

La información conocida a lo largo del trimestre ha tendido a confirmar el fortalecimiento de la actividad mundial que ya se observaba antes del verano. Esta evolución se ha visto alentada por la persistencia de condiciones financieras favorables, impulsadas, entre otros factores, por el mantenimiento de un tono muy expansivo de las políticas monetarias. Sin embargo, ello no se está traduciendo, por el momento, en un repunte de las tasas de inflación subyacente, cuya respuesta a la disminución del grado de holgura cíclica está siendo limitada. Al igual que en el caso de la actividad, el comercio mundial ha mostrado un cierto fortalecimiento en el período reciente, y a lo largo del próximo bienio se espera que registre crecimientos similares a los del producto, algo por debajo del 4 %.

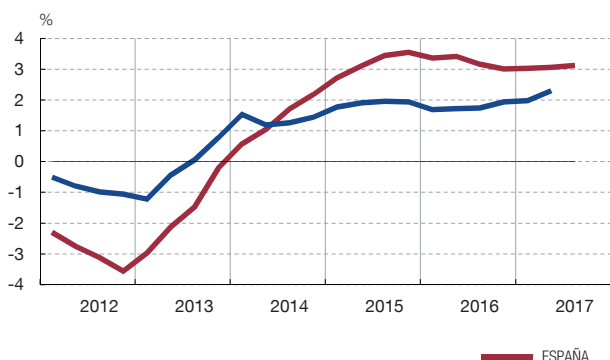
En los mercados financieros globales, a lo largo de los meses de verano se ha producido un aumento de las entradas de capitales en el conjunto de economías emergentes, acompañado por estrechamientos de los diferenciales soberanos y de la deuda corporativa de estos países, y elevadas revalorizaciones de sus bolsas. En los mercados cambiarios, cabe destacar el debilitamiento del dólar, particularmente frente al euro, evolución que en Estados Unidos probablemente refleja, entre otros factores, la percepción de que, frente a lo que se anticipaba hace unos meses, el ritmo de tensionamiento de la política monetaria podría ser más pausado y los estímulos fiscales podrían tener una menor magnitud, y, desde la perspectiva del área del euro, el fortalecimiento de la actividad y la disminución de los riesgos políticos.

La mejora de las perspectivas de la economía mundial ha sido compatible con la permanencia de riesgos significativos en torno al escenario central, que incluyen la intensificación reciente de las tensiones geopolíticas globales, a lo que se une la incertidumbre acerca del desarrollo del proceso de salida de la UE del Reino Unido y de las políticas económicas en algunas economías avanzadas, lo que es especialmente relevante en el ámbito de la política fiscal estadounidense. En el ámbito financiero, no es descartable que, en el entorno actual, caracterizado por la abundancia de liquidez a costes reducidos y un nivel muy bajo de volatilidad en los principales mercados de capitales, puedan producirse ajustes abruptos en las valoraciones de algunos activos, con consecuencias adversas sobre las condiciones de financiación de los agentes.

Los indicadores más recientes relativos a la evolución de la actividad económica en el área del euro apuntan también a un afianzamiento de la recuperación, que, además, tiende a generalizarse por países. A esta mejora reciente estarían contribuyendo tanto la demanda interna, favorecida por la holgura de las condiciones financieras, como la demanda externa, en un contexto de fortalecimiento de los mercados de exportación, que se espera que mitigue en buena medida los efectos contractivos de la apreciación del tipo de cambio del euro. En el ámbito de los precios, se ha observado recientemente un cierto repunte del componente subyacente de la inflación, que, por el momento, no constituye una señal suficiente del inicio de una convergencia sostenida hacia el nivel de referencia de medio plazo de la política monetaria, lo que continúa justificando el mantenimiento de un tono expansivo de la política monetaria por parte del BCE.

Con este trasfondo, la economía española ha seguido creciendo a un ritmo elevado en el tercer trimestre del año. En concreto, el avance del PIB en tasa intertrimestral podría haber sido del 0,8 %, lo que supondría una ligera desaceleración, de una décima, frente a la tasa

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.

observada en el trimestre anterior. A esta leve ralentización de la actividad, anticipada en las proyecciones de junio del Banco de España, apunta entre otros indicadores de alta frecuencia, la moderación de los ritmos de creación de empleo y de los flujos comerciales netos, tras su comportamiento especialmente favorable al inicio de la primavera.

En el medio plazo, las proyecciones recogidas en el recuadro 1 de este Informe contemplan una continuación de la actual fase expansiva, apoyada en la corrección acumulada de los desequilibrios de la economía. En particular, las mejoras en la competitividad, que han contribuido a la consecución de un saldo exterior positivo de forma sostenida, y los avances en la disminución del sobreendeudamiento de los agentes privados confieren bases sólidas para que la recuperación se prolongue en el tiempo. No obstante, el progresivo agotamiento del efecto expansivo que ha venido produciéndose desde las primeras fases de la expansión como consecuencia de la materialización de decisiones de gasto en bienes de consumo duradero y de inversión pospuestas durante la crisis, junto con el tono neutral de la política fiscal, frente a la orientación expansiva de años recientes, y la reversión parcial de los descensos del precio del petróleo que pudieron observarse hasta comienzos del pasado ejercicio darán lugar a una transición gradual hacia tasas de crecimiento más moderadas. En concreto, se proyecta que, tras aumentar un 3,1 % este año, el PIB avance un 2,5 % y un 2,2 % en 2018 y 2019, respectivamente.

En el corto plazo, se espera una desaceleración de los precios de consumo, como consecuencia de la evolución del componente energético. A partir del inicio de 2018, se prevé un repunte progresivo de la inflación, favorecida por la reducción gradual de la holgura cíclica. En términos de los promedios anuales, el IPC crecería un 1,9% este año y un 1,3% el que viene, antes de volver a acelerarse hasta el 1,6% en 2019.

La apreciación reciente del tipo de cambio del euro tendrá un cierto efecto negativo sobre la evolución de la actividad y la inflación en nuestro país, que tenderá a verse contrarrestado, a efectos del escenario central de las proyecciones, por el fortalecimiento más reciente del contexto exterior de la economía española (en particular, por lo que respecta al área del euro).

El Informe contiene seis recuadros. El primero de ellos presenta las proyecciones macroeconómicas de la economía española para el período 2017-2019. A continuación se evalúan

	2015	2016	2016				2017		
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III 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	0,8	0,9	0,8
Contribución de la demanda nacional (b)	3,3	2,8	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,1	0,5	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1
Tasas de variación interanual									
Empleo	3,0	2,9	3,1	2,7	2,9	2,7	2,5	2,8	2,6
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	2,3	1,5	1,6
IPSEBENE	0,6	0,8	1,1	0,6	0,8	1,0	0,9	1,2	1,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 25 de septiembre 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 agosto de 2017.

varias interpretaciones alternativas de los reducidos niveles de volatilidad que prevalecen en los mercados financieros globales (recuadro 2), se examinan las posibles causas de los crecimientos salariales relativamente reducidos en el área del euro (recuadro 3), se analiza la evolución en el mercado residencial español desde el inicio de la recuperación (recuadro 4), se proporciona una perspectiva de la composición sectorial de la creación de empleo (recuadro 5) y se examina la evolución reciente de los precios de los pasivos financieros emitidos por instituciones financieras europeas (recuadro 6).

En este recuadro se presenta la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas de la economía española elaboradas por el Banco de España. Frente a las proyecciones del pasado mes de junio¹, el ejercicio actual incorpora, entre otra información reciente, la procedente de la Contabilidad Nacional Trimestral de los dos primeros trimestres de 2017² y la relativa a la evolución de los supuestos técnicos sobre los que se condiciona este ejercicio (véase cuadro 1)³.

Las estimaciones efectuadas contemplan la prolongación del período de expansión de la actividad iniciado hace cuatro años. El actual ciclo de crecimiento de la actividad y del empleo continuará apoyándose a medio plazo, entre otros factores, en la mejora en la posición competitiva de la economía española, el avance en el desendeudamiento de los agentes privados y el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables.

- 1 **Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2017-2019): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2017.**
- 2 El INE publicó, el 12 de septiembre, una revisión de las series de la Contabilidad Nacional Anual que supone una ligera modificación al alza del crecimiento del PIB en 2015 y 2016, junto con cambios de mayor magnitud en las tasas de variación de otras variables, tales como los distintos componentes de demanda, de modo que, por ejemplo, el pasado año, el avance del producto habría descansado sobre el componente exterior en mayor medida de lo estimado hasta ahora. Esta información no ha podido ser incorporada en las proyecciones, dado que los modelos empleados en su elaboración requieren el uso de series trimestrales y que las series con esa frecuencia coherentes con la información anual más reciente no serán publicadas hasta el 2 de octubre.
- 3 La fecha límite para la recopilación de información relativa a los supuestos en el ejercicio de junio fue el 16 de mayo. En las proyecciones actuales, la fecha correspondiente es el 18 de septiembre, salvo por lo que respecta a la evolución de los mercados exteriores, cuyos supuestos son que realiza el personal técnico del BCE recogidos en las **Proyecciones macroeconómicas elaboradas para la zona del euro de septiembre de 2017**, desarrollados con información hasta el 14 de agosto. Por otro lado, la fecha de cierre de recogida de información para la realización de las proyecciones es el 25 de septiembre.

Al mismo tiempo, la pujanza de la actividad desde el inicio de la recuperación ha respondido, en parte, a algunas otras fuerzas que han ido perdiendo intensidad a lo largo del último año⁴. En particular, frente a la orientación expansiva que caracterizó a la política fiscal en el bienio 2015-2016 y a las disminuciones de los precios del petróleo que se observaron entre mediados de 2014 y el primer trimestre del pasado año, en el período más reciente la política presupuestaria ha adoptado un tono neutral y el crudo se ha encarecido moderadamente, si bien su cotización oscila en torno a un nivel que es aproximadamente la mitad del que prevaleció en los años previos a su abaratamiento. De este modo, estos factores han pasado de impulsar el crecimiento a ejercer un efecto aproximadamente nulo o ligeramente contractivo. Por otro lado, se prevé el progresivo agotamiento del efecto expansivo que se ha producido en los últimos años como consecuencia de la materialización de algunas decisiones

- 4 El recuadro 1.2 del capítulo 1 del Informe Anual del Banco de España de 2016 contiene una estimación de la contribución de los factores de naturaleza predominantemente transitoria al crecimiento del producto a lo largo de la presente expansión.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyecciones de septiembre de 2017				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2017 (b)		
	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Entorno internacional							
Producto mundial	3,0	3,5	3,6	3,6	0,1	0,0	0,0
Mercados de exportación de España	2,5	5,1	3,9	3,6	0,4	0,0	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	44,0	52,7	54,3	54,6	1,2	2,9	3,1
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,13	1,20	1,20	0,05	0,10	0,10
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,6	117,3	122,5	122,5	3,9	7,8	7,8
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,4	1,6	1,9	2,3	-0,1	-0,2	-0,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 18 de septiembre de 2017. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- Las diferencias son en tasas para el producto mundial y los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- 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 ellos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

de gasto en bienes de consumo duradero y de inversión postpuestas durante las fases más agudas de la crisis. De hecho, se estima que, en el tercer trimestre del año, el PIB podría haberse ralentizado ligeramente, como anticipaban las proyecciones de junio. Como consecuencia de todo ello, se estima que, tras crecer un 3,1 % este año, el PIB avanzará un 2,5 % y un 2,2 % en 2018 y 2019, respectivamente (véase cuadro 2).

En el caso de los precios de consumo, se espera una suave tendencia creciente de la tasa de variación del componente no energético, como consecuencia de la prolongación de la fase expansiva, que dará lugar primeramente a una disminución de la brecha negativa entre los niveles de producto observado y potencial, y posteriormente a un cambio de signo de esta. Sin embargo, ello se traduciría en un repunte de la inflación general solamente a partir de comienzos del año próximo, pues hasta entonces prevalecería el impacto de la

desaceleración de los precios energéticos con respecto a los vigentes un año atrás⁵. Con todo ello, la tasa de variación media anual del IPC descendería desde el 1,9 % esperado para 2017 hasta el 1,3 % en 2018, antes de volver a repuntar hasta el 1,6 % en 2019.

En comparación con las proyecciones de junio, la novedad más relevante en los supuestos técnicos del ejercicio es la apreciación del tipo de cambio del euro, que, en términos efectivos nominales frente a los países de fuera del área, se aproxima al 8 %. Las modificaciones en el resto de los supuestos tienen una magnitud más modesta. En particular, la senda de precios del petróleo medidos

5 Para una descripción del papel de los efectos base en el comportamiento de la inflación, véase el recuadro 4 «Evolución de la inflación en España y perspectivas», en el Informe Trimestral de la Economía Española, *Boletín Económico*, 1/2017, del Banco de España.

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2016 (b)	2016	Proyecciones de septiembre de 2017			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2017		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
PIB	3,3	3,2	3,1	2,5	2,2	0,0	0,0	0,0
Consumo privado	3,0	3,2	2,4	2,0	1,5	-0,3	0,0	0,0
Consumo público	0,8	0,8	1,0	0,8	0,8	0,2	0,0	0,0
Formación bruta de capital fijo	3,3	3,1	4,3	4,4	4,0	0,6	-0,2	-0,2
Inversión en bienes de equipo	4,9	5,0	5,4	4,8	4,6	1,8	-0,4	-0,2
Inversión en construcción	2,4	1,9	3,6	4,7	4,3	-0,4	-0,1	-0,3
Exportación de bienes y servicios	4,8	4,4	6,4	4,6	4,5	-0,5	-0,3	-0,3
Importación de bienes y servicios	2,7	3,3	5,0	4,1	4,2	-0,8	-0,4	-0,3
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,5	2,7	2,5	2,2	1,9	0,0	0,0	0,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,7	0,5	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0
PIB nominal	3,6	3,6	4,0	3,9	3,6	-0,1	-0,1	-0,1
Deflactor del PIB	0,3	0,3	0,9	1,4	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,2	1,9	1,3	1,6	-0,1	0,0	0,0
IPSEBENE	0,8	0,8	1,1	1,4	1,7	0,0	-0,1	-0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	3,0	2,9	2,7	2,2	1,8	-0,2	0,0	0,0
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	18,6	18,6	16,3	14,4	12,9	-0,2	-0,3	-0,3
Tasa de paro (% de la población activa). Datos medios	19,6	19,6	17,1	15,1	13,4	-0,2	-0,3	-0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	—	2,0	2,1	2,3	2,2	0,3	0,4	0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	—	-4,5	-3,2	-2,6	-2,1	0,0	0,1	0,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
 Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2017.

a Fecha de cierre de las predicciones: 25 de septiembre de 2017.

b Las tasas de variación en 2016 que hacen referencia a las series de Contabilidad Nacional se han actualizado para recoger la revisión de la Contabilidad Nacional Anual de los años 2014-2016 publicada por el INE el pasado 12 de septiembre. Las nuevas cifras de capacidad / necesidad de financiación de la nación y de las AAPP se harán públicas el próximo día 2 de octubre.

en dólares es similar a la del ejercicio de proyecciones precedente, presentando una pendiente ligeramente mayor, de modo que el nivel de esa variable al final del horizonte de proyección es unos tres dólares por barril superior al observado hace tres meses. Por su parte, en el período transcurrido desde las proyecciones anteriores ha podido observarse un desplazamiento a la baja de las sendas esperadas de los tipos de interés en los mercados de deuda pública y, en menor medida, interbancarios, según las expectativas implícitas en las curvas de rendimientos, lo que resulta en una reducción del coste de la financiación crediticia a hogares y sociedades no financieras. Finalmente, se ha producido una revisión al alza del ritmo de crecimiento de los mercados de exportación en 2017. No obstante, este cambio en la media anual se debe, en realidad, al mejor comportamiento observado en la parte transcurrida del año en comparación con lo que se preveía en junio, en tanto que las revisiones son prácticamente inapreciables a lo largo del horizonte de proyección.

Las modificaciones de los supuestos relativos a la política presupuestaria en 2017-2019 han sido muy reducidas con respecto al ejercicio de previsión anterior. Para 2017, las proyecciones fiscales se basan en las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas Administraciones Públicas (AAPP) para este año, así como en la ejecución observada de ellos. Con respecto a los supuestos para el resto del horizonte de proyección, en la fecha de cierre de la recogida de información para la realización de este ejercicio no se había presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social (PGE) para el ejercicio 2018. En este contexto, se ha optado por recurrir a distintos supuestos técnicos para estimar las variables fiscales en 2018-2019. 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— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía española. En segundo lugar, se supone que la trayectoria de las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP vendrá determinada, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales⁶.

Cabe resaltar que, al igual que en las proyecciones de junio, no han sido incorporados una serie de factores de carácter transitorio recogidos en el Programa de Estabilidad de abril de este año, pero que no se han concretado todavía⁷.

6 En concreto, se asume que, al margen de los impactos diferidos derivados de los cambios normativos aprobados en la segunda mitad de 2016, los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Para aquellas partidas menos discrecionales de gasto, se realizan supuestos similares. Este es el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada esencialmente por la fórmula de revalorización establecida en la legislación y el envejecimiento de la población—, en prestaciones por desempleo —que depende principalmente de la evolución del paro— y en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—.

7 Esto hace referencia, en particular, a los posibles costes asociados a la responsabilidad patrimonial derivada de los procedimientos judiciales de las autopistas de peaje que se encuentran en concurso de acreedores y que se estima pueda hacerse efectiva en el período 2017-2019.

De acuerdo con estos supuestos y previsiones relativos a las variables de política fiscal y con la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política fiscal sería aproximadamente neutral en el período 2017-2019, tras la orientación expansiva de 2015 y 2016.

Considerados en su conjunto, los cambios en los distintos supuestos, incluidos los de índole fiscal, frente al ejercicio precedente conducirían, de acuerdo con los impactos estimados históricamente, a una modesta revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento de la actividad y los precios.

Frente a esos efectos, las proyecciones actuales coinciden, en términos de las tasas medias anuales de crecimiento del PIB y del IPC, con las publicadas en junio, con la excepción de la tasa de variación de los precios de consumo en 2017, que es ahora una décima inferior a la presentada entonces.

En términos del PIB, la ausencia de revisiones en relación con el ejercicio de junio se explica por la compensación de los efectos de distinto signo que han tenido sobre la actividad varios factores relevantes. Por un lado, la información relativa a la evolución de los mercados exteriores de la economía española en el período más reciente ha sido más favorable de lo anticipado hace unos meses. Este factor, básicamente, contrarrestaría el efecto conjunto moderadamente adverso de los cambios en algunos otros supuestos técnicos y, en particular, el procedente de la apreciación del euro.

En relación con este último factor, el escenario central incorpora una repercusión relativamente limitada de la apreciación del tipo de cambio tanto sobre la actividad como sobre los precios, atendiendo a dos tipos de razones. En primer lugar, las estimaciones disponibles indican que la respuesta de precios y actividad depende de la fuente de la perturbación que dio origen al movimiento del tipo de cambio. En particular, ese impacto es tanto más reducido cuanto más relacionada esté la variación cambiaria con una mejora de las perspectivas de la actividad en el área del euro en relación con sus socios comerciales, como ocurre en esta ocasión. En segundo lugar, la evidencia disponible sugiere que se habría producido una disminución en años recientes del alcance de la traslación de los movimientos cambiarios, que podría derivarse de fenómenos tales como el aumento de la competencia global (que daría lugar a que, al objeto de mantener sus cuotas de mercado, los exportadores extranjeros que compiten con los productores nacionales no tradujeran plenamente las variaciones del tipo de cambio en modificaciones de sus precios) o del entorno de inflación más estable (que contribuiría a que se trasladaran solo los movimientos cambiarios más persistentes y de mayor magnitud)⁸.

La rebaja de una décima de la inflación media esperada en 2017 se explica porque algunos componentes han mostrado recientemente

8 Véase «Exchange rate pass-through into euro area inflation», *Economic Bulletin*, noviembre de 2016, BCE.

tasas de avance más reducidas de lo anticipado. En los dos años siguientes, las proyecciones de crecimiento del IPC no se ven modificadas como resultado de dos fuerzas de signo opuesto: en concreto, la mayor pendiente de la curva de precios del petróleo provoca una revisión al alza del componente energético que se ve contrarrestada por la ligera revisión de signo opuesto del IPSEBENE motivada por la apreciación del euro.

El crecimiento del producto seguirá sustentándose en el dinamismo de la demanda nacional, apoyada, a su vez, en la mejora de la posición patrimonial de los agentes privados de la economía y en la permanencia de condiciones financieras favorables. Aun manteniéndose elevada, la pujanza del gasto nacional tenderá, no obstante, a disminuir en el transcurso del horizonte de proyección, prolongando la tendencia ya observada en 2016, como consecuencia del desvanecimiento de los efectos derivados de los impulsos positivos a la renta de estos agentes con origen en la política fiscal o en el abaratamiento del petróleo. De modo análogo, aunque el comercio exterior de bienes y servicios continuará asimismo ejerciendo una aportación positiva en términos netos a la expansión del producto, se espera que esta sea menor en 2018 y 2019 que en los dos años anteriores, reflejando el efecto de la apreciación del tipo de cambio, la expectativa de una desaceleración progresiva del ritmo de crecimiento de los mercados exteriores, y una extrapolación prudente hacia el futuro del comportamiento, relativamente débil, de las importaciones en el pasado reciente.

El consumo privado continuará apoyándose en la robustez del proceso de creación de empleo. No obstante, aunque no se esperan cambios significativos en la productividad aparente del factor trabajo, la proyectada desaceleración del ritmo de avance del PIB conduciría a un menor aumento del empleo y, por tanto, a un menor avance de las rentas de las familias. La tasa de ahorro tendería a estabilizarse, tras el descenso reciente, y el buen comportamiento del empleo y la prevalencia de condiciones financieras propicias alentarán la prolongación de la senda de recuperación de la inversión residencial, aunque con desigual intensidad en las distintas zonas geográficas (véase recuadro 4).

Tras el patrón volátil mostrado en los últimos trimestres, condicionado por la introducción de modificaciones normativas en la imposición sobre sociedades en la parte final de 2016, el ritmo de expansión de la inversión empresarial evolucionará en consonancia con la senda de la demanda final, lo que implica una moderada desaceleración a lo largo del horizonte contemplado en este ejercicio de proyecciones. La magnitud de esta desaceleración será, no obstante, relativamente limitada en un contexto en que la financiación empresarial se verá facilitada por la continuación de una elevada generación de recursos internos, el saneamiento de los balances y la disponibilidad de financiación externa a coste reducido.

A lo largo del período de proyección se espera que las exportaciones continúen creciendo ligeramente por encima de las tasas de avance de los propios mercados a los que van destinadas, refle-

jando tanto las ganancias de competitividad frente al resto de la zona del euro acumuladas en los años pasados como las que se espera que se registren en el horizonte de proyección. Por su parte, el crecimiento proyectado de las importaciones es menor que el que dictaría su relación histórica con la demanda final, reflejando la incorporación del supuesto de que el ajuste competitivo de la economía ha comenzado a traducirse en una cierta sustitución de compras al exterior por producción nacional.

Como viene ocurriendo a lo largo de todo el período expansivo, el crecimiento del producto seguirá siendo muy intensivo en empleo, proceso al que contribuirá el moderado ritmo de avance de los costes laborales unitarios. Las tasas relativamente elevadas de generación de puestos de trabajo continuarán contribuyendo a la disminución de la tasa de paro, que, al final del horizonte de proyección, se situará por debajo del 13 % de la población activa.

Bajo los supuestos del ejercicio, la economía española continuará registrando una capacidad de financiación frente al resto del mundo, que, a lo largo del período considerado, se mantendría ligeramente por encima del 2 % del PIB, en un contexto en que, como se ha indicado, se espera que la demanda exterior neta siga ejerciendo una contribución positiva al avance del producto.

En el tramo final de este año, la evolución de la inflación, medida por la tasa de variación de los precios de consumo, se verá condicionada por la desaceleración del componente energético, a medida que vaya desapareciendo de la comparación interanual el impacto del aumento del precio del petróleo observado en la segunda mitad de 2016, lo que conducirá a la tasa de inflación general a valores muy reducidos al final de 2017 e inicios de 2018. En paralelo, se espera un gradual repunte de la tasa de crecimiento del IPSEBENE, a lo largo de todo el período considerado, en un contexto en que la prolongación de la recuperación hará que vaya aumentando el grado de utilización de los recursos productivos. No obstante, la aceleración de estos precios será gradual y modesta, en un contexto en que se espera que el ritmo de avance de los costes laborales unitarios aumente paulatinamente. Como resultado de todo ello, el IPSEBENE pasaría de crecer un 1,1 % en 2017 a hacerlo un 1,7 % en 2019, en tanto que el IPC se desaceleraría del 1,9 % en 2017 al 1,3 % en 2018, antes de repuntar al 1,6 % en 2019.

En cuanto a los riesgos que rodean a las proyecciones de crecimiento del PIB, en el plano interno, las tensiones políticas en Cataluña podrían afectar eventualmente a la confianza de los agentes y a sus decisiones de gasto y condiciones de financiación. En el ámbito externo, persisten ciertos focos de riesgo geopolítico que pueden llegar a suponer una amenaza para la recuperación de la economía global, a lo que se unen las incertidumbres acerca del desarrollo del proceso de salida del Reino Unido de la UE y de las políticas económicas en algunas economías avanzadas, como es el caso de las dudas en torno al curso futuro de la política fiscal estadounidense. En los mercados financieros, el entorno de liquidez abundante y de bajos niveles de volatilidad puede dar lugar a situaciones de ajuste abrupto en los precios de algunos activos,

con efectos negativos sobre las condiciones de financiación de los agentes. Asimismo, dada la elevada incertidumbre en torno a la evolución del tipo de cambio del euro y sus determinantes, así como su impacto final sobre la economía española, no es descartable que el efecto de esta variable sobre las proyecciones de este

ejercicio termine siendo superior a lo considerado en el escenario central. En general, los riesgos a la baja relativos al contexto exterior de la economía española que se han descrito tienden a conformar, asimismo, un entorno de riesgos para la evolución de los precios en la misma dirección.

La incertidumbre de los inversores acerca de los rendimientos futuros de sus activos es una variable clave para explicar la composición de sus carteras, el tamaño de estas y su grado de apalancamiento. La incertidumbre se incorpora en los modelos de valoración de riesgos más habituales y, de esta forma, influye en la prima de riesgo de los activos cotizados en los mercados y en el coste de financiación de determinados proyectos. Además, puede explicar los movimientos de capitales entre distintos mercados internacionales, al afectar al rendimiento de operaciones de *carry trade*¹. En definitiva, la incertidumbre es una va-

riable fundamental para explicar las decisiones de inversión y consumo de los agentes. Para medir esta incertidumbre se suele utilizar la volatilidad de los rendimientos de cada activo, bien la observada directamente en los mercados o bien la implícita en instrumentos financieros basados en la evolución futura de los precios (como los futuros y las opciones), que proporcionan una estimación de las expectativas que tienen los inversores sobre esta incertidumbre².

1 Una operación de *carry trade* consiste en endeudarse en una moneda con tipos de interés bajos (por ejemplo, en yenes) para invertir en activos de otros países con una rentabilidad más elevada (por ejemplo, en Brasil). A la hora de determinar la rentabilidad de la operación se toma en cuenta el diferencial de tipos de interés y la volatilidad de los tipos de cambio entre las monedas implicadas, o entre las monedas implicadas y la referencia del mercado, normalmente el dólar.

2 La volatilidad de la Bolsa de Estados Unidos se mide a través del índice VIX —elaborado por el Chicago Board Of Exchange (CBOE)—, basado en los precios negociados en los mercados de opciones a un mes sobre el S&P 500. El CBOE publica también un indicador de volatilidad implícita en las opciones sobre el MSCI de emergentes. Para los tipos de interés, el indicador de referencia es el MOVE —elaborado por Bank of America—, que refleja la volatilidad implícita en los mercados de opciones a un mes sobre los futuros de las *treasury notes* de Estados Unidos. En el cálculo del índice se emplean distintos subyacentes para tener en cuenta los distintos

Gráfico 1
VOLATILIDADES Y RIESGO POLÍTICO

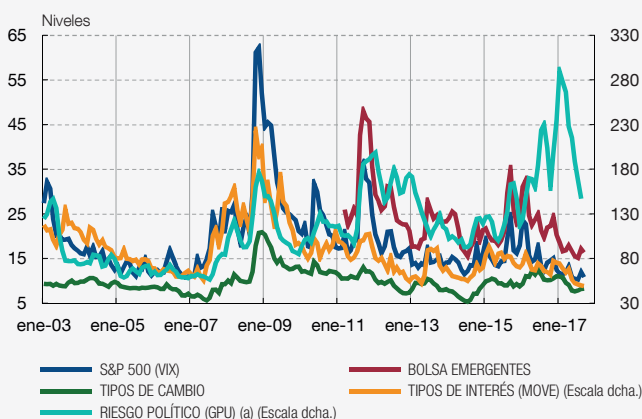


Gráfico 2
VOLATILIDAD Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

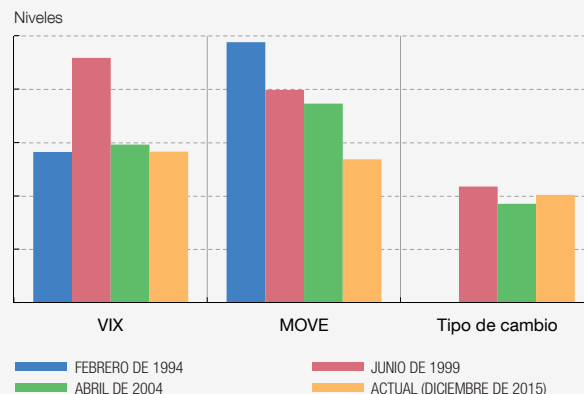


Gráfico 3
VOLATILIDAD E INDICADORES ECONÓMICOS

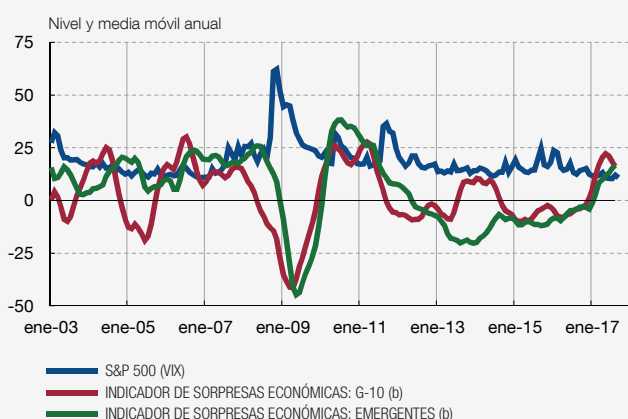
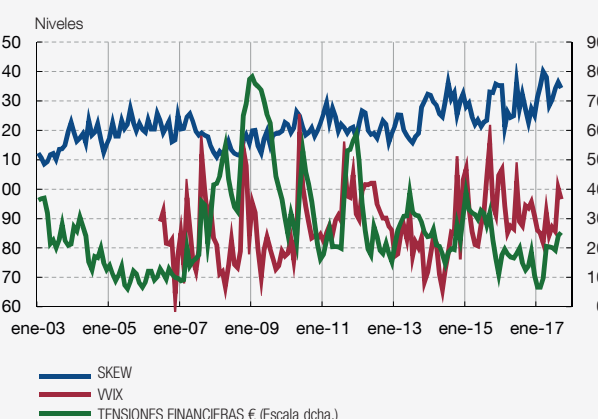


Gráfico 4
RIESGOS DE COLA Y TENSIONES FINANCIERAS



FUENTES: Datastream y cálculos propios.

a Indicador Global Economic Policy Uncertainty. Baker, Bloom y Davis (2016), «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, pp. 1593-1636.
 b El Citigroup Economic Surprise Index se define como la desviación estándar histórica ponderada de «sorpresas», entendiéndose estas como la diferencia entre el dato publicado y la previsión de consenso. Una cifra positiva indica que las cifras publicadas superan el consenso. El CESI de emergentes incluye China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán, Tailandia, Turquía, Sudáfrica, Polonia, República Checa, Hungría, Brasil, México, Chile, Colombia y Perú, mientras que el del G-10 abarca Estados Unidos, la zona del euro, el Reino Unido, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Australia, Nueva Zelanda y Canadá.

Una de las características más notables de la evolución reciente de los mercados financieros internacionales es su reducida volatilidad. Así, tras repuntar a mediados de 2015 —a raíz de las turbulencias generadas por el desplome de la Bolsa china y la fuerte caída del precio del petróleo—, la volatilidad de los diversos activos financieros, ya sea la Bolsa, los tipos de interés o los tipos de cambio, ha mantenido una tendencia a la baja constante (véase gráfico 1). Este comportamiento es especialmente llamativo, toda vez que se produce en un entorno en el que se han sucedido varios eventos políticos inesperados, como el voto favorable al abandono de la UE en el Reino Unido o el resultado de las elecciones estadounidenses en noviembre de 2016. En el mismo sentido, muchas de las economías emergentes, incluyendo las más grandes, han registrado alzas de sus indicadores de riesgo político y recortes de sus calificaciones soberanas³.

Además, esta tendencia bajista de la volatilidad tiene lugar en un contexto de subidas graduales de los tipos oficiales y de un anuncio de retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos, algo que tradicionalmente ha coincidido con períodos de volatilidad bursátil reducida y volatilidad de los tipos de interés más elevada. En esta ocasión, sin embargo, tras cuatro subidas de los tipos oficiales, la volatilidad media de la Bolsa y la del tipo de cambio se sitúan cerca de la media observada en otros períodos de subidas de tipos oficiales, pero la de los tipos de interés está claramente por debajo (véase gráfico 2).

Entre las posibles causas del descenso de la volatilidad se pueden citar algunos factores coyunturales, junto con otros condicionantes más estructurales, relacionados con cambios que se están produciendo en el funcionamiento y en la estructura de los mercados financieros. En cuanto a los primeros, la situación de incertidumbre geopolítica puede haberse visto compensada por la existencia de sorpresas positivas en los indicadores económicos (véase gráfico 3). En el mismo sentido, los beneficios de las empresas cotizadas en Bolsa y de los bancos superaron las expectativas en el primer trimestre de 2017. Por otro lado, las políticas monetarias ultraexpansivas puestas en marcha por los bancos centrales de las economías avanzadas, así como la reacción de estos ante determinados episodios de inestabilidad⁴, pueden haber generado expectativas entre los inversores de que las autoridades monetarias tratarán de evitar o de frenar las correcciones abruptas en los precios de los activos y los aumentos bruscos de la volatilidad

tramos de la curva de tipos de interés, y así se usan opciones sobre los bonos con vencimientos a dos, cinco, diez y treinta años. Finalmente, para los mercados cambiarios se utiliza la volatilidad implícita de las opciones a tres meses sobre los tipos de cambio del euro, el yen y la libra frente al dólar.

- 3 Desde diciembre de 2015, Nigeria, Túnez, Sudáfrica, Arabia Saudí, Polonia, Turquía, Brasil, China, Chile, Venezuela y Ecuador —entre otros— han registrado recortes de su calificación soberana por parte de alguna de las tres grandes agencias, mientras que solo Argentina, Hungría, Indonesia y Corea obtuvieron una mejora.
- 4 Como el retraso de la primera subida de los tipos oficiales en Estados Unidos, que se esperaba para septiembre de 2015, por el deterioro del entorno exterior, o el recorte del tipo oficial en el Reino Unido y el aplazamiento de la segunda subida en Estados Unidos tras el *brexit*, en el verano de 2016.

que conllevan. Finalmente, los elevados volúmenes de recompra de acciones por parte de las compañías (*equity buybacks*) también podrían haber contribuido a reducir la volatilidad bursátil al servir como soporte a las cotizaciones.

Respecto a las consideraciones de carácter más estructural, en los últimos años se ha reducido el peso de los inversores activos en favor de inversores a vencimiento o con estrategias de carácter pasivo, esto es, aquellos que siguen asignaciones predeterminadas de ciertos índices —como los *exchange traded funds* (ETF)⁵—. Esto llevaría a una menor volatilidad, ya que se reduce la presencia de inversores con posiciones potencialmente distintas a las del inversor mediano⁶. Adicionalmente, la aparición de nuevos productos financieros que permiten a los inversores apostar sobre la evolución futura de la propia volatilidad⁷, en un contexto de tipos de interés negativos o muy bajos y de búsqueda de rentabilidad⁸, puede estar llevando a estrategias de negociación en torno a la propia volatilidad que generen mayor persistencia en esta variable⁹.

En cualquier caso, la volatilidad es tan solo una medida aproximada de la variable realmente relevante, la incertidumbre sobre la rentabilidad futura. En términos puramente estadísticos, la volatilidad implícita mide la desviación promedio esperada de los precios de los activos, pero pueden darse situaciones en las que dicha desviación media sea reducida y la probabilidad otorgada a la aparición de eventos extremos aumente (riesgos de colas). Para tratar de medir estos riesgos, el propio Chicago Board Of Exchange (CBOE) elabora el indicador *Skew* —asimetría de la distribución de las opciones sobre el S&P 500— y el *VIX* —volatilidad implícita del VIX—. La evolución

- 5 En el caso de los mercados de bonos mundiales, cerca del 50 % del volumen total está en manos de los bancos centrales y los bancos comerciales, que suelen mantener las posiciones hasta vencimiento, frente al 40 % en 2002. En el caso del mercado bursátil estadounidense, la cuota de los inversores activos ha bajado desde el 85 % al 62 % entre 2005 y 2017. Para evidencia sobre otros mercados, véase la publicación del FMI *Global Financial Stability Report* (GFSR), abril de 2014, capítulo 2, y GFSR, abril de 2015, capítulo 3.
- 6 La sustitución de inversores activos por pasivos genera, igualmente, una reducción del volumen de negociación y de la liquidez de los mercados —lo que, a su vez, hace más costoso tomar posiciones contrarias a la tendencia general—, reforzando, de este modo, la expulsión de los inversores más activos. De este modo, se genera una menor volatilidad de cada valor individual y, por ende, de la volatilidad agregada del mercado.
- 7 Actualmente, en el Chicago Board Of Exchange (CBOE) se negocian cerca de 1,5 millones de opciones y más de 500.000 futuros sobre el VIX.
- 8 Por ejemplo, el *Velocity Shares Daily Inverse VIX* (XIV), un producto de inversión que ofrece una rentabilidad que depende inversamente de la evolución del VIX, ha generado en lo que va de año una rentabilidad del 80 %, con un volumen de negociación diario de 818 millones de dólares. Las estrategias de «vender volatilidad» a medio plazo quedarían reflejadas igualmente en las posiciones cortas no comerciales sobre los futuros del VIX, que han alcanzado nuevos máximos en el verano de 2017.
- 9 Recientemente han proliferado también los denominados «fondos de control de la volatilidad», cuyo objetivo es mantener estable el nivel de volatilidad de la cartera de un determinado inversor institucional. El comportamiento de estos fondos es procíclico, pues refuerza la baja volatilidad cuando esta es reducida, pero magnifica su aumento ante cambios inesperados en las condiciones de mercado.

reciente de estas medidas apuntaría a que los inversores, a pesar de que prevén el mantenimiento de niveles bajos de volatilidad, cada vez demandan mayor protección contra una variación brusca de esta (véase gráfico 4). Existen también índices alternativos de estrés financiero, desarrollados por diversas entidades bancarias, como el CSFB (Credit Suisse Fear Barometer), que se ha movido más en sincronía con los riesgos políticos. Finalmente, en el gráfico 4 se ha incluido un indicador de tensiones financieras (ITF) para Estados Unidos que, básicamente, se elabora a partir de volatilidades e indicadores de estrés en seis segmentos del mercado estadounidense¹⁰, y que ha aumentado ligeramente desde comienzos de año¹¹.

10 El ITF de Estados Unidos se construye con una frecuencia diaria a partir de la información relativa a seis mercados financieros —renta variable, renta fija pública, renta fija privada, bancos, mercados monetarios y tipo de cambio—. Está diseñado de modo que un aumento en el ITF indica un incremento de las tensiones financieras.

11 Otros indicadores referidos al valor de las opciones *put* y *call* sobre el índice S&P 500 y sobre el VIX apuntarían, igualmente, a que los inversores estarían aumentando la demanda de protección frente a un repunte de la volatilidad.

Por tanto, el actual escenario aparentemente benévolo de ausencia de incertidumbre no debería llevar a la complacencia. Por un lado, como se acaba de ver, otros indicadores muestran un comportamiento menos tranquilizador que los índices tradicionales; por otro lado, algunos de los factores que parecen estar tras la evolución de la volatilidad —como la reacción de las autoridades monetarias ante determinados eventos o la participación de los inversores pasivos— podrían cambiar en el futuro o realimentar ajustes más bruscos de precios. En este sentido, resulta importante vigilar que, en el contexto actual, no se acumulen posiciones de apalancamiento excesivo, basadas en este entorno de reducidos niveles de volatilidad¹².

12 Acerca de los efectos de la baja volatilidad sobre la acumulación de desequilibrios véase *The volatility paradox*, en *OFR Markets Monitor, Second Quarter 2017 (Office of Financial Research)*. Igualmente, en *Learning from History: Volatility and Financial Crises*, de J. Danielson, M. Valenzuela e Ilknur Zer (2016), Board of Governors of the Federal Reserve System, se señala que un período prolongado de baja volatilidad en los mercados bursátiles predice la aparición de crisis financieras.

Uno de los rasgos de la actual expansión de la actividad económica del área del euro ha sido la intensidad que ha cobrado el proceso de creación de puestos de trabajo. Así, aunque se perciben grandes diferencias por países, el conjunto del área del euro recuperó, ya a mediados de 2016, los niveles de empleo previos a la crisis —si bien las horas trabajadas permanecen aún por debajo de su cota precrisis— y las encuestas sobre la disponibilidad de mano de obra que elabora la Comisión Europea muestran síntomas de escasez en algunos sectores y países. En este contexto, los niveles de desempleo continúan reduciéndose, a pesar del creciente dinamismo de la tasa de participación.

En contraste con esta mejora del empleo, los crecimientos salariales nominales —medidos tanto con la remuneración por asalariado

como con los salarios negociados— han mostrado una moderación persistente en la mayoría de los sectores y países, con la excepción de Alemania (véase gráfico 1), con tasas de variación alejadas de los valores cercanos al 2,5 % que se registraron en el período de expansión previo a la crisis.

En el gráfico 2 se presentan las contribuciones de los determinantes tradicionales del crecimiento salarial estimadas mediante una curva de Phillips que relaciona la tasa de variación de los salarios con el crecimiento de la productividad, la inflación pasada y el grado de holgura del mercado de trabajo medido como la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa de desempleo estructural (NAIRU). Como se aprecia, todos estos factores contribuyen a explicar el menor crecimiento de los salarios respecto a

Gráfico 1
CRECIMIENTO NOMINAL DE LA REMUNERACIÓN POR ASALARIADO POR SECTORES (2015-2017) (a)

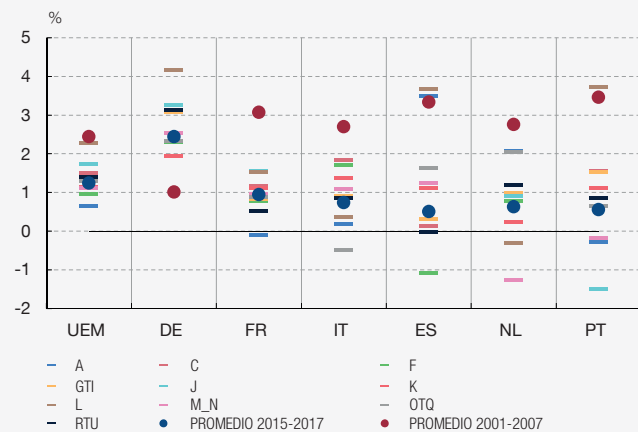


Gráfico 2
CRECIMIENTO DE LA REMUNERACIÓN POR ASALARIADO (Desviaciones con respecto a la media del período) Descomposición basada en la curva de Phillips (a)

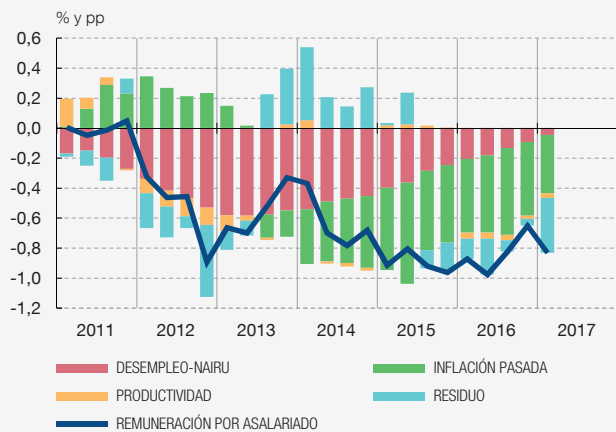


Gráfico 3
ESTIMACIONES MÁS AMPLIAS DE LA INFRAUTILIZACIÓN DEL TRABAJO EN LA UEM

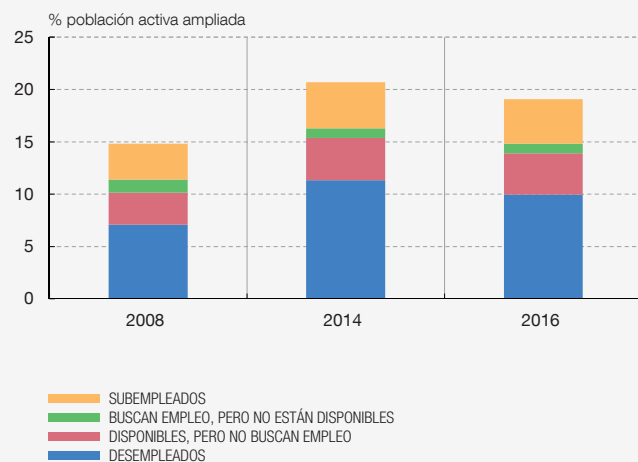
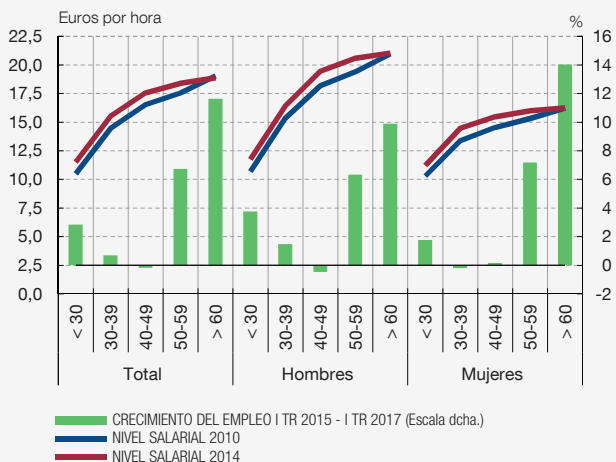


Gráfico 4
UEM. NIVELES SALARIALES Y CRECIMIENTO DEL EMPLEO POR GRUPOS DE EDAD



FUENTE: Encuesta de Estructura Salarial, Encuesta de Población Activa y oficinas de estadística nacionales.

a A: agricultura; C: manufacturas; F: construcción; GTI: comercio, transporte y restauración; J: información y comunicación; K: actividades financieras; L: actividades inmobiliarias; M_N: actividades administrativas; OTQ: Administración Pública; RTU: actividades recreativas y otros servicios.

su promedio histórico. Destaca, en especial, la contribución negativa asociada a los bajos niveles de inflación observados en el pasado, en tanto que la aportación del mismo signo del grado de holgura del mercado de trabajo se reduce de manera notable en los últimos trimestres como consecuencia del buen comportamiento del empleo. Asimismo, el bajo crecimiento de la productividad ejerce también una presión a la baja sobre los salarios, aunque la magnitud de la contribución de este factor es menor.

Con todo, la persistencia de residuos negativos sugiere que, además de los determinantes convencionales, otros factores podrían estar ejerciendo una presión a la baja sobre los salarios. Entre estos factores, cabe destacar la mayor afluencia de inmigrantes registrada en los años recientes y las reformas estructurales llevadas a cabo en algunos Estados miembros, que podrían haber propiciado que, en algunos países y sectores, los sindicatos puedan estar otorgando prioridad en las negociaciones a la generación de empleo y a la mejora de las condiciones de trabajo frente a los incrementos salariales. No obstante, la evidencia en este sentido es escasa.

Existen algunos desarrollos comunes a otras economías avanzadas, como Estados Unidos, que podrían explicar la parte de la moderación de los salarios que no estaría relacionada con los determinantes usuales de esta variable. En primer lugar, existe evidencia de que el grado de holgura en el mercado de trabajo puede ser superior al que se desprende de las tasas de desempleo convencionales, lo que puede ejercer presión a la baja sobre los salarios. De hecho, cuando se consideran medidas más amplias del paro que incluyen no solo la proporción de personas sin empleo que buscan activamente un trabajo, sino también aquellas personas desanimadas en la búsqueda de un empleo, las que lo buscan pero no están disponibles para trabajar y, especialmente, los trabajadores a tiempo parcial que desean trabajar más horas, el nivel de desempleo se duplica prácticamente durante todo el período de crisis¹ (véase gráfico 3).

En segundo lugar, los cambios en la composición del empleo podrían estar ejerciendo, asimismo, un papel moderador del crecimiento de los salarios. A falta de información actualizada de la Encuesta de Estructura Salarial que permita corroborar este diagnóstico —la última edición disponible es la de 2014—, algunos

indicios apuntarían en esta dirección. Así, como se muestra en el gráfico 4, desde 2013 la recuperación del empleo ha sido especialmente dinámica en los grupos poblacionales de más edad y, en mucha menor medida, en los más jóvenes. Aunque en general los individuos empleados de mayor edad perciben salarios más elevados, la Encuesta de 2014 revela que son precisamente estos colectivos en los que el crecimiento salarial se ha frenado. En la medida en que estas cohortes de edad avanzada, que ahora están cobrando mayor relevancia en la composición de la fuerza laboral debido principalmente al envejecimiento de la población, comiencen a llegar a su edad de jubilación, la fracción de salidas del empleo que se producen desde escalas de remuneración superiores a la mediana será mayor, contribuyendo así a intensificar la moderación salarial².

Por último, otro factor que puede estar contribuyendo a la moderación salarial es el proceso de cambio tecnológico que se ha producido en las dos últimas décadas. En general, los avances tecnológicos generan efectos de sustitución de mano de obra, pero también complementariedades que pueden impulsar, a través de la mejora de la productividad, la creación de empleo y el crecimiento de los salarios. Existe cierta evidencia en la literatura económica de que los avances tecnológicos en el pasado, como la mecanización de la agricultura³ o la introducción de cajeros automáticos⁴, entre otros, han mostrado una mayor prevalencia de los efectos complementarios positivos. Sin embargo, trabajos recientes⁵ sugieren que los últimos avances tecnológicos, en cuanto a procesamiento de la información, desarrollo de la inteligencia artificial y perfeccionamiento de la robótica, podrían llegar a tener un impacto negativo sobre el empleo y los salarios debido a una mayor magnitud del efecto sustitución.

En definitiva, existe una serie de factores que podrían explicar que la moderación de los crecimientos salariales haya ido recientemente más allá de lo que sugerirían las variables explicativas usuales, aunque la evidencia disponible no es concluyente a la hora de discernir sus contribuciones respectivas.

1 Véase también el recuadro «Medidas alternativas de desempleo para la economía española», en el *Boletín Trimestral*, 2/2017, del Banco de España, y «Assesing Labor Market Slack», *ECB Economic Bulletin*, 2017(3).

2 M. Daly *et al.* (2016), «What's Up with Wage Growth?», *FRBSF Economic Letter*, 2016-07.

3 D. Autor (2015), «Why Are There Still So Many Jobs? The History and Future of Workplace Automation», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22 (3).

4 J. Bessen (2015), «Toil and Technology», *Finance and Development*, 52(1).

5 D. Acemoglu y P. Restrepo (2017), *Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets*, NBER Working Paper 23285.

El mercado de la vivienda continuó avanzando en el último trimestre en la senda de recuperación iniciada a comienzos de 2014, tanto en lo referente a precios y compraventas de vivienda como en la iniciación de nuevos proyectos de obra residencial, tras la intensa corrección registrada en los siete años precedentes. En el presente recuadro se revisan las principales características de esta evolución reciente.

Entre el cuarto trimestre de 2014 y el tercero de 2017, la inversión en vivienda habría avanzado en promedio en torno al 1,5 % en tasa intertrimestral, un ritmo superior al registrado por la construcción en su conjunto (1 % en promedio), por lo que la vivienda ganó peso en la inversión en construcción en este período, hasta situarse en torno al 50 % del total, una cifra en línea con el promedio de las últimas dos décadas (véase gráfico 1). La evolución reciente refleja, entre otros factores, la progresión favorable del mercado de trabajo y de las condiciones de financiación aplicadas tanto a la adquisición de vivienda por parte de los hogares como a su promoción y construcción por parte de las empresas del sector.

En términos del PIB, el peso de este componente de la inversión se habría situado ligeramente por encima del 4,5 % en 2017, desde el mínimo del 4,1 % observado en 2013, un valor similar al del promedio de los países de nuestro entorno y muy alejado del 12 % alcanzado en 2007, punto álgido de la fase de expansión registrada por el sector antes de la crisis (véase gráfico 2). Comparado con dicho máximo, el nivel de este componente de la demanda acumuló una caída de en torno al 65 % hasta 2013, registrando un aumento ligeramente superior al 20 % desde ese momento.

El precio de la vivienda, que registró una caída del 37 % en términos nominales (del 45 % en términos reales) desde su nivel máximo del tercer trimestre de 2007 hasta el mínimo del primero de 2014, mantiene desde entonces una trayectoria de crecimiento, registrándose un avance acumulado del 16 % (véase gráfico 3), con gran disparidad en el ritmo de crecimiento de los precios según el territorio, siendo la Comunidad de Madrid, Cataluña y las Islas Baleares las comunidades autónomas donde el crecimiento ha sido mayor. Por tipo de vivienda, desde el mínimo alcanzado en

Gráfico 1
COMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN (a)

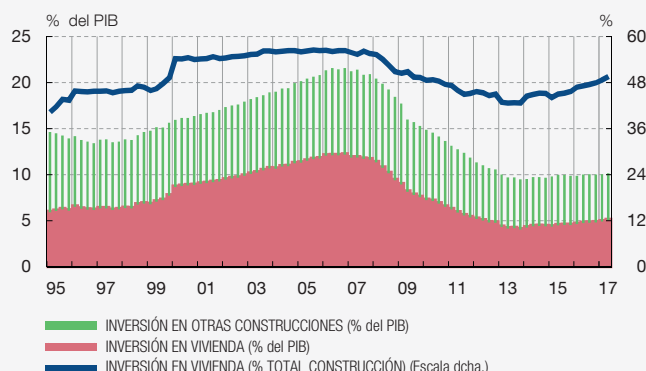


Gráfico 2
INVERSIÓN EN VIVIENDA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (b)

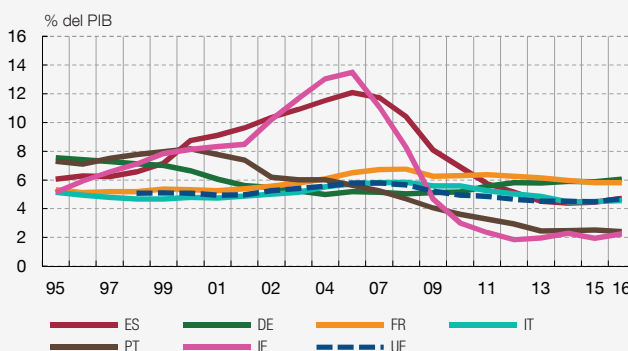


Gráfico 3
EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA DESDE EL MÁXIMO NOMINAL (III TR 2007) (a)

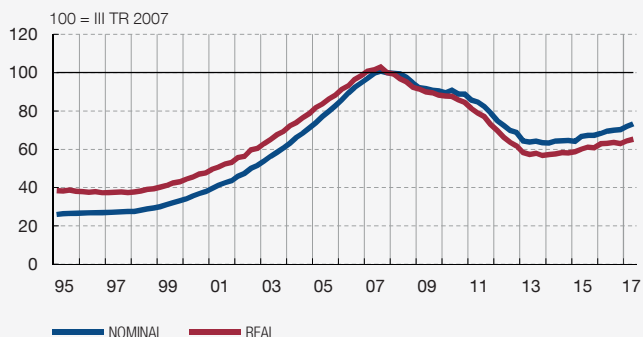
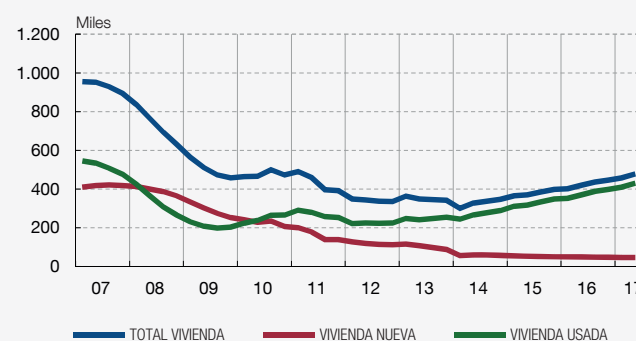


Gráfico 4
NÚMERO DE TRANSACCIONES DE COMPRAVENTAS DE VIVIENDAS (c)



FUENTES: Véanse notas.

- a Instituto Nacional de Estadística.
- b Eurostat.
- c Ministerio de Fomento.

2014, el crecimiento del precio de la vivienda nueva ha sido ligeramente superior al de la vivienda usada, aunque esta diferencia ha ido disminuyendo durante los últimos trimestres.

Por su parte, las transacciones de viviendas también reflejan una tendencia al alza desde 2014. En concreto, en 2016 se registraron unas 455.000 compraventas de viviendas, un 14 % más que en 2015, lo que, no obstante, equivale a un nivel solo ligeramente superior al 50 % del promedio anual de las llevadas a cabo entre 2004 y 2007 (en torno a 885.000)¹. Las transacciones de vivienda están principalmente sostenidas por el segmento de vivienda usada, mientras que las compraventas de vivienda nueva mantienen una trayectoria de ligero descenso (véase gráfico 4). Igualmente, el incremento de las ventas de vivienda se observa tanto en las

compras de ciudadanos extranjeros (en torno al 17 % del total en los últimos trimestres, frente a un promedio del 10 % observado durante los años 2006-2013) como en las adquisiciones por parte de residentes españoles (véase gráfico 5).

Este mejor tono de las ventas se refleja también, aunque con menor intensidad, en el mercado hipotecario, con un moderado aumento del número de nuevas hipotecas desde principios de 2015, en un contexto de reducción gradual del nivel agregado de endeudamiento de las familias (véase gráfico 6). En términos de saldos, se observa un mantenimiento de la tasa de contracción interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, lo que reflejaría que los nuevos préstamos concedidos para la adquisición de vivienda no son suficientes para compensar las amortizaciones. Por otro lado, en cuanto a los plazos, desde el inicio de la recuperación de este mercado se observa un aumento de la proporción de

1 El año 2004 es el primer dato disponible de la serie.

Gráfico 5
NÚMERO DE TRANSACCIONES DE COMPRAVENTAS DE VIVIENDAS DE NACIONALES Y EXTRANJEROS (d)

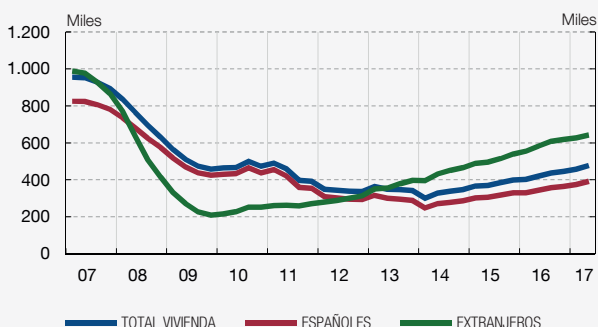


Gráfico 6
NUEVAS HIPOTECAS CONSTITUIDAS SOBRE VIVIENDAS Y EVOLUCIÓN DEL SALDO DE PRÉSTAMOS PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA (e)

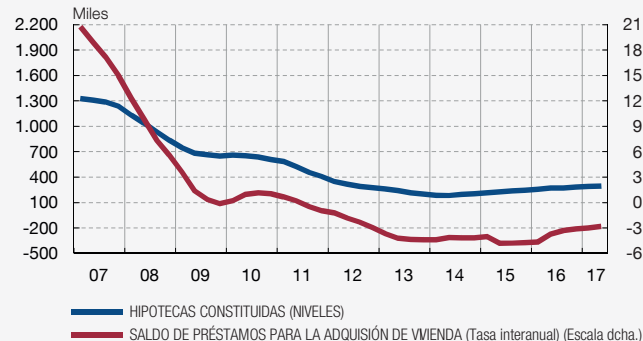


Gráfico 7
NÚMERO DE VIVIENDAS VISADAS (d)

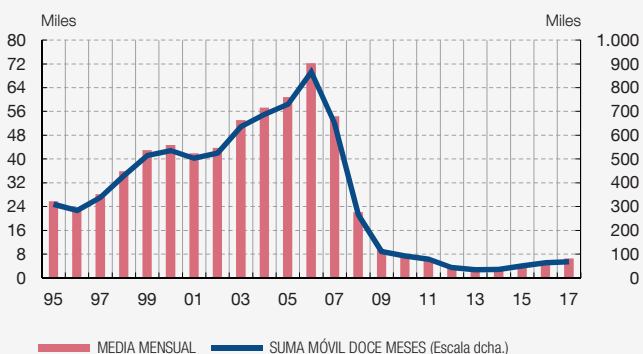
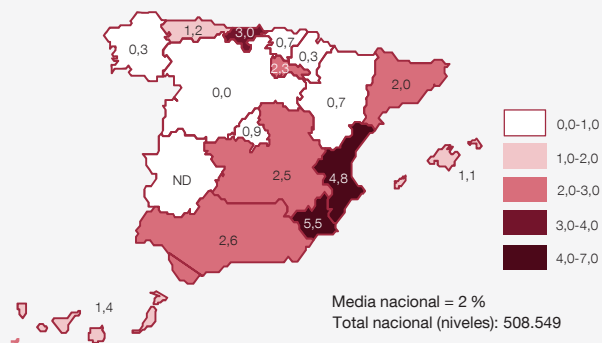


Gráfico 8
ESTIMACIÓN DEL STOCK DE VIVIENDAS SIN VENDER (I TR 2017) (f)
Porcentaje del parque de viviendas sobre el total de 2016



FUENTES: Véanse notas.

d Ministerio de Fomento.
e Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
f Estimaciones del Banco de España a partir de los datos del Ministerio de Fomento.

los préstamos para vivienda con períodos iniciales de fijación del tipo de interés entre uno y cinco años, y, a partir de 2016, con tipo de interés fijo a más de diez años².

Por el lado de la oferta, la iniciación de obra nueva residencial también se ha sumado a esta tendencia de mejora, aunque con cierto retraso³, en parte debido al elevado *stock* de viviendas sin vender resultado de la fase expansiva previa. En cualquier caso, el nivel de iniciación de viviendas es todavía reducido y se encuentra muy por debajo de lo observado durante las primeras fases de recuperación del sector, tras la crisis de principios de los noventa (véase gráfico 7).

El proceso de absorción del abultado *stock* de viviendas sin vender está siendo lento, en un contexto en el que el volumen de compras de vivienda nueva resulta todavía relativamente reducido, lo que actúa como un factor limitativo del grado de recuperación de la construcción residencial. En todo caso, el mercado presenta un elevado grado de heterogeneidad por zonas geográficas, de modo que la demanda se está concentrando en áreas que no coinciden necesariamente con aquellas en las que están localizadas las viviendas sin vender, lo que está dando lugar también a una evolución muy dispar de los precios. En este sentido, desde una perspectiva geográfica, las comunidades autónomas que

siguen presentando un mayor volumen de viviendas sin vender, en relación con el parque de viviendas, son las situadas, principalmente, en zonas costeras, donde el auge inmobiliario anterior a la crisis fue especialmente intenso (véase gráfico 8).

A medio y largo plazo, la evolución del mercado de la vivienda viene determinada, entre otros factores, por los de índole demográfica. Dadas las perspectivas actuales de evolución moderada de la población en España en el medio plazo⁴, cabe esperar que los crecimientos de la demanda residencial sean más modestos que durante el anterior ciclo expansivo, iniciado a finales del siglo pasado, en el que esta variable se comportó de manera muy dinámica⁵. Este factor podría mitigarse en un horizonte de más corto plazo en la medida en que la crisis pudo retrasar la decisión de formación de un hogar por parte de las cohortes de individuos más jóvenes, elemento que ahora estaría revirtiendo como consecuencia de la mejora del empleo.

2 Véase el recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», primer trimestre de 2017.

3 Los visados de obra nueva en edificación publicados por el Ministerio de Fomento se utilizan como indicador adelantado de la actividad de construcción de viviendas.

4 Véase P. Cuadrado (2017), «Evolución reciente y Proyecciones de la Población en España», *Notas Económicas*, 19 de enero de 2017, Banco de España.

5 Condicionadas en los amplios márgenes de incertidumbre que presentan las proyecciones de población a medio y largo plazo, las estimaciones disponibles indican que la demanda potencial de vivienda principal se situaría muy por debajo del número de viviendas terminadas durante la fase alcista del ciclo inmobiliario anterior. Véanse M.^a Ll. Matea Rosa, y M.^a C. Sánchez Carretero (2015), «Creación de hogares y necesidades de vivienda nueva principal a medio plazo», *Boletín Económico*, octubre 2015, Banco de España, y Á. L. Gómez, y M.^a C. Sánchez (2017), *Indicadores para el seguimiento y previsión de la inversión en construcción*, Documentos Ocasionales, n.º 1705, Banco de España.

La última crisis económica supuso que, entre los años 2008 y 2013, se perdieran más de cuatro millones de puestos de trabajo, un 20 % del total. La intensidad de la destrucción de empleo durante esta recesión fue muy superior a la de las dos anteriores, iniciadas, respectivamente, a mediados de los años setenta y a comienzos de los noventa, cuando los puestos de trabajo perdidos fueron aproximadamente un 10 % del total.

Por sectores, la disminución de empleo durante la crisis más reciente fue particularmente pronunciada en la construcción, donde la ocupación llegó a reducirse, en términos acumulados, en más de un 60 % (véase gráfico 1). No obstante, el impacto de la recesión fue muy intenso también en la industria, con una destrucción de puestos de trabajo en el entorno del 30 %, mientras que en la agricultura y los servicios de mercado la reducción de la cifra de ocupación osciló en torno al 15 %. Finalmente, en los servicios de no mercado el empleo permaneció aproximadamente estable, en consonancia con las limitadas fluctuaciones cíclicas que suele presentar la ocupación en estas ramas.

Si se comparan estos desarrollos con lo acontecido en la recesión precedente, de principios de la década de 1990, puede observarse una evolución relativamente similar en términos cualitativos, si se deja al margen el sector de la agricultura, en el que aún no había concluido en dicha década el proceso secular de reducción de empleo, asociado, entre otros factores, a la mecanización de esa actividad. En efecto, también en la crisis anterior fueron las ramas de la construcción, seguidas de las de la industria, las que se vieron más afectadas por la disminución de la ocupación, mientras que los servicios apenas destruyeron puestos de trabajo (véase gráfico 2)¹.

La recuperación iniciada en la segunda mitad de 2013 ha permitido recobrar recientemente el nivel de PIB previo a la crisis. Sin embargo, el empleo es todavía un 10 % inferior, a pesar de que la intensidad del proceso de creación de puestos de trabajo ha sido muy elevada en los cuatro años transcurridos desde el inicio de la recuperación, superando claramente a la observada en el período análogo de la fase expansiva anterior (véanse gráficos 3 y 4). Desde el punto de vista sectorial, el patrón de aumento de la ocupación desde el mínimo es, de nuevo, muy similar en ambos ciclos, con crecimientos superiores a la media en la construcción y los servicios de mercado y una recuperación más moderada en la industria, mientras que el empleo en los servicios de no mercado avanza a un ritmo menor². Si se desciende a un grado mayor de

desagregación, puede comprobarse cómo, dentro de los servicios de mercado, destaca en el ciclo actual el aumento del empleo en las ramas de hostelería y restauración, con tasas que superan a las de la construcción, frente a la recuperación precedente, donde destacó el crecimiento de la ocupación en las ramas de actividades profesionales y administrativas. Por su parte, dentro de la industria, el aumento del empleo se concentra en las ramas manufactureras (a diferencia de la recuperación anterior, en la que la generación de puestos de trabajo fue mucho más intensa en las ramas extractivas).

La evolución del empleo por ramas desde el máximo cíclico precedente de 2007 ha conducido a modificaciones profundas del peso de los distintos sectores dentro del empleo total (véase cuadro adjunto). En concreto, la proporción de trabajadores empleados en la construcción ha descendido en más de 7 pp (del 13,2 % del total al 5,9 %), y la de las manufacturas ha caído en casi 3 pp. Las ramas que han ganado más peso, todas ellas encuadradas dentro de los servicios de mercado, han sido las de Hoteles y restaurantes, Transporte, almacenamiento y comunicación, Educación, y Sanidad y servicios sociales, con un aumento conjunto de 7,5 pp (del 24,5 % al 32 %). En comparación con la situación al final del anterior ciclo expansivo que precedió al inicio de la crisis, por tanto, destaca la ganancia de peso de la rama de Hostelería y restauración, a expensas de la construcción, lo cual reflejaría el hecho de que, al tratarse de actividades donde el nivel de cualificación de la mano de obra es, en general, relativamente reducido, el trasvase de trabajadores entre ellas se ve facilitado³.

En general, los trasvases sectoriales de empleo observados en la recuperación no han incidido de manera apreciable en el nivel de productividad agregada. En el gráfico 5 se muestra la correlación entre la productividad por ramas al inicio de la recuperación y los cambios en los pesos del empleo de cada una de ellas dentro del total. Como se puede observar, esa correlación es solo ligeramente positiva, de modo que el empleo está fluyendo hacia sectores de mayor productividad, pero de forma modesta. En particular, entre las ramas con mayor crecimiento del empleo desde 2014, el sector de la construcción presenta una productividad mayor que la mediana, compensando, a grandes rasgos, la menor productividad en la hostelería.

Tomando una perspectiva temporal más amplia, los cambios sectoriales en la composición del empleo observados desde la crisis han contribuido positivamente al crecimiento de la productividad aparente del trabajo, pero lo han hecho en una magnitud reducida. En efecto, cuando se descompone el crecimiento agregado de la productividad en las contribuciones de los cambios en los pesos sectoriales y los cambios en las productividades dentro de cada sector (gráfico 6), se observa que es este último factor el que ha dado lugar a la mayor parte del incremento de productividad

1 De modo análogo, en la recesión que comenzó a mediados de los años setenta, el nivel de empleo en los servicios se mantuvo relativamente estable, mientras que descendió aproximadamente un 30 % en la construcción, industria y agricultura, si bien en este último caso, como se ha indicado, la naturaleza de la caída de la ocupación distaba de ser solamente cíclica.

2 En todo caso, mientras que en la construcción y la industria el nivel de empleo en términos absolutos en 2014 no era muy diferente del que podía observarse en 1994, la ocupación en el conjunto de los servicios casi había llegado a duplicarse entre esas dos fechas, como consecuencia del proceso de terciarización de la economía.

3 Véanse A. Lacuesta, S. Puente y E. Villanueva (2012), «Cambio sectorial e implicaciones para el desajuste ocupacional en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, e *Informe Anual, 2012*, recuadro 5.3 («Reasignación sectorial desde el inicio de la crisis»), Banco de España.

Gráfico 1
NIVEL DE EMPLEO CNTR POR GRANDES RAMAS DESDE 2008

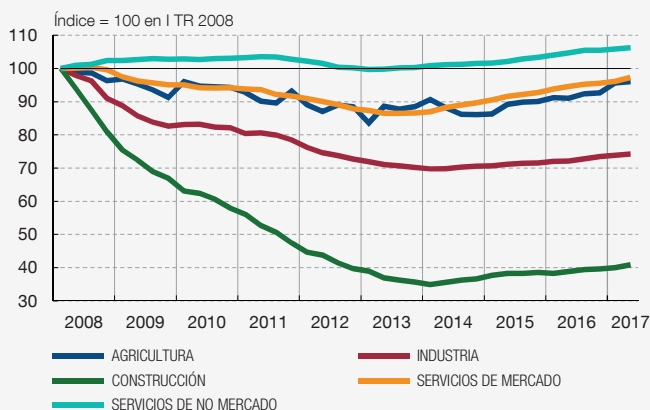


Gráfico 2
NIVEL DE EMPLEO CNTR POR GRANDES RAMAS EN LA CRISIS ANTERIOR

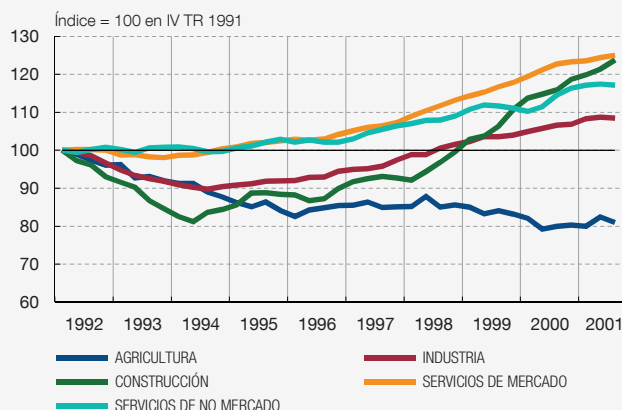


Gráfico 3
NIVEL DE EMPLEO CNTR POR GRANDES RAMAS DESDE EL INICIO DE LA RECUPERACIÓN ACTUAL

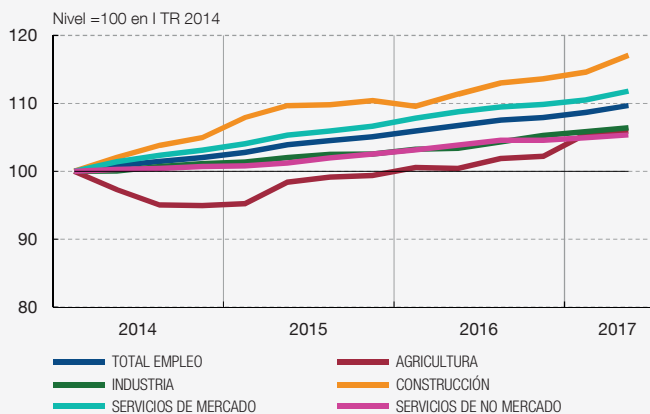


Gráfico 4
NIVEL DE EMPLEO CNTR POR GRANDES RAMAS DESDE EL INICIO DE LA RECUPERACIÓN EN 1993

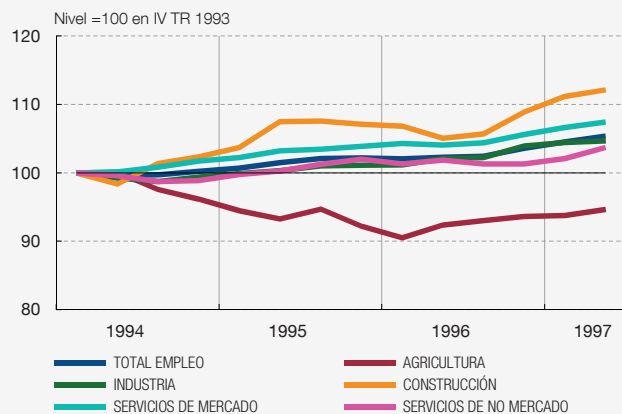


Gráfico 5
CAMBIOS EN LAS CUOTAS DE EMPLEO ENTRE 2014 Y 2017 POR RAMAS SEGÚN EL NIVEL DE PRODUCTIVIDAD (a)

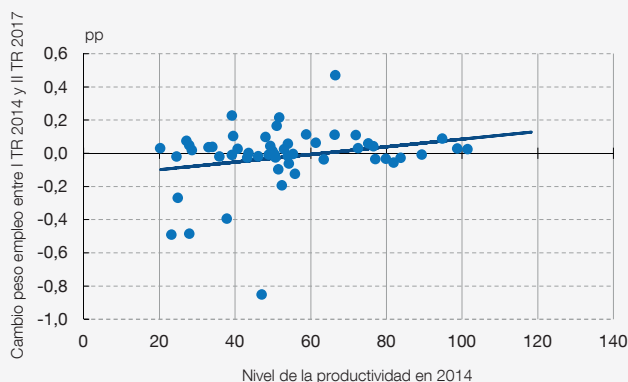
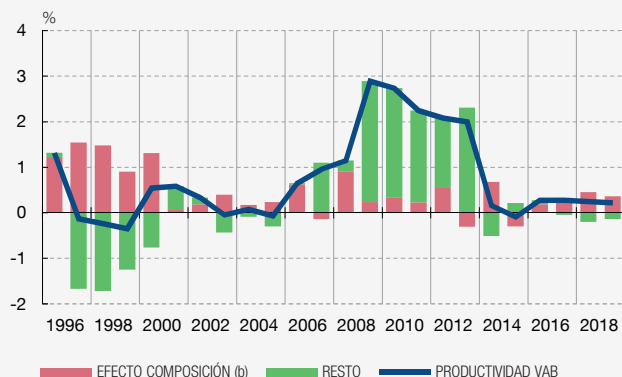


Gráfico 6
TASA DE VARIACIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL VAB Y EFECTO COMPOSICIÓN



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (CNTR y EPA).

- a Ramas a dos dígitos de la CNAE-2009. Empleo EPA. Se excluyen ocho ramas, por tener valores atípicos.
- b Recoge el efecto del cambio en el empleo, suponiendo constante la productividad de las 11 ramas consideradas entre dos periodos consecutivos.

observado y que este tuvo lugar en la fase de crisis, pero no así en la recuperación. Ello se explica porque la destrucción de empleo en las recesiones tiende a concentrarse entre los trabajadores con contrato temporal (de uso muy generalizado en todos los sectores), cuyo nivel de productividad tiende a ser relativamente más reducido como consecuencia de su menor experiencia. Además, en la recuperación, la productividad media del flujo de nuevas contrataciones está viéndose reducida, al incorporarse a la situación de ocupación personas con duraciones elevadas en la situación de desempleo y que probablemente estaban desarrollando tareas diferentes con anterioridad⁴.

4 Si bien la absorción de desempleados con niveles de cualificación relativamente reducidos observada recientemente puede llevar a una disminución de la calidad del factor trabajo a escala agregada, simultáneamente ha tenido lugar un repunte de la productividad total de los factores, lo que podría deberse a una reasignación de factores productivos hacia empresas más eficientes (véase capítulo 2, «La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión», Informe Anual, 2016, Banco de España.

En conclusión, la recuperación del empleo en la actual fase expansiva ha tendido a concentrarse, en términos absolutos, en varias ramas de los servicios, en algún caso muy conectadas con la expansión de la actividad turística. Con respecto al nivel mínimo pos-crisis, cabe destacar el aumento del empleo en la construcción, rama que desempeña un papel muy relevante a la hora de explicar las oscilaciones cíclicas de la economía española, como muestra que también presentara un mayor crecimiento relativo del empleo tras la recesión de comienzos de los años noventa. Ante la posibilidad de que las ramas de hostelería y construcción se aproximen a sus límites de creación de puestos de trabajo en el futuro próximo, parece necesario buscar fórmulas para expandir las oportunidades laborales de los desempleados con menor formación. Finalmente, una de las consecuencias en la crisis ha sido una mayor permanencia de los jóvenes dentro del sistema educativo. A futuro, ha de ser precisamente un mayor nivel de formación de las nuevas generaciones el factor que permita el trasvase de empleo hacia actividades que lleven asociado un mayor nivel de productividad. Por ello, es crucial la mejora de la calidad del sistema educativo.

Cuadro
PESO DEL EMPLEO DE LOS PRINCIPALES SECTORES EN ESPAÑA Y EL G4 (ALEMANIA, ITALIA, FRANCIA Y REINO UNIDO)

	España			G4 (a)			Diferencia España - G4		
	1993 (1)	2007 (2)	2016 (b) (3)	1993 (4)	2007 (5)	2016 (6)	1993 (1 - 4)	2007 (2 - 5)	2016 (b) (3 - 6)
Agricultura y pesca	9,5	4,4	4,2	4,1	2,5	2,0	5,4	1,9	2,2
Minería e industrias extractivas	0,5	0,3	0,2	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,0
Manufacturas	20,6	15,2	12,5	23,8	18,2	15,2	-3,2	-3,0	-2,7
Electricidad, gas y suministro de agua	0,7	0,6	1,1	1,1	0,8	1,4	-0,4	-0,2	-0,3
Construcción	9,5	13,2	5,9	7,6	7,5	6,7	1,8	5,7	-0,8
Comercio; reparación de vehículos de motor	17,0	15,3	16,1	17,3	14,3	13,7	-0,3	1,0	2,5
Hoteles y restaurantes	5,5	7,1	8,8	3,3	4,1	4,7	2,2	3,0	4,1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	6,0	5,8	8,1	6,2	6,0	8,2	-0,2	-0,2	-0,2
Intermediación financiera	2,9	2,5	2,5	3,7	3,5	3,4	-0,8	-1,1	-0,9
Actividades inmobiliarias, profesionales y administrativas	5,1	10,0	10,8	4,8	10,8	11,6	0,3	-0,8	-0,8
Administración Pública, Defensa y Seguridad Social obligatoria	6,5	6,1	6,9	8,3	7,7	7,1	-1,9	-1,6	-0,1
Educación	5,4	5,5	6,9	6,5	7,1	7,9	-1,1	-1,6	-0,9
Sanidad y servicios sociales	4,8	6,1	8,2	7,8	10,9	12,4	-3,0	-4,7	-4,2
Otras actividades asociativas, y de servicios personales	3,2	4,2	4,4	4,2	5,2	4,4	-1,0	-1,0	0,0
Actividades de los hogares (servicio doméstico)	2,9	3,7	3,4	0,8	1,1	1,1	2,1	2,6	2,3
Otros organismos extraterritoriales	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Media simple de los pesos de Alemania, Francia, Italia y Reino Unido.

b Datos de 2016 enlazados en el Banco de España para ser coherentes con la clasificación anterior.

Durante los últimos meses se ha observado una mejoría en la percepción de los inversores sobre la situación de las instituciones crediticias europeas, lo que ha tenido su reflejo en un descenso de

la volatilidad en los mercados de valores bancarios (véase recuadro 2 de este Informe), en una caída de las primas de riesgo y en la recuperación de las cotizaciones bursátiles.

Gráfico 1
PRIMAS DE RIESGO DE BANCOS Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO (CDS A CINCO AÑOS) (a)



Gráfico 2
PRIMAS DE RIESGO BANCARIAS POR PAÍSES (CDS A CINCO AÑOS) (b)

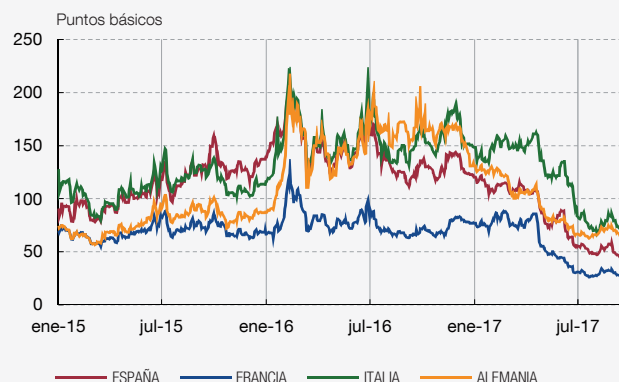


Gráfico 3
EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES GENERAL Y BANCARIO EN LA ZONA DEL EURO (c)



Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES BANCARIOS (c)

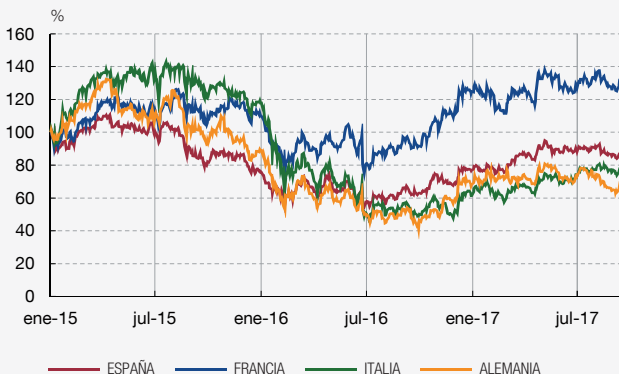


Gráfico 5
COSTE DE FINANCIACIÓN DE LA DEUDA SÉNIOR (d)

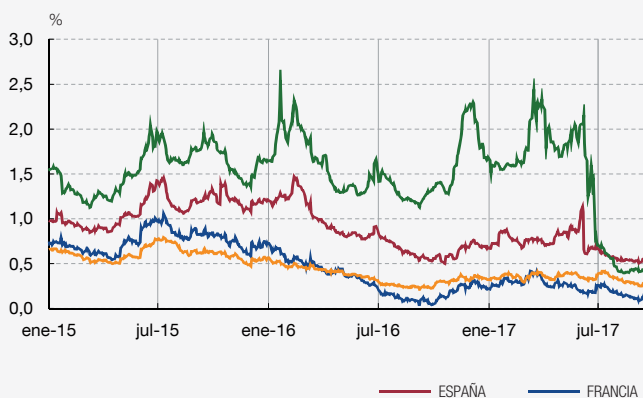
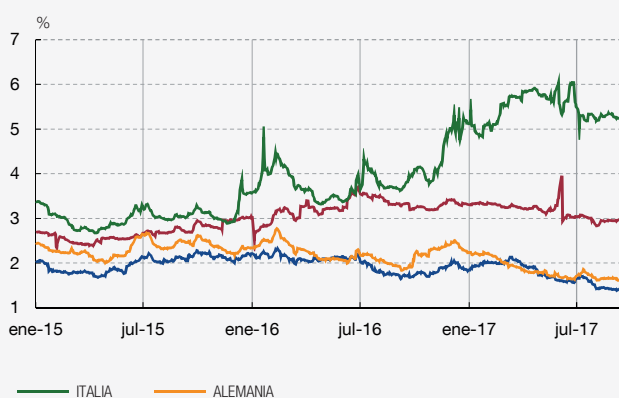


Gráfico 6
COSTE DE FINANCIACIÓN DE LA DEUDA SUBORDINADA (d)



FUENTES: Banco de España y Datastream.

- a Media ponderada por PIB de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Grecia, Holanda, Italia, Irlanda y Portugal.
- b Para cada país se ha hecho la media ponderada por capitalización bursátil de los CDS a cinco años de los principales bancos cotizados.
- c Para cada país se ha hecho la media ponderada por capitalización bursátil de las cotizaciones de las acciones de los principales bancos cotizados.
- d Para cada país se ha hecho la media ponderada por volumen de emisión de las rentabilidades de los bonos de los principales bancos cotizados.

En los mercados de renta fija, las primas de riesgo crediticio de los bancos europeos, medidas a través de los CDS a cinco años sobre la deuda sénior, han experimentado una notable reducción desde principios de año, sin apenas altibajos, lo que ha contribuido al estrechamiento de la brecha que vienen presentando con respecto a los CDS de las sociedades no financieras desde 2010 (véase gráfico 1). Este descenso de las primas de riesgo bancarias las ha situado en el tercer trimestre, en promedio, por debajo de los 80 puntos básicos (pb), alcanzando niveles que no se observaban desde mediados de 2008, si bien son todavía superiores a los del período previo al comienzo de la crisis. Esta dinámica se ha extendido a la mayoría de los países de la zona del euro (véase gráfico 2).

Por su parte, en los mercados bursátiles, en un contexto general de baja volatilidad, los precios de las acciones bancarias han crecido, desde primeros de año, en mayor medida que el conjunto de los índices europeos, aunque en los últimos meses su evolución ha sido algo peor (véanse gráficos 3 y 4).

La percepción más favorable de los mercados sobre los bancos europeos se ha producido en un contexto de mejora de las perspectivas macroeconómicas y de la situación financiera de las entidades. Así, el fortalecimiento de la economía de la zona del euro, que se encuentra en su quinto año consecutivo de crecimiento, y el aumento en los niveles de capital y liquidez de los bancos, junto con la mejora de la calidad de sus activos, han contribuido a que

los inversores tengan unas perspectivas más positivas acerca de la banca europea.

Esta evolución no se ha visto alterada por la liquidación y reestructuración de algunas entidades europeas en los meses centrales del año, de modo que no se han producido dinámicas de contagio reseñable hacia otros activos, ni de renta fija ni de renta variable. La estabilidad que han mostrado los mercados financieros ante noticias potencialmente negativas contrasta con lo ocurrido en el pasado. Así, en episodios anteriores (como los de febrero de 2016, cuando surgieron dudas acerca de la capacidad de alguna entidad para hacer frente al pago de los cupones de sus pasivos contingentes convertibles o CoCos), emergieron turbulencias en los mercados de valores que se reflejaron en incrementos de volatilidad, repuntes de las primas de riesgo y caídas significativas de las cotizaciones.

La menor percepción de riesgo por parte de los inversores se ha traducido en una bajada de los costes de financiación de los bancos en los mercados en el tercer trimestre. Así, los tipos de interés de la deuda sénior se han reducido a lo largo del año, hasta situarse en niveles históricamente bajos (véase gráfico 5). Por su parte, la rentabilidad de la deuda subordinada, que es la que potencialmente absorbería las pérdidas si estas superaran el capital de la entidad, también se ha reducido de manera apreciable en la mayoría de las principales jurisdicciones del área (véase gráfico 6).

2.1 Entorno exterior del área del euro

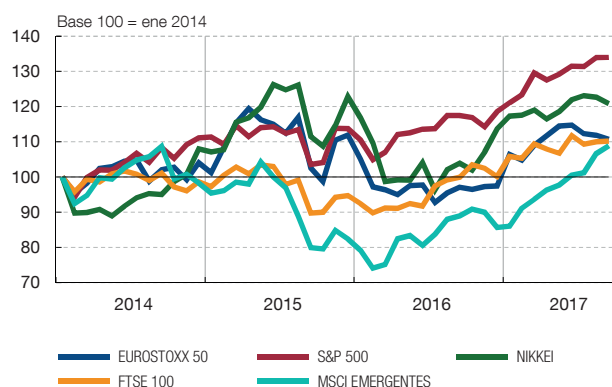
En los meses transcurridos del tercer trimestre de 2017, la situación económica y financiera internacional ha mantenido la pauta de mejora gradual del trimestre anterior. Los datos conocidos de PIB han sido, en conjunto, mejores de lo esperado, y han dado lugar a revisiones al alza de las previsiones de crecimiento para el año en curso y también, en menor medida, para el medio plazo. Estas noticias positivas de actividad contrastaron con los datos de inflación de los países desarrollados, cuyos componentes subyacentes se sitúan aún en niveles reducidos y, en general, por debajo de los objetivos de sus bancos centrales. Por su parte, los indicadores de volatilidad en los mercados financieros registraron nuevos mínimos, en un entorno de elevado apetito por el riesgo, en el que los flujos de capital hacia los mercados emergentes experimentaron un impulso renovado.

Una característica destacable de los mercados financieros internacionales en este tercer trimestre ha sido la acusada tendencia a la depreciación del dólar, tanto frente a las monedas de otros países avanzados (en especial, el euro, que se apreció cerca de un 6 % frente al dólar) como frente a las principales divisas emergentes, sobre todo las latinoamericanas. En este contexto, los tipos a largo plazo estadounidenses se han mantenido estables (en el entorno del 2,2 %), al igual que los del área del euro, Japón y Reino Unido, aunque en este último caso se han elevado moderadamente en la última semana. Las bolsas han seguido tendencias divergentes, con revalorizaciones en Estados Unidos, hasta marcar nuevos máximos, y descensos en Reino Unido, Japón y el área del euro, si bien en los dos últimos casos los índices repuntaron en el último mes. Las valoraciones, medidas por los PER, apenas han cambiado a lo largo del trimestre, manteniéndose un 15 % por encima de la media histórica, en el caso de Estados Unidos. En las economías emergentes, las bolsas han ascendido fuertemente (8 %), impulsadas por América Latina y, en especial, por Brasil (21,5 %). Asimismo, los diferenciales soberanos se han estrechado hasta niveles similares a los de mediados de 2014, a pesar de que en algunos casos se ha apreciado un aumento del riesgo político y se han producido algunas rebajas de calificaciones crediticias. Los flujos de capitales hacia las economías emergentes se han mantenido en positivo a lo largo del trimestre y las emisiones de deuda en la parte transcurrida del año superan ya en un 25 % el volumen acumulado en los nueve primeros meses del pasado ejercicio, si bien en los dos últimos meses han moderado su ritmo de crecimiento.

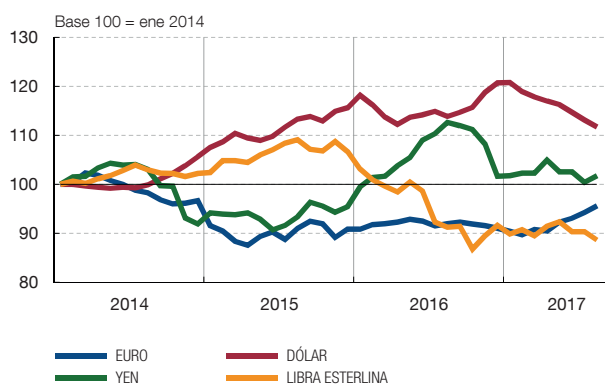
El índice de precios de materias primas disminuyó en torno a un 3 % en la parte transcurrida del tercer trimestre, debido a que la corrección del índice de alimentos (-9,3 %) compensó con creces el aumento del precio de los metales industriales (7 %). La evolución de estos últimos se está viendo condicionada por la mejora de la demanda de China y la retracción de la oferta asociada a conflictos laborales en algunos de los países productores. En cuanto al petróleo, el precio del barril de Brent aumentó un 30 % en el trimestre, cotizando en el entorno de los 58 dólares. La reacción inicial negativa al acuerdo alcanzado por la OPEP y otros productores en mayo se ha ido diluyendo, en un entorno de mayor dinamismo de la demanda, que ha contribuido a reducir las existencias, y de deterioro de las infraestructuras petrolíferas en Estados Unidos, debido a que la temporada de huracanes ha sido especialmente virulenta.

En el segundo trimestre, el crecimiento económico ganó robustez en las economías desarrolladas, superando los registros obtenidos en el trimestre anterior. El PIB de Estados Unidos avanzó un 3 % en tasa intertrimestral anualizada, empujado por el buen desempeño del

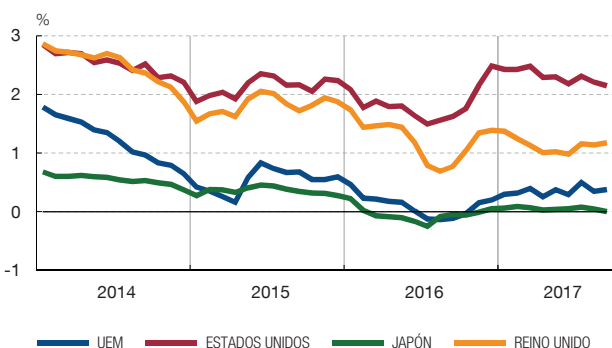
1 ÍNDICES BURSÁTILES



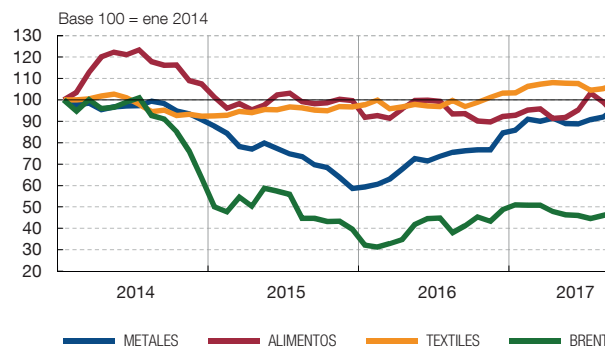
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



4 MATERIAS PRIMAS



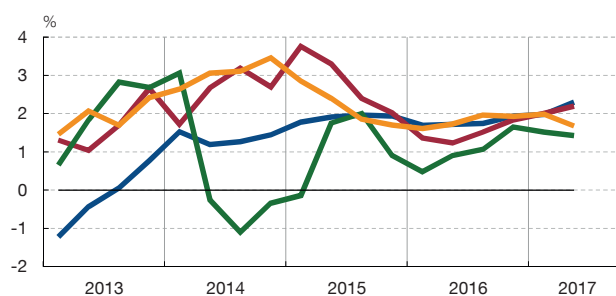
FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Un aumento del índice supone una apreciación de la moneda.
- b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

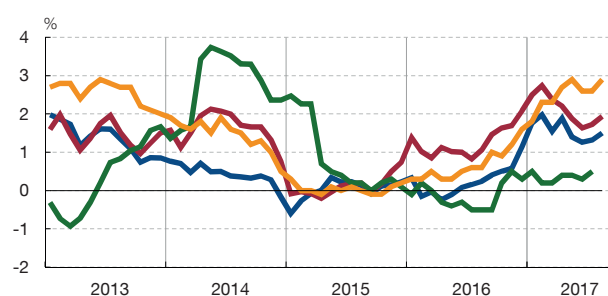
consumo de bienes duraderos y la inversión no residencial. En Japón, el PIB creció un 2,5 %, también en tasa intertrimestral anualizada, sostenido por el buen comportamiento de la inversión pública y del consumo privado. En el Reino Unido, el PIB aumentó, a pesar de la debilidad del consumo privado, un 0,3 % en tasa intertrimestral, sostenido por el consumo público y la inversión no residencial. Los indicadores adelantados para el tercer trimestre apuntan a una ligera desaceleración en Estados Unidos y a un mantenimiento del ritmo de avance en el Reino Unido y Japón.

Los registros de inflación en los países desarrollados se vieron afectados por la evolución de los precios de los alimentos y de la energía. En Estados Unidos, después de los máximos alcanzados a comienzos de año, la tasa de inflación interanual experimentó una paulatina reducción hasta el mes de julio (1,7 %), a medida que se iba diluyendo el efecto base del precio del petróleo. Sin embargo, este descenso se vio interrumpido por el aumento de la inflación en agosto, hasta el 1,9 %, debido al componente energético. En el Reino Unido, la inflación continuó en ascenso, reflejando el efecto de la depreciación de la libra, mientras que en Japón se mantuvo reducida. Con la excepción del Reino Unido, las tasas de inflación subyacente se mantienen en niveles inferiores a los objetivos de los bancos centrales. En este contexto, las autoridades monetarias de los tres países mencionados han mantenido su política monetaria sin cambios, si bien sí se han producido novedades en el tono de sus

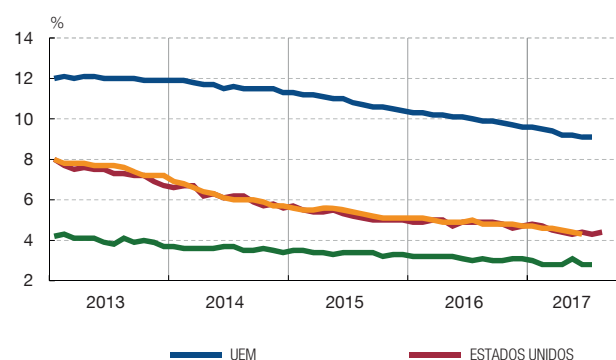
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



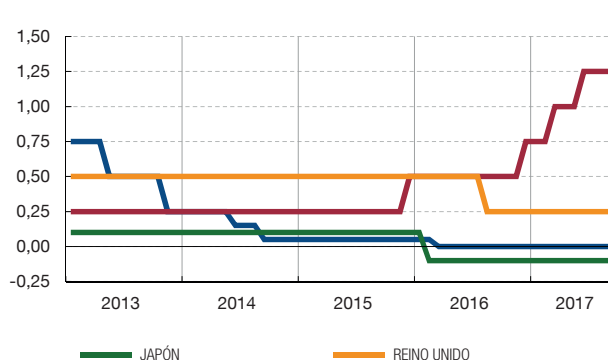
2 INFLACIÓN
Tasa interanual



3 TASA DE PARO (a)



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

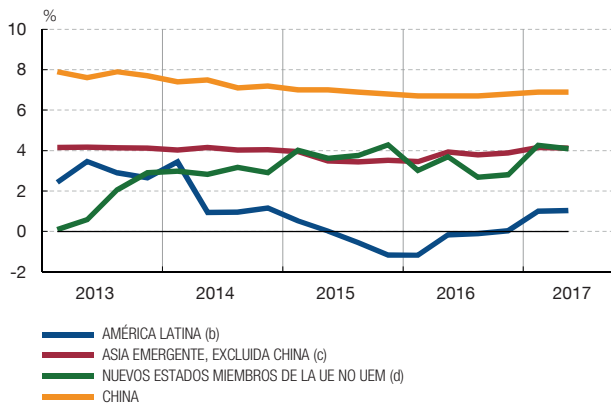
a Porcentaje de la población activa.

comunicados. En Estados Unidos, la publicación de las actas del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de junio debilitó las expectativas de un aumento de tipos en 2017, que, sin embargo, volvieron a repuntar tras la reunión de septiembre, en la que el FOMC aprobó el inicio de la reducción del balance de la Reserva Federal, según los planes ya anunciados en junio, y en la que la mayoría de sus miembros siguió proyectando una subida adicional del tipo oficial este año. En el Reino Unido, las actas publicadas en septiembre modificaron las expectativas a favor de un mayor endurecimiento de la política monetaria.

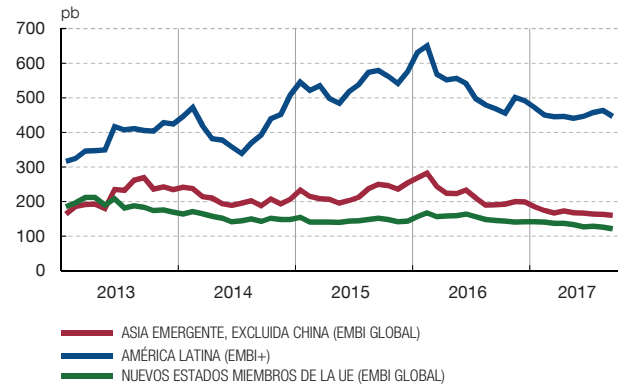
En las economías emergentes, la evolución de la actividad en el segundo trimestre también fue favorable. En el caso de China, el crecimiento del PIB se mantuvo en el 6,9% interanual, con contribuciones importantes de la inversión, incluyendo la relativa a infraestructuras, y del sector exterior. Por otro lado, en India la actividad se desaceleró levemente y el PIB creció un 5,6% en el segundo trimestre, evidenciando una retracción de la industria, compensada por una mejora del sector de servicios. La inflación en la región tendió a elevarse desde los bajos niveles precedentes.

Las seis economías con mayor peso en América Latina retornaron a tasas de crecimiento positivas en el segundo trimestre del año. En concreto, Brasil creció un 0,2% intertrimestral, llevando la tasa de crecimiento interanual a terreno positivo (0,3%). La actividad en México mantuvo su dinamismo, a pesar de las condiciones monetarias y fiscales restrictivas, y alcanzó un crecimiento intertrimestral del 0,6%. Argentina, Chile, Colombia y Perú crecieron a ritmos del 0,7% intertrimestral. Aunque la inflación se ha reducido en todos

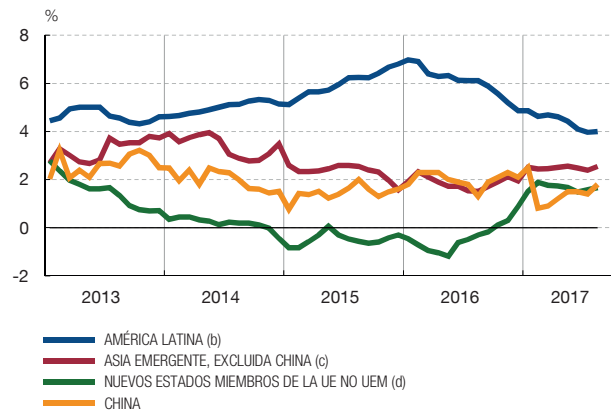
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



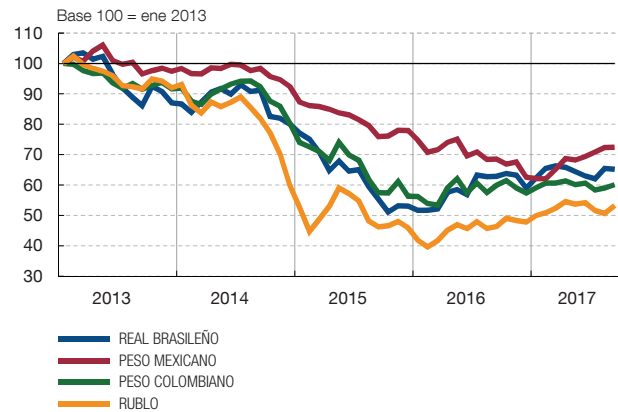
2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



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.cat.
- b Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- c Malasia, Corea, 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.

ellos, se mantiene por encima de los objetivos en México (6,7 % en agosto) y en Argentina (22,8 % en agosto), países cuyos bancos centrales no han modificado su política monetaria, a la espera de que el endurecimiento introducido en la primera mitad del año reduzca las tasas de inflación. Chile también ha mantenido su política monetaria inalterada tras el relajamiento del trimestre anterior. Los restantes bancos centrales de la región redujeron sus tipos de interés a medida que descendía la inflación. El de Brasil hizo dos bajadas de 100 puntos básicos (pb) cada una, dejando el tipo de interés en el 8,25 %; el de Colombia hizo tres recortes (uno de 50 pb y dos de 25 pb), hasta el 5,25 %; por último, Perú también ha reducido su tipo oficial en dos ocasiones, dejándolo en el 3,50 %.

En otras regiones emergentes, Turquía registró un crecimiento notable del PIB (5,1 % interanual), debido en parte a las medidas de estímulo introducidas por el Gobierno a finales de 2016 y principios de este año. La inflación se mantuvo elevada (10,7 % en agosto) y el

banco central no ha realizado cambios de política monetaria, manteniendo una orientación restrictiva. En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el crecimiento registró un notable dinamismo en el segundo trimestre, especialmente en Polonia, Rumanía y la República Checa. En Rusia, el avance del PIB se situó en el 2,5 % interanual en el segundo trimestre, lo que supone el mejor registro en más de cuatro años, confirmando las señales favorables que mostraban los indicadores adelantados.

2.2 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

Las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional y los indicadores relativos al tercer trimestre del año confirman la mejora paulatina de la actividad económica del área del euro, apoyada en una política monetaria muy acomodaticia y un entorno global relativamente benigno. En este marco, las previsiones macroeconómicas del BCE publicadas a principios de septiembre revisaron al alza el crecimiento esperado para 2017, hasta el 2,2 %, si bien se proyecta una desaceleración para los años 2018 y 2019.

Por otra parte, aunque la inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles de los precios, registró un ligero ascenso, todavía no se aprecian síntomas de un ajuste sostenido hacia los niveles de referencia del BCE, inferiores pero próximos al 2% a medio plazo. En este sentido, las previsiones más recientes del BCE apenas revisan el comportamiento esperado de la inflación, que se situaría en el 1,5 % en 2017, el 1,2 % en 2018 y el 1,5 % en 2019. La traslación a los precios de consumo de la apreciación del euro estimada por el BCE es relativamente moderada, en la medida en que la reciente apreciación del tipo de cambio estaría reflejando en parte la mejoría de la demanda interna.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de septiembre, subrayó la necesidad de preservar un elevado grado de acomodación monetaria y anunció que en octubre tomará, en principio, el grueso de las decisiones sobre el futuro del programa de compras de activos más allá del actual horizonte que finaliza en diciembre. Además, el Consejo reiteró la necesidad de que, en las circunstancias actuales, las restantes políticas económicas contribuyan decididamente a reforzar el crecimiento potencial de la economía y a reducir posibles vulnerabilidades.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Según la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro creció en el segundo trimestre de 2017 un 0,6 %, una décima más que en el trimestre precedente, apreciándose un dinamismo generalizado por países y sectores económicos (véase cuadro 2). El avance interanual se elevó hasta el 2,3 %, tras el 2 % del primer trimestre. Por componentes, el crecimiento del producto se sustentó de nuevo en el consumo, tanto privado como público, y también en la formación bruta de capital fijo. Por su parte, la demanda exterior neta mantuvo una aportación positiva, aunque inferior a la del trimestre anterior. En los principales países del área, el crecimiento mostró una tónica de marcada estabilidad. Así, se ralentizó una décima en Alemania, hasta el 0,6 %; se aceleró en la misma magnitud en España, hasta el 0,9 %; y se mantuvo inalterado en Francia y en Italia (en el 0,5 % y el 0,4 %, respectivamente). Por su parte, el empleo en la UEM siguió revelando una notable fortaleza, con un incremento en el segundo trimestre del año del 0,4 % intertrimestral, tras el 0,5 % del trimestre previo.

La información coyuntural disponible relativa al tercer trimestre del año apunta, en general, al mantenimiento de la pujanza de la actividad (véase gráfico 5). Así, los indicadores de confianza empresarial elaborados por la Comisión Europea (CE) y las encuestas realizadas a los directores de compras (PMI) han registrado, de forma generalizada, avances adicionales. Asimismo, el indicador de confianza de los consumidores de la CE permaneció en registros históricamente elevados, al igual que ocurrió con las expectativas de crea-

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

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

a Información disponible hasta el día 25 de septiembre de 2017.

b Media del trimestre. Último dato disponible, julio de 2017.

c Fin de período. Último dato disponible, agosto de 2017.

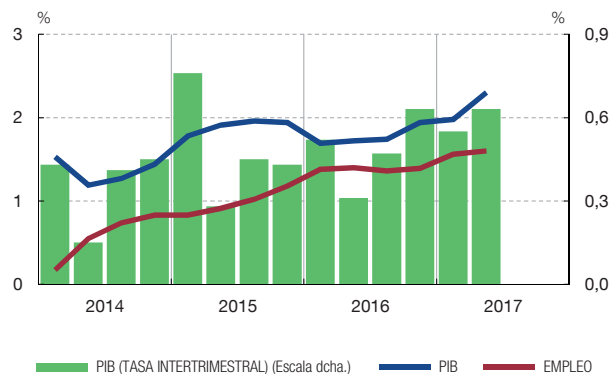
ción de empleo en los servicios y la construcción, mientras que las referidas a la industria prolongaron su repunte. En el ámbito de la demanda exterior, la valoración de la cartera de pedidos de exportación retrocedió en julio y agosto, en contraste con la mejora de las expectativas de exportación en el tercer trimestre.

En cambio, los indicadores de carácter cuantitativo disponibles, con información más retrasada, arrojan, en general, resultados algo menos favorables. Así, las ventas minoristas y las matriculaciones retrocedieron en julio, si bien las segundas repuntaron en agosto. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial mostró en junio un marcado retroceso, al que siguió un ligero incremento en julio. Por su parte, la tasa de paro permaneció en julio en el 9,1 %.

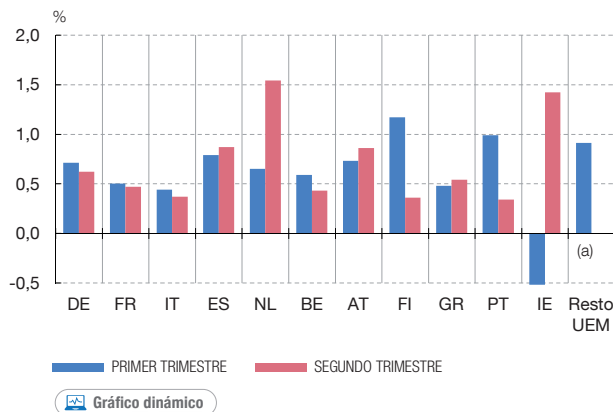
En resumen, la información más reciente confirma, en términos generales, la fortaleza de la recuperación en el área del euro. El crecimiento económico sigue descansando en el consumo privado, impulsado por las condiciones financieras favorables, el dinamismo del empleo y el aumento de la riqueza de los hogares. Asimismo, se aprecia un mayor dinamismo de la inversión, sustentada por la mejora de la rentabilidad empresarial. Finalmente, la recuperación del comercio mundial está teniendo un efecto positivo sobre las exportaciones que está compensando el impacto negativo asociado a la apreciación del euro. A medio plazo, las previsiones disponibles apuntan a una prolongación de la recuperación económica, compatible con una cierta moderación del dinamismo más reciente. Así, el BCE, en su ejercicio de previsión de comienzos de septiembre, ha elevado tres décimas el crecimiento esperado para 2017 —hasta el 2,2 %—, como consecuencia de las revisiones de las cifras de la Contabilidad Nacional en la última parte de 2016 y del mayor dinamismo registrado en el primer semestre del presente año, y ha mantenido las previsiones para 2018 y 2019 en el 1,8 % y el 1,7 %, respectivamente (véase cuadro 3).

En el ámbito de los precios, la inflación mostró en los últimos meses una mayor estabilidad, tras la volatilidad registrada al inicio del año, y se situó en el 1,5 % en agosto. La inflación subyacente alcanzó el 1,3 % por segundo mes consecutivo; no obstante, las señales que indican un incremento sostenido de la inflación subyacente son todavía preliminares. A pesar

1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual



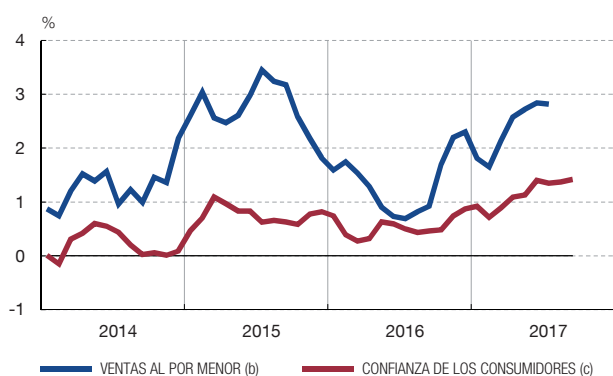
2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral



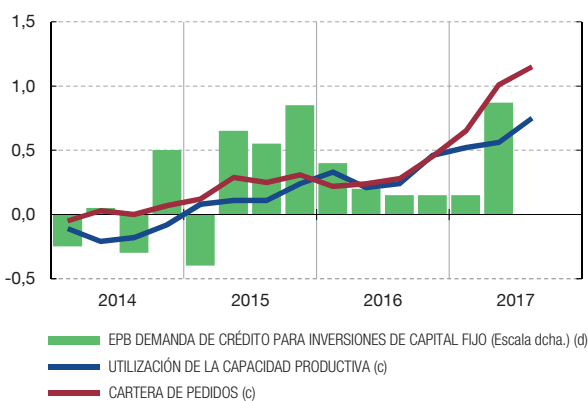
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



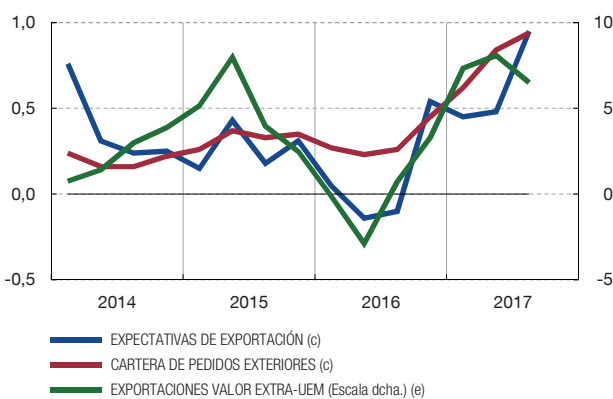
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

- a Dato no disponible para el segundo trimestre.
- b Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.
- c Series normalizadas para el período representado.
- d 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.
- e Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

Descargar

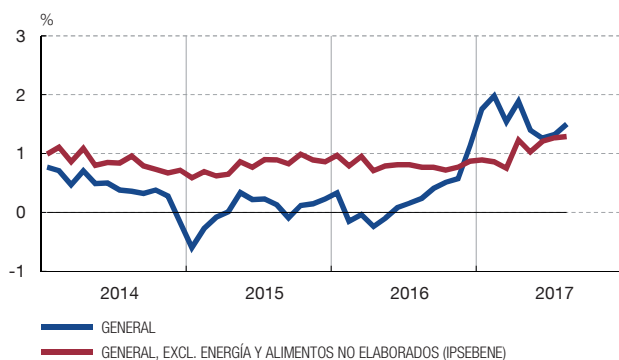
	2017		2018		2019	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (septiembre de 2017)	2,2	1,5	1,8	1,2	1,7	1,5
Comisión Europea (mayo de 2017)	1,7	1,6	1,8	1,3	—	—
OCDE (junio de 2017)	1,8	1,7	1,8	1,4	—	—
Fondo Monetario Internacional (julio de 2017)	1,9	—	1,7	—	—	—
Consensus Forecast (septiembre de 2017)	2,1	1,5	1,8	1,3	—	—
Eurobarómetro (septiembre de 2017)	2,1	1,5	1,8	1,3	—	—

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

UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 6

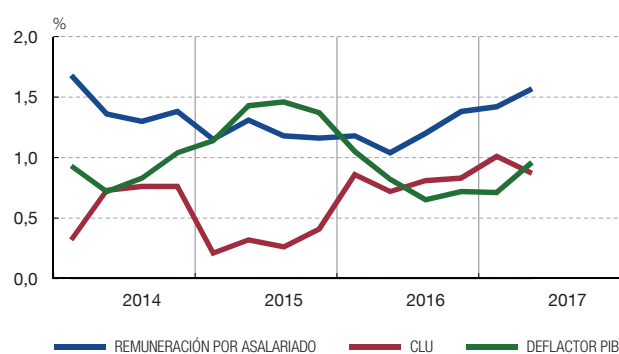
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



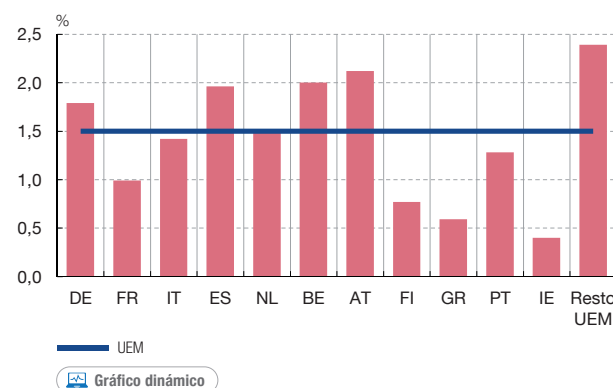
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



IAPC GENERAL
Agosto de 2017



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

[Descargar](#)

del vigor de la actividad, el moderado avance de los costes laborales unitarios y la apreciación del tipo de cambio del euro están contribuyendo a mantener la tasa de inflación en niveles reducidos. En este sentido, las últimas previsiones del BCE revisaron marginalmente a la baja los valores de inflación esperados para el horizonte 2017-2019, hasta el 1,5 %, el 1,2 % y el 1,5 %, respectivamente. Por su parte, los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantienen aún en valores alejados del objetivo del 2 %.

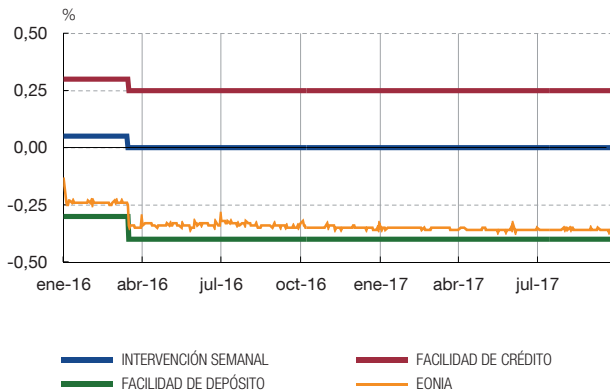
Los bajos tipos de interés y la solidez de la recuperación han sostenido el proceso de reducción gradual del déficit presupuestario en la zona del euro en los trimestres recientes. En su conjunto, se estima que la política fiscal mantendrá un tono prácticamente neutro en 2017 como resultado de la combinación de medidas discrecionales marginalmente expansivas en Alemania y Holanda, y ligeramente contractivas en Francia. Por otra parte, el Consejo ha cerrado el procedimiento de déficit excesivo de Grecia, debido a la mejoría que presenta la situación presupuestaria de la economía helena tras varios años de consolidación fiscal, con lo cual, solo dos economías del área —España y Francia— permanecen bajo el brazo correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Durante el tercer trimestre, la evolución de los mercados financieros estuvo marcada por la apreciación del tipo de cambio del euro (véase gráfico 7). En los mercados de deuda soberana, las rentabilidades negociadas y los diferenciales frente al bono alemán a diez años experimentaron movimientos dispares y, en términos generales, de una magnitud reducida. Por su parte, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron, con oscilaciones, en un rango relativamente estrecho. Asimismo, el descenso de la volatilidad en los mercados de valores bancarios y la caída de las primas de riesgo que se observó en la primera mitad del año no se vieron alterados por los procesos de liquidación y reestructuración de algunas entidades europeas que tuvieron lugar en los meses centrales del año y, aunque los precios de las acciones bancarias interrumpieron su trayectoria ascendente, no se apreciaron episodios de contagio reseñables (véase recuadro 6).

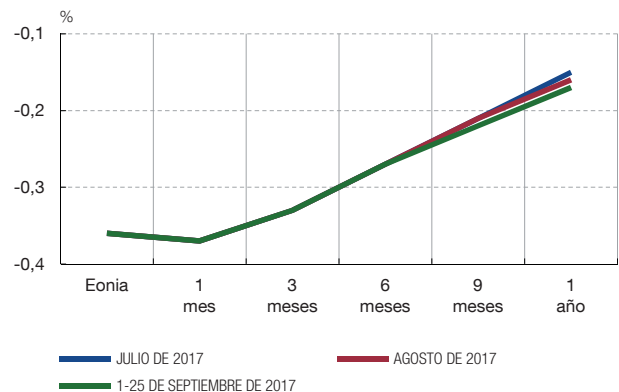
En un entorno de contención de la inflación subyacente —que, en general, constituye un buen predictor de la inflación general a medio plazo—, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de septiembre, mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales (en el 0 % para las operaciones principales de financiación y en el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente, para las facilidades marginales de crédito y depósito) y señaló que estos continuarán en los niveles actuales durante un período prolongado que excede el horizonte del programa de adquisición de activos (APP). En relación con este último, el Consejo confirmó que se mantendrá el ritmo actual de adquisiciones de 60 mm de euros netos mensuales hasta diciembre de 2017 o más allá, si fuera necesario, y en todo caso hasta que se observe un ajuste sostenido de la inflación hasta valores más coherentes con el objetivo de medio plazo. El Consejo consideró que aún es necesario un grado muy sustancial de acomodación monetaria para que la inflación alcance de forma sostenida valores más congruentes con la referencia de medio plazo del 2 % y anunció que en otoño decidirá sobre las modificaciones de los parámetros del programa de compra de activos que se harían efectivas más allá de finales del presente año.

Los tipos de interés de deuda pública y los diferenciales frente al bono alemán a diez años —cuya rentabilidad alcanzó, a finales de septiembre, el 0,42 %— han mostrado tendencias dispares (véase gráfico 7.4), con variaciones, en general, de escasa magnitud, excepto en Portugal, donde se observó un retroceso, y en Grecia, con un aumento. Por su parte, el diferencial de rentabilidad de la deuda estadounidense a diez años con respecto al *Bund* se sitúa en torno a los 180 pb, un nivel similar al alcanzado a finales de junio.

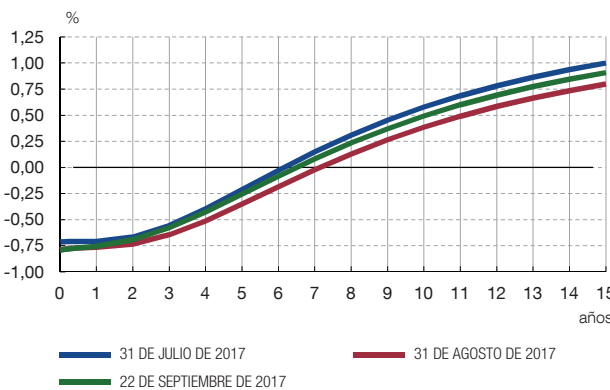
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



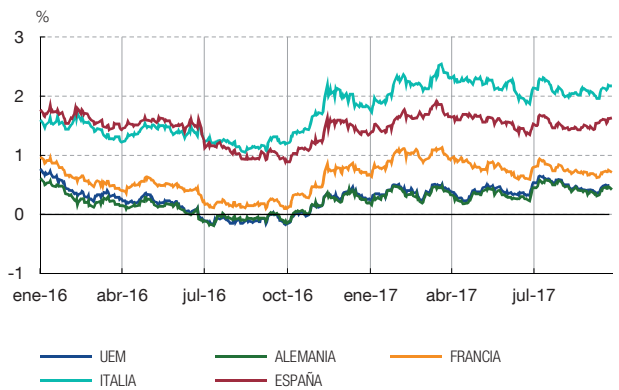
2 MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



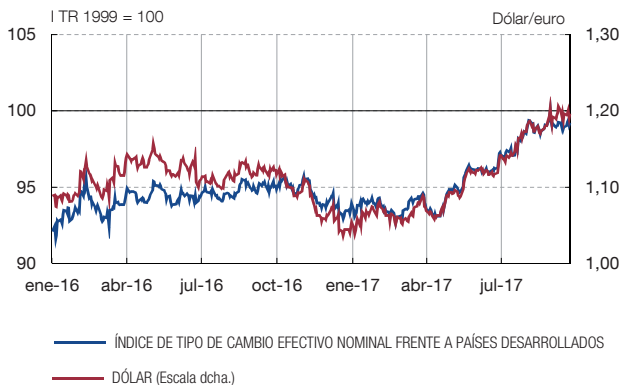
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



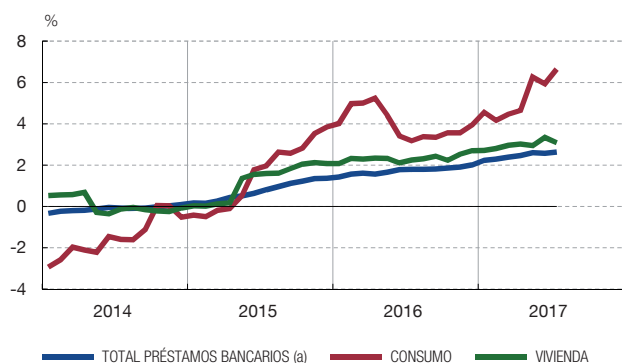
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En los mercados bursátiles, el índice EUROSTOXX 50 anotó en el conjunto del trimestre un incremento del 2,8 %, de manera que la revalorización desde el principio de año alcanza el 7,5 %, en un contexto de baja volatilidad. Las cotizaciones del sector bancario oscilaron dentro de un rango reducido, interrumpiendo la trayectoria ascendente que habían registrado en la primera mitad del año (véase recuadro 6).

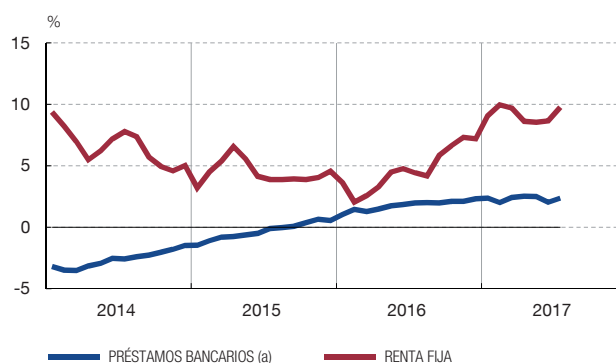
1 HOGARES

Tasas de variación interanual



2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.



En el mercado de divisas, lo más destacable fue la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro, de un 2 % en el tercer trimestre, tras la revalorización del 4,2 % registrada en el trimestre previo (véase gráfico 7.6). Por monedas, la apreciación del euro fue generalizada. En particular, la moneda única se apreció un 4 % frente al dólar, cotizando, al cierre de este Boletín, a 1,19 dólares, nivel que no se alcanzaba desde comienzos de 2015.

Por último, los préstamos a empresas no financieras y a hogares mantuvieron su senda de recuperación en julio, hasta alcanzar tasas de variación interanual del 2,4 % y del 2,6 %, respectivamente, reflejando una aceleración en los créditos concedidos a las sociedades y una estabilización en ritmos similares a los del mes precedente de los otorgados a los hogares (véase gráfico 8). La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en la zona del euro del segundo trimestre de 2017 sugiere que el crecimiento del crédito está respaldado tanto por una mejora de las condiciones de concesión (excepto en el caso de los créditos al consumo) como por el incremento de la demanda en todos los segmentos. En relación con los agregados monetarios, la tasa de avance interanual de M3 disminuyó cinco décimas en julio, situándose en el 4,5 %. La tasa interanual del agregado más estrecho —M1— se desaceleró seis décimas, hasta el 9,7 %.

3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

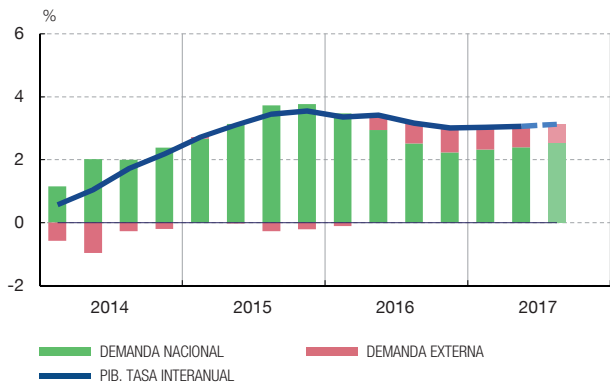
El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se situó en el 0,9 % en el segundo trimestre de 2017, tasa una décima superior a la registrada en el primer trimestre del año (véase gráfico 9). El aumento del producto en el período abril-junio descansó en gran medida en la demanda interna, con una contribución positiva de 0,6 puntos porcentuales (pp), si bien ligeramente menor que en el trimestre precedente. El menor dinamismo de este agregado reflejó la desaceleración de la inversión —excluido el componente de la construcción— y del consumo público, evolución que no pudo ser compensada por la aceleración del consumo privado. Por su parte, la demanda externa neta aumentó su aportación positiva respecto al primer trimestre en dos décimas, hasta 0,3 pp, como resultado de una ralentización de las importaciones mayor que la de las exportaciones, tras el notable vigor mostrado por ambos flujos a comienzos de año. En tasa interanual, el PIB creció en el segundo trimestre un 3,1 %, una décima más que en el trimestre anterior, y el empleo se aceleró en tres décimas, hasta el 2,8 %.

De acuerdo con la información coyuntural más reciente, el ritmo de expansión del PIB en el tercer trimestre habría sido algo inferior al observado en el trimestre previo, hasta situarse en el entorno del 0,8 %. El avance del producto continuaría sustentado 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, aunque inferior a la registrada en el segundo trimestre. Por último, el empleo se habría desacelerado en el tercer trimestre, tras la elevada tasa observada en el trimestre anterior.

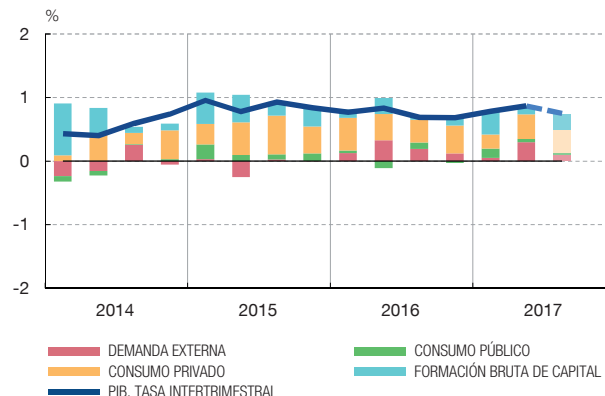
En el período transcurrido del tercer trimestre, los precios de consumo han mantenido un crecimiento estable, tras su acusado repunte a principios de año y posterior desaceleración hasta junio. No obstante, se ha observado cierta heterogeneidad en la evolución por componentes durante el período más reciente. Así, los precios de los alimentos no elaborados y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se desaceleraron entre junio y agosto, dinámica que se vio más que compensada por una aceleración de los precios energéticos y de los alimentos elaborados. Como resultado, la tasa de variación interanual del IPC ascendió en agosto hasta el 1,6 %, una décima más que la observada en los dos meses precedentes, a la vez que el ritmo de avance interanual del IPSEBENE, que aproxima el núcleo subyacente de los precios, se situó en el 1,2 %, la misma la tasa que en junio.

En el tercer trimestre del año, la volatilidad en los mercados financieros españoles se ha mantenido en niveles reducidos, cercanos a sus mínimos históricos, sin que los diversos episodios de tensión acaecidos en el período hayan generado grandes turbulencias (de modo similar a lo observado a escala global —véase recuadro 2—). En los mercados bursátiles, el IBEX-35 se situaba, en la fecha de cierre de este Informe, un 2,2 % por debajo de los niveles de finales de junio, evolución más desfavorable que la del EUROSTOXX 50, que avanzaba un 2,8 % en el mismo período. Con respecto a la renta fija soberana, la rentabilidad del bono español a diez años se ha incrementado ligeramente durante este período, situándose en el 1,6 %, mientras que su equivalente alemán ha mostrado un leve retroceso, por lo que el diferencial entre ambos se ha ampliado en 13 pb, hasta los 120 pb (véase gráfico 10.1). Por su parte, las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por las sociedades financieras y no financieras apenas han variado. Finalmente, en el mercado interbancario, los tipos de interés han permanecido inalterados, por lo que el euríbor a doce meses continúa en territorio negativo (-0,17 %).

1 APORTACIONES AL CRECIMIENTO ANUAL



2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL



[Gráfico dinámico](#)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

[Descargar](#)

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a hogares y sociedades se han mantenido en niveles reducidos, lo que ha favorecido el dinamismo de la actividad en el mercado crediticio, en el que se observaron nuevos incrementos del volumen de nuevas operaciones. Sin embargo, en términos de los saldos vivos, las caídas interanuales de los préstamos bancarios a familias y sociedades se intensificaron algo durante los últimos meses, aunque en el segundo caso dicha intensificación está ligada a operaciones puntuales llevadas a cabo por una entidad de crédito. Por último, la información más reciente sobre la posición financiera de los hogares, correspondiente al segundo trimestre de 2017, muestra que la ratio de endeudamiento del sector apenas habría variado en este período, mientras que la carga financiera habría disminuido ligeramente. En el caso de las sociedades, ambos indicadores habrían vuelto a descender.

3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

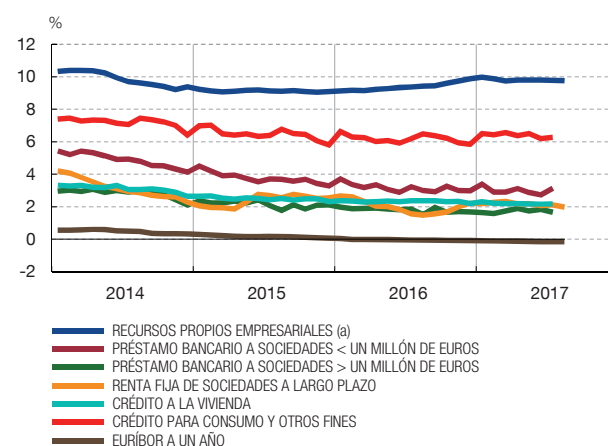
Según la información más actualizada, la tasa de variación intertrimestral del gasto en consumo de los hogares se habría situado en el tercer trimestre en el 0,6 %, ligeramente por debajo del 0,7 % observado en el período abril-junio (véase gráfico 11). En términos generales, tanto los indicadores cualitativos como los cuantitativos han mostrado una evolución más moderada que en el trimestre anterior. Entre los primeros, perdieron fuerza, entre otros, el índice de opinión de la confianza del consumidor y el PMI de bienes de consumo, aunque siguen mostrando unos niveles relativamente elevados. También una mayoría de indicadores cuantitativos registraron una evolución menos favorable, con avances más moderados con respecto al trimestre anterior en los afiliados a la Seguridad Social, y en los índices de comercio al por menor y de producción industrial de bienes de consumo.

Respecto a la inversión en vivienda, la información disponible apunta a una continuación de su desaceleración reciente en el tercer trimestre, aunque continuaría mostrando tasas de crecimiento elevadas, en un contexto en el que se observan menores crecimientos de los indicadores contemporáneos, particularmente en el empleo y la producción de materiales de construcción. Por su parte, los precios de la vivienda libre, según la información proporcionada por el INE, continuaron su aceleración en el segundo trimestre del año, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 5,6 %, frente al 5,3 % del trimestre anterior.

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

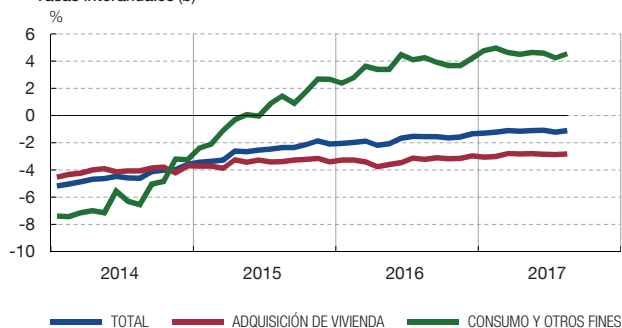


2 COSTE DE FINANCIACIÓN



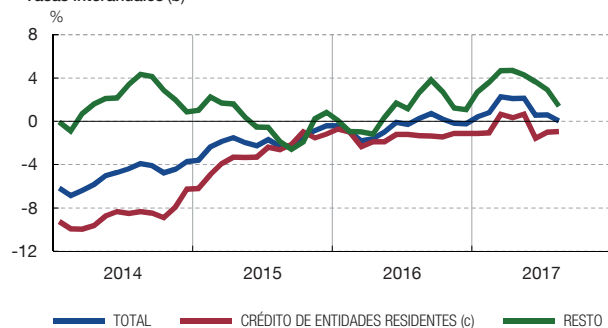
3 CRÉDITO A HOGARES

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.

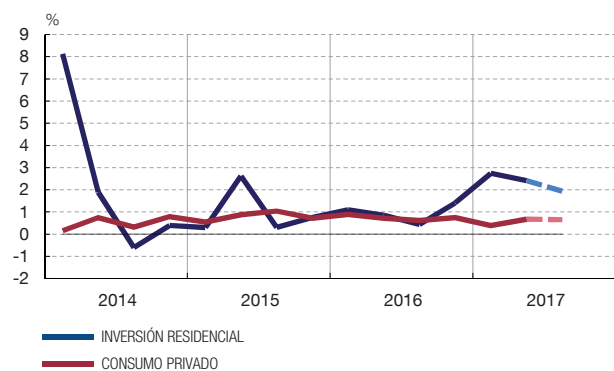
Descargar

Este mayor dinamismo vino explicado por la evolución de los precios de la vivienda usada, que concentra el grueso de las transacciones. El recuadro 4 ofrece una visión panorámica de la evolución de la inversión residencial desde el inicio de la recuperación.

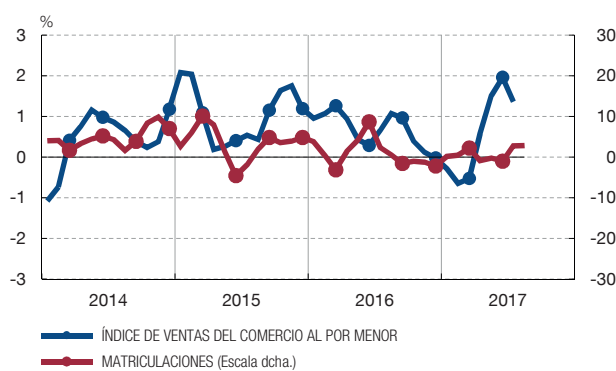
Entre marzo y julio, los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito a los hogares han continuado en niveles reducidos. El coste de los préstamos para la adquisición de vivienda se mantuvo en sus registros mínimos (2,2%), mientras que el del crédito bancario destinado a consumo y otros fines, que presenta una mayor volatilidad, disminuyó en 0,3 pp, situándose en el 6,3% (véase gráfico 10.2).

De acuerdo con las contestaciones recibidas a la edición de julio de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), las entidades mantuvieron inalterados los criterios de aprobación de préstamos a hogares en el segundo trimestre del año, tanto para la adquisición de vivienda como para el consumo y otros fines, al tiempo que las condiciones generales aplicadas a los créditos concedidos se suavizaron en ambos segmentos (en especial, los márgenes ordinarios). Por el lado de la demanda, las entidades colaboradoras con la EPB

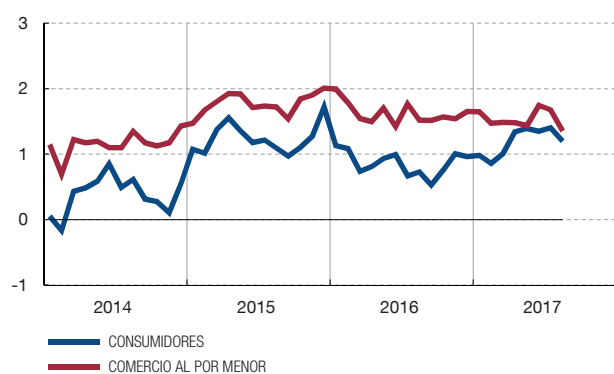
1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



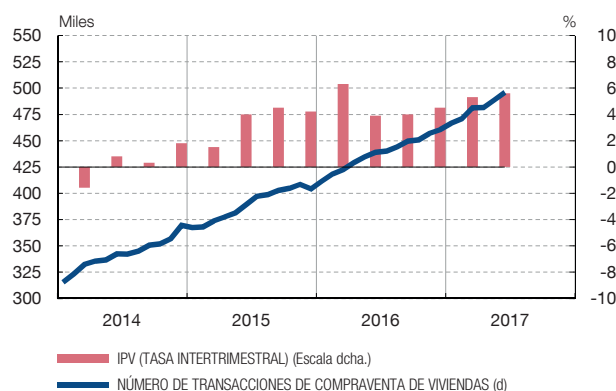
2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



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.

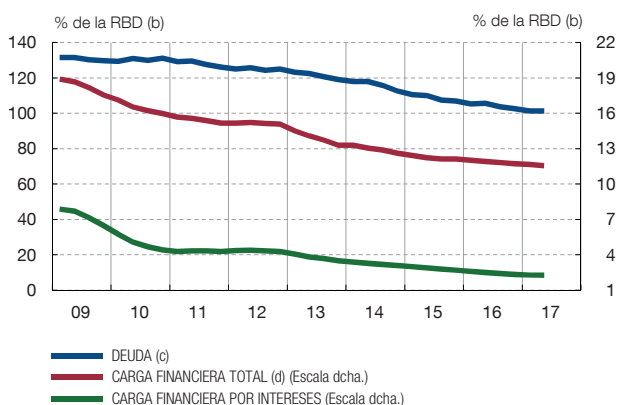
[Descargar](#)

señalaron nuevos incrementos de la solicitud de fondos tanto para la compra de vivienda como para consumo y otros fines, y para el tercer trimestre de 2017 anticipaban un nuevo aumento de la demanda en ambos segmentos.

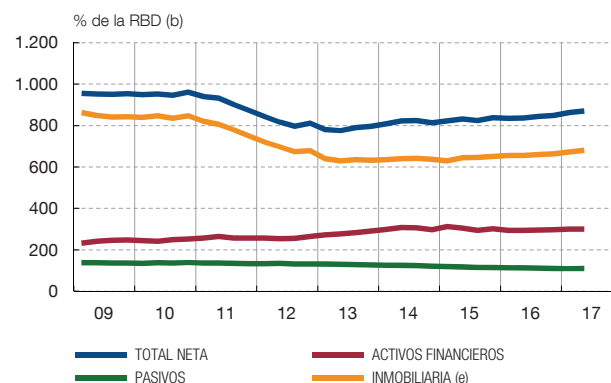
En este contexto de condiciones favorables de financiación y de incremento de la demanda de fondos, los volúmenes de nuevas operaciones de crédito a familias, tanto para la compra de vivienda como para el consumo y otros fines, continuaron avanzando entre marzo y julio. A pesar de este avance, el ritmo de retroceso interanual del saldo de crédito a familias se situó en julio en el 1,4 %, 0,3 pp más que en marzo, en un contexto en el que las amortizaciones de préstamos aumentaron (véase gráfico 10.3). El desglose por finalidades señala que esta evolución fue resultado de una mayor tasa de retroceso del crédito para la adquisición de vivienda (3,1 % en julio, frente al 2,8 % de cuatro meses antes), mientras que el destinado al consumo y otros fines creció un 4,2 %, cifra algo inferior a la registrada en marzo (del 4,6 %).

Por otra parte, de acuerdo con los últimos datos disponibles, la ratio de endeudamiento de los hogares apenas habría variado entre marzo y junio de 2017, ya que el leve incremento de la deuda, que por su patrón estacional suele incrementarse en este trimestre, se

1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



2 RIQUEZA



[Gráfico dinámico](#)

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](#)

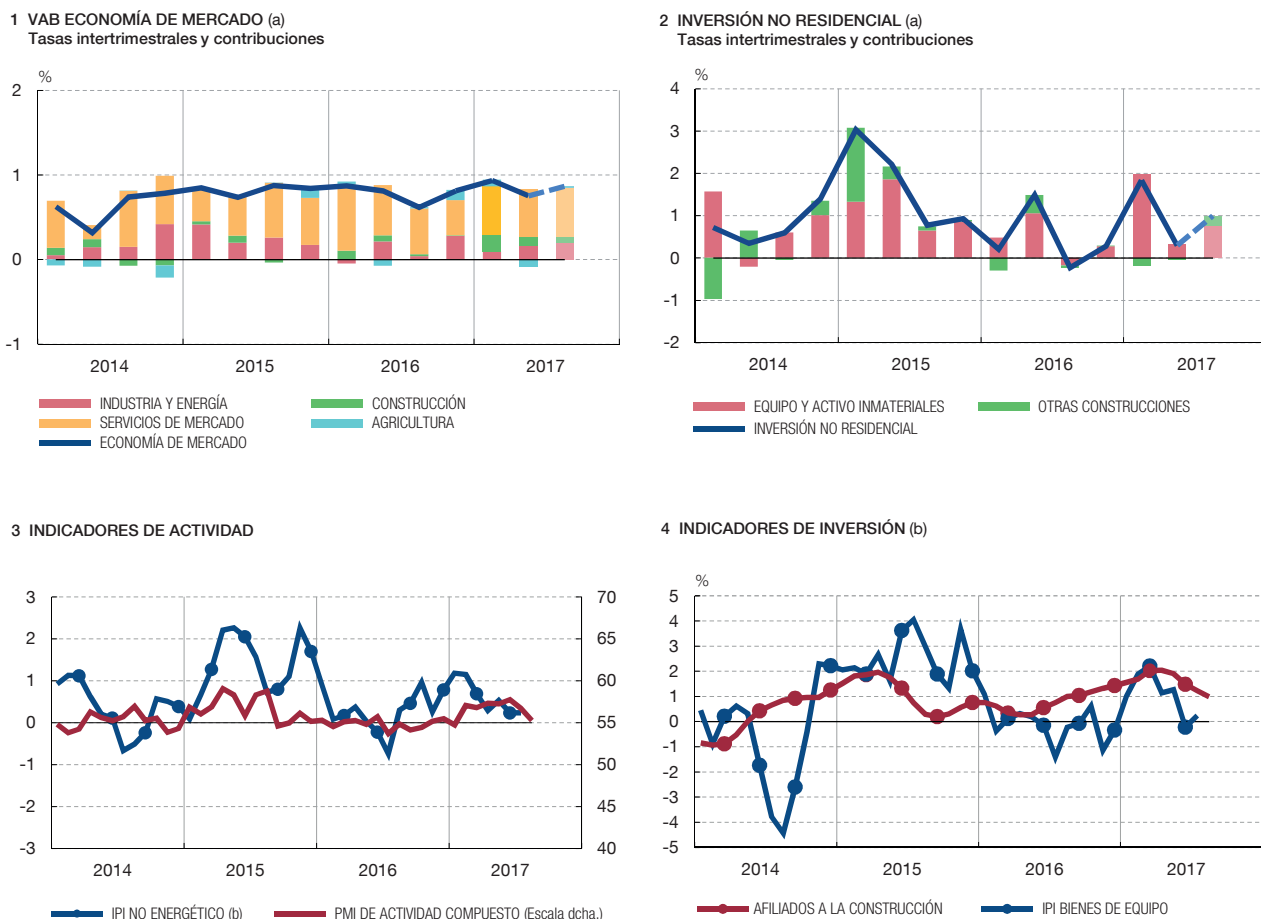
habría visto compensado por la expansión de las rentas. Esta evolución, unida a una leve caída del coste medio de los pasivos, se habría traducido en una reducción de la carga financiera asociada (véase gráfico 12). Por otro lado, la riqueza neta del sector habría vuelto a incrementarse en este período, como resultado del avance de su componente tanto inmobiliario, impulsado por la revalorización de la vivienda, como, en menor medida, financiero (que habría resultado de un aumento de los activos financieros superior al de los pasivos).

3.2 La actividad y la inversión de las empresas

La actividad empresarial, aproximada por el valor añadido real de la economía de mercado, habría mantenido aproximadamente el ritmo de expansión observado en el segundo trimestre, sin que se hayan observado diferencias notables entre las principales ramas de actividad.

En concreto, analizando la información relativa a la rama de la industria y la energía, se entrevé un crecimiento en el tercer trimestre similar al segundo. En este sentido, los afiliados a la Seguridad Social en la industria mostraron un perfil de estabilidad en su ritmo de aumento, similar al observado en la primera parte del año. En la misma línea se sitúa la señal que proporciona el índice de producción industrial. Entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de la Comisión Europea para la industria se redujo en el bimestre julio-agosto, manteniendo la senda de deterioro iniciada en el trimestre anterior. En cuanto al PMI de manufacturas, los datos más recientes muestran un descenso, en contraste con la mejoría en el caso del área del euro.

De igual manera, los servicios de mercado habrían continuado mostrando una expansión de su actividad similar a la observada en el segundo trimestre del año, aunque se detectan ciertos signos de agotamiento. Este es el caso de los indicadores cuantitativos, donde



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](#)

tanto el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS) como los afiliados a la Seguridad Social habrían mostrado una ligera pérdida de dinamismo en el tercer trimestre. Entre los indicadores cualitativos para esta rama de actividad, el indicador de confianza en los servicios, elaborado por la Comisión Europea, arrojaría una mejoría en el tercer trimestre, mientras que, por el contrario, el PMI de servicios habría mostrado en el tercer trimestre un nivel medio inferior a su valor promedio del segundo trimestre.

Frente a lo observado en el resto de ramas, el valor añadido del sector de la construcción habría registrado una ligera pérdida de dinamismo, aunque manteniendo tasas de avance elevadas. Los indicadores más recientes, como el índice de producción industrial de fabricación de minerales no metálicos y el número de afiliados a la Seguridad Social en esta rama, confirmarían esa desaceleración.

Por último, la inversión en bienes de equipo se habría acelerado respecto a lo observado en el segundo trimestre del año, si bien hay que mencionar que el perfil de crecimiento de los primeros trimestres del año podría estar reflejando la materialización de decisiones de inversión que se habrían pospuesto en el último tramo de 2016, debido probablemente a los

cambios normativos que afectaron al impuesto sobre sociedades. De esta forma, el incremento en el tercer trimestre se situaría en el entorno del 1,5 %, y supondría el retorno a tasas de crecimiento más cercanas a las observadas en los primeros trimestres de 2016. En este sentido, cabe señalar la mejora en el índice de producción industrial de bienes de equipo y en las matriculaciones de vehículos de carga. Sin embargo, los indicadores cualitativos mostraron un debilitamiento de forma generalizada, con una disminución de las entradas de pedidos, tanto en el conjunto de las ramas manufactureras como en la industria de bienes de equipo.

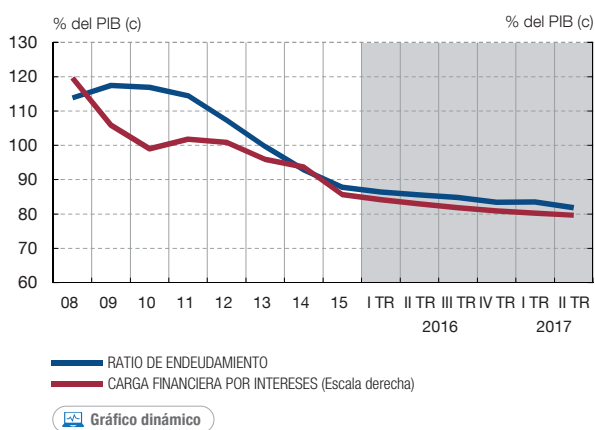
Durante los últimos meses, los tipos de interés medios aplicados a los nuevos créditos bancarios concedidos a las sociedades no financieras se han mantenido en niveles reducidos. De acuerdo con los datos más recientes, los asociados a créditos por un volumen superior al millón de euros se han mantenido en el 1,7 %, mientras que los de los préstamos por cuantías inferiores a esa cifra se situaban en el 3,1 % en julio, frente al 2,9 % de marzo. Asimismo, entre marzo y agosto, el coste de los recursos propios apenas ha variado, al tiempo que el de las emisiones de renta fija a largo plazo ha disminuido (véase gráfico 10.2). Por otra parte, según la última edición de la EPB, los criterios de concesión de préstamos a sociedades permanecieron sin cambios en el segundo trimestre del año. Asimismo, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios se mantuvieron inalterados, mientras que los fijados en los créditos de mayor riesgo se ampliaron ligeramente. Por su parte, de acuerdo con esta encuesta, la demanda de fondos por parte de las sociedades permaneció estable en el segundo trimestre de 2017.

En este contexto, el volumen de nuevas operaciones de crédito para préstamos de cuantía inferior a un millón de euros, segmento en el que se concentran las operaciones con pymes, volvió a acelerarse entre marzo y julio, mientras que la senda de recuperación que han presentado recientemente las de importe superior a esa cifra se consolidó, manteniendo, desde mayo, ritmos de crecimiento interanuales positivos. A pesar de esta evolución, en términos de saldos vivos, los préstamos concedidos por las entidades residentes al sector empresarial no financiero, que habían mostrado avances modestos entre marzo y mayo, pasaron a contraerse, en términos interanuales, a partir de junio. No obstante, hay que tener en cuenta que este cambio de tendencia viene determinado por operaciones de carácter extraordinario relacionadas con la cancelación de deudas por parte de una entidad de crédito. Si se corrigen los flujos de crédito de dichas operaciones atípicas, la tasa de variación de los préstamos bancarios se situaría en valores ligeramente positivos. Por su parte, las emisiones de valores de renta fija, incluyendo las realizadas por las filiales no residentes, siguieron mostrando un notable dinamismo, aunque algo menor que el del primer trimestre del año (véase gráfico 10.4). De acuerdo con la información procedente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España, la contracción agregada del saldo de crédito fue compatible con un nuevo aumento de la proporción de empresas que mantuvo o incrementó sus niveles de préstamos.

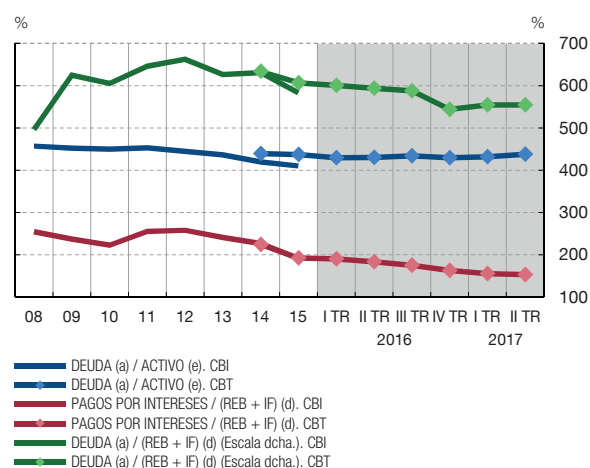
Finalmente, la posición patrimonial de las sociedades no financieras habría continuado fortaleciéndose en el segundo trimestre del año. En concreto, la ratio de endeudamiento y, en menor medida, la de carga financiera en relación con el PIB habrían seguido reduciéndose, evolución propiciada tanto por la contracción de la deuda como por la expansión del PIB (véase gráfico 14). Asimismo, para el conjunto de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), la actividad productiva se contrajo durante el primer semestre de 2017 respecto al mismo período de 2016 (el valor añadido bruto que estas empresas generaron cayó un 0,5 %, frente al avance del 2,7 % registrado un año antes)¹.

¹ Véase el artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2017», *Boletín Económico* 3/2017, Banco de España.

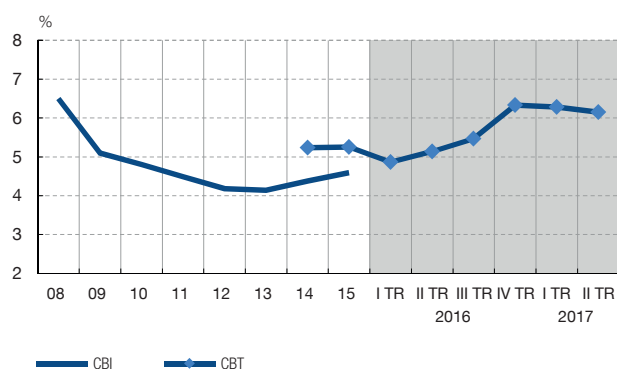
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



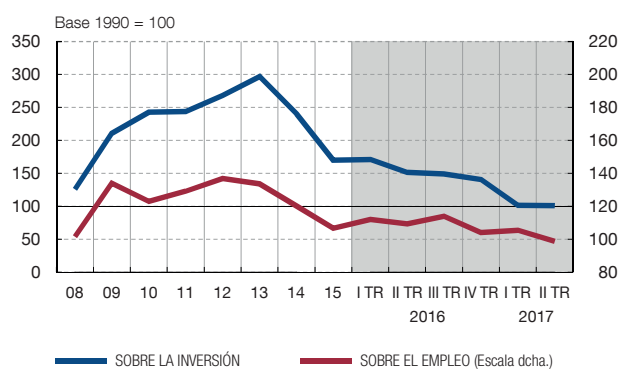
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



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 + Ingresos financieros.
- e Definido como Total del activo ajustado por inflación – 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](#)

No obstante, esta evolución estuvo muy condicionada por el comportamiento de algunas grandes compañías con un peso elevado en esta muestra, concentradas fundamentalmente en la rama energética. Excluyendo este sector, el VAB creció un 2,2 %, incremento muy similar al registrado por este mismo agregado el año anterior (2,1 %). A pesar de la contracción agregada del VAB, el positivo comportamiento de los gastos e ingresos financieros favoreció un ligero incremento de los beneficios ordinarios, que, no obstante, fue insuficiente para evitar que la rentabilidad se redujera ligeramente respecto al nivel alcanzado un año antes. Por último, las ratios de endeudamiento y carga financiera de las empresas de esta muestra mostraron variaciones poco significativas.

3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

La escasa información disponible del tercer trimestre, relativa únicamente al mes de julio, tiende a apuntar hacia una disminución de la contribución positiva de la demanda exterior

neta al crecimiento intertrimestral del PIB, después del repunte que experimentó en el segundo trimestre, cuando ascendió a 0,3 pp. Esta evolución tendría lugar en un contexto de aceleración de los intercambios comerciales de bienes y servicios con el exterior, en particular de las importaciones, tras su estancamiento en el período abril-junio. En términos interanuales, las transacciones comerciales con el resto del mundo en el tercer trimestre también experimentarían una cierta aceleración (véase gráfico 15).

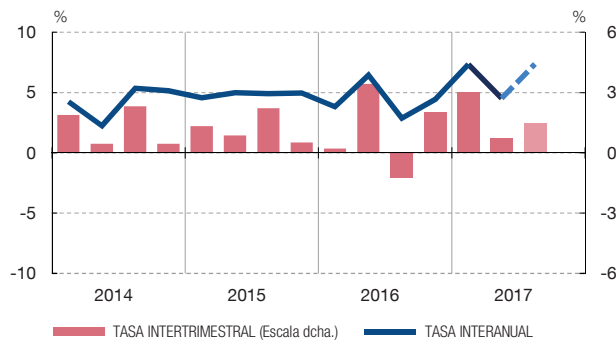
Los datos de Aduanas de julio mostraron crecimientos de los flujos interanuales de exportaciones e importaciones en términos reales del 4,3 % y del 8,6 %, respectivamente. Por tipos de bienes, dentro de las exportaciones destacaron los avances de las de bienes intermedios, en particular energéticos, mientras que las de consumo duradero siguieron experimentando caídas, como en el segundo trimestre. Desde el punto de vista del desglose geográfico, las ventas extracomunitarias continuaron registrando un elevado dinamismo, mientras que se ralentizaron las destinadas a la UE. En la vertiente importadora, el incremento registrado en julio fue generalizado por tipos de bienes, y recayó principalmente sobre los bienes energéticos, de equipo y de consumo duradero.

De acuerdo con la información más reciente, correspondiente al bimestre julio-agosto, el turismo receptor habría seguido progresando a un ritmo vigoroso, en un contexto de mejora de la situación económica en nuestros principales mercados europeos. La información disponible de indicadores que permitan evaluar con exactitud las repercusiones de los atentados terroristas perpetrados a mediados de agosto en Cataluña es todavía muy escasa. En concreto, la información procedente de reservas de hoteles, billetes de avión y paquetes turísticos muestra indicios de que el impacto podría ser relativamente contenido. Por su parte, las pernoctaciones hoteleras prosiguieron su senda de crecimiento en agosto, aunque a un ritmo más moderado que en meses previos, al tiempo que las llegadas de turistas extranjeros continuaron mostrando un elevado dinamismo en julio, apoyadas en la solidez de las entradas de turistas británicos y alemanes, así como en la pujanza de otros mercados menos relevantes, como Estados Unidos y Rusia. Asimismo, el gasto nominal de los turistas intensificó su tónica alcista en julio, con sendos avances del gasto medio diario y del gasto medio por turista.

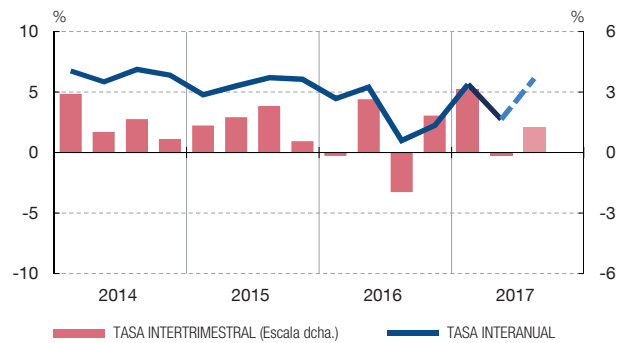
La capacidad de financiación de la economía española disminuyó moderadamente en el período más reciente. En concreto, el saldo positivo de la balanza de pagos se situó en el período acumulado de doce meses que finalizó en junio en el 1,9 % del PIB (0,2 pp menos que en el conjunto de 2016). Este descenso se explica, sobre todo, por la ampliación del déficit energético, vinculado al ascenso del precio del petróleo, que compensó la mejora del déficit de rentas. La evolución del saldo positivo de servicios, que se redujo muy levemente en términos de PIB, refleja tanto el repunte del gasto en turismo exterior de los residentes españoles como la reducción del superávit de otros servicios, que, en conjunto, contrarrestaron el buen ritmo de los ingresos asociados a las llegadas de turistas extranjeros, en máximos históricos.

Por lo que respecta a los flujos financieros con el exterior, la última información procedente de la Balanza de Pagos, referida al segundo trimestre de 2017, muestra que los agentes foráneos incrementaron sus tenencias de activos emitidos por residentes por un importe de 27,6 mm de euros, que representa la variación trimestral más elevada registrada desde principios de 2015. Dichas inversiones se concentraron en la rúbrica de inversión en cartera (26,7 mm) y, en menor medida, en inversión directa (3,3 mm), mientras que el flujo neto en otra inversión fue negativo (-2,3 mm). Al mismo tiempo, las adquisiciones netas de activos en el exterior por parte de los agentes residentes, excluyendo el Banco de

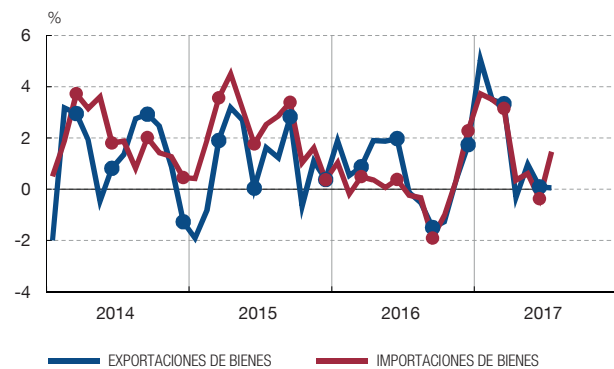
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



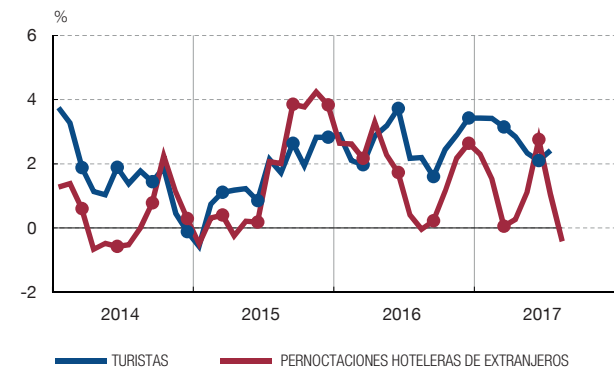
2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



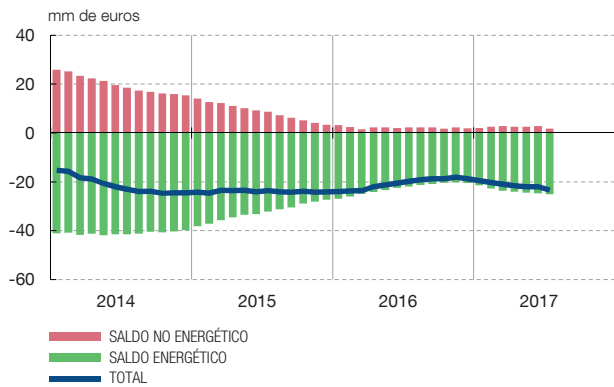
3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



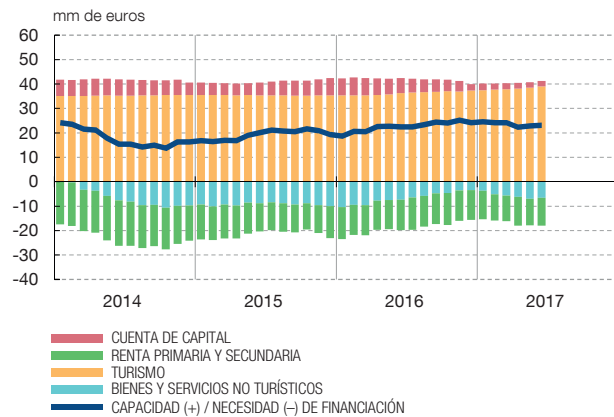
4 INDICADORES DE TURISMO (c)



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, Industria 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*.



España, alcanzaron los 25,8 mm, materializándose en inversión en cartera (23,6 mm) y, en menor medida, en inversión directa (7,6 mm), mientras que la variación neta de activos en otra inversión fue negativa (-5,4 mm). Esto, unido al flujo neto levemente negativo de las operaciones vinculadas a derivados financieros (-0,2 mm), se tradujo en que el saldo de la cuenta financiera, excluido el Banco de España, fuese negativo por primera vez desde el cuarto trimestre de 2014, alcanzando los 2 mm de euros. Por sectores institucionales, los flujos netos asociados a los activos y pasivos frente al exterior fueron positivos para los otros sectores residentes (22,6 mm), mientras que las AAPP y las otras instituciones financieras monetarias captaron fondos del resto del mundo en términos netos (13,5 mm y 10,9 mm, respectivamente). El saldo negativo de las operaciones financieras con el exterior, excluyendo el Banco de España, junto con la capacidad de financiación de la nación en el período, se reflejó en una reducción (de 5,9 mm) de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. En términos acumulados de doce meses, la cuenta financiera de la economía española, incluyendo el Banco de España, presentó un saldo positivo, por un importe equivalente al 2,5 % del PIB (véase gráfico 16.1), como reflejo de una inversión de los residentes en el resto del mundo superior a la que realizaron los agentes foráneos en España.

Por su parte, la información más reciente sobre la posición de inversión internacional, correspondiente al segundo trimestre de 2017, muestra que la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo se incrementó en 30,7 mm de euros con respecto a tres meses antes, de forma que, en términos de PIB, se situó en el 86,8 %, 2 pp más que en marzo (véase gráfico 16.2). Este aumento del saldo deudor fue resultado de un flujo acumulado positivo de las transacciones financieras netas en el período (3,9 mm) que se vio ampliamente compensado por el importe negativo que presentaron los otros flujos (34,5 mm) y, en particular, el de las variaciones debidas a la apreciación del euro. Por su parte, la deuda externa bruta de la nación disminuyó levemente (0,2 pp) en relación con el PIB, hasta el 169,9 %.

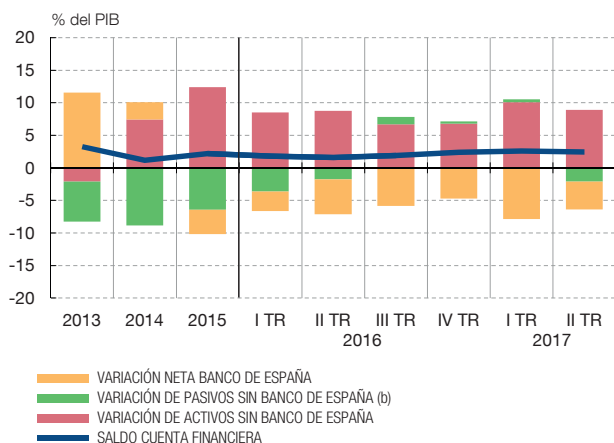
3.4 El mercado de trabajo

Tras el notable dinamismo mostrado durante el segundo trimestre del año, los últimos indicadores relativos al mercado laboral señalan una desaceleración del empleo en el tercer trimestre. En concreto, las afiliaciones a la Seguridad Social registraron en agosto un crecimiento del 0,8 % en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses de la serie desestacionalizada, dos décimas por debajo del ritmo de avance del segundo trimestre. Por sectores de actividad, la desaceleración fue generalizada, con la excepción de los servicios de no mercado, siendo particularmente intensa en la agricultura, la construcción y, dentro de los servicios de mercado, en la rama de la hostelería. Esta información apunta a que el empleo, en términos de la CNTR², vería reducida en tres décimas su tasa de crecimiento intertrimestral, hasta el 0,6 %, frente al 0,9 % registrado en el segundo trimestre. En el caso de la economía de mercado, la moderación del crecimiento del empleo sería mayor, de cuatro décimas, hasta el 0,7 % (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

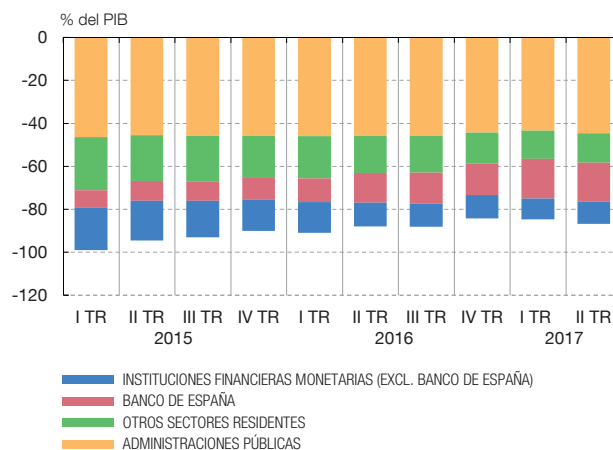
A su vez, el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) redujo en agosto su ritmo de caída hasta el 1,7 %, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses de la serie desestacionalizada, frente al descenso del 2,7 % en el segundo trimestre. A su vez, los contratos registrados en el SEPE moderaron su dinamismo a lo largo de los últimos meses, hasta registrar un incremento acumulado hasta agosto del 5,8 % interanual. Esta tónica de moderación fue algo mayor en el caso de los

2 En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

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.

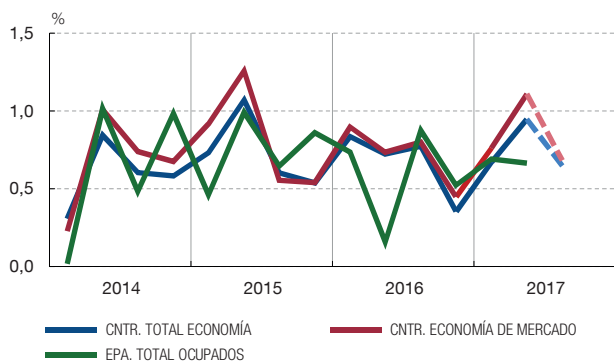


contratos de naturaleza temporal, de tal forma que el peso de los contratos indefinidos sobre el total —del 7,5 %— se mantuvo ligeramente por encima del porcentaje observado hace un año.

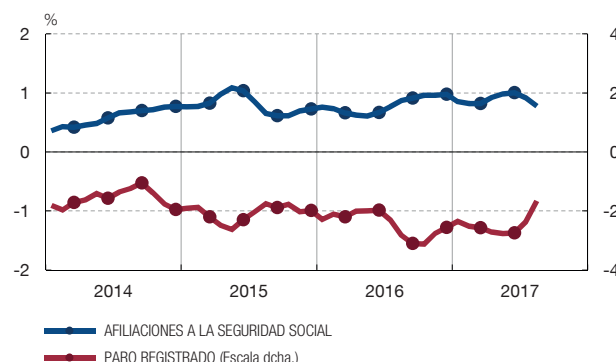
Por lo que se refiere a los salarios, continúa sin firmarse un acuerdo entre los agentes sociales con recomendaciones salariales para el presente ejercicio. En este contexto, la información relativa a los convenios colectivos registrados entre enero y agosto, que engloban a 5,7 millones de trabajadores, señala un aumento de las tarifas salariales en 2017 del 1,3 % (dos décimas por encima de la subida pactada para 2016). Como es habitual en estas fechas, la mayor parte de los asalariados con convenio ya cerrado —el 76,3 % del total— tiene un convenio plurianual firmado en años anteriores, cuyo incremento salarial se situó en el 1,2 %. Por su parte, los convenios firmados en el año en curso aumentaron su representatividad en los últimos meses, hasta alcanzar casi 1,4 millones de asalariados, con una subida pactada de las tarifas salariales algo mayor en este colectivo, del 1,6 %³. Por su parte, la información procedente de otros indicadores salariales correspondiente al tercer trimestre sugiere una prolongación de la atonía registrada durante los trimestres previos. Así, la retribución bruta media en las grandes empresas no financieras descendió en julio levemente (–0,2 %). La remuneración por asalariado de la CNTR, en términos desestacionalizados, experimentó una ralentización en el segundo trimestre, tanto en el total de la economía, con un retroceso del 0,1 % interanual, como en la economía de mercado, donde el crecimiento se moderó hasta el 0,3 % interanual. En el tercer trimestre se prevé un cierto repunte de ambos indicadores, hasta crecimientos similares a los observados a principios de año (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

3 Esta evolución más dinámica de las tarifas salariales de los convenios de nueva firma en el transcurso de este año respecto al resto de convenios podría estar influida por el hecho de que en la negociación de los primeros se estuviera tomando como referencia la tasa de variación interanual de los precios de consumo a cierre de 2016, que se situó en el 1,6 %.

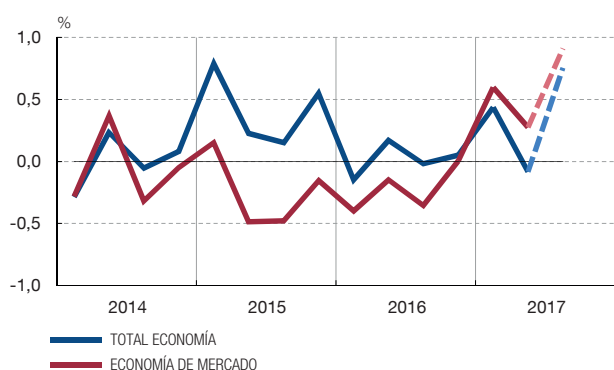
1 EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



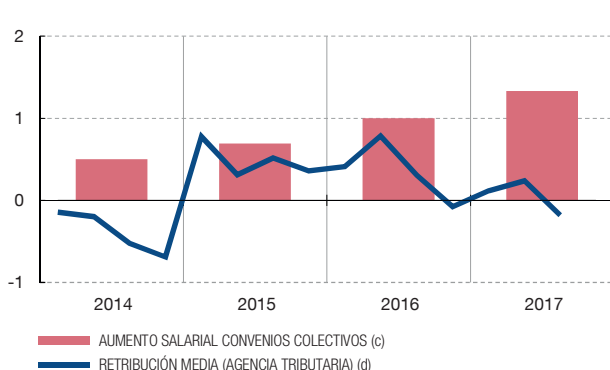
2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



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 agosto de 2017. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de julio de 2017.

Descargar

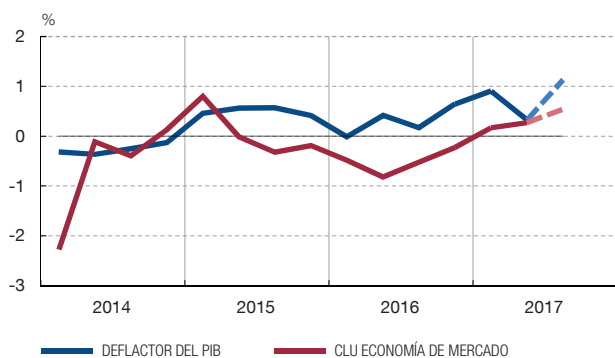
3.5 La evolución de los precios

En el tercer trimestre del año se estima que el crecimiento interanual del deflactor de las importaciones se habría reducido notablemente, prolongando la desaceleración observada en el segundo trimestre. En esta evolución habría desempeñado un papel importante la apreciación experimentada por el tipo de cambio efectivo del euro. Este perfil contrastaría con la dinámica prevista de los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, que habrían presentado una aceleración en el tercer trimestre (véase gráfico 18.1).

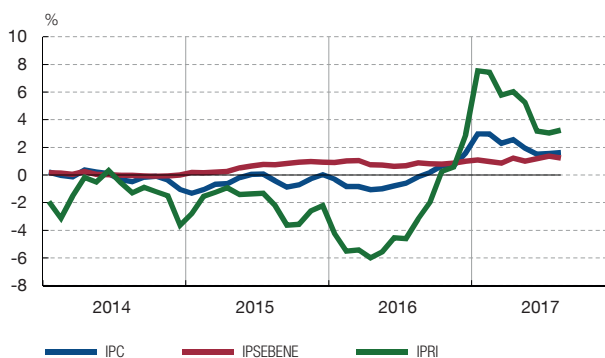
Por lo que respecta a los precios de consumo, medidos por el deflactor del consumo privado, se estima que en el tercer trimestre se habría producido una estabilización de su crecimiento en tasas interanuales. Esta evolución confirmaría el patrón de menor crecimiento de los precios, tras el máximo alcanzado en el primer trimestre, y que se explicaba por factores transitorios ligados al repunte de los precios energéticos y al efecto comparación⁴.

4 Véase el recuadro 4 “Evolución de la inflación en España y perspectivas”, en el «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico 1/2017, Banco de España.

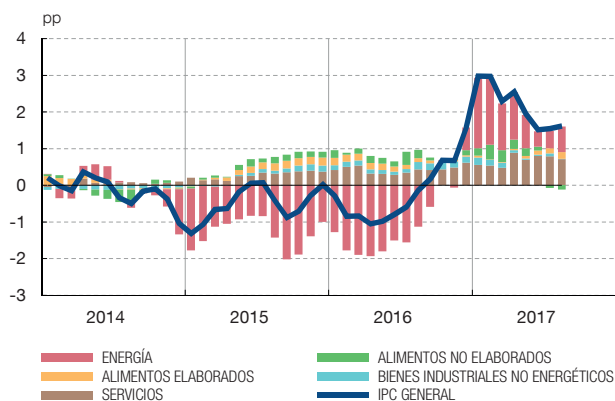
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



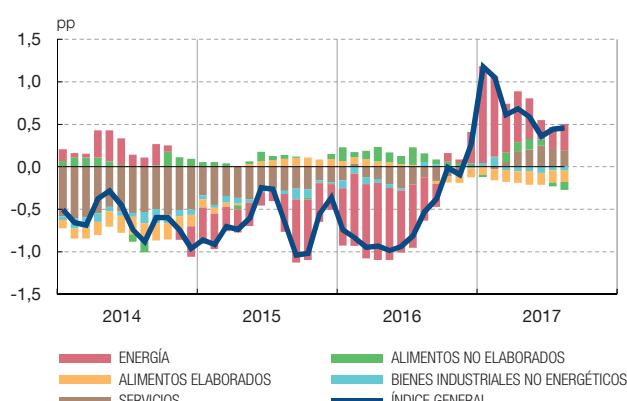
2 INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales



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 interanuales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.



Por su parte, la última información disponible del IPC, referida a agosto, reveló un leve aumento de su ritmo de crecimiento interanual, de una décima, hasta el 1,6 %, mientras que el IPSEBENE creció un 1,2 % interanual, dos décimas menos que en julio. Entre los principales componentes, los precios energéticos se aceleraron, debido a los combustibles y carburantes, frente a los precios de la electricidad, que no variaron. Entre los componentes no energéticos, los precios de los servicios y los de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron, mientras que los precios de los alimentos elaborados aumentaron ligeramente. Por el contrario, los precios de los alimentos no elaborados se redujeron, hasta registrar una tasa de variación del -1,6 % en agosto, destacando la desaceleración en los precios de las frutas frescas. Tanto el índice general como el IPSEBENE se habrían desacelerado en el conjunto del tercer trimestre, registrando caídas con respecto al trimestre anterior.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó hasta el 2 %. La discrepancia inusualmente elevada entre las tasas de crecimiento del IPC y el IAPC se explica en parte porque el segundo de estos indicadores considera el gasto de los no residentes en España, que recae en mucha mayor medida que el de los residentes en las partidas

relacionadas con el alojamiento y la restauración, que están experimentando crecimientos de precios mayores que los del conjunto de la cesta de consumo. Por su parte, la tasa de inflación para el conjunto de la UEM aumentó hasta el 1,5 % interanual. Como resultado, el diferencial de inflación se amplió en una décima, hasta 0,5 pp, cifra coincidente con el diferencial medio desde el inicio de la UEM.

25.9.2017.