de los mercados de futuros, explica, además, la brecha positiva entre la inflación subyacente, medida por la tasa de variación del IPSEBENE, y la inflación general en la parte final del horizonte de proyección⁷.

Los riesgos que rodean a estas proyecciones de crecimiento del PIB se orientan predominantemente a la baja. Las fuentes de riesgo tendrían su origen, sobre todo, en el contexto exterior de la economía española. En particular, la favorable evolución reciente de los mercados financieros parece estar descontando el inicio de una fase de mayor crecimiento y de desaparición de los riesgos de deflación, que podría no estar plenamente fundamentada. En parte, la actual bonanza en los mercados refleja la expectativa de aplicación de una política fiscal expansiva en Estados Unidos, que, o bien podría no materializarse plenamente, o bien, a través de sus posibles interferencias con el proceso de normalización monetaria en ese país, podría dar lugar a una eventual reversión de los flujos recientes de entradas de capitales en las economías emergentes.

⁷ Además, esa diferencia es atribuible también, en parte, a la proyectada desaceleración del componente de alimentos no elaborados desde sus elevadas tasas actuales.

En este sentido, tras el pasado verano, ha comenzado a desarrollarse un proceso de elevación de las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda soberana de los países desarrollados. Es demasiado prematuro identificar con suficiente concisión la naturaleza de esta reciente trayectoria alcista de los tipos de interés, y su alcance. En todo caso, un hipotético tensionamiento adicional en la curva de tipos, especialmente si tiene lugar de manera abrupta, podría ser una fuente de perturbaciones en los mercados financieros, que, en particular, condujera, como se ha apuntado, a una salida de flujos de capital de las economías emergentes más endeudadas en moneda extranjera, dañando la actividad en esos países y, por tanto, la demanda de las exportaciones españolas. Además, dados el elevado nivel de endeudamiento de nuestra economía y sus cuantiosas necesidades de financiación procedente del exterior, un eventual inicio de un ciclo alcista de tipos de interés podría incidir negativamente sobre las rentas y la fortaleza patrimonial de algunos agentes.

Además, recientemente se ha observado una intensificación de la propensión a la introducción de barreras proteccionistas en algunas economías desarrolladas. Una materialización de estas incipientes tendencias daría lugar a un efecto adverso sobre el comercio mundial, que podría resultar especialmente pernicioso para una economía, como la española, cuya recuperación se ha visto muy favorecida por la expansión de las exportaciones y que todavía se encuentra inmersa en un proceso de corrección de su desequilibrio exterior.

Adicionalmente, el grado de incertidumbre acerca de las posibles implicaciones de la salida del Reino Unido de la UE sigue siendo elevado, en un contexto en el que se desconocen la duración y el resultado de las negociaciones bilaterales. En este sentido, los datos más recientes apenas ofrecen indicios de un impacto negativo específico sobre la economía española de la depreciación de la libra, salvo por lo que respecta a las compras de viviendas por británicos, que experimentaron un debilitamiento en la segunda mitad de 2016. No obstante, no se puede descartar que la incertidumbre acerca de la forma final de la relación entre la UE y el Reino Unido, durante las negociaciones, o un hipotético efecto negativo sobre los volúmenes de las transacciones de bienes y servicios, tras su conclusión, den lugar a efectos adversos sobre las importaciones británicas procedentes de otros países europeos, que, en el caso de España, podrían verse reforzados por el elevado grado de exposición de las exportaciones de servicios turísticos y no turísticos⁸.

Por otro lado, las autoridades chinas se están enfrentando a un difícil equilibrio entre el sostenimiento de la actividad a través de la expansión crediticia y la reconducción de los elevados niveles de endeudamiento del sector privado financiero y no financiero. Una hipotética corrección desordenada de los desequilibrios a lo largo del horizonte de proyección podría poner en riesgo la estabilidad financiera en China y dar lugar a una corrección significativa

⁸ Véase el recuadro 5 en el «Informe trimestral de la economía española» del Banco de España de septiembre de 2016.

de la actividad en ese país, con efectos adversos para el conjunto de la economía global.

Finalmente, en el período reciente, la fragilidad del crecimiento de la actividad en algunos países del área del euro ha conducido a un cierto debilitamiento de la rentabilidad de determinadas instituciones financieras, que, de intensificarse o prolongarse excesivamente en el tiempo, podría comportar efectos adversos sobre su capacidad para la concesión de crédito y, eventualmente, sobre la estabilidad de algunas partes del sistema financiero europeo, con el consiguiente impacto negativo sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes.

Desde el punto de vista interno, en el pasado mes de noviembre se constituyó un nuevo Gobierno de la nación, tras un prolongado período de interinidad, reduciéndose así los riesgos asociados al potencial impacto negativo de la situación de provisionalidad del poder ejecutivo central sobre la actividad legislativa y, en particular, sobre el proceso presupuestario. En todo caso, tales incertidumbres no se han disipado por completo, dada la ausencia de una mayoría parlamentaria estable. En este sentido, debe recordarse que la mejora de las perspectivas de crecimiento de la actividad y del empleo de la economía española en el medio y largo plazo sigue requiriendo profundizar en distintas reformas estructurales. El retraso en la aplicación de estas reformas, o una hipotética reversión de las introducidas desde el inicio de la crisis, podría comportar efectos adversos sobre la confianza inversora en nuestra economía y dañar las perspectivas de crecimiento.

En el ámbito de la política fiscal, el ajuste pendiente para situar las finanzas públicas en una situación saneada es todavía significativo, a pesar del contexto actual de elevado ritmo de avance de la actividad y niveles reducidos de los tipos de interés, lo que ilustra la necesidad de retomar la senda de la consolidación presupuestaria, aprovechando las condiciones relativamente favorables actuales para reducir el déficit público estructural y la ratio de deuda pública sobre el PIB. Un plan presupuestario de esa naturaleza puede entrañar costes en términos de crecimiento económico a corto plazo. Sin embargo, es necesario para moderar los costes financieros futuros asociados a la deuda pública, reducir la vulnerabilidad de la economía ante un eventual endurecimiento de las

condiciones de financiación y restablecer una cierta capacidad de reacción de la política fiscal ante eventuales perturbaciones.

Por último, la evidencia histórica parece indicar que la magnitud de la traslación de las variaciones de precios del componente energético sobre otros precios de la economía y sobre los salarios sería, tanto en España como en la UEM, relativamente modesta. No obstante, debido al mayor grado de dependencia energética (véase recuadro 4) y a la presencia de cláusulas de indexación en los convenios colectivos (a pesar de su significativa reducción en los últimos años) (véase recuadro 5), la economía española puede ser más proclive que la de sus socios del área del euro a generar efectos inflacionarios indirectos y de segunda ronda sobre los precios de consumo y los salarios. Con este trasfondo, continúa siendo prioritario evitar el riesgo de que se produzca una traslación del reciente repunte inflacionario a los costes laborales y precios finales más pronunciada en España que en las demás economías de la Eurozona, pues ello daría pie una reversión parcial de las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años.

En la esfera de la inflación, el balance de riesgos es asimismo moderadamente negativo. En el ámbito exterior, los riesgos a la bajaemanan de una hipotética materialización de los eventos de ese mismo signo que se han identificado en el terreno de la actividad. Desde la perspectiva interna, la evidencia acumulada en los dos últimos años apunta a una persistente dificultad para que la disminución del grado de holgura cíclica en la economía se traslade a un comportamiento más dinámico de los precios, lo que sugiere la posibilidad de que el repunte esperado del IPSEBENE a lo largo del período de proyección como consecuencia del aumento adicional del grado de utilización de los recursos de la economía no se materialice en su totalidad. Por último, como se discute más arriba, un riesgo de signo opuesto sería la posibilidad de que la traslación de la subida reciente del precio del petróleo a los precios de otros bienes y servicios revistiera mayor intensidad que aquella a la que apunta la evidencia histórica. De manera más general, la reversión parcial a comienzos de marzo de la subida de precios del petróleo del pasado otoño, en un contexto de dudas acerca del comportamiento de los distintos oferentes en ese mercado, introduce un elemento adicional de incertidumbre sobre esas proyecciones de inflación.

El pasado mes de junio, la mayoría republicana en la Cámara de Representantes de Estados Unidos presentó una propuesta de reforma general del sistema impositivo de ese país. El elemento del plan que ha suscitado un mayor debate es el referente a la reforma del impuesto sobre sociedades¹. La aplicación de la propuesta relativa a esta figura impositiva daría lugar a un cambio radical en su filosofía, hasta convertirlo en un impuesto sobre el flujo de caja que las empresas generan a partir de sus operaciones en Estados Unidos (*destination-based cash-flow tax – DBCFT*)².

Esta propuesta pretende simplificar el actual impuesto sobre sociedades y eliminar la supuesta discriminación contra los productos fabricados en Estados Unidos, que, a su entender, introducen los sistemas impositivos de los países en los que existe el IVA³. Los principales aspectos de la reforma son los siguientes:

- La base imponible del nuevo impuesto sería el flujo de caja generado por las empresas en Estados Unidos, sin deducción por las compras realizadas a no residentes (importaciones) y sin la inclusión en la base de los ingresos obtenidos por las ventas a no residentes (exportaciones). En la actualidad, el impuesto sobre sociedades grava los beneficios de las empresas estadounidenses, con independencia del territorio en el que se hayan generado. Los impuestos sobre beneficios pagados en otros países son desgravables en Estados Unidos.
- Reducción del tipo impositivo federal del 35 % al 20 %. El tipo actual es uno de los más elevados entre los países de la OCDE, si bien cuenta con numerosas exenciones (de modo que el tipo efectivo es del 28,1%)^{4, 5}, y no es aplicable a las numerosas empresas que optan por la tributación de sus propietarios en el impuesto sobre la renta.
- Deducción inmediata y en su totalidad del coste de la inversión en capital. No obstante, la deducción de los bienes de capital adquiridos en el pasado y pendientes de amortización seguiría rigiéndose por las reglas actuales.

1 Además, entre otras medidas, la reforma contempla la modificación del impuesto sobre la renta, estableciendo tres tramos impositivos, frente a los siete actuales, y situando el tipo impositivo máximo en el 33 %, frente al 39,6 % actual. Las rentas derivadas del pago de dividendos e intereses y las ganancias de capital estarían exentas en un 50 % y su tipo impositivo máximo pasaría a ser del 16,5 %, frente al 23,8 % actual si se trata del pago de dividendos y ganancias de capital y del 43,4 % si se aplica al pago de intereses.

2 Habitualmente se cita como fuente de inspiración de esta propuesta a A. Auerbach (2010), *A modern corporate tax*, Center for American Progress/The Hamilton Project.

3 El sistema fiscal de Estados Unidos no contempla una figura impositiva equivalente al IVA. Los Estados (todos menos cinco) y algunas entidades locales fijan impuestos sobre las ventas de bienes y servicios finales.

4 Véase http://www.actontaxreform.com/wp-content/uploads/2016/09/International-Comparison-of-Effective-Corporate-Tax-Rates_FINAL_20160926.pdf, donde se incluye una comparativa de diversos estudios sobre tipos impositivos efectivos del impuesto sobre sociedades. El dato que se menciona en el texto procede de un estudio realizado por el Banco Mundial con datos de 2014.

5 Algunos Estados han establecido además un impuesto sobre sociedades complementario, que, según una estimación de la OCDE de 2012, elevaría en 4,1 pp el tipo impositivo federal efectivo.

- Eliminación de la exención por pago de intereses en todos los préstamos nuevos. En consecuencia, los intereses sobre la deuda viva podrían seguir siendo deducibles. El objetivo sería que las decisiones sobre financiación vinieran determinadas por una lógica económica y no fiscal.
- Limitación de la deducción por pérdidas al 90 % de la base imponible, frente al 100 % actual, con posibilidad de llevarla al futuro por tiempo indefinido, adecuadamente actualizada. Asimismo, eliminación de todas las deducciones, salvo la referente a gastos en I + D.
- Repatriación de beneficios acumulados en el exterior a un tipo impositivo del 8,75 % si se mantienen en efectivo y del 3,5 % si se mantienen en otros activos, fijándose un plazo de ocho años para la liquidación. Se calcula que actualmente existirían unos 2 billones de dólares de beneficios de filiales estadounidenses en el exterior. Si las empresas decidieran repatriarlos con la legislación vigente, deberían pagar un tipo impositivo del 35 %, excluyendo de la base los impuestos pagados por este concepto en el país en que se generaron.

En el cuadro 1 se detalla la estimación del efecto estático⁶ que tendría esta propuesta sobre los ingresos impositivos para la próxima década (según cálculos del *Tax Policy Center*)⁷, desglosada por los diferentes aspectos de la reforma. Los impactos más relevantes provienen de la reducción de ingresos por el menor tipo impositivo y del aumento de ingresos por el «ajuste por frontera», que obedece al hecho de que, al tener Estados Unidos un déficit comercial, el incremento de recaudación derivado de gravar las importaciones supera la caída asociada a la exclusión de las exportaciones de la base imponible. El efecto de la eliminación de la deducción de intereses es relativamente modesto, ya que afecta solamente al nuevo endeudamiento y los cálculos se refieren a la próxima década. El efecto total neto sobre los ingresos impositivos sería, de acuerdo con estas estimaciones, negativo.

Existe, en todo caso, una notable incertidumbre sobre la aprobación final de la propuesta, pues podría no contar con suficientes apoyos parlamentarios. La proposición se enfrenta, además, a otros obstáculos: por un lado, los efectos sectoriales, muy heterogéneos, pueden ser incluso negativos en algunos casos; por otro lado, algunos de sus elementos podrían entrar en colisión con las reglas de la Organización Mundial de Comercio (OMC).

Para ilustrar la controversia que la propuesta ha suscitado en el sector empresarial estadounidense, debido a los efectos tan diferentes que la reforma tendría en distintos tipos de empresas, el cuadro 2 muestra el impacto estático estimado sobre los beneficios después de impuestos y los impuestos devengados en dos

6 El concepto de «efecto estático» hace referencia al supuesto operativo de que los agentes económicos no reaccionan ante los cambios en las políticas. Es el criterio habitualmente utilizado por la Oficina Presupuestaria del Congreso estadounidense como punto de partida de los análisis de impacto de los cambios legislativos.

7 El *Tax Policy Center* es un *think tank* que tiene como objetivo proporcionar análisis independientes sobre temas fiscales. El documento se puede encontrar en: <http://www.taxpolicycenter.org/sites/default/files/alfresco/publication-pdfs/2000923-An-Analysis-of-the-House-GOP-Tax-Plan.pdf>.

casos hipotéticos extremos: una empresa con elevados consumos intermedios importados, orientada totalmente al mercado interno, y una empresa exportadora, que no adquiere factores intermedios en el exterior. Bajo el supuesto de que el tipo de cambio se mantiene constante, los cambios en los beneficios después de impuestos muestran cómo la propuesta republicana afecta desfavorablemente a los bienes importados, cuyo valor total se incluye en la base imponible, mientras que, en el caso de los bienes producidos en Estados Unidos, los costes salariales no forman parte de la base, y las exportaciones quedan excluidas de ella⁸. En consecuencia, las empresas más perjudicadas serían aquellas que fabrican productos con un mayor contenido impor-

8 La Organización Mundial del Comercio permite la utilización del ajuste en frontera para los impuestos indirectos, como el IVA, pero no para impuestos directos, como el de sociedades. Por tanto, se podrían plantear numerosos casos ante esta organización por parte de otros países sobre la base del tratamiento desigual de los costes por los *inputs* internos y externos. También algunos países podrían optar por elevar sus aranceles sobre los productos estadounidenses.

tador y una baja proporción de costes salariales, como, por ejemplo, el sector automovilístico.

El efecto esperado de la introducción de este impuesto sobre sociedades en el tipo de cambio está dando lugar también a un importante debate. Algunos consideran que esta medida debería llevar a una apreciación del dólar en la misma cuantía que el tipo impositivo⁹, de forma que los costes de las empresas no se vieran alterados. En estas circunstancias, no se generaría ni ganancias de competitividad asociadas a variaciones en la relación real de intercambio ni efectos diferenciados por sectores. No obstante, aunque no se trata del mismo tipo de impuesto, la experiencia histórica de la introducción del IVA en algunos países muestra que

9 Como ejemplo, supongamos que el tipo de cambio entre el dólar y el euro es la paridad (1 \$/€) y que un importador adquiere un producto fuera de Estados Unidos a un precio de 1 euro. Como consecuencia del impuesto, para el importador el coste sería de 1,2 dólares (dado que el tipo impositivo es del 20%). Por ello, para mantenerse el mismo precio en dólares, el tipo de cambio debería apreciarse hasta 0,83 \$/€.

Cuadro 1
COMPARACIÓN DE LA PROPUESTA REPUBLICANA CON LA LEGISLACIÓN ACTUAL DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES Y EFECTOS EN LOS INGRESOS IMPOSITIVOS

	Legislación actual	Propuesta republicana
Tipo impositivo	35 %	20 %
Efecto sobre los ingresos impositivos (10 años, mm\$)		-1.850
Ajuste por frontera/base imponible	No/beneficios totales de la empresa	Sin deducción los costes de productos importados y excluidos ingresos por exportaciones/flujo de caja
Efecto sobre los ingresos impositivos (10 años, mm\$)		+1.200
Beneficios en el exterior tras la entrada en vigor de la propuesta (tipo impositivo)	35 % al repatriarse (desgravables los impuestos pagados en el país donde se sitúa la filial)	0 %
Efecto sobre los ingresos impositivos (10 años, mm\$)		-90
Beneficios en el exterior acumulados antes de la entrada en vigor de la propuesta (tipo impositivo)	35 % al repatriarse (desgravables los impuestos pagados en el país donde se sitúa la filial)	8,75 % sobre posiciones de liquidez; 3,5 % resto
Efecto sobre los ingresos impositivos (10 años, mm\$)		140
Inversión en capital	Depreciación (acelerada) en varios ejercicios	Depreciación 100 % en el momento de la inversión
Efecto sobre los ingresos impositivos (10 años, mm\$)		-450
Eliminación de exenciones	No	Sí
Efecto sobre los ingresos impositivos (10 años, mm\$)		170
Efecto neto		
Efecto sobre los ingresos impositivos (10 años, mm\$)		-880

FUENTE: Tax Policy Center.

los ajustes en el tipo de cambio nominal no son inmediatos y que los precios se ven afectados durante un plazo relativamente largo¹⁰.

¹⁰ Véase C. Freund y J. Gagnon (2017), *Consumption taxes, real exchange rates, and trade balances*, Peterson Institute for International Economics, <https://piie.com/system/files/documents/gagnon20170201ppt.pdf>.

Por tanto, sí que se podrían observar ganancias transitorias de competitividad que supondrían una mejora para la balanza comercial y, posiblemente, una cierta reasignación sectorial de la actividad. Todo ello, sin contar con posibles represalias comerciales de otros países, al amparo de la OMC.

Cuadro 2

EJEMPLO BAJO DIFERENTES REGÍMENES IMPOSITIVOS DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES Y PARA DIFERENTES TIPOS DE EMPRESAS (EXPORTADOR DE MANUFACTURAS E IMPORTADOR MINORISTA)

	Ventas en EEUU (I)	Exportaciones (II)	Ingresos (I + II)	Importaciones (III)	Costes (excluidas importaciones) (IV)	Base imponible	Impuestos (tipo impositivo x base imponible)	Beneficios después de impuestos
Impuesto sobre sociedades actual (tipo impositivo = 35 %)							(I + II – III – IV)	
Exportador de manufacturas	400	600	1.000	0	800	200	70	130
Importador minorista	1.000	0	1.000	400	400	200	70	130
Impuesto sobre sociedades actual (pero con tipo impositivo = 20 %)							(I + II – III – IV)	
Exportador de manufacturas	400	600	1.000	0	800	200	40	160
Importador minorista	1.000	0	1.000	400	400	200	40	160
Propuesta republicana (tipo impositivo = 20 %)							(I – IV)	
Exportador de manufacturas	400	600	1.000	0	800	-400	-80	280
Importador minorista	1.000	0	1.000	400	400	600	120	80

FUENTE: Banco de España.

Tras un largo período con tasas de inflación muy reducidas, el ritmo de avance de los precios en el área del euro ha registrado un incremento notable en los últimos meses, hasta situarse en el 2 % en febrero. Desde el punto de vista de la política monetaria, cuyo objetivo de inflación en el medio plazo se sitúa cerca —pero por debajo— del 2 %, resulta crucial desentrañar cuáles son los factores determinantes de esa evolución y, en palabras del presidente del BCE, hasta qué punto dicho incremento tiene carácter autosostenido, es decir, si persistiría a medio plazo, en un escenario en el que no se requiera el fuerte estímulo monetario introducido por el BCE en los últimos años.

Como se aprecia en el gráfico 1, donde se presenta la contribución de los distintos componentes al aumento de la tasa de inflación desde noviembre de 2016, la dinámica reciente vendría explicada por los denominados «efectos de comparación» (o «efectos base») —esto es, la comparación con los anormalmente bajos precios del petróleo que prevalecían a principios de 2016— y por ciertas sorpresas en la evolución de los componentes más volátiles de los precios (en particular, la energía y los alimentos). En contraste con este comportamiento, los componentes menos volátiles de la inflación han mantenido crecimientos moderados y relativamente estables.

Los efectos de comparación explican en buena medida el comportamiento reciente y el patrón previsto para la evolución de la inflación en la UEM en los próximos meses, de acuerdo con el cual se espera que los precios crezcan a una tasa próxima al 2 % durante la primera mitad de 2017, para posteriormente, si no se producen sorpresas adicionales, retroceder hasta tasas en el entorno del 1,5 % (véase gráfico 2).

A medio plazo, existen varios factores que refuerzan la idea de que el repunte actual podría ser de naturaleza eminentemente transitoria. En primer lugar, si bien el aumento de los costes de la energía y la depreciación más reciente del euro han propiciado un incremento de los costes que soportan las empresas en las fases tempranas de producción, lo cierto es que la traslación de estas presiones a los precios de producción y a los de consumo permanece muy acotada de momento (véase gráfico 3). Según las encuestas realizadas a los directores de compras, esta dinámica obedecería al hecho de que los empresarios todavía perciben una situación de demanda moderada en un contexto de elevada competencia.

En segundo lugar, la moderación salarial continúa siendo la tónica general en el área del euro, incluso en aquellas economías que se encuentran en una posición cíclica más avanzada. Los modelos económétricos disponibles —basados principalmente en la noción

de la curva de Phillips de salarios, que relaciona positivamente esta última variable con alguna medida de la posición cíclica de la economía— sugieren que esta moderación se prolongará en el tiempo, en un contexto en el que es previsible que el grado de holgura todavía existente en los mercados de trabajo europeos se reduzca solo a un ritmo muy gradual (véase gráfico 4). Otros factores sugieren también que el riesgo de que el repunte de los precios del petróleo pueda dar lugar a efectos de segunda ronda es de alcance limitado en estos momentos. Así, según los datos recogidos en 2013 a través de la Red de Investigación sobre la Dinámica Salarial (*Wage Dynamics Network*) del SEBC¹, el número de empresas que incluyen cláusulas de indexación en sus convenios se ha reducido considerablemente en el conjunto del área. En el caso de Francia, por ejemplo, la proporción de empresas que adaptaban sus salarios a la inflación antes de 2010 se situaba en un 53 %, mientras que durante el período 2010-2013 este porcentaje, según la WDN, habría disminuido al 41,5 %, en su mayoría porque los convenios no contenían una cláusula de indexación.

Por último, los indicadores de expectativas de inflación estimados a partir de datos de mercado son coherentes todavía con una convergencia relativamente lenta hacia niveles más próximos a la referencia de medio plazo del 2 % (véase gráfico 5). Es cierto, sin embargo, que el repunte de estos indicadores desde el pasado verano sugiere que se ha reducido considerablemente el riesgo de escenarios deflacionistas.

En conclusión, la dinámica reciente de la inflación viene explicada por dos factores: un componente anticipado, los denominados «efectos base», que surgen de la dinámica bajista de los precios del petróleo a principios de 2016; y las sorpresas, que han afectado positivamente a los precios de los componentes más volátiles del índice. En ausencia de efectos de segunda vuelta, que, por otra parte, cabría esperar que fuesen acotados en el contexto actual de crecimiento moderado y persistencia de una brecha de producción negativa, estos factores son de naturaleza eminentemente transitoria y, por tanto, tienen implicaciones muy limitadas sobre las perspectivas a medio plazo de la inflación, que es el plazo relevante desde el punto de vista de la política monetaria para evaluar el objetivo de estabilidad de precios. Así lo ha recogido el nuevo ejercicio de previsión del BCE, que revisa respecto al ejercicio de diciembre las previsiones de inflación de corto plazo, pero mantiene los niveles de inflación para 2018 y 2019 en niveles muy similares a los previstos a finales del pasado año (1,8 % y 1,7 %, respectivamente).

¹ Véase http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_wdn.en.html.

Gráfico 1
CONTRIBUCIONES AL INCREMENTO DE LA INFLACIÓN

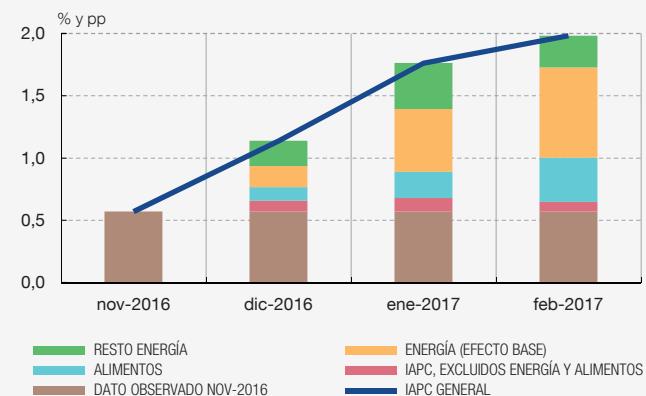


Gráfico 2
PREVISIÓNES DE INFLACIÓN DE LA UEM



Gráfico 3
INDICADORES DE INFLACIÓN. TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL

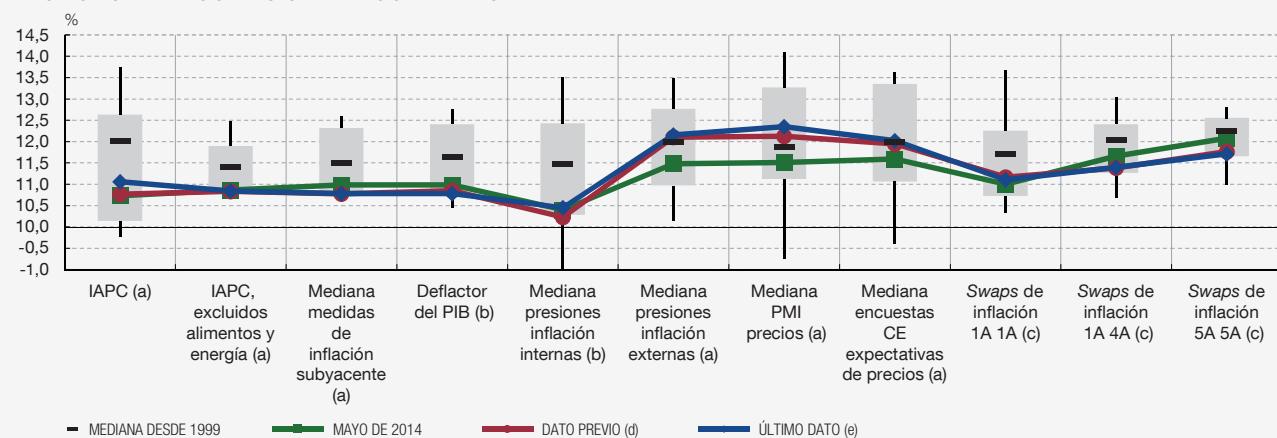


Gráfico 4
CRECIMIENTO DE LA REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
(Desviaciones con respecto a la media del período)
Descomposición basada en la curva de Phillips

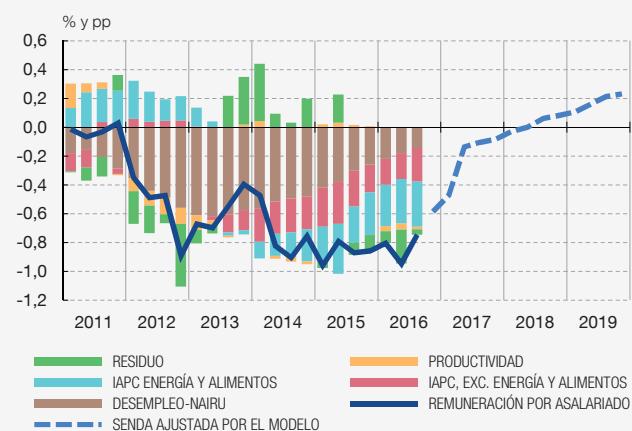
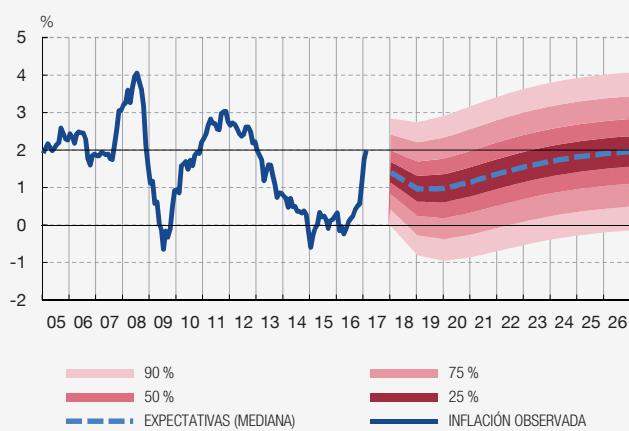


Gráfico 5
IAPC Y EXPECTATIVAS BASADAS EN SWAPS DE INFLACIÓN



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Media móvil de seis meses.
- b Media móvil de dos trimestres.
- c Media móvil de cinco días.
- d Enero de 2017 para las series mensuales, tercer trimestre de 2016 para las trimestrales y 16 de febrero de 2017 para las diarias.
- e Febrero de 2017 para las series mensuales, cuarto trimestre de 2016 para las trimestrales y 16 de marzo de 2017 para las diarias.

La inflación en España —aproximada por la tasa de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC)— ha experimentado una aceleración notable en los últimos meses. En concreto, en febrero de 2017 se situó en el 3 %, tasa 4,1 pp superior a la cifra de abril de 2016, mes en el que se registró la variación mínima del año pasado, y significativamente más alta que los promedios de los últimos tres años, en los que los ritmos de variación del IPC fueron negativos.

Para analizar la evolución de la inflación en los últimos años resulta de utilidad realizar una descomposición contable de la tasa interanual del IPC, distinguiendo entre las contribuciones al índice general de los precios de los productos energéticos, por una parte, y, por otra, las del resto de bienes y servicios. Como se aprecia en el gráfico 1, la tasa de variación negativa del índice general entre diciembre de 2014 y agosto de 2016 se explica, sobre todo, por la trayectoria a la baja del componente energético, mientras que los restantes productos habrían tenido una contribución positiva. En este sentido, la variación del índice general sin energía siguió una trayectoria ligeramente ascendente en los últimos años, registrando aumentos del 0,7 % y del 0,9 % en el promedio de 2015 y 2016, respectivamente, y del 1,3 % en febrero de 2017.

Gráfico 1
CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC GENERAL



El perfil de evolución del nivel de precios del petróleo a lo largo de 2016, que se traslada al componente energético del IPC, permite explicar, en buena medida, el incremento observado de la tasa interanual del IPC general en los meses iniciales de 2017, y por qué se espera una posterior desaceleración durante el resto del año. Como se aprecia en el gráfico 2, el nivel de precios del petróleo alcanzó un mínimo en los primeros meses de 2016, y pasó a aumentar a partir de entonces, en particular en los meses finales del ejercicio, tras el acuerdo de reducción de oferta por parte de la OPEP y de otros productores. No obstante, según las cotizaciones negociadas en los mercados de futuros, se espera que este se estabilice en niveles similares a los actuales en lo que resta de 2017 (línea punteada del gráfico 2). Esta evolución del nivel de precios del crudo se traslada a una senda de tasas interanuales de aquél, en 2017, que alcanza sus máximos a principios de año y que se desacelera sustancialmente en los meses siguientes (véase, de nuevo, el gráfico 2), reflejando lo que se conoce como «efecto de comparación»¹ (o efecto base). Dada la elevada velocidad de

¹ Banco de España (2016), «Informe trimestral de la economía española», recuadro 3, «El repunte reciente de la inflación en España y las perspectivas de corto plazo», *Boletín Económico*, diciembre.

Gráfico 2
PRECIO DEL PETRÓLEO (a)
Euros/barril



Gráfico 3
EFECTOS CORRIENTES Y DE COMPARACIÓN EN LA TASA INTERANUAL DEL IPC (a)

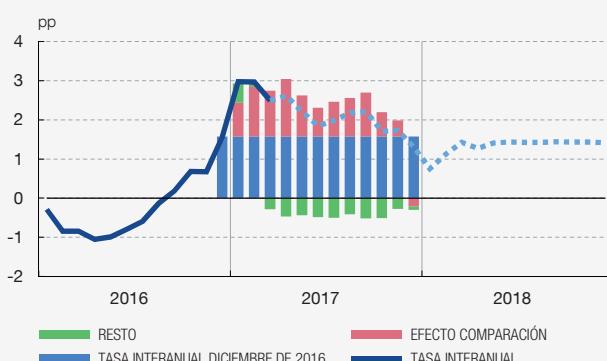
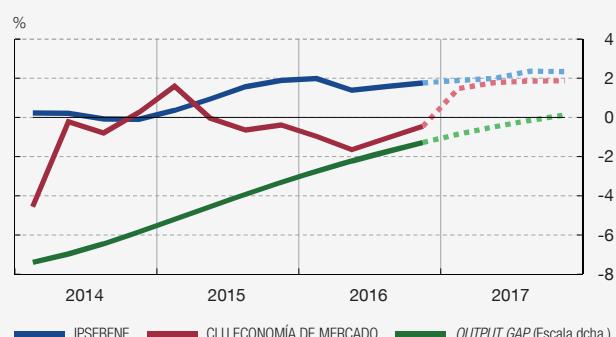


Gráfico 4
IPSEBENE, OUTPUT GAP Y CLU DE LA ECONOMÍA DE MERCADO (a) (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Reuters y Banco de España.

a. Las líneas punteadas representan las previsiones.

b. IPSEBENE: IPC sin energía ni alimentos no elaborados. OUTPUT GAP: Diferencia porcentual entre el PIB observado y el PIB potencial. CLU: Costes laborales unitarios.

transmisión de los movimientos del precio del crudo a los de los derivados del petróleo, como la gasolina y el gasóleo, esta moderación afectaría igualmente a la variación interanual del componente energético del IPC. El índice general, por su parte, también acaba recogiendo este perfil.

El gráfico 3 muestra una descomposición de la tasa interanual del IPC general que pone de manifiesto la relevancia del efecto comparación a la hora de explicar el repunte observado en enero-febrero, así como la desaceleración posterior que se proyecta para el resto de 2017. En 2018, una vez desaparecido este efecto, el IPC general se situaría por debajo del 1,5 %.

Más allá de los significativos efectos directos descritos que la dinámica del precio del crudo ejerce sobre el IPC general, la evidencia disponible hasta el momento para la economía española apunta a que su posible traslación a la evolución de los precios de los productos no energéticos, esto es, los efectos indirectos² y de segunda vuelta³, serían limitados⁴. En el caso particular de los salarios, en concreto, el riesgo de que el repunte de los precios del petróleo pueda dar lugar a efectos de segunda ronda podría tener un alcance limitado en estos momentos. En concreto, según la evidencia proporcionada por la Red de Investigación sobre la Dinámica Salarial (*Wage Dynamics Network*) del SEBC⁵, el número de empresas que incluyen cláusulas de indexación en sus convenios se ha reducido durante la crisis. En el mismo sentido, el porcentaje de trabajadores cubiertos por este tipo de cláusulas en los

convenios colectivos firmados en 2016 se situaba en el 20 %⁶, en comparación con cifras próximas al 70 % de hace diez años.

En cualquier caso, aunque la evidencia empírica acumulada hasta el momento no revele efectos indirectos y de segunda vuelta reseñables, no es descartable que estos puedan llegar a producirse en algún momento, especialmente si tienen lugar nuevas perturbaciones alcistas en el precio del petróleo. En este sentido, puesto que España es un importador neto de esta materia prima, su encarecimiento representa una transferencia de renta de los hogares y de las empresas españoles a los productores extranjeros. Por ello, cabe esperar que cualquier intento de eludir el ajuste de las rentas reales que supone el mayor precio del crudo mediante aumentos de precios y de salarios conduzca a tasas de inflación persistentemente más elevadas, con la consiguiente pérdida de competitividad, empleo y actividad.

En este contexto, el diferencial de precios de consumo entre España y la UEM ha aumentado recientemente, pasando a ser positivo desde diciembre del año pasado. Este diferencial aumenta cuando lo hace el precio del crudo, como consecuencia de dos factores. Por un lado, los productos derivados del petróleo tienen mayor importancia en la cesta de consumo de los hogares españoles respecto a los de la UEM. Por otro, la carga impositiva de los derivados del petróleo es menor en España que en la UEM, fundamentalmente por los menores impuestos específicos, que son de cuantía fija. Este hecho hace que, ante una variación dada del coste de la materia prima, los precios de venta al público de los productos petrolíferos reaccionen en mayor medida en España que en la UEM.

- 2 Los efectos indirectos se refieren a los inducidos por las variaciones de los costes marginales de las empresas al modificarse el precio del crudo.
- 3 Los cambios de precios de consumo derivados de los efectos directos e indirectos pueden suponer revisiones de las expectativas de inflación de los agentes, que se trasladan a los precios finales, como consecuencia de la determinación de márgenes o de la negociación salarial.
- 4 En este sentido, las simulaciones realizadas con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) muestran que la incidencia sobre el IPSEBENE de cambios en el precio del petróleo es muy limitada, lo que sería coherente con efectos indirectos de variaciones del precio del crudo sobre la inflación modestos. Para una descripción más amplia de la evidencia disponible, véanse L. J. Álvarez, S. Hurtado, I. Sánchez y C. Thomas (2011), «The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation», *Economic Modelling*, 28(1-2), pp. 422-431, y S. Hurtado, P. Manzano, E. Ortega y A. Urtasun (2014), *Update and re-estimation of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Opcionales, n.º 1403, Banco de España.
- 5 Véase http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_wdn.en.html.

Finalmente, el gráfico 4 muestra previsiones del IPSEBENE (IPC sin energía ni alimentos no elaborados)⁷ para los próximos meses, que apuntan a una prolongación de la tendencia creciente de recuperación muy gradual que viene registrando este indicador en el período más reciente. Esta evolución sería compatible con la prolongación de la fase expansiva de la economía española, que implicaría un cierre progresivo de la brecha de producción y reducción del desempleo durante 2017, y con un modesto avance de los costes laborales unitarios, bajo la hipótesis de que los efectos indirectos y de segunda vuelta son moderados, en consonancia con los patrones históricos.

- 6 En los dos primeros meses de 2017, el dato acumulado se situaría en el 26,8 %.
- 7 Los procedimientos de predicción del IPC utilizados se describen en L. J. Álvarez e I. Sánchez (2017), *A suite of inflation forecasting models*, Documentos Opcionales, n.º 1703, Banco de España.

NOTA: Este recuadro fue publicado en la web del Banco de España con fecha 30 de marzo de 2017.

A principios del año 2017, el Gobierno aprobó una subida del salario mínimo interprofesional (SMI) del 8 %, que pasó de 655,2 euros mensuales, en 14 pagas, a 707,6 euros. Además, el Congreso de los Diputados aprobó el pasado 22 de noviembre de 2016 la toma en consideración de una proposición de ley para incrementar el SMI de forma escalonada, hasta alcanzar 800 euros mensuales el 1 de enero de 2018 y 950 euros mensuales el 1 de enero de 2020. El propósito de este recuadro es analizar los posibles efectos que estas subidas pueden llegar a tener sobre el empleo y la estructura salarial.

La existencia de un salario mínimo por debajo del cual no es posible celebrar contratos de trabajo es un fenómeno muy extendido entre los países desarrollados, con el objetivo principal de contribuir a la equidad social. Desde un punto de vista estrechamente económico, sin embargo, la literatura teórica enfatiza que el salario mínimo puede tener también un efecto adverso sobre el empleo de determinados colectivos de trabajadores, en particular de aquellos con un nivel de productividad inferior al salario mínimo fijado por las autoridades. Sin embargo, la evidencia empírica disponible sobre los efectos de subidas del SMI no es concluyente, encontrándose una elevada variedad de resultados, si bien, en general, tiende a identificarse que el aumento del salario mínimo tiene un efecto negativo —aunque reducido— sobre el empleo. Por ejemplo, Belman y Wolfson (2014)¹ recopilan los resultados de un amplio número de estudios, la mayoría de ellos para el mercado de trabajo de Estados Unidos, encontrando efectos negativos sobre el empleo en cerca de dos tercios de ellos, aunque de una magnitud reducida, con una elasticidad del empleo al salario mínimo en el entorno del -0,1 % en promedio².

- 1 D. Belman y P. Wolfson (2014), *What Does the Minimum Wage Do?*, W. E. Upjohn Institute for Employment Research, Kalamazoo, MI.
- 2 D. Neumark, J. M. Ian Salas y W. Wascher (2014), «Revisiting the Minimum Wage-Employment Debate: Throwing Out the Baby with the Bathwater?», *Industrial and Labor Relations Review*, 67 (Supplement), pp. 608-648, enfatizan que para determinados grupos de trabajadores, como los jóvenes y los menos formados, estas elasticidades serían de al menos el -0,2 %.

En el caso español, las estimaciones realizadas por Galán y Puentे (2015)³ muestran que las subidas de SMI que se produjeron entre 2005 y 2010⁴ incrementaron significativamente la probabilidad de perder el empleo de los trabajadores afectados, aunque el impacto en el empleo agregado fue reducido, dada la baja incidencia del salario mínimo en España⁵. En ese trabajo, que utiliza los microdatos de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL), se define al colectivo de trabajadores afectados por las subidas del SMI como aquellos trabajadores que, cada año, recibían un salario inferior al mínimo vigente el año siguiente. Para este colectivo, su empleador debe decidir si le compensa ajustar el salario hasta el nuevo mínimo legal o, por el contrario, rescindir la relación laboral. Para analizar los efectos sobre el empleo de este colectivo, se estima un modelo sobre la probabilidad de perder el empleo en los siguientes doce meses tras la subida del SMI, en el que se incluye, además de diversas variables de control, una medida de la brecha existente entre el salario del individuo y el nuevo SMI, para los trabajadores afectados. El coeficiente de esta variable puede interpretarse como el efecto de la subida de SMI sobre la probabilidad de perder el empleo⁶. Como resultado, se encontraban incrementos significativos de la probabilidad de perder el empleo como reacción al incremento del SMI para los más jóvenes

3 «Minimum Wages: Do They Really Hurt Young People?», *B. E. Journal of Economic Analysis and Policy*, 15(1), pp. 299-328.

4 El incremento del SMI acumulado fue de un 37,5 % (18,7 % en términos reales).

5 En concreto, en el caso de las subidas realizadas entre 2005 y 2010, únicamente se vieron afectados entre el 0,6 % y el 0,9 % del total de los trabajadores por año. Estas cifras son más elevadas para determinados colectivos, como los jóvenes (entre el 1,1 % y el 2,2 %).

6 Hay que tener en cuenta que este efecto infraestima el posible efecto sobre la destrucción total de empleo, al fijarse solo en las pérdidas de empleo y no en la creación de nuevos puestos de trabajo. Este sesgo será mayor en la medida en que la productividad de los trabajadores experimente mayores incrementos debidos a la acumulación de experiencia, que permitan compensar las subidas de SMI. Esta compensación no está disponible para trabajadores que buscan empleo, y por tanto, en esta situación, los efectos sobre la creación de empleo serán mayores que sobre la destrucción. Por tanto, se espera una infraestimación del efecto sobre el empleo para los trabajadores más jóvenes, que son los que más oportunidades de aprendizaje por la experiencia tienen.

Cuadro 1
EFFECTO SOBRE EL EMPLEO (a)

Edad	Escenario 1: SMI = 707,6 €			Escenario 2: SMI = 800 €			Escenario 3: SMI = 950 €		
	Trabajadores afectados (%)	De los cuales: Pierden el empleo (%)	Efecto sobre empleo total (%)	Trabajadores afectados (%)	De los cuales: Pierden el empleo (%)	Efecto sobre empleo total (%)	Trabajadores afectados (%)	De los cuales: Pierden el empleo (%)	Efecto sobre empleo total (%)
16-25	15,72	4,87	0,76	20,46	10,93	2,24	32,57	17,52	5,71
25-33	5,57	1,58	0,09	8,53	3,21	0,27	18,01	4,70	0,85
33-46	1,47	2,23	0,03	3,43	4,69	0,16	10,00	7,24	0,72
46-70	1,27	6,36	0,08	2,87	13,66	0,39	7,97	20,65	1,65
16-70	3,09	3,46	0,11	5,30	7,48	0,40	12,26	11,32	1,39

FUENTES: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Banco de España.

a Elaborado con información de la MCVL de 2015 (trabajadores a tiempo completo que hayan trabajado todo el mes). SMI prorrteado (12 pagas).

(16-24 años), los de mediana edad (33-45 años) y, especialmente, para los mayores (45 años o más). Así, la probabilidad media de perder el empleo en un año para los trabajadores afectados entre 16 y 24 años se incrementó del 11,2 % al 24,9 % como consecuencia de las subidas acumuladas del SMI durante el período analizado (2005-2010)⁷, mientras que el correspondiente impacto para los trabajadores mayores de 45 fue muy superior, pasando la probabilidad de un 11,2 % a un 49,9 %⁸.

Este análisis puede servir de base para estimar el efecto potencial del nuevo incremento del salario mínimo mencionado⁹. Con este objetivo, a continuación se realiza una microsimulación, en la que cada individuo afectado por el nuevo SMI es asignado a uno de los dos siguientes grupos: bien mantiene su empleo, y su salario aumenta hasta llegar al nuevo mínimo legal, o bien pierde su empleo, utilizando las probabilidades estimadas. Este ejercicio se repite tanto para el salario mínimo ya aprobado en 2017 como para las dos propuestas comentadas de incrementar el SMI hasta 800 y 950 euros.

7 Esta probabilidad es el resultado de simular la subida acumulada del salario mínimo entre 2005 y 2010 sobre la distribución salarial observada en 2004.

8 En conjunto, sus resultados implicarían una elasticidad del empleo al salario mínimo en el entorno del -0,2 % para los jóvenes, en línea con los estudios para otros países, aunque muy reducida para el empleo agregado, dada la reducida incidencia del salario mínimo en España. No obstante, hay que tener en cuenta que los efectos del salario mínimo sobre el empleo son no lineales, ya que el número de afectados por cada euro de subida es mayor cuanto mayor sea el nivel previo del SMI. Por ello, hay que tener especial cautela a la hora de extrapolar elasticidades a futuras subidas del SMI, ya que serán, en general, mayores que las estimadas previamente.

9 En concreto, para cada trabajador afectado en 2015 (último año disponible de la MCVL), se calcula una probabilidad de perder el empleo que depende de su edad y de la diferencia entre su salario actual y el nuevo nivel del SMI considerado. Para los trabajadores parciales o que no han trabajado todo un mes, se reescaló ese nuevo mínimo por la correspondiente parte proporcional.

En el cuadro 1 se muestran los resultados de esta simulación para las tres subidas del SMI consideradas. En términos de trabajadores afectados en la actualidad, se observa que, con la subida aprobada en 2017, el porcentaje se sitúa en el 3,1 %, por encima de las cifras estimadas para el período 2005-2010 (en torno al 0,75 % cada año). Por edades, se encuentran diferencias elevadas, ya que el 15,7 % de los trabajadores jóvenes se verían afectados por la subida del SMI, frente a cifras muy inferiores —cercaas al 1 %— de los trabajadores de mayor edad. Lógicamente, estas cifras se incrementan para los escenarios de subidas adicionales del SMI hasta 2020. Según estos resultados, en el caso de un incremento hasta los 950 euros mensuales, el porcentaje de trabajadores afectados alcanzaría el 12,3 %, con casi un tercio de los trabajadores jóvenes en dicha situación.

En cuanto a las pérdidas de empleo derivadas de estas subidas, se estima un impacto potencial relativamente reducido para la economía en su conjunto. En concreto, los efectos agregados sobre el empleo serían de un descenso del 0,1 % en el caso de la subida del SMI aprobada en 2017, que alcanzaría el 1,4 % con la planteada hasta el año 2020¹⁰. En el caso de los trabajadores afectados por la subida, la pérdida de empleo potencial podría alcanzar el 3,5 % en el caso de la subida aprobada en 2017, que ascendería hasta el 7,5 % y el 11,3 % con los incrementos hasta los 800 y 950 euros, respectivamente. Por colectivos de trabajadores, la probabilidad de perder el empleo entre los trabajadores afectados es más elevada entre los más jóvenes y, sobre todo, entre los trabajadores de mayor edad.

Este ejercicio permite estimar también el impacto de la subida del SMI sobre la renta laboral total y su distribución. En el gráfico 1.1 se observa que, en términos agregados, la subida del SMI tiene un impacto reducido sobre la renta salarial agregada, pues los efectos

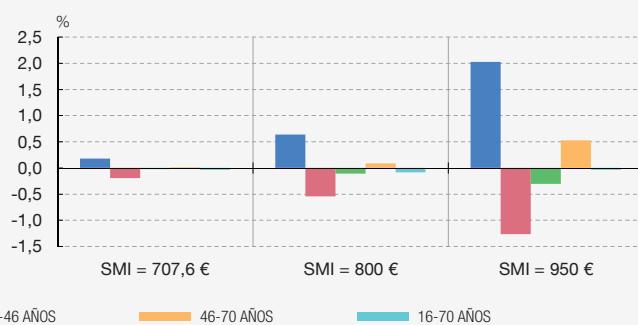
10 Este efecto no lineal surge por las razones explicadas en la nota al pie 8.

Gráfico 1
EFECTO SOBRE LA REMUNERACIÓN DE ASALARIADOS TOTAL Y SOBRE LA DESIGUALDAD (a)

1 EFECTO SOBRE LA REMUNERACIÓN DE ASALARIADOS TOTAL



2 EFECTO SOBRE LA DESIGUALDAD (VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE GINI)



FUENTES: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Banco de España.

a Elaborado con información de la MCVL de 2015 (trabajadores a tiempo completo que hayan trabajado todo el mes). SMI prorratizado (12 pagas).

positivos sobre los trabajadores que conservan el empleo tienden a compensarse con las pérdidas de salarios de los que pierden su puesto de trabajo. Sin embargo, los cambios son más significativos en relación con el reparto de esta renta entre los diferentes grupos poblacionales. Concretamente, las diferencias por edad son significativas, con mejoras de la renta media de los jóvenes, para los que el incremento del salario más que compensa las pérdidas de empleo. Por el contrario, para el grupo de más de 45 años las pérdidas de empleo son tan intensas que la renta laboral llega a caer. En cuanto al impacto sobre la desigualdad salarial, el gráfico 1.2 muestra los efectos de los tres escenarios a partir de la variación estimada del índice de Gini¹¹. El análisis realizado muestra que la desigualdad agregada relativa a la distribución de las rentas salariales apenas varía aunque los cambios de la desigual-

dad por edades son importantes, con incrementos de la desigualdad tanto para los más jóvenes como para los más mayores, especialmente en los escenarios de subidas adicionales del SMI.

En conjunto, los resultados mostrados en este recuadro indicarían un impacto agregado reducido sobre el empleo de la reciente subida del SMI, dado que el colectivo potencialmente afectado por los aumentos del SMI es reducido. No obstante, su impacto sobre la probabilidad de perder el empleo es significativo en el caso de determinados colectivos, como el de los trabajadores más jóvenes y también el de más edad. Además, conviene subrayar que los efectos relativamente acotados de estas subidas están relacionados con que los salarios mínimos que resultan vinculantes para la mayoría de los puestos de trabajo en España son los pactados en la negociación colectiva, que se sitúan en la actualidad por encima del mínimo legal. En la medida en que las subidas del SMI se extendieran a colectivos más amplios de trabajadores (por ejemplo, en caso de que aquellas fueran tomadas como referencia en la negociación colectiva), estos efectos podrían convertirse en más elevados.

¹¹ El índice de Gini es una medida de la desigualdad, que tiene en cuenta toda la distribución. Cuanto mayor es la desigualdad, mayor es el índice. Una distribución completamente homogénea daría lugar a un índice de 0, mientras que una completamente desigual, con toda la renta en manos de un solo individuo, daría como resultado un índice de 1.

Tradicionalmente, en España, las adquisiciones de vivienda de los hogares se han financiado de forma muy mayoritaria con préstamos a tipos de interés variable. Esta modalidad implica que el coste de los fondos cambia periódicamente a lo largo de la vida del préstamo, en función de la referencia utilizada (generalmente, el euríbor a doce meses). Para los bancos, esta opción tiene el atractivo de ligar las variaciones en los ingresos obtenidos de los créditos concedidos con las de los costes de financiación de sus pasivos, ya que la evolución de estos últimos se renueva habitualmente con mucha frecuencia, en línea con las rentabilidades del mercado interbancario, dado el predominio de las operaciones a corto plazo. Al poder mitigarse el riesgo de tipo de interés, las entidades pueden ofrecer vencimientos más largos, con la consiguiente rebaja de las cuotas de amortización que tienen que soportar los prestatarios. En las operaciones a tipo fijo, dicho riesgo se puede cubrir en los mercados de cobertura (*swaps*), pero el horizonte al que estaban disponibles estos contratos hasta hace poco tiempo no iba más allá de diez o quince años. Una ventaja que, en ocasiones, se señala a favor de los prestatarios bajo la modalidad variable es que, en condiciones normales, el coste medio esperado durante la vida del crédito es más reducido (véase gráfico 1), al no incluir una prima de riesgo por plazo². No obstante, el hecho de que el coste de la financiación de los préstamos a tipo variable fluctúe a lo largo de la vida de la operación introduce incertidumbre sobre su evolución futura.

España se sitúa, dentro de la UEM, en el grupo de países en los que la importancia de la financiación a tipo variable (en particular, con períodos de revisión iniciales de menos de un año) es más elevada, junto a Portugal, Italia e Irlanda, al contrario que en otras economías europeas como Francia, Alemania u Holanda, donde estas operaciones son minoritarias. No obstante, desde comienzos de 2010 se viene observando en nuestro país una pérdida de peso de los nuevos préstamos, en los que el coste se revisa antes de un año (véase gráfico 2). En una primera etapa, hasta mediados de 2015, se produjo un aumento de la proporción de los créditos con períodos iniciales de fijación del tipo de interés entre uno y cinco años. Con posterioridad, ha comenzado a crecer el segmento de más de cinco años, en el que se incluyen los contratos a tipo fijo³. De este modo, el tramo con revisión inicial de hasta un año ha pasado de representar entre el 80 % y el 90 % en 2010 a apenas un 50 % en la actualidad. Esta tendencia hacia un alargamiento de los plazos de revisión de los tipos de interés también se ha observado en otros países de la UEM, con una mayor intensidad en

aquellas economías en las que predominaban las operaciones hasta un año, como Italia o Portugal, aunque también se ha producido, aunque en menor medida, en otras donde los plazos de fijación inicial superiores a los cinco años tenían un peso mayor (véase gráfico 3).

El cambio observado en la estructura de plazos de revisión de los costes de financiación en las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda en España y en el resto de los países de la UEM ha venido acompañado, en el período más reciente, de una reducción en el diferencial entre el tipo de interés aplicado a los préstamos con fijación inicial de más de cinco años y el coste inicial en los que las condiciones se renuevan en menos de un año, lo que ha podido incentivar la demanda de los prestatarios de la primera modalidad (véanse gráficos 4 y 5). Este desarrollo se ha visto favorecido tanto por el aplanamiento de las curvas de rentabilidad en los mercados de deuda, lo que ha permitido a las entidades bancarias ofrecer unas condiciones comparativamente más atractivas en las operaciones a tipo fijo, como por las mejoras en la infraestructura de los mercados de derivados, entre las que destaca el uso creciente de cámaras de compensación, que facilitan a las instituciones crediticias la utilización de instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés a vencimientos más largos.

Estos cambios en la estructura del mercado hipotecario tienen algunas implicaciones importantes. Así, el aumento del peso de las operaciones con revisión de las condiciones a más de cinco años, con tipos de interés más altos que en las de menos de un año, tiende a traducirse en una elevación del coste sintético de financiación (que se calcula ponderando el volumen de los nuevos créditos por sus tipos de interés iniciales), independientemente de los movimientos de las rentabilidades en cada tramo. Este desarrollo se aprecia con claridad en el gráfico 6, que compara el valor observado de este indicador con el que hubiera habido en caso de haberse mantenido la estructura de plazos que había en diciembre de 2010. Se observa cómo, en el período más reciente, este efecto composición ha hecho que el indicador sintético subestime la mejora en las condiciones de financiación.

La implicación más relevante a más largo plazo del cambio en la estructura del mercado hipotecario es que los costes de financiación de los hogares se hacen menos sensibles a los movimientos en los tipos de interés, limitando de este modo el alcance de los impactos asociados a las decisiones de política monetaria (en particular, de los que discurren a través de los efectos renta de las variaciones en los tipos de interés). No obstante, dados los dilatados vencimientos de la deuda viva y lo reciente de los cambios en la composición de las nuevas operaciones, su impacto sobre el total de la cartera de créditos es aún muy limitado. Así, en diciembre de 2016, el 96,6 % del saldo vivo de préstamos para adquisición de vivienda en España era a tipo variable y el 85,2 % utilizaba como referencia el euríbor a doce meses.

¹ Las nuevas operaciones incluyen los contratos formalizados por primera vez; los renegociados, siempre que haya intervención activa del prestatario; los reestructurados, si son a tipos de interés de mercado, y aquellos en que haya habido una subrogación del deudor.

² La prima de riesgo por plazo es el precio que se paga por no incurrir en el riesgo de tipo de interés.

³ Esta tendencia se observa no solamente en las operaciones formalizadas por primera vez, sino también en las renegociaciones.

ESTRUCTURA POR PLAZOS DE REVISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES NUEVAS DE CRÉDITO A LA VIVIENDA (a)

Gráfico 1
TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES POR PLAZO DE REVISIÓN.
ESPAÑA

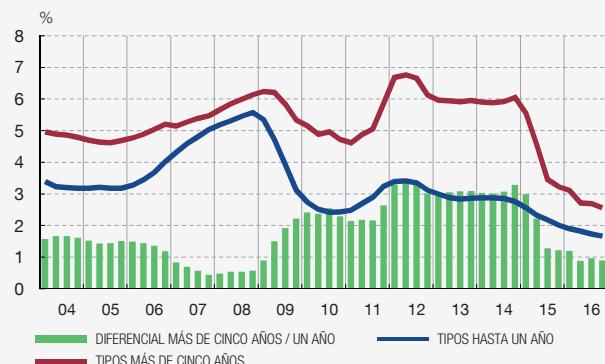


Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN DE LAS NUEVAS OPERACIONES POR PLAZO DE REVISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS. ESPAÑA

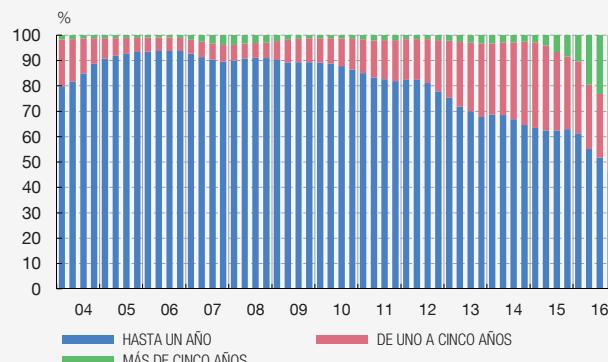


Gráfico 3
DISTRIBUCIÓN DE LAS NUEVAS OPERACIONES POR PLAZO DE REVISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS. COMPARACIÓN PAÍSES UEM

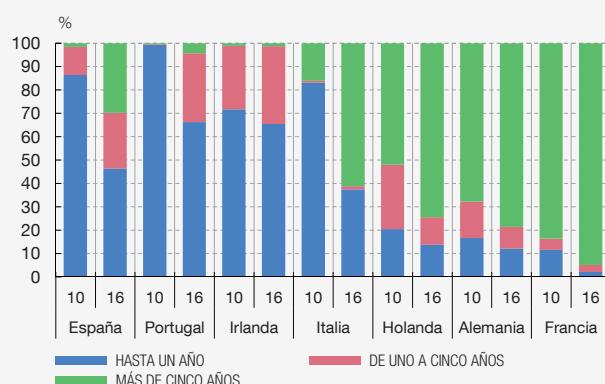


Gráfico 4
PORCENTAJE DE OPERACIONES CON PLAZO DE REVISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS A MÁS DE CINCO AÑOS Y DIFERENCIAL MÁS DE CINCO AÑOS / HASTA UN AÑO. ESPAÑA



Gráfico 5
PORCENTAJE DE OPERACIONES CON PLAZO DE REVISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE HASTA UN AÑO Y DIFERENCIAL DE TIPOS POR PLAZO DE REVISIÓN. COMPARACIÓN PAÍSES UEM

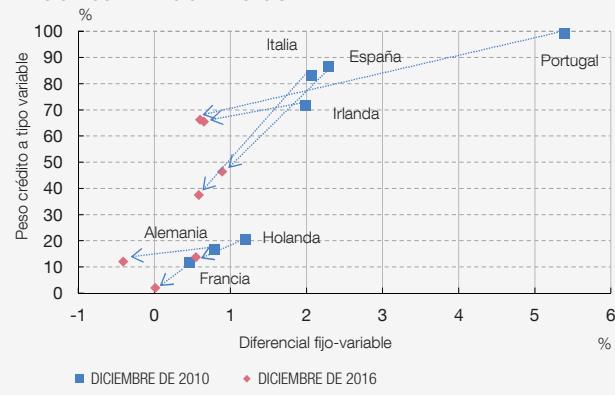
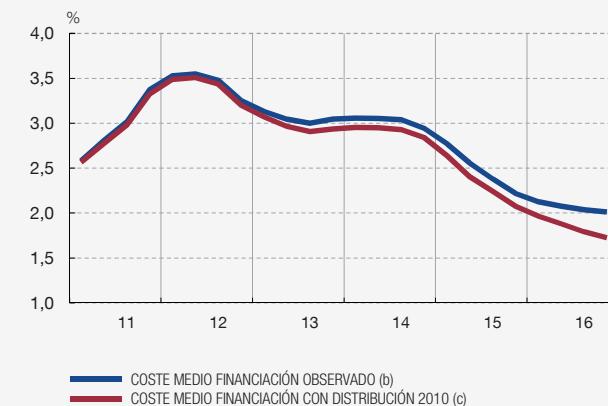


Gráfico 6
COSTE MEDIO DE LAS OPERACIONES NUEVAS DE CRÉDITO PARA VIVIENDA. ESPAÑA



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Los valores representados en los gráficos corresponden a la media de los datos correspondientes a los doce meses del año que termina en cada trimestre. Para las operaciones se usa la media simple y para los tipos de interés la media ponderada por el volumen de operaciones. Estos datos corresponden a las nuevas operaciones de crédito concedidas en el mes.

b Coste medio con la estructura de plazos de revisión de los tipos de interés existentes en cada período.

c Coste medio con la estructura de plazos de revisión de los tipos de interés de diciembre de 2010.

NOTA: Este recuadro fue publicado en la web del Banco de España con fecha 29 de marzo de 2017.

En 2016, el turismo no residente en España presentó un notable dinamismo. En concreto, las llegadas de turistas foráneos superaron en un 10,3 % el nivel ya de por sí elevado registrado en el ejercicio precedente, hasta alcanzar la cifra récord de 75,6 millones de visitantes, lo que también propició un aumento significativo del gasto total realizado por los turistas extranjeros (del 9 %), hasta situarse en una cota de 77,6 mm de euros, la mayor de la serie histórica. Además, el incremento de las llegadas de turistas a España superó en más de 6 pp el ritmo de avance, mucho más moderado, del volumen de turismo mundial.

Esta evolución positiva del turismo de no residentes, que ha venido acompañada por un nuevo avance de la demanda turística interna (aunque más moderado que en 2015), ha permitido que, de acuerdo con el indicador elaborado por Exceltur, el incremento del PIB turístico en 2016 alcanzara casi el 5 %, con lo que habría superado, como viene ocurriendo desde 2010, el aumento que experimentó el PIB del conjunto de la economía (véase gráfico 1)¹. La fortaleza del turismo explicaría en buena medida el mejor des-

empeño económico relativo en 2016 de las regiones en las que esta actividad tiene un mayor peso².

El comportamiento del turismo no residente ya había sido favorable en 2015, impulsado por la mejora de sus principales factores determinantes, como son la recuperación de las economías desarrolladas (que representan en torno al 90 % de nuestros mercados), la notable depreciación del euro (en concreto, el tipo de cambio efectivo nominal —TCEN— frente al grupo de países desarrollados no euro se debilitó un 9,3 % en el conjunto de 2015) y el retroceso del precio del petróleo, que abarató el coste del transporte. En 2016, algunos de estos factores transitorios tendieron a perder fuerza: las economías desarrolladas experimentaron una modesta desaceleración (véase gráfico 2), en tanto que el TCEN tendió a apreciarse y el precio del petróleo a aumentar, si bien

1 El Indicador Sintético del PIB Turístico de Exceltur (ISTE) se construye como combinación lineal de un conjunto de variables relacionadas con

la demanda turística, tanto nacional (consumo privado y pernoctaciones hoteleras de los residentes) como extranjera (llegadas de turistas extranjeros, ingresos por turismo y viajes de la Balanza de Pagos y PIB de los principales mercados emisores de turistas). Este indicador permite aproximar el crecimiento real del turismo interior de España.

2 Baleares, Canarias y la Comunidad Valenciana fueron, de acuerdo con las estimaciones de la AIReF, las regiones que más crecieron en 2016.

EVOLUCIÓN Y DETERMINANTES DE LOS INGRESOS POR TURISMO

Gráfico 1
ACTIVIDAD EN EL SECTOR TURÍSTICO



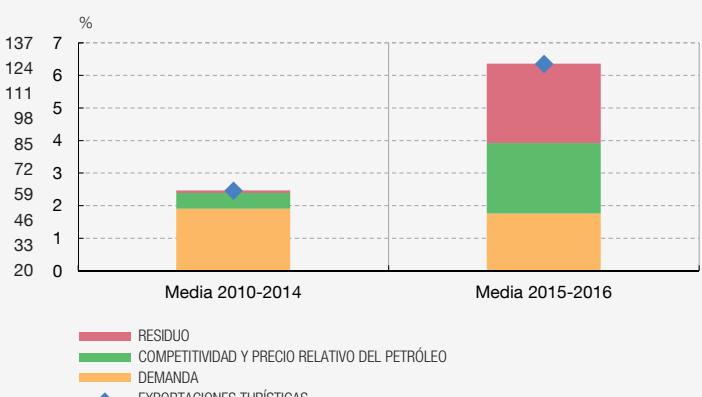
Gráfico 2
PIB TURISMO EMISOR



Gráfico 3
TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS DEL PETRÓLEO



Gráfico 4
EXPORTACIONES REALES DE SERVICIOS TURÍSTICOS



estas dos últimas variables se mantuvieron en niveles claramente inferiores a los observados en 2014 (véase gráfico 3). Asimismo, en un clima de inseguridad en algunas regiones competitivas, el atractivo turístico de España como destino refugio habría sido un elemento determinante, especialmente en 2016. Más allá de estos factores de naturaleza menos persistente, las mejoras en la competitividad de la economía española acumuladas en los últimos años, a través de la moderación de los costes laborales y financieros, habrían favorecido asimismo el potencial turístico de nuestro país.

De acuerdo con un sencillo modelo econométrico que aproxima el comportamiento de los ingresos reales por turismo de la CNTR a partir de varios factores explicativos³, la evolución de la renta

³ Concretamente, se estima un modelo de mecanismo de corrección de error en una única etapa para el logaritmo de las exportaciones reales de servicios turísticos de la CNTR, con datos trimestrales para el período 2000-2015.

de los países emisores de turistas (PIB), la competitividad vía precios y tipo de cambio (PREL) y el precio del petróleo (PRPETR) explicarían en torno a dos tercios del crecimiento del turismo en el bienio 2015-2016, de modo que el tercio restante respondería a otros factores no incluidos explícitamente en el modelo (véase gráfico 4).

Para tratar de identificar esos factores adicionales, es útil considerar la evolución del denominado «índice de competitividad turística», que es un indicador elaborado por el Foro Económico Mundial que sintetiza la evolución de distintas variables explicativas de la capacidad de un país para competir en los mercados turísticos

do 2000-2015. La demanda turística se aproxima con un indicador del PIB real de los principales mercados de origen de los turistas que visitan España. La variable de competitividad mide la evolución de los precios (IPC) relativos de España frente a países clientes y competidores. El coste del viaje al destino se aproxima por el precio del petróleo relativo al coste de vida en los países de origen de los turistas.

EVOLUCIÓN Y DETERMINANTES DE LOS INGRESOS POR TURISMO (cont.)

Gráfico 5
ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD TURÍSTICA. ESPAÑA:
PRINCIPALES CATEGORÍAS (c)



Gráfico 6
LLEGADAS DE TURISTAS INTERNACIONALES



Gráfico 7
TURISTAS ALOJADOS EN HOTELES

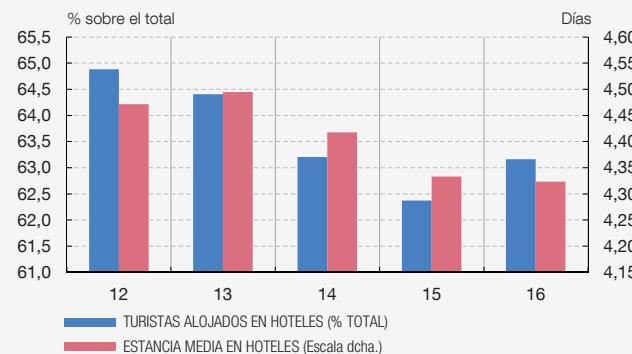
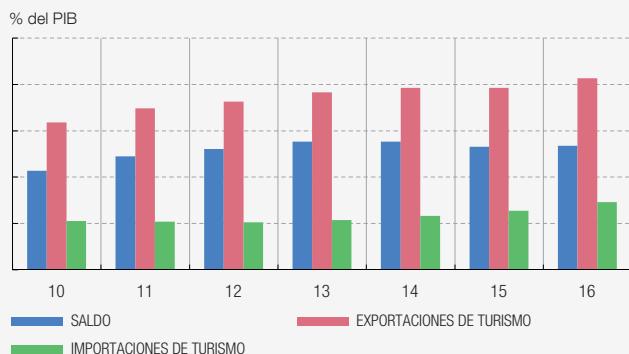


Gráfico 8
SUPERÁVIT TURÍSTICO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Exceltur, Eurostat, OMT y Foro Económico Mundial (WEF).

- a Indicador Sintético del PIB Turístico Español, elaborado por Exceltur.
- b Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad, y viceversa.
- c Entre corchetes, posición de España en el ranking por categoría.

mundiales (véase gráfico 5). España lideró en 2015, por primera vez, la clasificación de acuerdo con este indicador. En términos comparativos frente a 2008, se registraron mejoras reseñables en dos apartados concretos que habrían reforzado los tradicionales activos de España como destino turístico, tales como el clima, los recursos naturales o las infraestructuras.

En primer lugar, como se ha apuntado, el avance fue notorio en el epígrafe de seguridad, en un contexto de elevada conflictividad en algunas áreas geográficas competitivas. En concreto, el clima de inseguridad que, a raíz de la Primavera Árabe de 2011, se instauró en algunos de los principales destinos competidores del norte de África (como Túnez o Egipto) se extendió en 2016 a Turquía, sexto destino mundial por número de turistas, que habría perdido en torno a un 30 % de sus visitantes foráneos en el último ejercicio (véase gráfico 6). En segundo lugar, cabe destacar el dinamismo con el que ha afrontado el sector su adaptación a los nuevos hábitos de consumo digital. Además, en términos de los ingresos, el comportamiento favorable en 2016 está relacionado con el perfil de los turistas que llegaron a España, que se decantaron en mayor medida por alojamientos más caros. En concreto, los hoteles —que llevan asociado un mayor gasto medio diario— ganaron peso en el total, al tiempo que se estabilizó la estancia media de los turistas en este tipo de establecimientos, truncando la tónica de reducción que ambas variables habían mantenido en los años recientes (véase gráfico 7). Asimismo, en 2016 cobró mayor peso la modalidad de paquetes turísticos, que normalmente lleva asociada la estancia en hoteles, cuyo precio es mayor en comparación con la vivienda en alquiler, a la que tienden a recurrir en mayor

medida los viajeros independientes, cuya participación en el total ha disminuido. Esta evolución tiene su contrapartida en la distribución por países de procedencia, en la que destaca la recuperación de los turistas alemanes, que realizan un elevado gasto medio en destino, mientras que se desaceleró ligeramente el mercado francés, cuyos visitantes suelen efectuar un gasto medio diario menor. Finalmente, el mercado británico se aceleró notablemente (hasta el 12,4 %, desde el 5,1 % del año anterior), al tiempo que se produjo un cierto incremento en el gasto medio por turista, todo ello a pesar de la fuerte depreciación que experimentó la libra frente al euro a raíz del resultado de la consulta sobre la permanencia de ese país en la Unión Europea⁴.

El dinamismo de las exportaciones turísticas en 2016 elevó su participación en el PIB (en términos nominales) por encima del 4 % (cifra que no se alcanzaba desde 2001). No obstante, el notable aumento que experimentaron las importaciones turísticas (hasta el 1,5 % del PIB nominal) impidió una mejora del superávit turístico, que se habría estabilizado en el 2,7 % del PIB (véase gráfico 8). A futuro, cabe esperar que el conjunto de determinantes tradicionales continúe contribuyendo al crecimiento del turismo de forma relativamente similar a lo observado en los últimos años. Más a largo plazo, subsiste el reto de incrementar el valor añadido de los servicios ofrecidos, lo que ayudaría en particular a fidelizar a los visitantes recurrentes.

⁴ En parte, estos desarrollos podrían responder al fuerte efecto sustitución entre destinos que, entre los flujos de turistas británicos, se ha producido desde Turquía hacia España.

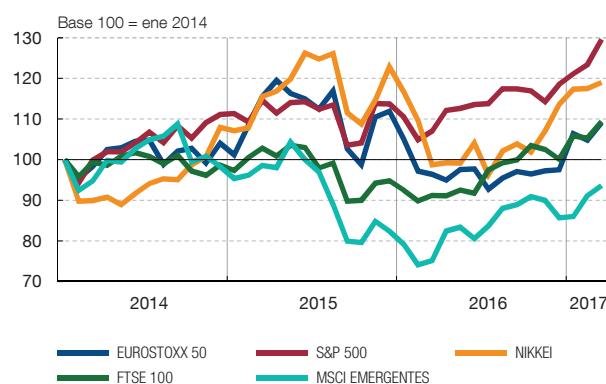
2.1 Entorno exterior del área del euro

En los últimos tres meses, el contexto económico y financiero internacional ha seguido caracterizado por una elevada incertidumbre política que, por el momento, no se ha reflejado en los indicadores financieros. Los mercados han continuado mostrando un comportamiento favorable —tanto la renta fija soberana como las bolsas y los segmentos de mayor riesgo—, al tiempo que se han producido una estabilización de los tipos de interés a largo plazo en las economías avanzadas y una reducción de la volatilidad. El precio del petróleo, que mostró una elevada estabilidad hasta la primera semana de marzo, ha caído después bruscamente y se mantiene en un nivel un 10 % inferior al del cierre del trimestre precedente. Por otra parte, las cifras de Contabilidad Nacional del último trimestre de 2016 muestran que el PIB creció por encima de lo esperado en las economías avanzadas, salvo en Estados Unidos, mientras que en las economías emergentes se observó una clara heterogeneidad, con un crecimiento vigoroso en Asia, que favoreció un moderado repunte del comercio internacional, y una desaceleración adicional en América Latina. Por último, la inflación ha aumentado tanto en las economías avanzadas en los tres últimos meses —si bien las tasas subyacentes y las expectativas apenas experimentaron cambios— como en algunas economías emergentes, que no incluyen América Latina, donde prosiguió la tendencia descendente.

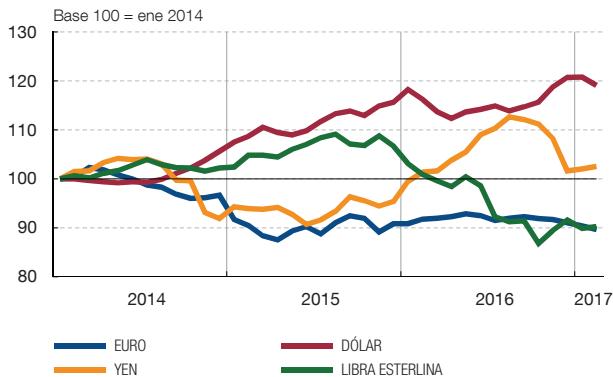
De manera más concreta, a lo largo de los tres últimos meses los mercados financieros mostraron un comportamiento favorable. Se registraron ascensos de los índices bursátiles —sobre todo, en Estados Unidos, donde marcaron máximos históricos, pero también en las economías emergentes, donde, en promedio, a finales de marzo se encontraban un 8 % por encima del nivel de noviembre de 2016— y una cierta normalización de los mercados de deuda, que favoreció la compresión de los diferenciales de los activos de más riesgo, incluidos los de las economías emergentes (especialmente, en América Latina). Esta evolución se enmarca en un contexto de baja volatilidad y cierto apetito por el riesgo, que contrasta con la elevada incertidumbre política, tanto en Estados Unidos —con dudas sobre el calendario y el alcance de las medidas de la nueva Administración— como en Europa, debido al *brexit* y a los sucesivos procesos electorales previstos en 2017.

En cuanto a los tipos de cambio, el dólar comenzó el año depreciándose sustancialmente frente a las monedas de las principales economías desarrolladas y a la mayoría de las emergentes, en un contexto en el que los diferenciales de tipos de interés se mantuvieron estables, para pasar a apreciarse a partir de mediados de febrero. La subida de los tipos oficiales en Estados Unidos del 15 de marzo, la tercera desde diciembre de 2015, presionó al alza los tipos a largo plazo e impulsó adicionalmente el dólar. En los mercados emergentes, cabe destacar la depreciación de la lira turca —de más de un 3 %, ante el deterioro del panorama político interno y externo, y el aumento de la inflación— y, en sentido contrario, la apreciación del peso mexicano, de cerca del 9 % desde comienzos de 2017, tras haberse depreciado fuertemente a raíz del resultado electoral en Estados Unidos. En este segundo caso, parecen haber desempeñado un papel relevante la posibilidad de un escenario menos adverso en cuanto a restricciones comerciales por parte de la nueva Administración estadounidense, las subidas del tipo de interés oficial y la puesta en marcha de un programa de coberturas cambiarias para reducir la volatilidad de las cotizaciones. El buen tono de los mercados se reflejó también en una recuperación de los flujos de capitales hacia las economías emergentes y en un incremento de las colocaciones de renta fija de estas economías, en un mercado dominado por las empresas de materias primas y los emisores soberanos.

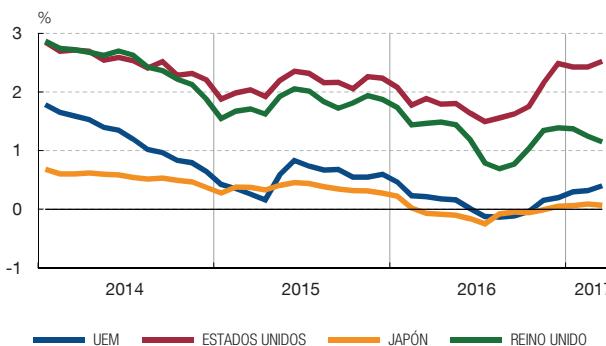
1 ÍNDICES BURSÁTILES



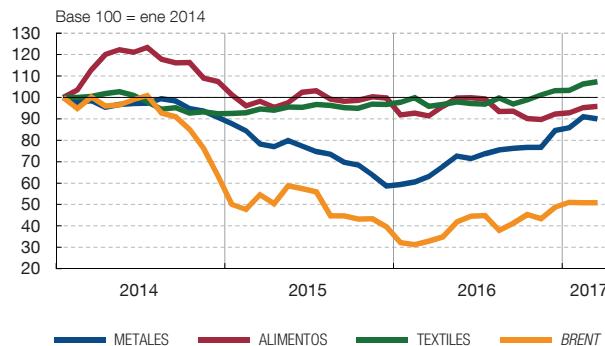
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



4 MATERIAS PRIMAS



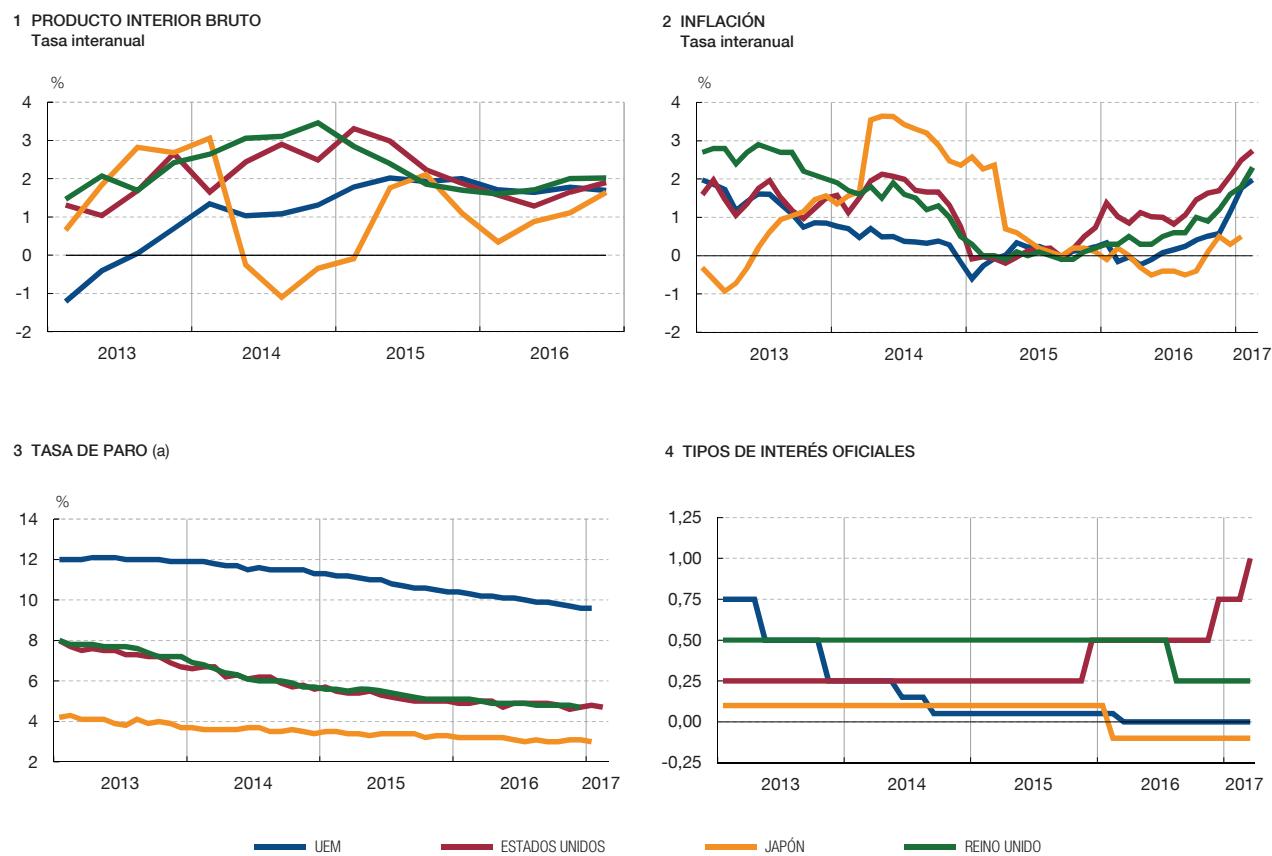
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Un aumento del índice supone una apreciación de la moneda.

b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

Los precios de las materias primas aumentaron un 1,1 %, a escala agregada, en el trimestre, con divergencias entre sus componentes. Así, los metales ascendieron un 4,7 %, debido a la recuperación de la demanda de China y a las perspectivas de un plan de infraestructuras en Estados Unidos, junto con ciertas restricciones de oferta en Chile, y los precios de los alimentos cayeron un 1,3 %. El precio del barril de petróleo *Brent* se mantuvo desde finales de 2016 en un estrecho rango en el entorno de los 55 dólares, pero a partir de la publicación de un dato de inventarios en Estados Unidos superior a lo esperado, el 8 de marzo, se produjo una corrección brusca del precio del crudo —y de sus futuros—, hasta los 51 dólares por barril, nivel en torno al que ha fluctuado desde entonces.

La evolución de la actividad en las economías avanzadas de fuera del área del euro volvió a sorprender favorablemente en el último trimestre de 2016. En el Reino Unido, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre fue del 0,7 % intertrimestral, una décima más que en el trimestre previo, y en Japón la tasa intertrimestral anualizada se situó en el 1,2 %, ligeramente por debajo del registro del tercer trimestre. En ambos casos, la inesperada fortaleza del sector exterior compensó cierto debilitamiento de la demanda interna, en especial del consumo privado. La excepción fue Estados Unidos, donde el PIB creció un 1,9 % en tasa intertrimestral anualizada (3,5 % en el anterior), principalmente por la debilidad del sector exterior, pues tanto el consumo como la inversión privada mantuvieron un notable dinamismo. Las tasas



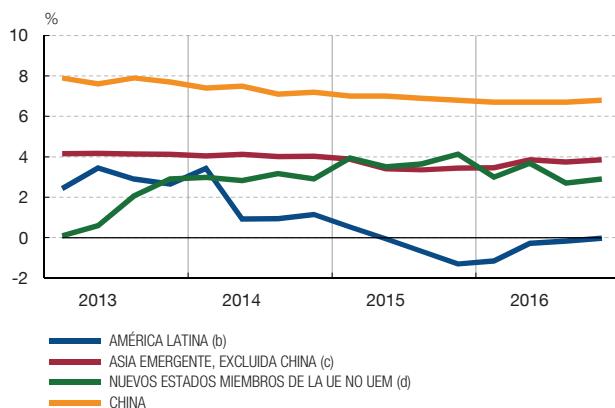
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

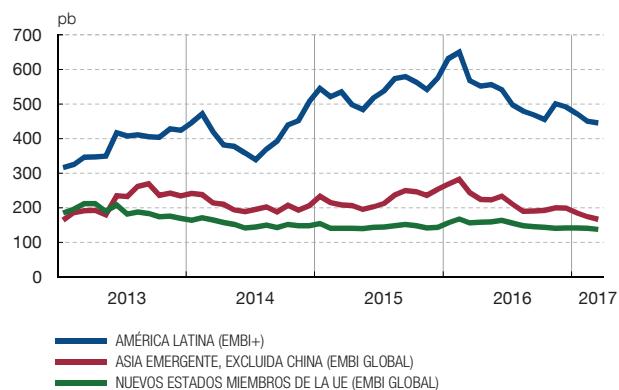
de inflación de estas economías se elevaron a lo largo del trimestre (hasta el 2,7 % en Estados Unidos y el 2,3 % en el Reino Unido en febrero, y el 0,4 % en Japón en enero), aunque tanto las tasas subyacentes como las expectativas de inflación mantuvieron una pauta más estable. En este contexto, ni el Banco de Japón ni el Banco de Inglaterra introdujeron cambios en sus políticas monetarias. En cambio, como se ha señalado, la Reserva Federal elevó 25 puntos básicos (pb) el intervalo objetivo del tipo de interés de los fondos federales (hasta el 0,75 %-1 %) a mediados de marzo, el tercer incremento del actual ciclo de normalización, iniciado en diciembre de 2015, algo ampliamente anticipado por los mercados desde finales de febrero. Además, se ha producido una alineación, en el corto plazo, entre las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) y las de los mercados financieros en cuanto a movimientos de los tipos oficiales, esperándose dos subidas adicionales en lo que resta de este año.

La evolución de la actividad en las economías emergentes a finales de 2016 ha sido más heterogénea. En China, las medidas de apoyo gubernamentales sostuvieron de nuevo el crecimiento del PIB, que se situó en el 6,8 % interanual en el cuarto trimestre, mientras que en el resto de Asia emergente destacó la desaceleración de la actividad en India (7 % interanual, tres décimas menos que el trimestre previo), que, a pesar de todo, fue inferior a lo esperado tras la desmonetización decretada por el Gobierno. En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el crecimiento del PIB se incrementó en el cuarto trimestre, como resultado del mayor dinamismo del consumo y, en Polonia

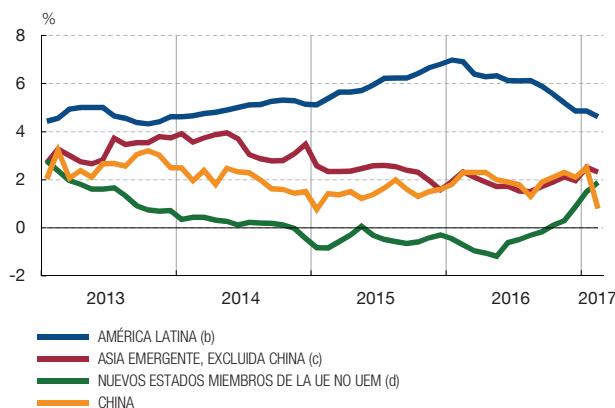
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



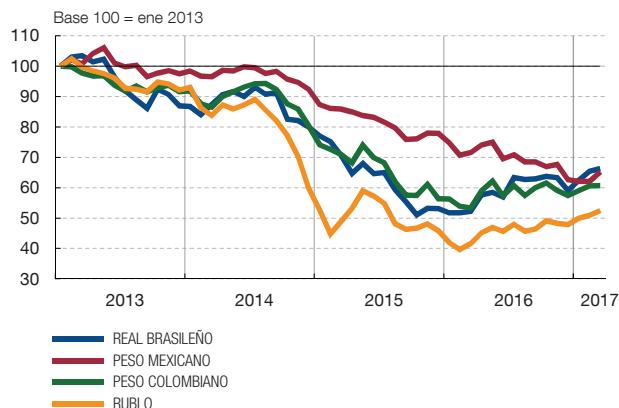
2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



3 PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (f)



FUENTES: Datastream, Banco de España, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- c Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong-Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Bulgaria, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría, Polonia, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
- f Una disminución del índice supone una depreciación de la moneda frente al dólar.

y Rumanía, de medidas fiscales expansivas. En América Latina, los primeros datos del cuarto trimestre fueron positivos en Colombia y en México, y peores de lo anticipado en Chile y, especialmente, en Brasil, que cerró 2016 con una caída de la actividad del -3,6 %, similar a la del año anterior. La inflación mostró, en general, una tendencia alcista en las regiones emergentes de Europa y Asia, pero continuó cayendo en los cinco principales países de América Latina con objetivos de inflación —de manera más marcada en Brasil, gracias a los precios regulados—, con la excepción de México, debido a la depreciación del peso y al aumento de los precios de la gasolina. En el ámbito de la política monetaria, las principales novedades se concentraron en América Latina, donde los bancos centrales de Brasil, Colombia y Chile redujeron los tipos oficiales, mientras que el de México los elevó. En otras regiones destacaron las subidas de tipos oficiales en Turquía, ante el aumento de la inflación y la presión sobre su divisa, y en China, donde los aumentos de pequeña cuantía en sus nuevas facilidades de préstamo están respondiendo al objetivo de las autoridades de preservar la estabilidad financiera.

- 2.2 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo**
- En el área del euro, la evolución económica más reciente apunta a la consolidación progresiva de la recuperación, que estaría extendiéndose a todos los países del área, si bien con intensidad dispar. Las señales provenientes de los indicadores de corto plazo, que se han situado en máximos desde hace casi cinco años, han sido también positivas, lo que indica que la actividad podría haberse acelerado en los primeros meses de 2017, pese a la presencia de varios factores de naturaleza geopolítica que proyectan incertidumbre sobre la economía global y la propia UE. No se espera, sin embargo, que esta aceleración se extienda a los próximos trimestres. Así, las predicciones disponibles más recientes, incluido el ejercicio de marzo de proyecciones macroeconómicas del BCE, no apuntan hacia cambios significativos en las perspectivas económicas del área, de tal forma que la actual senda de crecimiento moderado se prolonga en el horizonte temporal 2017-2019.

Por su parte, la inflación se elevó hasta el 2 % en febrero, impulsada por el incremento de los precios del petróleo y, sobre todo, por los efectos automáticos que produce su comparación con los reducidos precios de la energía registrados a principios de 2016 (los denominados *efectos base*¹). En cambio, la inflación subyacente se ha mantenido estable en niveles todavía alejados de la referencia del 2 % y no parecen apreciarse tensiones en los procesos de formación de precios y salarios (véase recuadro 3). En este sentido, el ejercicio de proyecciones de marzo del BCE introdujo muy pocos cambios, más allá de 2017, en las perspectivas inflacionistas de medio plazo que el Consejo de Gobierno había analizado en diciembre pasado, cuando se tomaron decisiones de política monetaria de calado.

En este contexto de crecimiento moderado y repunte de la inflación, que se considera de carácter transitorio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés de referencia, confirmando que estos se mantendrían en los niveles actuales o más reducidos durante un período prolongado que excede el horizonte del programa de adquisición de activos. El Consejo reiteró, también, su compromiso de continuar las compras netas de activos a un ritmo de 60 mm de euros netos mensuales hasta diciembre de 2017 o más allá, e incluso ampliarlas, si fuera necesario, hasta que el Consejo observe un ajuste sostenido de la senda de inflación coherente con su objetivo de medio plazo. Además, el Consejo enfatizó la necesidad de que, en las circunstancias actuales, las restantes políticas económicas contribuyan más decididamente a reforzar el crecimiento económico.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Según la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro creció un 0,4 % en el cuarto trimestre de 2016 (véase cuadro 2), de modo que el crecimiento en el conjunto del año se situó en el 1,7 %, tasa similar a la observada en el año precedente. Por componentes, el avance del producto en el tramo final del año se sustentó de nuevo en el consumo, tanto privado como público. Adicionalmente, la formación bruta de capital fijo repuntó, impulsada por todos sus componentes. Por su parte, las exportaciones netas contribuyeron de manera negativa, ya que el aumento de las exportaciones se vio compensado por un incremento aún mayor de las importaciones. Por países, el crecimiento de la actividad económica, aunque generalizada, fue desigual. Así, mientras que esta se aceleró en Alemania y en Francia, hasta el 0,4 %, apoyada sobre todo en la demanda interna, en Italia continuó creciendo a tasas muy moderadas —del 0,2 %—, debido a la debilidad tanto de su consumo privado como de la demanda exterior neta.

Aunque la información disponible es todavía parcial, los indicadores de carácter cualitativo publicados apuntan a una posible aceleración de la actividad económica en el área del

¹ Véase el recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española» de diciembre de 2016.

	2015			2016			2017
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)							
Producto interior bruto	0,4	0,3	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)							
Demanda interna, excluidas existencias	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4
Variación de existencias	-0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,2	0,1
Demanda exterior neta	0,3	-0,4	-0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1
Otros indicadores							
Tasa de paro	11,0	10,7	10,5	10,3	10,1	9,9	9,7
IAPC (tasa interanual)	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,4	1,1
IPSEBENE (tasa interanual)	0,8	0,8	0,9	1,0	0,8	0,8	0,9

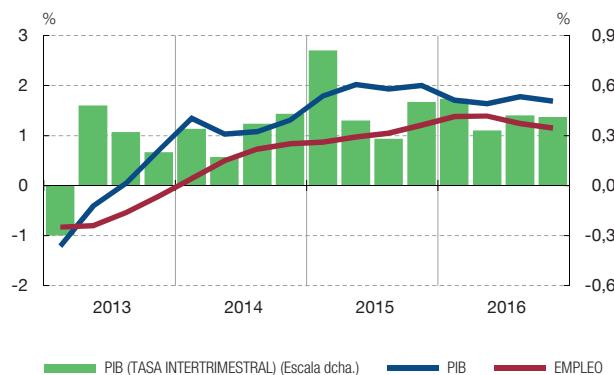
FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Información disponible hasta el 21 de marzo de 2017.

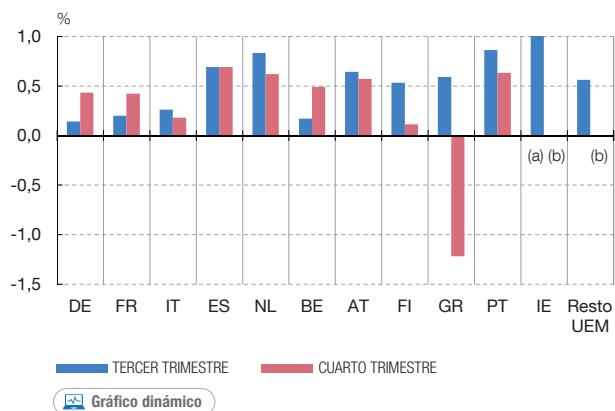
euro a comienzos del año 2017. Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza empresarial elaborados por la Comisión Europea (CE), así como las encuestas realizadas a los directores de compras recogidos en el indicador PMI, prolongaron en este primer trimestre el repunte iniciado en otoño de 2016, tanto en la industria como en los servicios. Ambos tipos de indicadores se encuentran en niveles máximos desde 2011. En esta misma línea, las expectativas de creación de empleo recogidas en las encuestas de la CE mantuvieron un comportamiento favorable en la industria y la construcción. Por el lado de la demanda, la confianza de los consumidores mejoró en el conjunto de los dos primeros meses del año, si bien los indicadores de carácter cuantitativo, con información más retrasada, registraron una cierta desaceleración. Así, las ventas minoristas volvieron a retroceder en enero y las matriculaciones crecieron a un ritmo más moderado, mientras que la tasa de paro permaneció en enero en el 9,6 %. En el caso de la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva avanzó ligeramente en este trimestre, y mejoró la valoración de la cartera de pedidos de las empresas, tanto de los destinados al mercado interior como a la exportación.

A medio plazo, las perspectivas continúan siendo de continuidad del ritmo relativamente modesto de recuperación del área, que se apoyará en el buen comportamiento del consumo privado —estimulado por unas condiciones de financiación favorables— y de las exportaciones —impulsadas por la mejoría del comercio mundial y la depreciación del tipo de cambio del euro—. Resulta previsible, no obstante, que el impacto de los mayores precios de los carburantes sobre la renta disponible real haya hecho perder cierto dinamismo al primero de estos componentes de la demanda agregada. Este escenario se ve reflejado en el último ejercicio de proyecciones del Eurosistema, que revisó marginalmente al alza las previsiones de crecimiento para 2017 y 2018, una décima, hasta el 1,8 % y el 1,7 %, respectivamente, y mantuvo en el 1,6 % la tasa prevista para 2019 (véase cuadro 3). Las perspectivas de crecimiento del área siguen sujetas, aunque con menos intensidad que hace unos meses, a riesgos a la baja asociados a la incertidumbre que suscitan las políticas económicas en Estados Unidos, las negociaciones sobre la salida del Reino Unido de la UE, los procesos electorales que tendrán lugar a lo largo del año en algunos de los principales países de la UEM y las fragilidades de algunas entidades bancarias.

1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual



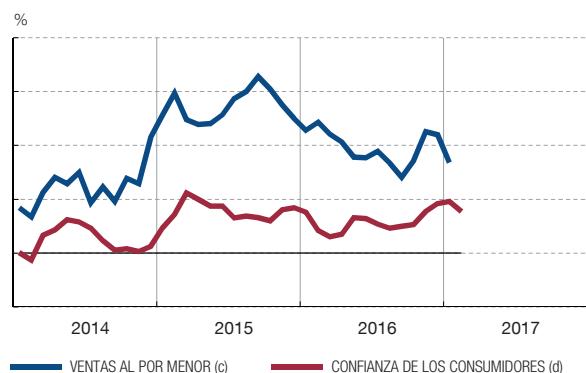
2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral



3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

- a Se limita la escala del eje para no distorsionar el gráfico con el dato de Irlanda del tercer trimestre, que es del 4 %.
- b Dato no disponible para el cuarto trimestre.
- c Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.
- d Series normalizadas para el período representado.
- e Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- f Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

Descargar

	2017		2018	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (marzo de 2017)	1,8	1,7	1,7	1,6
Comisión Europea (febrero de 2017)	1,6	1,7	1,8	1,4
Fondo Monetario Internacional (enero de 2017)	1,6	–	1,6	–
OCDE (marzo de 2017)	1,6	–	1,6	–
<i>Consensus Forecast</i> (marzo de 2017)	1,6	1,7	1,5	1,4
Eurobarómetro (marzo de 2017)	1,6	1,6	1,6	1,4

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

En el ámbito de los precios, la inflación se situó en febrero en el 2 %, tras tres meses de fuerte aceleración. Este repunte ha venido impulsado por el crecimiento de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. En cambio, la inflación subyacente se ha mantenido estable en el 0,9 %. Tampoco existen signos de que el aumento de la inflación se esté trasladando a los procesos de formación de precios y salarios, en un contexto en el que las presiones de la demanda son limitadas (véase recuadro 3). En este sentido, las últimas previsiones del BCE revisan sustancialmente al alza los valores de inflación para 2017 —hasta el 1,7 %—, pero mantienen relativamente estables (en el 1,6 % y el 1,7 %) las previsiones para 2018 y 2019, respectivamente.

La CE publicó el pasado 22 de febrero los Exámenes en Profundidad (IDR, por sus siglas en inglés) de los 13 Estados miembros que, de acuerdo con los resultados del Mecanismo de Alerta, podían presentar desequilibrios macroeconómicos. En línea con el resultado de estos exámenes, la Comisión mantuvo la valoración del año anterior, salvo en el caso de Finlandia, país para el que concluyó que no registra desequilibrios a efectos del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico (PDM). Así, algunos países (Alemania, Irlanda, España, Holanda, Eslovenia y Suecia) presentan desequilibrios económicos, que la CE califica como excesivos en los casos de Bulgaria, Francia, Croacia, Italia, Portugal y Chipre. En general, los informes de la CE alertan de las implicaciones negativas para el ajuste interno del área del euro que se derivan de la persistencia de elevados superávits de la balanza por cuenta corriente en algunos países y de los grandes volúmenes de préstamos fallidos que siguen lastrando el sector financiero en algunos Estados miembros.

En esta ocasión, además, la CE realizó un análisis del grado de implementación de las recomendaciones desde que comenzó a aplicarse este procedimiento. De este análisis se desprende un grado de ambición muy heterogéneo por países en la aplicación de estas recomendaciones. En general, los mayores progresos se observan en el sector financiero, en los mercados de trabajo y en la consolidación de las finanzas públicas. En cambio, los progresos en el ámbito del entorno empresarial y en la creación de un marco favorable para la inversión son más limitados y heterogéneos por países. El área en que las reformas han avanzado menos es el sector servicios.

En el ámbito fiscal, la CE publicó un informe sobre Italia, en el que analizó su grado de cumplimiento con el criterio de deuda del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y advirtió de la necesidad de implementar medidas adicionales que permitan cumplir los compromisos adquiridos. También se elevó al Consejo una propuesta de multa a Austria por irregularidades contrastadas en los datos de deuda pública transmitidos a Eurostat en

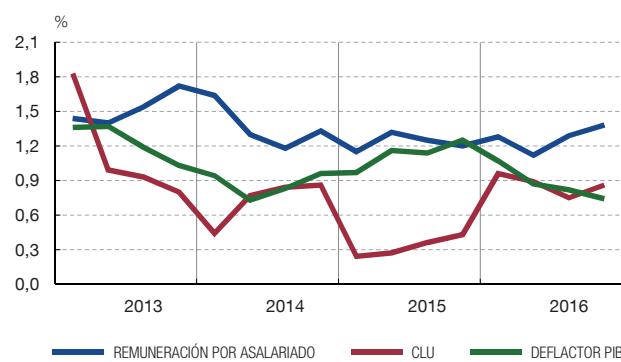
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



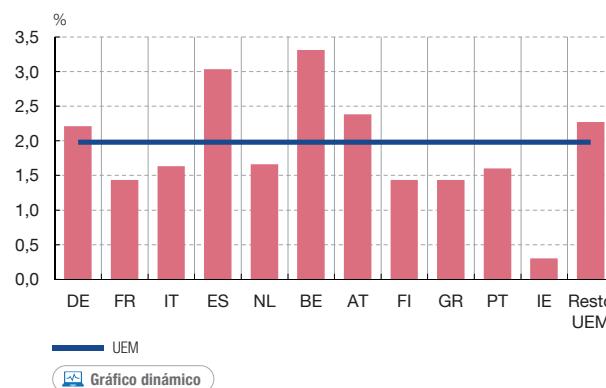
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL
Febrero de 2017



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

a Inflación implícita calculada a partir de los swaps de inflación.



2012 y 2013. Por último, la CE valoró de manera favorable el grado de transposición del *Fiscal Compact* —que, en esencia, introduce la obligación de incorporar la regla de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo y un consejo fiscal independiente en los marcos fiscales nacionales—, aunque señaló carencias que afectaban a los consejos fiscales independientes de España, Grecia y Eslovenia.

Con motivo de la conmemoración de los 60 años de la firma de los tratados constitutivos de la Unión Europea, la CE publicó el 1 de marzo un *Libro Blanco sobre el futuro de la Unión Europea*, con el que pretende iniciar un debate sobre la estrategia para avanzar hacia una mayor integración de los países de la Unión Europea. A lo largo de este primer semestre, la Comisión publicará cinco documentos de reflexión adicionales sobre el desarrollo de la dimensión social de Europa, la profundización de la Unión Económica y Monetaria, el aprovechamiento de la globalización, el futuro de la defensa europea y el futuro de las finanzas de la Unión Europea.

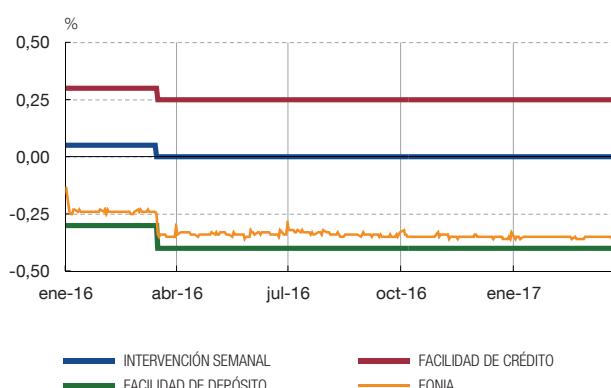
EVOLUCIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

A pesar del aumento de la incertidumbre política que se observa desde mediados de 2016, los mercados financieros del área del euro mantuvieron un comportamiento relativamente positivo. Los mercados bursátiles prolongaron la senda alcista iniciada en otoño del pasado año y

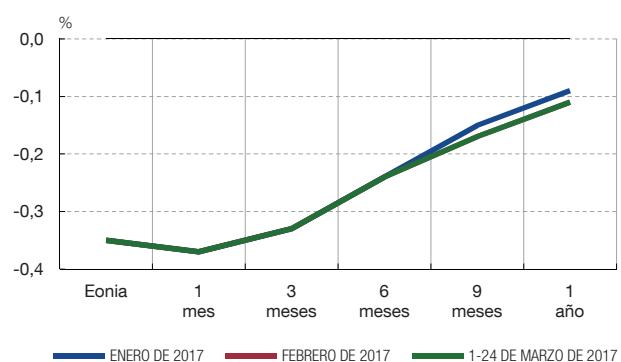
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y CONDICIONES FINANCIERAS

GRÁFICO 7

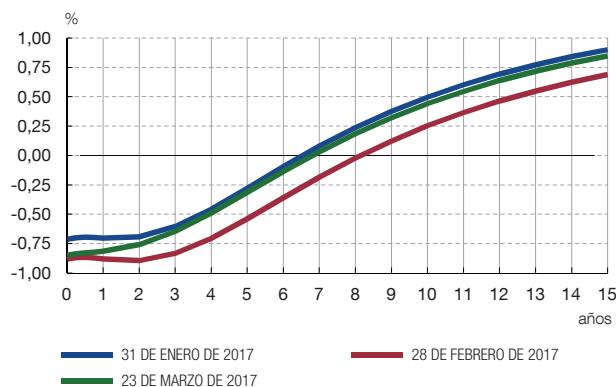
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



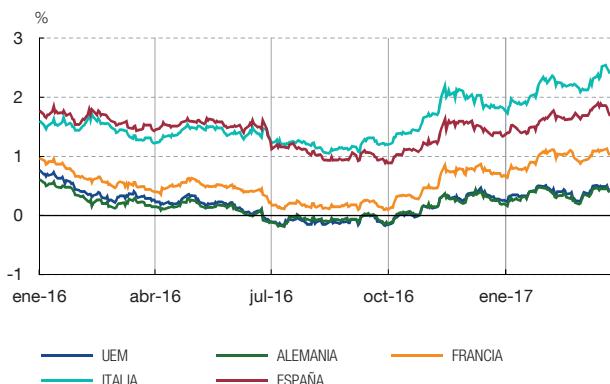
2 MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



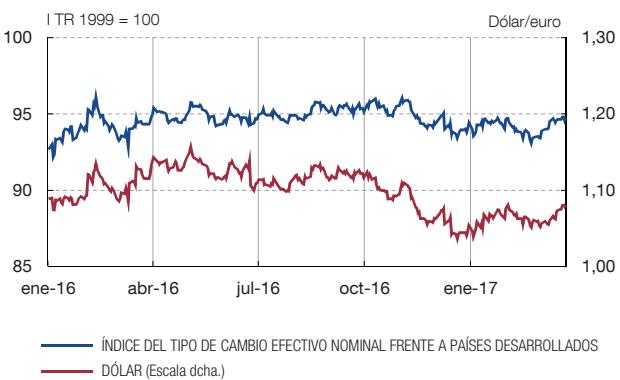
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO

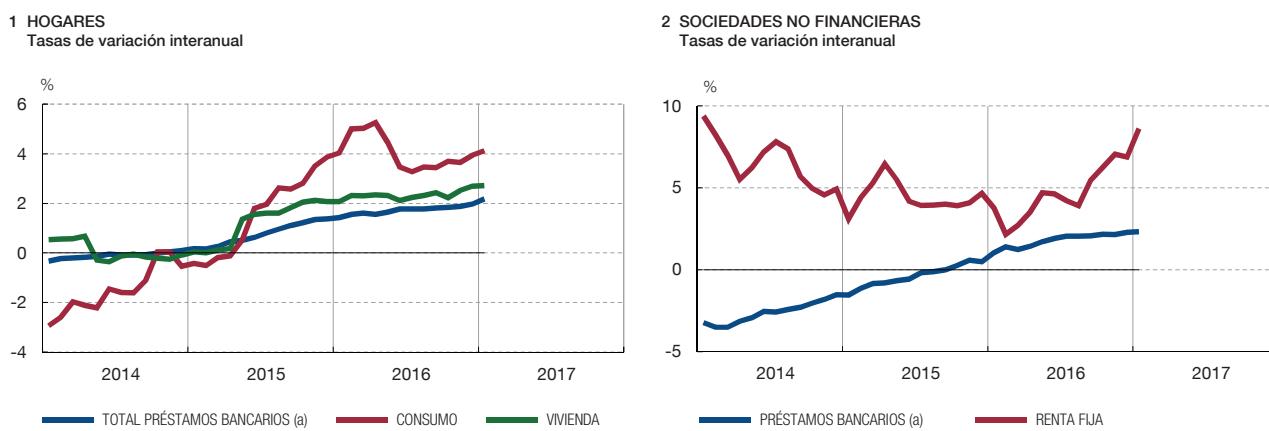


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

se mantuvieron estables las favorables condiciones de financiación que prevalecen tanto para las empresas como para los hogares. Únicamente los diferenciales de la deuda soberana frente a Alemania acusaron el incremento de la incertidumbre y mostraron un repunte sostenido a lo largo de este primer trimestre de 2017, que se corrigió parcialmente a finales de marzo.

El Consejo de Gobierno del BCE del 9 de marzo mantuvo inalterados los tipos de interés de referencia en el 0 % para las operaciones principales de financiación, y en el 0,25 % y



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

el $-0,40\%$, respectivamente, para las facilidades marginales de crédito y depósito. Asimismo, reiteró su expectativa de que los tipos se mantendrán en estos niveles, o inferiores, durante un período prolongado, que superará ampliamente el horizonte de sus compras netas de activos bajo el programa de compra de activos (APP). Respecto a este último, el Consejo ha insistido en su compromiso de realizar compras de activos por valor de 80 mm de euros netos mensuales hasta finales de marzo, que se prolongarán a partir de entonces con adquisiciones netas mensuales de 60 mm hasta diciembre de 2017 o, si fuera necesario, más allá, hasta que el Consejo observe un ajuste sostenido de la senda de inflación coherente con su objetivo de medio plazo. Con el objetivo de garantizar una implementación sin fricciones del programa de compras de bonos soberanos, el Consejo decidió en su primera reunión del año modificar algunos de sus parámetros técnicos, reduciendo el vencimiento residual mínimo de los bonos elegibles a un año y autorizando, en la medida en que pudiera ser necesario, la compra de deuda con rentabilidad inferior al tipo de la facilidad de depósito.

La autorización de compras por debajo del tipo de la facilidad de depósito se vio reflejada inmediatamente en la rentabilidad de la deuda alemana a corto plazo, de modo que el bono a dos años llegó a cotizar en mínimos históricos del $-0,9\%$. El diferencial de rentabilidad de la deuda estadounidense a diez años con respecto al *Bund* corrigió en los últimos días el repunte registrado en la parte central del trimestre, situándose en el entorno de los 215 pb a fecha de cierre de este Informe, ligeramente por debajo de los niveles alcanzados a comienzos de enero. Por su parte, los diferenciales soberanos dentro de la zona del euro tendieron a ampliarse, particularmente en los casos de Italia, Francia, Bélgica y Portugal, aunque con cierta volatilidad en este último caso.

Los mercados bursátiles continuaron la tendencia alcista registrada a finales del pasado año. El Eurostoxx 50 registró una revalorización del 4 % a lo largo del trimestre, en un contexto de reducida volatilidad.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro se mantuvo relativamente constante frente a las principales monedas. Así, en el período enero-marzo, el euro cotizó en el

entorno de las 0,86 libras por euro y de los 1,06 dólares por euro, aunque se apreció ligeramente con respecto al dólar en los últimos días. La relativa estabilidad se extendió también al tipo de cambio efectivo nominal, que se depreció marginalmente un 0,1 % a lo largo del trimestre.

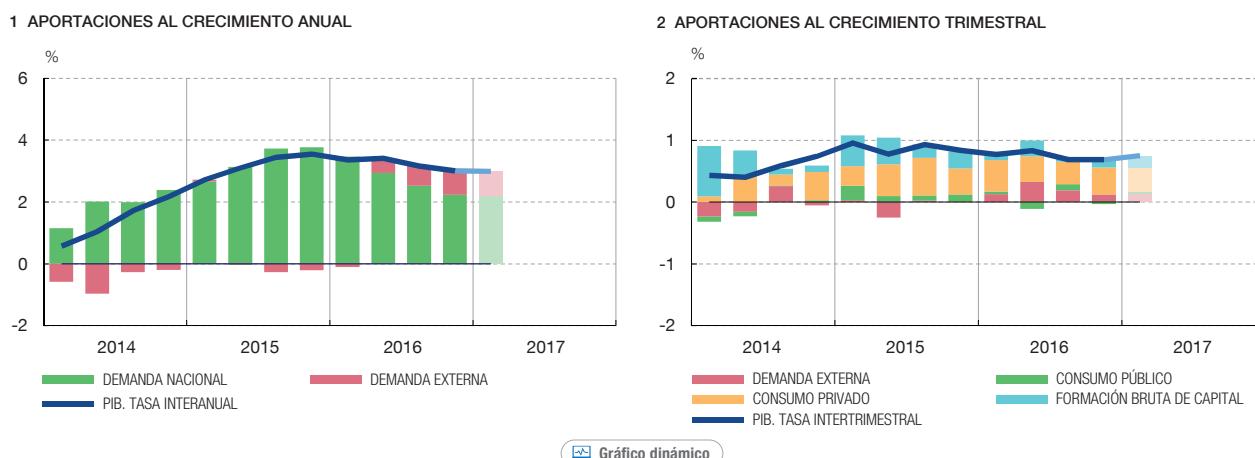
Los préstamos al sector privado mantuvieron su senda de recuperación gradual. En el caso de los concedidos a hogares, el ritmo de expansión se aceleró en enero hasta el 2,2 % interanual, mientras que el crecimiento de los préstamos a empresas no financieras se mantuvo estable en el 2,3 %. En cuanto a los agregados monetarios, la tasa interanual de M3 mantuvo el crecimiento estable que viene registrando en el último año y medio, situándose en enero en el 4,9 %. Tras haber interrumpido en noviembre la senda de desaceleración iniciada a finales de 2015, M1 registró un crecimiento interanual del 8,4 % en dicho mes.

El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se situó en el 0,7 % en el cuarto trimestre de 2016, tasa que coincide con la registrada en el tercer trimestre del año (véase gráfico 9). El aumento del producto en el período octubre-diciembre descansó fundamentalmente en la demanda interna, con una contribución positiva de 0,6 puntos porcentuales (pp), algo más elevada que en el trimestre precedente. El mayor dinamismo de este agregado respondió a la aceleración de la inversión, con la excepción del componente de bienes de equipo, y al mantenimiento del buen comportamiento del consumo privado, que compensó el ligero descenso experimentado por el consumo público, frente a su avance en el tercer trimestre. Por su parte, la demanda externa aminoró su aportación positiva en relación con el trimestre precedente, hasta los 0,1 pp, en un contexto de recuperación algo mayor de las importaciones respecto de las exportaciones, tras el retroceso de ambos flujos en el tercer trimestre. En tasa interanual, el PIB creció un 3 %, dos décimas menos que en el período comprendido entre julio y septiembre, mientras que el empleo moderó dos décimas su ritmo de expansión, hasta el 2,7 %. En el conjunto de 2016, el PIB creció un 3,2 %, misma tasa de crecimiento que en 2015, mientras que el empleo se desaceleró levemente —en una décima—, hasta el 2,9 %.

De acuerdo con la información coyuntural más reciente, el ritmo de expansión del PIB en el primer trimestre habría sido algo superior al 0,7 % observado en el trimestre anterior. El avance del producto continuaría sustentándose en la demanda nacional. Por su parte, los indicadores disponibles referidos al sector exterior, todavía muy incompletos, apuntarían a una contribución ligeramente positiva de la demanda externa. Por último, el empleo habría avanzado en el primer trimestre a una tasa elevada, tras un cierto debilitamiento en la parte final de 2016.

La evolución de los precios de consumo durante el transcurso del primer trimestre se vio condicionada por su acusada aceleración en diciembre y enero, tras mantener una tendencia de crecimiento gradual desde mayo del pasado año. En febrero, la tasa de variación interanual de los precios de consumo se stabilizó en un nivel elevado, del 3 %. Este comportamiento tuvo su origen en la aceleración de los precios energéticos en el período reciente y en los efectos base asociados a las caídas de estos precios hace un año. Entre los restantes componentes, las variaciones fueron menos intensas, con una aceleración en el caso de los precios de los alimentos y una ligera desaceleración de los precios de los servicios. En consecuencia, el IPSEBENE mantuvo en febrero un ritmo de crecimiento interanual similar al de diciembre —del 1 %—, mientras que el IPC se aceleró 1,4 pp en ese período, hasta el 3 %.

Durante la parte transcurrida del año, los costes de financiación de los agentes residentes a través de la emisión de valores de renta fija a largo plazo han continuado elevándose. En particular, el tipo de interés de la deuda soberana española a diez años se incrementó desde el 1,4 % a finales del año pasado hasta el 1,7 % en la fecha de cierre de este Informe. Dado que la rentabilidad del bono alemán al mismo plazo aumentó en menor medida en ese período, el diferencial entre ambas ascendió 15 pb, hasta situarse en 130 pb (véase gráfico 10). El ascenso en el coste de las emisiones de renta fija de las empresas se vio atenuado por la evolución de sus primas de riesgo crediticio, que se han reducido desde finales de 2016, tanto en el caso de las sociedades financieras como en el de las no financieras. Por otro lado, los tipos de interés del mercado interbancario apenas



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

[Descargar](#)

variaron, de forma que el euríbor a un año se mantuvo en niveles negativos (-0,11 %). En los mercados de renta variable, el IBEX-35 se revalorizó un 10,2 %, ganancia superior a la del EUROSTOXX 50 (del 4,7 %).

Los costes medios del crédito bancario del sector privado no financiero no experimentaron variaciones significativas durante el último tramo del pasado año y en enero (último dato disponible), por lo que permanecen en niveles reducidos. En este contexto, tras un cuarto trimestre con avances moderados en la actividad de los mercados crediticios (con la excepción del segmento de préstamos a sociedades por importes superiores al millón de euros, en el que el volumen siguió cayendo afectado por el mayor atractivo de la emisión de valores), durante enero se observó un repunte generalizado de la contratación. Esta evolución del volumen de nuevas operaciones permitió que la caída del saldo vivo de crédito bancario a hogares y a sociedades se moderara ligeramente entre septiembre y enero. En el caso de las sociedades de mayor dimensión, se aceleró la financiación captada mediante valores de renta fija, de forma que la financiación total resultante de sumar ambas fuentes registró en enero un avance interanual ligeramente positivo. Finalmente, en los últimos meses de 2016 la situación patrimonial de los hogares y las sociedades no financieras continuó reforzándose, apoyada tanto en el aumento de su riqueza como en la reducción de sus deudas.

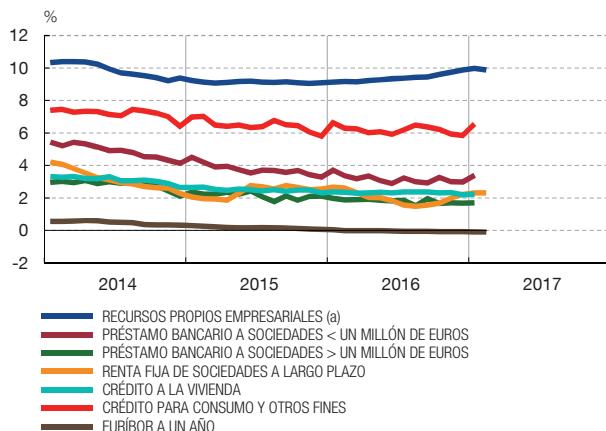
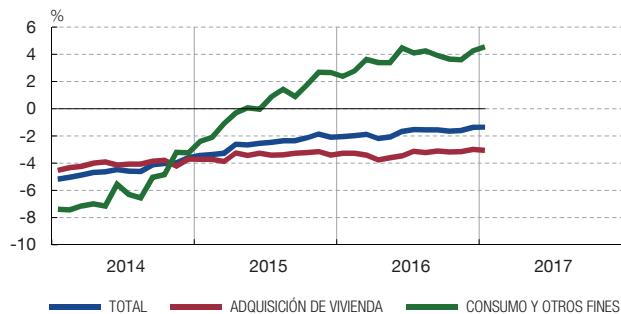
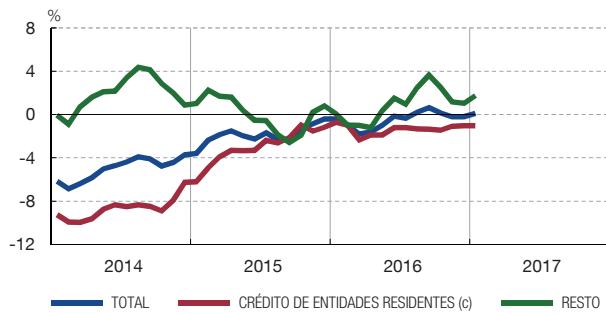
3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

Según la última información recibida, el gasto en consumo de los hogares habría mantenido un elevado crecimiento en el primer trimestre del año, aunque algo inferior al 0,7 % observado en el trimestre precedente, en un contexto en el que continúa la generación intensa de empleo y el tono holgado de las condiciones financieras. Así, los indicadores cualitativos siguieron mostrando una evolución favorable en el promedio de enero y febrero en la mayoría de los casos, destacando el PMI de bienes de consumo y el índice de confianza de los servicios. No obstante, los indicadores de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas empeoraron en febrero. En el segundo caso, su nivel promedio en el período enero-febrero se situó incluso por debajo del promedio del último trimestre de 2016. La información cuantitativa más reciente ha evolucionado de forma heterogénea. En términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses hasta febrero,

1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



2 COSTE DE FINANCIACIÓN

3 CRÉDITO A HOGARES
Tasas interanuales (b)4 FINANCIACIÓN A SOCIEDADES
Tasas interanuales (b)

FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a) El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
 b) El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.
 c) Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

Descargar

las matriculaciones de vehículos particulares mantuvieron un ritmo elevado de crecimiento, mientras que el número de afiliados moderó ligeramente su avance. Con datos algo más atrasados, referidos hasta enero, los índices de comercio al por menor y de producción industrial de bienes de consumo experimentaron cierta desaceleración, mientras que las importaciones de bienes de consumo mantuvieron su dinamismo (véase gráfico 11).

En el caso de la inversión residencial, los indicadores disponibles señalan una ligera moderación en el avance de este componente de la demanda de los hogares en el primer trimestre, tras su aceleración en el trimestre precedente, en un contexto de recuperación gradual de los visados de obra nueva. Por el lado de la demanda, las transacciones de vivienda recogidas en la estadística notarial ascendieron en el conjunto de 2016 a una cifra media mensual superior a las 38.000 operaciones, resultando en un aumento cercano al 14 % respecto a 2015. El incremento de las ventas de viviendas, que continúa concentrándose en el segmento de las usadas, se observa tanto en las compras de ciudadanos extranjeros (en torno al 17 % del total) como en las adquisiciones por parte de residentes españoles. A su vez, los precios de la vivienda libre, según los datos publicados por el INE, aumentaron en el cuarto trimestre un 4,5 % interanual y un 0,4 % respecto al trimestre anterior, lo que situó su crecimiento anual en 2016 en el 4,7 % (véase gráfico 11.4).

1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (c)



4 PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



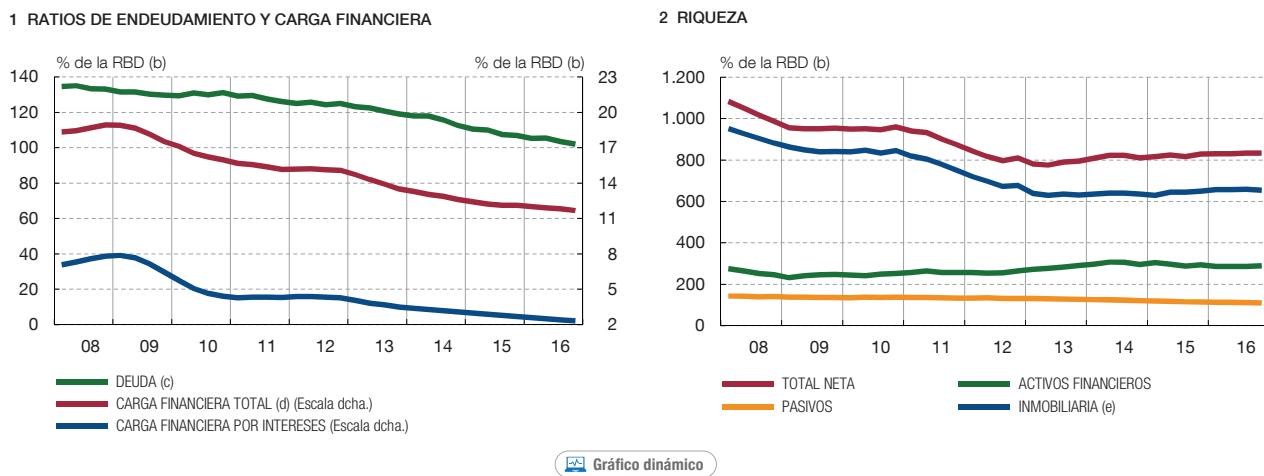
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

- a Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- d Suma móvil de doce meses.

Descargar

La información más reciente del coste de financiación de los hogares no apunta a una tendencia definida. Según los últimos datos disponibles, relativos a enero, el tipo de interés medio de las nuevas operaciones de crédito para compra de vivienda se situó en el 2,2 %, y el de las destinadas a consumo y otros fines, en el 6,5 % (véase gráfico 10). En el primero de estos segmentos se ha observado recientemente un cambio en la estructura por plazos de revisión de los tipos de interés de los nuevos préstamos concedidos, ganando peso los contratados con un tipo de interés fijo (véase recuadro 6). Dado que, en la coyuntura actual, el coste de los préstamos en este último caso es más elevado que el tipo de interés inicial de los que son a tipo variable, este cambio de composición se traduce en una cierta elevación del indicador que mide el coste medio de las nuevas operaciones de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que no refleja necesariamente un endurcimiento de las condiciones de financiación en este segmento.

Respecto a los volúmenes de las nuevas operaciones de crédito, tras un segundo semestre de 2016 en el que se percibió cierta moderación en su crecimiento, especialmente en el segmento de vivienda, en enero se observó un repunte de la actividad. La información procedente de las últimas ediciones de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El último dato de cada serie es una estimación.
- b Datos acumulados de cuatro trimestres.
- c Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- e Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

Descargar

sugiere que la desaceleración en el mercado de crédito durante la segunda parte del pasado año estaría vinculada principalmente a factores de demanda, ya que en ambos segmentos se observó, de acuerdo con esta fuente, un menor dinamismo de las nuevas peticiones de fondos¹. Para el primer trimestre del año en curso, las entidades preveían, por el lado de la oferta, un leve endurecimiento de los criterios de concesión en los préstamos para compra de vivienda y su mantenimiento en los destinados a consumo y otros fines, y, por el lado de la demanda, un aumento de las peticiones de crédito en ambos segmentos. En términos de saldos, el incremento de las nuevas operaciones en enero contribuyó a una moderación del ritmo de caída interanual de la deuda de los hogares, hasta el 1,4 %, frente al 1,6 % en septiembre. Por finalidades, se observó un mantenimiento de la tasa de contracción interanual del crédito para compra de vivienda —en el 3,1 %— y una aceleración del crédito para consumo y otros fines, cuyo crecimiento interanual se elevó desde el 3,9 % en septiembre hasta el 4,5 % en enero.

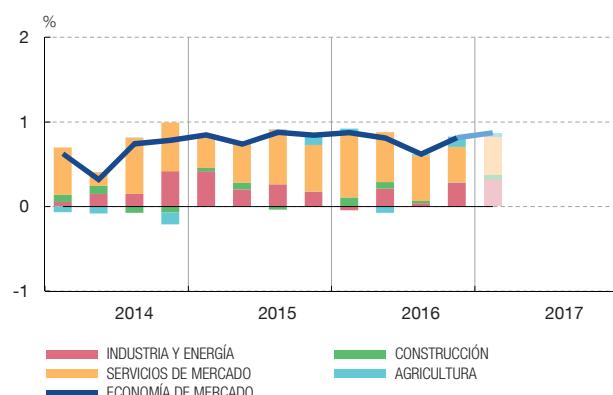
Finalmente, la situación patrimonial de los hogares siguió mejorando en el último trimestre de 2016. Así, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera respecto a su renta bruta disponible se redujeron (véase gráfico 12), como resultado del descenso de su deuda, la expansión de sus rentas y, adicionalmente en el segundo caso, la reducción del coste medio de sus pasivos. Por su parte, la riqueza neta de las familias continuó aumentando gracias al incremento de su riqueza tanto inmobiliaria como financiera, impulsada por el ascenso del valor de sus activos y el descenso de sus pasivos.

3.2 La actividad y la inversión de las empresas

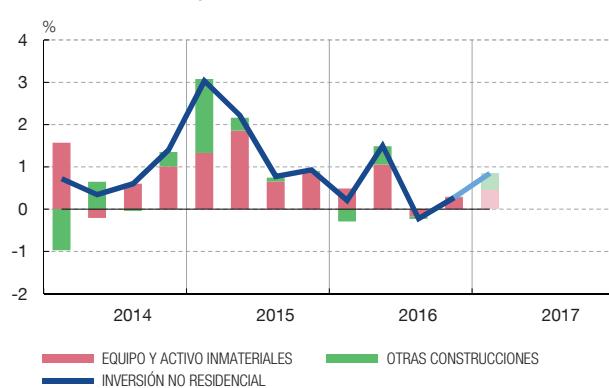
La actividad empresarial, aproximada por el valor añadido de la economía de mercado, habría aumentado levemente su ritmo de expansión en el primer trimestre. El tono favorable de la actividad al comienzo del año sería generalizado entre las distintas ramas de mercado, con la excepción de la agricultura (véase gráfico 13).

1 Véase «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2017».

1 VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



2 INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



3 INDICADORES DE ACTIVIDAD



4 INDICADORES DE INVERSIÓN (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento, Markit, Oficemen y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

Descargar

A tenor de la información contemporánea referida a la industria y energía, se entrevé un crecimiento de la actividad de esta rama en el primer trimestre posiblemente algo mayor que el experimentado en la parte final del pasado año. Por un lado, los indicadores cualitativos prolongaron su mejoría, en la mayoría de los casos, tras su moderado debilitamiento en la parte central del año anterior. Así, tanto el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea como el PMI de manufacturas y las carteras de pedidos (particularmente, los procedentes del exterior) registraron niveles promedios en el período enero-febrero superiores a sus respectivas medias en los tres meses anteriores. De modo análogo, los indicadores cuantitativos mostraron un comportamiento favorable, tanto en el caso del índice de producción industrial, cuyo avance en enero se sustentó en la evolución más positiva de los componentes de bienes de equipo y energéticos, como en las cifras de afiliados a la Seguridad Social de esta rama, cuyo ritmo de aumento permaneció estable hasta febrero, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses (véase gráfico 13).

La última información recibida concerniente a los servicios de mercado arrojaría una expansión de la actividad de este sector en los primeros compases del año similar a la observada en el último trimestre de 2016. Entre los indicadores cualitativos, tanto el PMI de

servicios como el indicador de confianza de esta rama elaborado por la Comisión Europea se situaron en el promedio del primer bimestre del año por encima de sus respectivos niveles medios alcanzados en el período octubre-diciembre. Por lo que se refiere a los indicadores cuantitativos, las ventas de las grandes empresas de servicios no financieros de la Agencia Tributaria prolongaron su vigor, mientras que el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS) mostró cierta pérdida de aquel, en términos de la tasa de variación móvil de tres meses construida con datos hasta enero. Por su parte, los afiliados a la Seguridad Social en este sector suavizaron su ritmo de aumento entre diciembre y febrero.

A su vez, el valor añadido de las empresas de la rama de la construcción habría incrementado su ritmo de crecimiento en el primer trimestre, lo que contrasta con una cierta pérdida de dinamismo en la segunda mitad de 2016. Entre los indicadores contemporáneos referidos a los consumos intermedios, tanto el consumo de cemento como la producción industrial de minerales no metálicos, ambos con datos hasta enero, se aceleraron, especialmente en el primer caso. Asimismo, el número de afiliados a la Seguridad Social en esta rama elevó su ritmo de aumento entre diciembre y febrero. Por tipo de obra, la información más reciente referida a la concesión de visados de vivienda nueva apuntaría a un menor avance en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil moderó su retroceso. En conjunto, esta información indicaría que la expansión de la actividad constructora en el primer trimestre continuaría apoyada en el componente residencial.

En este marco de evolución positiva del conjunto de la actividad empresarial, la inversión en bienes de equipo se habría acelerado en el primer trimestre del año, hasta alcanzar una tasa intertrimestral algo inferior al 1 %, en contraste con su desaceleración en el segundo semestre de 2016. De este modo, entre los indicadores cualitativos, tanto el índice de confianza de la industria como la cartera de pedidos del exterior de este sector continuaron ganando dinamismo en el bimestre enero-febrero. Por su parte, el PMI de la actividad manufacturera y, en mayor medida, el de bienes de equipo se desaceleraron en febrero, si bien únicamente en el segundo caso el valor promedio alcanzado en el transcurso del primer trimestre es algo inferior al del trimestre precedente. Por su parte, los indicadores de carácter cuantitativo experimentaron cierta recuperación, tras su debilitamiento en el segundo semestre del año anterior. Así, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses, el IPI y las importaciones de bienes de equipo se aceleraron en enero, tras mostrar una cierta atonía en los meses previos. Del mismo modo, las matriculaciones de vehículos de carga aumentaron su ritmo de expansión entre diciembre y febrero (véase gráfico 13).

En cuanto a las condiciones financieras del sector empresarial, como ocurre en el caso de la financiación a hogares, la información de los últimos meses no evidencia una tendencia clara en la evolución de los costes medios de las nuevas operaciones de crédito bancario a las sociedades no financieras, más allá de su variabilidad habitual. Según los datos más recientes disponibles referidos a enero, el tipo de interés medio de los préstamos por importe inferior a un millón de euros, segmento en el que se concentran fundamentalmente las operaciones con pymes, se situó en el 3,4 %, mientras que el de las de volumen superior a esa cifra fue del 1,7 % (véase gráfico 10). En contraposición, la financiación mediante valores de renta fija a largo plazo se encareció ligeramente entre diciembre y febrero (en 11 pb, hasta el 2,3 %), mientras que el coste de captación de recursos propios permaneció estable en ese período.

En este contexto, el volumen de nuevas operaciones crediticias por importe inferior al millón de euros se elevó ligeramente en el cuarto trimestre de 2016, en términos interanuales,

mientras que el de los créditos por cuantía superior al millón de euros, utilizados principalmente por las grandes empresas, continuó disminuyendo, aunque a un ritmo inferior. Asimismo, en enero se observó un repunte de la actividad en ambos segmentos. Según la última edición de la EPB, correspondiente al último trimestre del pasado año, los factores de demanda continuaron explicando la diferente evolución de los préstamos según su cuantía, en un entorno en el que los criterios de concesión permanecieron inalterados. Así, según las entidades encuestadas, las solicitudes de fondos procedentes de las pymes aumentaron durante los tres últimos meses de 2016, mientras que las de las grandes empresas se redujeron. Esta evolución de la actividad en los mercados crediticios permitió que la caída de los saldos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras se moderara, desde el 1,3 % en septiembre hasta el 1 % en enero. El desglose por finalidades, disponible hasta el cuarto trimestre de 2016, muestra un mantenimiento del ritmo de caída interanual del crédito otorgado al sector de la construcción en cerca del 10 %, y una intensificación del retroceso de los préstamos destinados a los servicios inmobiliarios hasta el 11,3 % (desde el 10 % del tercer trimestre). Por el contrario, el descenso del crédito a la industria y al resto de servicios en ese período se moderó en 0,5 pp y 3,1 pp, hasta el 3 % y el 0,5 %, respectivamente.

La menor demanda de créditos bancarios por parte de las grandes empresas está, al menos en parte, vinculada al mayor atractivo que presenta la financiación mediante valores de renta fija, cuya emisión se elevó en los últimos meses. En particular, la financiación mediante valores de deuda, incluyendo los emitidos por filiales no residentes, mostró un mayor dinamismo entre septiembre y enero (su tasa de avance se incrementó 2,5 pp, hasta el 8,6 %). De este modo, la financiación obtenida mediante emisiones de renta fija y préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes pasó a registrar en enero tasas de crecimiento ligeramente positivas.

Por último, la situación patrimonial de las sociedades prolongó su mejoría en los últimos tres meses de 2016. En particular, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera en porcentaje del PIB siguieron disminuyendo, favorecidas por el aumento del producto, la caída de la deuda y, en el caso de la carga financiera, también por el descenso del coste medio de la deuda (véase gráfico 14). De acuerdo con la Central de Balances Trimestral, con información de 2016, la tendencia expansiva de la actividad, junto con el comportamiento favorable de los gastos e ingresos financieros, permitió que los beneficios ordinarios de las empresas de esta muestra crecieran a un ritmo elevado, lo que se tradujo en un aumento adicional de los indicadores agregados de rentabilidad ordinaria.

3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

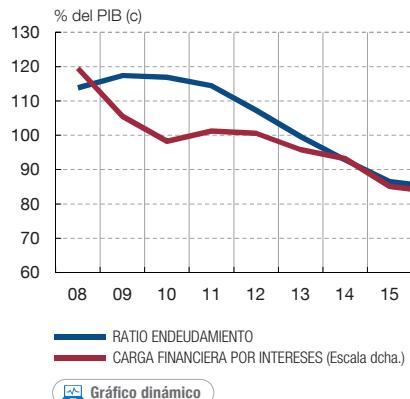
A partir de la escasa información disponible, relativa únicamente al mes de enero, la demanda exterior neta podría realizar una aportación ligeramente positiva al crecimiento intertrimestral del PIB en el conjunto de los tres primeros meses del año, en línea con el trimestre anterior. Esta evolución tendría lugar en un contexto de aceleración de los intercambios comerciales de bienes y servicios con el exterior, tras su repunte en el último trimestre de 2016. En términos interanuales, las transacciones comerciales con el resto del mundo habrían aumentado asimismo su ritmo de expansión en el primer trimestre del año (véase gráfico 15).

Los datos de Aduanas correspondientes a enero mostraron una intensificación de los intercambios comerciales con el exterior, en un entorno caracterizado por la habitual volatilidad que presentan estas series. Las exportaciones reales de bienes avanzaron en enero un 16,5 % interanual, notablemente por encima de su crecimiento en diciembre y en el conjunto del cuarto trimestre de 2016 (2,5 % y 4,3 %, respectivamente). Esta

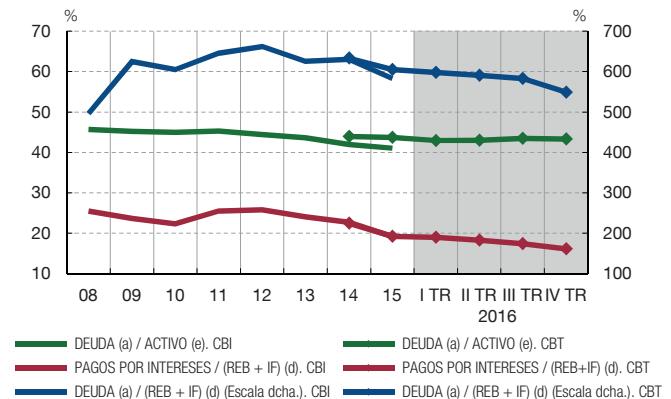
INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 14

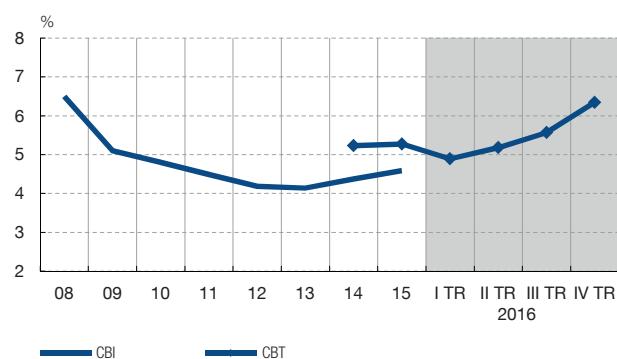
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



2 ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



3 RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO. CENTRAL DE BALANCES (f)



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Recursos ajenos con coste.
- b El último dato de cada serie es una estimación.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f Definida como Resultado ordinario neto / Activo neto.
- g Indicadores calculados a partir de las muestras de la Central de Balances Anual y, para los períodos en los que no se dispone de ella, de la Central de Balances Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

Descargar

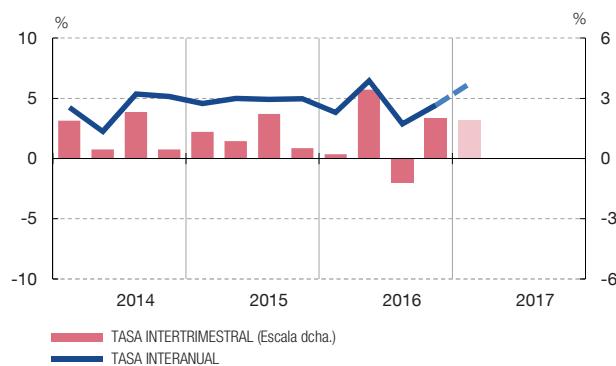
aceleración, generalizada entre los distintos tipos de productos, fue más acusada en el caso de los bienes de equipo e intermedios, destacando especialmente entre estos últimos los bienes energéticos. Por áreas geográficas, el mayor dinamismo de las exportaciones en enero tuvo su origen tanto en las ventas a la UE como, en mayor medida, en las destinadas al resto del mundo. Asimismo, las importaciones reales de bienes se aceleraron considerablemente en enero, hasta alcanzar un aumento del 11,2 % interanual (2,8 % en diciembre, tasa cercana a la del conjunto del cuarto trimestre del pasado año). Por grupos de productos, el mayor avance de las importaciones se hizo también extensivo a los diferentes tipos de productos, con una aceleración más marcada de los bienes energéticos.

De acuerdo con la información más reciente, correspondiente a los dos primeros meses del año, el turismo receptor habría prolongado a comienzos de 2017 el tono de elevada fortaleza que caracterizó el conjunto del año anterior, beneficiado por la redistribución de

COMERCIO EXTERIOR Y BALANZA DE PAGOS

GRÁFICO 15

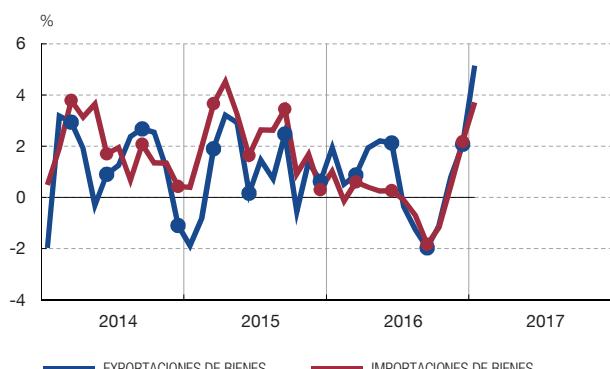
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)

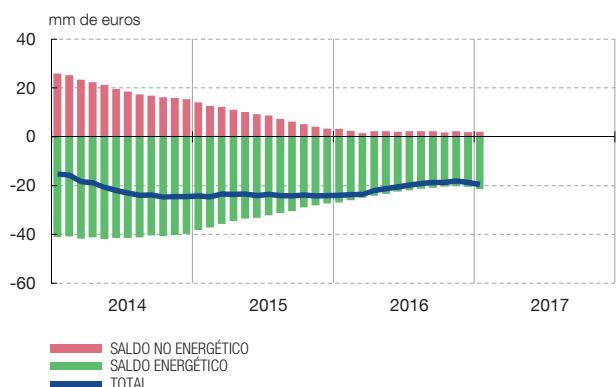


4 INDICADORES DE TURISMO (c)



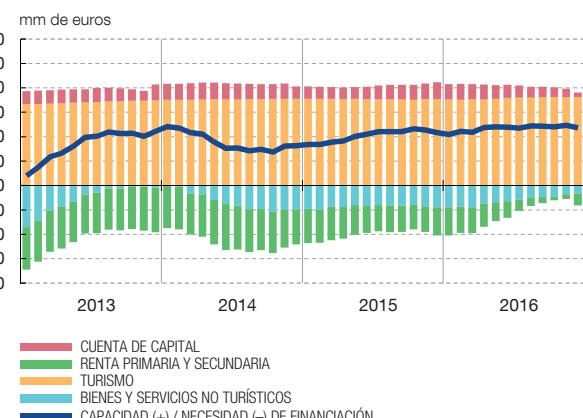
5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

Cifras acumuladas de los últimos doce meses



6 DESGLOSE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (d)

Cifras acumuladas de los últimos doce meses



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.

b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.

c Tasas de variación de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

d Datos conforme al sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*.

Descargar

flujos turísticos relacionada con la inestabilidad geopolítica en algunas áreas geográficas². En concreto, las pernoctaciones hoteleras y las entradas de turistas extranjeros continuaron registrando ritmos de crecimiento interanual robustos, destacando la pujanza de alguno de los principales mercados emisores, como el Reino Unido, y de otros mercados tradicionalmente menos relevantes, como Italia y Estados Unidos. Asimismo, el gasto nominal de los turistas habría mantenido el buen tono observado en los meses precedentes.

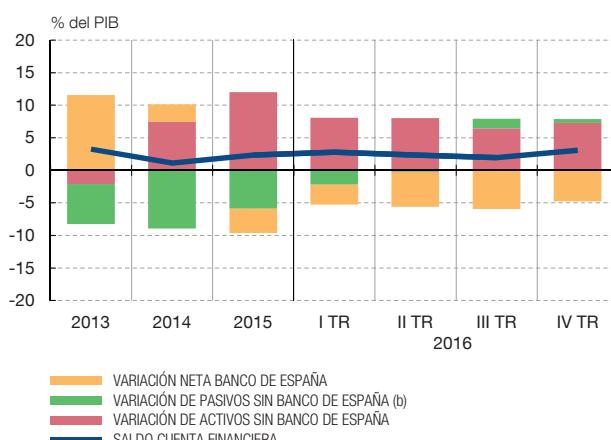
La economía española amplió ligeramente su capacidad de financiación en el período reciente. En concreto, el saldo positivo de la balanza de pagos se situó en 2016 en el 2,1 % del PIB (una décima más que en 2015). Esta ampliación se explica, principalmente, por la reducción del déficit energético, vinculada a los menores precios del petróleo en la mayor parte de ese año en comparación con 2015, y, en menor medida, por la mejora del déficit de rentas, ligada al descenso de los tipos de interés. A pesar del vigor de las llegadas de turistas extranjeros, en niveles de máximos históricos, no se ha producido una mejora del saldo turístico, debido al aumento del gasto en turismo exterior de los residentes españoles. Con todo, este aumento del saldo corriente apenas se trasladó a la capacidad de financiación, pues fue compensado por un descenso del saldo superavitario de la cuenta de capital.

La información sobre los flujos financieros con el exterior relativa al cuarto trimestre del año pasado, excluyendo las operaciones del Banco de España, muestra que los residentes aminoraron sus pasivos frente al resto del mundo en 5,4 mm de euros, como resultado de una reducción en el saldo de otras inversiones superior al aumento de los pasivos en concepto de inversión en cartera y directa. A su vez, los agentes residentes incrementaron sus activos en el exterior por importe de 16,2 mm de euros, distribuyéndose este aumento de forma generalizada entre las distintas partidas. De esta manera, el saldo neto de la cuenta financiera (la diferencia entre la variación neta de activos y la de pasivos), excluido el Banco de España, volvió a ser positivo, alcanzando 21,5 mm de euros, evolución que siguió estando muy condicionada tanto por la capacidad de financiación del sector privado como por la política de provisión de liquidez del Eurosistema. Dado que el saldo de las operaciones financieras con el exterior fue otra vez superior a la capacidad de financiación de la nación en ese período, ello se reflejó en un incremento adicional de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. En el ejercicio 2016, los flujos financieros netos del conjunto de la nación frente al exterior también fueron positivos, por importe equivalente al 3,1 % del PIB (7,9 %, excluido el Banco de España). Los sectores residentes realizaron inversiones netas en activos en el resto del mundo al tiempo que se redujeron sus pasivos frente al exterior, con la excepción del banco central (véase gráfico 16).

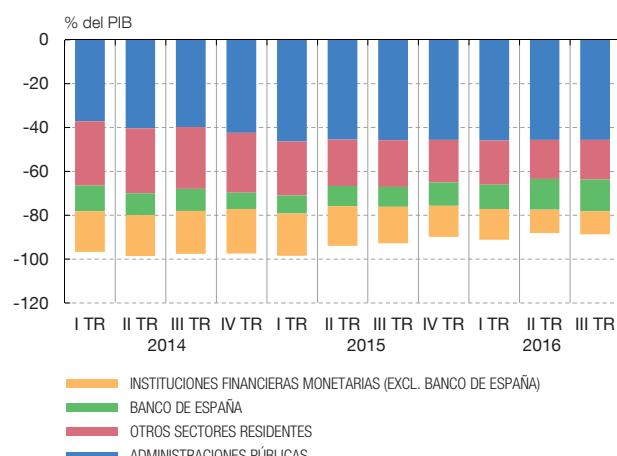
En cuanto a la posición de inversión internacional, la información más reciente, referida al tercer trimestre de 2016, muestra que la posición deudora neta de la economía se incrementó en 13,2 mm de euros en comparación con el trimestre precedente. En términos del PIB, el porcentaje se situó en el 88,7 %, 0,4 pp más que en junio. Este aumento del saldo deudor neto frente al exterior obedeció a que las transacciones financieras netas acumuladas en el período, por un importe positivo de 8,5 mm, fueron insuficientes para compensar el impacto desfavorable, por una cuantía de 21,7 mm, de los otros flujos. Este último concepto reflejó fundamentalmente la notable revalorización que presentaron los pasivos emitidos por agentes residentes en manos de inversores foráneos, en particular los vinculados a instrumentos de renta variable. Por el contrario, la deuda externa bruta de la nación se redujo 0,2 pp en relación con el PIB, hasta el 171,2 %.

2 Véase recuadro 7 de este mismo Boletín.

1 CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.
 b Con signo cambiado.
 c Activos menos pasivos frente al resto del mundo.

[Descargar](#)

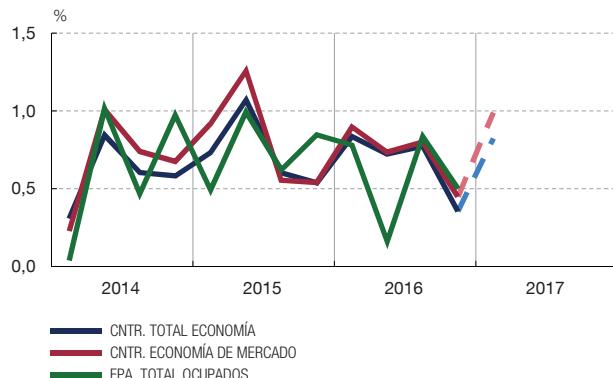
3.4 El mercado de trabajo

Las afiliaciones a la Seguridad Social mantuvieron un elevado dinamismo hasta febrero, lo que resultó en un crecimiento del 0,8 % en términos de la tasa intertrimestral móvil de tres meses, ligeramente por debajo del avance experimentado en el cuarto trimestre. Por ramas de actividad, la moderación del ritmo de expansión de las afiliaciones reflejó la observada en las ramas de servicios de forma generalizada, y especialmente en la agricultura. En conjunto, esta información apuntaría a que la tasa de crecimiento del empleo en el primer trimestre del año, en términos de la CNTR, podría situarse en torno al 0,8 %, en contraste con el moderado aumento en el trimestre precedente, del 0,4 %. En el caso de la economía de mercado, el empleo podría crecer a un ritmo algo mayor que en el conjunto de la economía (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

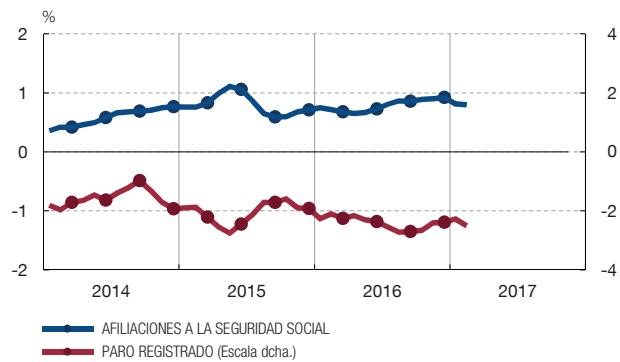
Por su parte, el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) aumentó levemente su ritmo de descenso entre diciembre y febrero, en términos de la tasa intertrimestral móvil de tres meses. Los contratos registrados en el SEPE se aceleraron en el primer bimestre del año, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 11,2 % en el promedio de ese período (frente al 7,1 % en el último trimestre de 2016). Los contratos de carácter indefinido continuaron experimentando un mayor dinamismo que los de naturaleza temporal, con avances interanuales en el promedio del período enero-febrero del 14 % y del 10,9 %, respectivamente, con lo que el peso de los primeros sobre el total se elevó en febrero hasta el 10,4 %, 0,3 pp más que hace un año.

En cuanto a los salarios, la información correspondiente a la evolución de la negociación colectiva hasta febrero indica un incremento interanual de las tarifas salariales del 1,2 % en los convenios cerrados hasta ese mes, aumento ligeramente superior al 1,1 % pactado para el conjunto de 2016. Los convenios cerrados en el primer bimestre engloban a algo más de 3,5 millones de trabajadores, cifra similar en comparación con el mismo período del año anterior. Debido al escaso período transcurrido de 2017, la práctica totalidad de

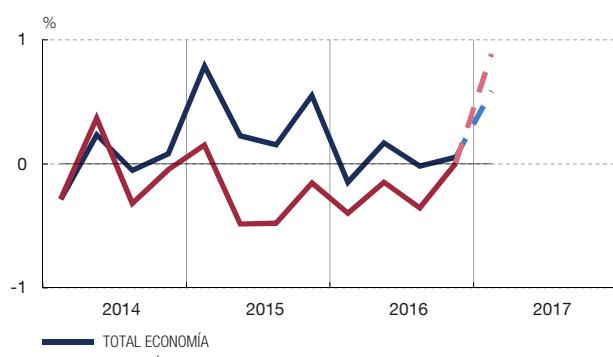
1 EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



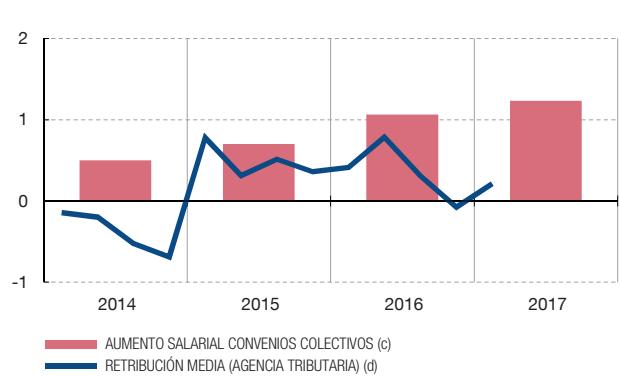
2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales (a)



4 INDICADORES DE SALARIOS
Tasas interanuales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Agencia Tributaria.

- a Tasas de variación calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR, medido en términos de empleo equivalente.
- b Tasas de variación de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Con información hasta febrero de 2017. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de enero de 2017.

[Descargar](#)

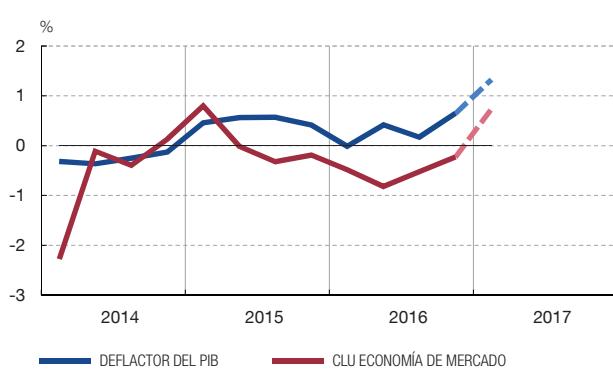
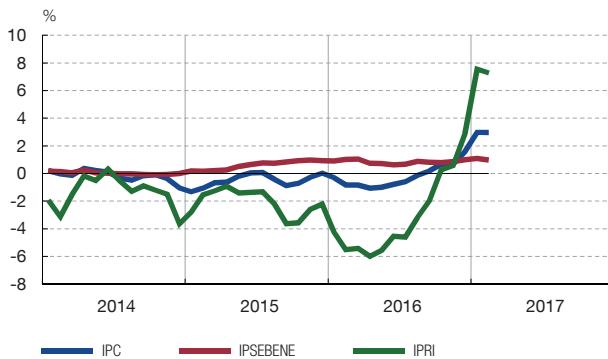
estos trabajadores está sujeta a convenios de naturaleza plurianual firmados en años anteriores, para los que el incremento medio de las tarifas se situó asimismo en el 1,2 %. Por su parte, los convenios de nueva firma suponen apenas el 0,8 % de los trabajadores con convenios cerrados, para los cuales el incremento salarial pactado asciende al 1,4 %³. Otros indicadores salariales mostraron avances muy moderados. Así, la retribución bruta media en las grandes empresas creció en enero un 0,2 % en tasa interanual, tras su leve caída en el cuarto trimestre (-0,1 %). En términos de la CNTR, la remuneración por asalariado del conjunto de la economía se incrementó en el cuarto trimestre un 0,1 % interanual, siendo esta variación nula en el caso de la economía de mercado tras año y medio de descensos. En el primer trimestre de 2017 se prevé que la remuneración se acelere en cierta medida (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

3.5 La evolución de los precios

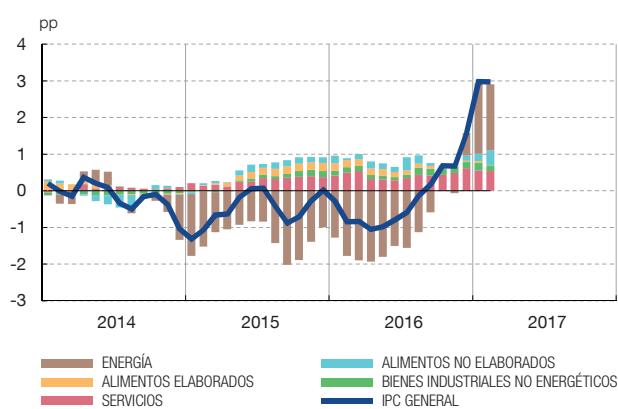
En el primer trimestre del año se estima que el deflactor de las importaciones se acelerará notablemente, debido en gran medida al incremento de los precios del crudo y de otras

³ Al contrario que otros años, en el presente ejercicio aún no hay un acuerdo entre los agentes sociales con recomendaciones salariales, lo que podría retrasar la marcha de la negociación colectiva en el inicio de este año.

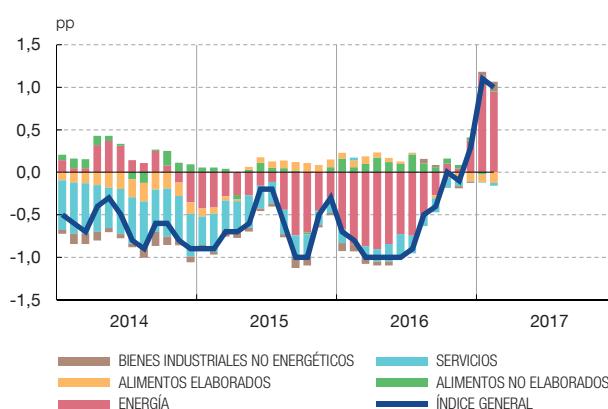
1 DEFLECTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)

2 INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales

3 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



4 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

a Tasas de variación interanual, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.



materias primas en los mercados internacionales con respecto a los niveles vigentes un año atrás. Asimismo, se prevé que los precios de producción interior, aproximados por el deflector del PIB, elevarán su tasa de crecimiento interanual en el primer trimestre, si bien dicha aceleración será menos acusada que en el caso de los precios de los bienes importados (véase gráfico 18).

La tasa de variación interanual del IPC en febrero alcanzó el 3 %, la más elevada desde octubre de 2012 y 1,4 pp por encima de la de diciembre (véase gráfico 18). La evolución reciente de la inflación general ha estado muy condicionada por el comportamiento alcista de los precios energéticos, como consecuencia del encarecimiento de la electricidad y de los derivados del petróleo, así como por los efectos de comparación asociados a caídas pasadas en estos precios⁴. Por su parte, el ritmo de crecimiento interanual del IPSEBENE se situó en el 1 % en febrero, la misma tasa que en diciembre. Entre sus

4 Véanse recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», en el *Boletín Económico* del Banco de España correspondiente a diciembre de 2016, y recuadro 4 del presente Boletín.

componentes, los precios de los servicios y de los alimentos elaborados moderaron tres y dos décimas sus tasas interanuales entre diciembre y febrero, hasta el 1,3 % y el 0 %, respectivamente. En el caso de los precios de los bienes industriales no energéticos, su avance interanual se situó en el 0,6 %, la misma tasa que en diciembre. Esta evolución de los precios de consumo se produjo en un contexto de aumentos muy reducidos en los precios de producción nacional y de importación de los bienes industriales no energéticos, si bien en el caso de los alimentos elaborados los avances fueron notorios, especialmente en sus precios de importación.

En cuanto a los componentes más volátiles de los precios de consumo, los precios de los bienes energéticos se aceleraron intensamente entre diciembre y febrero, lo que supuso un aumento de su tasa de variación interanual de casi 12 pp, hasta el 16,8 %. Este comportamiento reflejó incrementos de los precios de los carburantes y combustibles, así como alzas en los precios de la electricidad y del gas, ascensos que, en términos generales, fueron más acusados en enero. A su vez, el IPC de alimentos no elaborados se aceleró entre diciembre y febrero, lo que se tradujo en una elevación de su tasa de variación interanual de más de 3 pp, hasta el 5,4 %, evolución en la que incidió especialmente el incremento reciente de los precios de las frutas y hortalizas frescas.

Entre diciembre y febrero, las tasas de variación interanual del IAPC en España y en el área del euro aumentaron 1,6 pp y 0,9 pp, hasta el 3 % y el 2 %, respectivamente. Con ello, el diferencial de inflación, que había sido favorable a España con anterioridad a diciembre, se tornó positivo en ese mes y se amplió hasta 1 pp en febrero, lo que respondió fundamentalmente al mayor repunte de los precios energéticos en España respecto al observado en la UEM. De mucha menor magnitud fue el cambio en el diferencial en términos del IPSEBENE, que, no obstante, pasó a ser positivo y se situó en 0,2 pp (-0,1 pp en diciembre). Entre los componentes de la inflación subyacente, el diferencial favorable a España correspondiente a los bienes industriales no energéticos se tornó positivo, lo que no pudo ser compensado por la ampliación del diferencial favorable a España de los alimentos elaborados y los servicios.

24.3.2017.

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Relación cronológica de los Artículos Analíticos a lo largo del trimestre.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ENERO DE 2017

Álvaro Menéndez Pujadas

Publicado el 17 de enero de 2017

Los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios muestran que durante el cuarto trimestre de 2016 los criterios de aprobación de préstamos a empresas no variaron en España, en tanto que en la UEM se endurecieron levemente. En el segmento de la financiación a las familias para adquisición de vivienda, se aprecia un ligero endurecimiento de dichos criterios en España, mientras que se mantienen estables en la zona del euro. En el caso de los préstamos destinados a los hogares para consumo y otros fines, se observa una relajación de la oferta en ambas áreas. En cuanto a la demanda de crédito, en nuestro país se redujo algo la de sociedades y la de familias para consumo y otros fines, y se mantuvo sin cambios la de hogares para adquisición de vivienda, mientras que en la UEM aumentó en todos los segmentos. Las entidades españolas percibieron, en general, una mejoría de las condiciones de acceso a los mercados mayoristas y una estabilidad en cuanto a dichas condiciones en los minoristas, mientras que las de la zona del euro detectaron un cierto deterioro en el mercado de depósitos de la clientela y una evolución heterogénea en los mayoristas. En ambas áreas, las entidades señalaron que las medidas regulatorias y supervisoras relacionadas con el capital, apalancamiento o liquidez habrían tenido, durante los últimos seis meses, un efecto poco significativo sobre la oferta neta de fondos y los márgenes aplicados. Finalmente, de acuerdo con las entidades encuestadas, en ambas áreas, los fondos obtenidos del BCE a través de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) siguieron destinándose principalmente a sustituir otras vías de financiación y a la concesión de préstamos.

ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (EFF) 2014: MÉTODOS, RESULTADOS Y CAMBIOS DESDE 2011

Publicado el 24 de enero de 2017

En este artículo se presentan los resultados principales de la Encuesta Financiera de las Familias 2014, que muestran la situación financiera de los hogares españoles a finales de ese año. Asimismo, se describen los cambios más relevantes ocurridos en el período comprendido entre finales de 2011 y finales de 2014.

INCERTIDUMBRE MACROECONÓMICA: MEDICIÓN E IMPACTO SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

María Gil, Javier J. Pérez y Alberto Urtasun

Publicado el 2 de febrero de 2017

En este artículo se caracteriza el nivel de incertidumbre de la economía española. Se analizan distintos indicadores, distinguiendo su origen: volatilidad en los mercados financieros, grado de desacuerdo entre los agentes acerca de la situación económica e incertidumbre sobre las políticas económicas.

La incertidumbre agregada de la economía española aumentó en 2016, aunque se mantuvo en niveles inferiores al promedio del período de recesión 2008-2013.

Se muestra que los cambios en la incertidumbre captada por los indicadores financieros tienen un mayor impacto sobre la actividad económica, y en especial sobre la inversión.

Finalmente, se ilustra cómo una parte significativa del efecto macroeconómico del aumento de la incertidumbre durante el año pasado tuvo un origen externo a la economía española.

HACIA UNA GESTIÓN EFICIENTE DE LOS FLUJOS DE CAPITALES

Ángel Estrada, Luis Molina, Paula Sánchez y Francesca Viani

Publicado el 9 de febrero de 2017

La globalización financiera ha avanzado notablemente en las últimas décadas. En principio, una mayor integración debería elevar el grado de eficiencia económica. Sin embargo, la evidencia empírica sugiere que, para ello, los países deben contar con instituciones económicas bien diseñadas y mercados financieros locales suficientemente desarrollados. Además, estos flujos pueden poner en riesgo la estabilidad financiera en determinadas circunstancias, por lo que las autoridades económicas necesitan disponer de criterios e instrumentos para hacer frente a estas situaciones. El uso de dichas herramientas debe hacerse en el contexto de un programa más amplio de medidas, que incluya los ajustes macro y microeconómicos que se requieran. Además, la cooperación internacional aparece como complemento necesario de la globalización.

REGULACIÓN DE LOS SERVICIOS, PRECIOS DE LOS CONSUMOS INTERMEDIOS Y EXPORTACIONES

Mónica Correa-López

Publicado el 16 de febrero de 2017

Este trabajo analiza las implicaciones económicas de una modificación del marco regulatorio dirigida a fomentar la competencia entre empresas. Se evalúa el efecto que las barreras a la competencia en el sector servicios ejercen sobre el coste de los consumos intermedios y las exportaciones de las empresas manufactureras en España.

Las estimaciones realizadas revelan que el proceso de reducción de barreras a la competencia en las últimas décadas ha tenido un impacto significativo sobre las exportaciones reales de las empresas manufactureras, especialmente en las de mayor tamaño, como resultado de la mayor competencia en la provisión de sus bienes intermedios.

Los resultados subrayan que mejoras adicionales en el grado de competencia podrían influir sobre la competitividad del conjunto de la economía española.

TENDENCIAS GLOBALES DE FINANCIACIÓN EN LOS MERCADOS DE CAPITALES EN 2016

Alberto Fuertes, José Manuel Marqués y Luis Molina

Publicado el 23 de febrero de 2017

Las emisiones de bonos durante el año 2016 han aumentado moderadamente en los mercados desarrollados, debido, en parte, al mantenimiento de los procesos de consolidación fiscal en las principales economías. Destaca el dinamismo en las colocaciones de las empresas con mejor calidad crediticia y del sector bancario.

No obstante, existen importantes diferencias entre países, en función tanto de los condicionantes de la oferta de títulos por parte de los emisores —la posición cíclica de cada economía, la necesidad de desapalancamiento de las empresas y del sector público, o los requisitos regulatorios del sector financiero— como de factores de demanda por parte de los inversores —el apetito por el riesgo, la búsqueda de rentabilidad en un contexto de tipos de interés negativos o el papel de los bancos centrales en la adquisición de títulos—.

En el caso de las economías emergentes, el acceso a los mercados se mantuvo. No obstante, la volatilidad observada en los mercados cambiarios generó cierta preferencia por las emisiones en moneda extranjera, especialmente en dólares.

EL TIPO DE INTERÉS NATURAL: CONCEPTO, DETERMINANTES E IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Alessandro Galesi, Galo Nuño y Carlos Thomas

Publicado el 2 de marzo de 2017

Este artículo analiza el concepto de tipo de interés natural y su papel en la conducción de la política monetaria.

Las estimaciones del tipo de interés natural lo sitúan en niveles históricamente bajos, incluso negativos. Se discuten posibles factores explicativos de esta caída, tanto de largo plazo (demografía, crecimiento de la productividad, etc.) como ligados a la crisis financiera reciente.

Por último, se analizan las dificultades que un tipo natural muy bajo o negativo puede plantear para la capacidad de los bancos centrales de lograr sus objetivos macroeconómicos, y se discuten posibles soluciones en el ámbito de la política monetaria, como son una expansión cuantitativa o modificaciones en el objetivo de política monetaria.

SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL AL COMIENZO DE 2017

Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales

Publicado el 16 de marzo de 2017

Durante 2016 el crecimiento global volvió a decepcionar a los analistas. Además, se produjeron tres eventos de largo alcance, que, sin embargo, no tuvieron un gran impacto inmediato.

A principios de año, los mercados financieros chinos experimentaron turbulencias, relacionadas con los retos que afrontan las autoridades chinas para implementar su programa de reformas estructurales.

En junio, el Reino Unido votó a favor de la salida de la Unión Europea, lo que supone la pérdida de un influyente socio en el proceso de construcción europeo.

Por último, en noviembre, el candidato republicano Donald Trump ganó las elecciones presidenciales de Estados Unidos. Esto podría suponer un cambio en las políticas macroeconómicas y un freno al proceso de globalización. Estos eventos revelan un contexto económico global de gran incertidumbre futura.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS: UN AVANCE DE CIERRE DEL EJERCICIO 2016

Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

Publicado el 22 de marzo de 2017

La mayoría de los sectores y empresas de la Central de Balances Trimestral mostraron una evolución positiva en su actividad productiva y un incremento del empleo durante 2016.

El dinamismo de la actividad, junto con el comportamiento favorable de los gastos e ingresos financieros, ha permitido que los beneficios ordinarios de las empresas hayan crecido a un ritmo elevado. Esto ha supuesto un nuevo aumento de los niveles agregados de rentabilidad ordinaria.

Por último, se mantuvo el fortalecimiento de la posición financiera de las empresas, que se plasmó en una disminución de las ratios de endeudamiento y de la carga financiera.

NOTAS ECONÓMICAS

Relación cronológica de las Notas Económicas a lo largo del trimestre.

EVOLUCIÓN RECIENTE Y PROYECCIONES DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA

Pilar Cuadrado

Publicada el 19 de enero de 2017

LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN 2016, SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

Mario Izquierdo y Ana Regil

Publicada el 31 de enero de 2017

EVOLUCIÓN DEL GRADO DE PRESIÓN FINANCIERA SOPORTADA POR LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS: 2007-2016

Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

Publicada el 9 de marzo de 2017

PRINCIPALES CAMBIOS METODOLÓGICOS EN EL IPC BASE 2016

Luis Julián Álvarez e Isabel Sánchez

Publicada el 14 de marzo de 2017

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/Catalogopublicaciones.pdf>.

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2017
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CE	Comisión Europea	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del Mundo
EPA	Encuesta de población activa	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEPP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FGD	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FIAMM	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UEM	Unión Económica y Monetaria
FIM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FMI	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FMM	Fondo Monetario Internacional	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FSE	Fondos del Mercado Monetario	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
IAPC	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
ICO	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
	Instituto de Crédito Oficial		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.