

BOLETÍN ECONÓMICO

4/2017

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española	
1 Principales mensajes	3
2 Entorno exterior de la economía española	24
3 La economía española	36
Recuadros	
Recuadro 1 La recuperación del comercio en 2017	7
Recuadro 2 Las decisiones de política monetaria adoptadas en octubre por el Consejo de Gobierno del BCE	9
Recuadro 3 Impacto económico de las tensiones políticas en Cataluña	11
Recuadro 4 La reabsorción de la demanda embalsada de bienes de consumo duradero	14
Recuadro 5 La actuación de las Administraciones Pùblicas	16
Recuadro 6 Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE	18
Recuadro 7 Evolución reciente de la posición de inversión internacional	20
Artículos analíticos	51
Notas económicas	55
Publicaciones del Banco de España	56
Siglas, abreviaturas y signos utilizados	57

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 PRINCIPALES MENSAJES

La economía mundial ha mantenido un notable ritmo de avance en la segunda mitad de 2017. Según las proyecciones más recientes del FMI y del BCE, el crecimiento del PIB global en el conjunto del año podría ser del 3,6 %, tasa algo superior a la observada en cualquiera de los cinco años precedentes. Esta consolidación de la expansión de la actividad, común a la mayor parte de las principales áreas geográficas, se ha visto apoyada por el mantenimiento de políticas monetarias acomodaticias y de condiciones financieras muy favorables, y por un tono menos restrictivo de la política fiscal. Además, ha venido acompañada de un fortalecimiento del comercio mundial que, al comienzo de este año, estuvo asociado a algunos factores de naturaleza transitoria y que, con posterioridad, parece haber cobrado una naturaleza más persistente, al venir ligado a un cierto repunte de la inversión a escala global. De esta forma, el ritmo de avance del comercio es, a diferencia de lo observado durante la mayor parte del período posterior a la Gran Recesión, algo superior al del crecimiento del producto.

Con este trasfondo, es posible que, en el corto plazo, las distintas proyecciones disponibles puedan estar infraestimando el grado de inercia expansiva de la actividad mundial. Sin embargo, en un horizonte temporal algo más dilatado, subsiste un conjunto de factores de riesgo que hacen que la expansión global del producto adolezca de una cierta fragilidad. Estas fuentes de incertidumbre incluyen un hipotético tensionamiento de las condiciones financieras globales —quizá asociado a una corrección de los elevados precios de algunos activos financieros, que, a su vez, podría venir causada por un ritmo de restricción monetaria en Estados Unidos más rápido de lo esperado por los participantes en los mercados financieros globales—, posibles contratiempos en el proceso de reforma de la economía china o un hipotético reavivamiento de los riesgos geopolíticos. Por el contrario, alguna de las incertidumbres vigentes hasta ahora parece haberse despejado, como es el caso de la reforma fiscal en Estados Unidos, cuya materialización definitiva podría otorgar un impulso adicional a la actividad global en el corto plazo, aunque de menor entidad que el proyectado al inicio del mandato del actual presidente.

Este panorama favorable para la actividad mundial contrasta con la escasez de indicios de repunte de las presiones inflacionistas, como cabría esperar en consonancia con la progresiva disminución del grado de holgura cíclica. De acuerdo con las proyecciones de los principales organismos internacionales, esos aumentos del ritmo de avance de los precios terminarían produciéndose en los próximos años, a medida que las brechas de producción se hagan crecientemente positivas.

Los mercados financieros globales han tendido a mostrar un comportamiento alcista a lo largo del trimestre, con el trasfondo de la confirmación de un crecimiento robusto, en un contexto de inflación contenida y simultáneo alejamiento de los riesgos de deflación, y de valoraciones elevadas en los mercados tanto de renta fija como de renta variable. En los mercados de divisas, el euro ha tendido a estabilizar su tipo de cambio frente al dólar, tras la fuerte apreciación observada en los primeros nueve meses del año, mientras que en los mercados de petróleo se han registrado nuevas alzas del precio del barril, favorecidas tanto por la mejora de la demanda global como por la extensión, anunciada por la OPEP, de los recortes de la oferta hasta el final de 2018. El recorrido para posibles elevaciones del precio de esta materia prima podría ser, no obstante, limitado, dado que los niveles alcanzados favorecen la rentabilidad de la producción alternativa de *shale oil* en Estados Unidos.

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO



2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



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

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

En el área del euro, el crecimiento del PIB ha seguido siendo elevado. En concreto, la tasa observada en el tercer trimestre fue del 0,6 %, en un marco en el que, además, la dispersión en la evolución de las distintas economías se está reduciendo. Las últimas proyecciones del Eurosistema, presentadas al Consejo de Gobierno del BCE del 14 de diciembre, reflejan una mejora de las perspectivas, lo que se ha traducido en una revisión significativa del crecimiento esperado del PIB —de 0,8 puntos porcentuales (pp) en términos acumulados en el período 2017-2019—¹.

La inflación, medida por el IAPC general, se ha mostrado relativamente estable en la parte final del año, aunque ello esconde un comportamiento diferenciado de los componentes de bienes energéticos y alimentos no elaborados, que ha experimentado un cierto repunte, frente al indicador que agrupa los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios, que, por el contrario, se ha desacelerado hasta situarse algo por debajo del 1 %. Las proyecciones del Eurosistema contemplan una pequeña ralentización de la inflación general al inicio de 2018 (relacionada con efectos base asociados al componente energético) y un repunte gradual posterior, impulsado por el componente subyacente. En el promedio de 2020, la inflación general y la que excluye los precios energéticos y alimenticios se situarían, respectivamente, en el 1,7 % y el 1,8 %. A la luz de esta información, el Consejo de Gobierno del BCE confirmó, el pasado 14 de diciembre, su valoración acerca de la necesidad de que la política monetaria del área mantenga un tono acomodaticio con el fin de asegurar el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, valoración que le condujo, en el mes de octubre, a decidir prorrogar hasta septiembre de 2018 el programa de compras de activos, aunque en volúmenes más reducidos, y a reiterar su disposición para prorrogar las adquisiciones más allá de esa fecha en caso necesario.

En España, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB durante el período octubre-diciembre habría mantenido un ritmo similar al del tercer trimestre del año, situándose en el 0,8 % (véanse gráfico 1 y cuadro 1). Dicha estabilidad del ritmo de crecimiento del producto de la economía sería consecuencia de dos fuerzas que operan en sentidos opuestos. En concreto, el fortalecimiento de los mercados de exportación habría contrarrestado los efectos

1 Las proyecciones del Eurosistema para el área del euro en su conjunto están disponibles en [este enlace](#). Las referidas a España, que constituyen parte integrante de las anteriores y han sido elaboradas por el personal de la Dirección General de Economía y Estadística del Banco de España, pueden consultarse en [este otro](#).

	2016	2017	2016				2017					
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR		
Contabilidad Nacional												
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria												
Producto interior bruto	3,3	3,1	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8		
Contribución de la demanda nacional (b)	2,5	2,6	0,5	0,7	0,4	0,4	0,9	0,6	0,8	0,6		
Contribución de la demanda exterior neta (b)	0,7	0,5	0,2	0,1	0,3	0,3	-0,1	0,3	0,0	0,1		
Tasas de variación interanual												
Empleo	3,0	2,9	3,4	2,8	3,1	2,7	2,6	2,9	2,9	3,2		
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)												
IPC	-0,2	2,0	-0,8	-0,8	0,2	1,6	2,3	1,5	1,8	1,7		
IPSEBENE	0,8	1,1	1,1	0,6	0,8	1,0	0,9	1,2	1,2	0,8		

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 22 de diciembre 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 noviembre de 2017.

adversos derivados del aumento de la incertidumbre relacionado con la situación política en Cataluña, que, de acuerdo con la información disponible —relativamente escasa— se habrían concentrado especialmente en esa comunidad autónoma. Desde el punto de vista de los componentes de demanda, el impacto negativo de la incertidumbre se habría manifestado sobre todo en los componentes del gasto privado interno y en las exportaciones turísticas. Por otro lado, desde la vertiente de la oferta, los indicadores, tanto cualitativos como cuantitativos, referidos a la industria manufacturera han mostrado una trayectoria más favorable que los relativos a los servicios, lo que resulta coherente con un mejor comportamiento del componente externo de la demanda frente al interno. En concreto, tanto el consumo privado como la inversión en bienes de equipo habrían reducido sus ritmos de avance en los últimos meses del año, mientras que, por el contrario, la información de alta frecuencia disponible apunta a un posible fortalecimiento de la inversión en construcción. Los datos referidos al comercio de bienes apuntan a que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB habría sido positiva. En todo caso, es preciso tener en cuenta que la información disponible referida al trimestre todavía es relativamente reducida, lo que, en particular, dificulta una valoración precisa del impacto del aumento de la incertidumbre.

El ritmo de variación interanual de los precios de consumo se situó en noviembre en el 1,7 %, tasa solo ligeramente superior a la observada, en promedio, desde los meses de verano. Los cambios han sido más acusados en términos de los componentes. En concreto, como ha ocurrido en el conjunto del área del euro, las rúbricas más volátiles han tendido a acelerarse, desarrollo estrechamente vinculado, en el caso de los precios energéticos, al alza del precio del petróleo. Por el contrario, la moderación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios ha hecho que el IPSEBENE se desacelere de modo significativo, desde el 1,4 % en junio hasta el 0,8 % en noviembre. Por consiguiente, como en otras áreas geográficas, siguen sin apreciarse señales de que el creciente aumento de la utilización de los factores productivos esté dando lugar a un aumento de las presiones inflacionistas.

A medio plazo, se espera una continuación de la fase expansiva, favorecida por los sustanciales avances observados en el proceso de reconducción de los desequilibrios de la economía. No obstante, se prevé que el crecimiento del producto pierda cierta intensidad

en los próximos años, lo que, entre otros factores, vendría motivado por la orientación neutral de la política fiscal —frente al tono expansivo mostrado en los últimos años— y por el moderado impacto adicional de la relajación de la política monetaria sobre las condiciones de financiación de los agentes. En concreto, de acuerdo con las proyecciones más recientes, que se corresponden con la contribución del Banco de España al ejercicio de proyecciones del Eurosystemo antes mencionado, el PIB crecería un 2,4 % en 2018 y un 2,1 % tanto en 2019 como en 2020, mientras que el componente subyacente de la inflación tendería a repuntar gradualmente hasta el 1,8 % en 2020².

El Informe contiene un total de siete recuadros: una evaluación de las perspectivas de mantenimiento de la fortaleza del comercio mundial observada recientemente (recuadro 1), una descripción de las medidas más recientes de política monetaria adoptadas por el BCE (recuadro 2), un análisis de los efectos observados del repunte de la incertidumbre política relacionado con la situación en Cataluña (recuadro 3), una evaluación del grado de reabsorción de la demanda de consumo pospuesta con la crisis (recuadro 4), una descripción de la ejecución presupuestaria (recuadro 5), una evaluación del acceso de las empresas españolas a la financiación ajena (recuadro 6) y un análisis de la posición de inversión internacional de España (recuadro 7).

² Estas proyecciones están disponibles en [este vínculo](#).

Los años 2015 y 2016 se caracterizaron por una marcada atonía del comercio internacional —una debilidad que afectó tanto a la actividad comercial de las economías avanzadas como a la de los países emergentes—. Sin embargo, después de este período de bajo dinamismo, a finales de 2016 la actividad comercial a nivel mundial empezó a expandirse a un ritmo más sostenido. El volumen del comercio de bienes creció a una tasa trimestral promedio del 1,3% entre diciembre de 2016 y septiembre de 2017, frente al crecimiento medio del 0,3% registrado en los dos años anteriores. Esta recuperación ha presentado, sin embargo, un perfil errático, con un repunte en el primer trimestre, un ligero bache en el segundo trimestre y un nuevo repunte en el tercero (véase gráfico 1). En perspectiva geográfica, la aceleración observada a finales de 2016 y en los primeros meses de 2017 se debió principalmente al fuerte crecimiento de la actividad comercial en los países de Asia emergente. Además, el dinamismo de las importaciones estadounidenses y cierta recuperación en América Latina también contribuyeron positivamente al crecimiento del comercio mundial en los primeros meses del año. En cambio, el repunte observado en el tercer tri-

mestre refleja principalmente la expansión de las importaciones del área del euro y de otras economías avanzadas, aunque la actividad comercial de los países asiáticos también tuvo una contribución significativa en el mes de septiembre (gráfico 2).

El repunte observado en Asia emergente a principios de 2017 se basó en buena medida en el dinamismo de la actividad comercial de China y del comercio intrarregional asiático (gráfico 3). Estas dinámicas están relacionadas, en parte, con los estímulos fiscales y financieros aplicados por las autoridades chinas para sostener la expansión de su economía, que impulsaron la inversión y se habrían transmitido al conjunto de las economías asiáticas a través de las cadenas de valor regionales¹. Otros factores que han podido contribuir a la aceleración del comercio en el primer trimestre son la apreciación previa del dólar y la recuperación del consumo y de la inversión en el sector energético en Estados Unidos, muy sensible al aumento del precio del petróleo, que impulsaron las importa-

1 Banco Central Europeo, «Economic Bulletin», issue 4/2017.

Gráfico 1
CRECIMIENTO DEL VOLUMEN DE COMERCIO DE BIENES

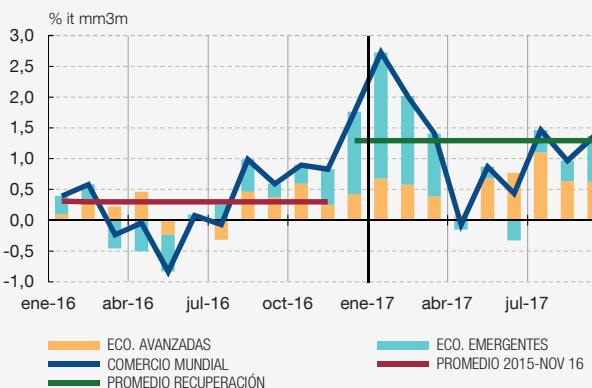


Gráfico 2
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL COMERCIO

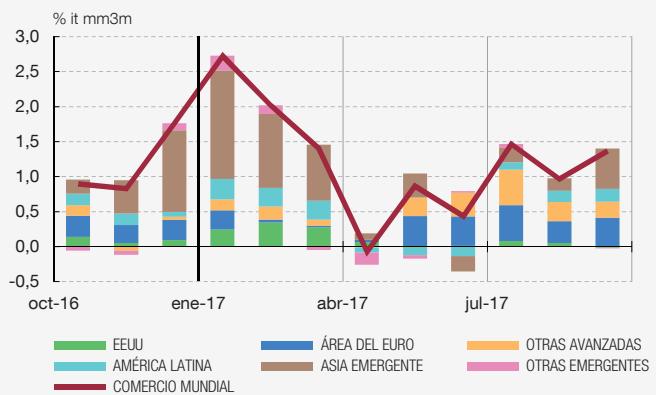


Gráfico 3
COMERCIO DE ASIA EMERGENTE POR SOCIO COMERCIAL

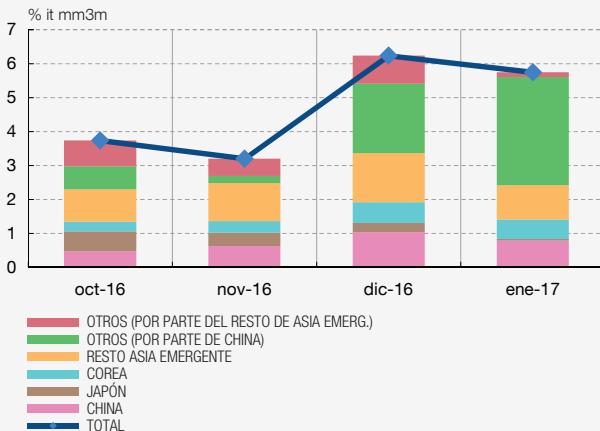
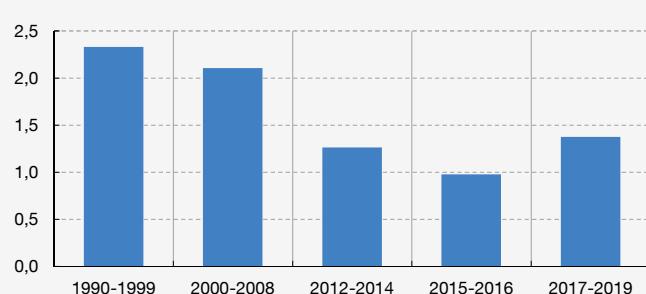


Gráfico 4
ELASTICIDAD DEL COMERCIO AL PIB



FUENTES: CPB, FMI DOTS y FMI WEO.

ciones estadounidenses. La salida de Brasil de la recesión, por su parte, contribuyó a estimular la actividad comercial en América Latina. Por otra parte, el repunte del comercio mundial observado a partir de julio y agosto, apoyado en el vigor de la actividad en el área del euro y en otras economías desarrolladas, ha venido liderado por los intercambios de bienes de inversión, que habían venido lastrando el comercio en los últimos años. Los datos de comercio bilateral apuntan a que el crecimiento del área del euro habría impulsado también la actividad comercial de algunos países de Europa de Este a través de las cadenas de valor regionales.

Las dinámicas observadas en los primeros tres trimestres de 2017 son consistentes con las previsiones de crecimiento del comercio internacional a corto y medio plazo. En el corto plazo, se prevé que la significativa expansión del comercio mundial continúe, apoyada en el empuje de las economías avanzadas; de hecho, entre los indicadores de actividad más adelantados, los *Purchasing Managers Indexes* (PMI) relativos a la evolución de la producción y de la cartera de pedidos en la industria han continuado en niveles elevados en los meses de octubre y noviembre, en línea con los registrados en la primera mitad del año. En el medio plazo, las previsiones de distintos organismos internacionales apuntan a un crecimiento sostenido del comercio mundial, con incrementos anuales que oscilan entre el 3,2 % y el 4 % para 2018. La expansión del comercio en las economías avanzadas se beneficiará del cierre de las brechas de producción y de la continua mejoría de la inversión. En el caso de las economías emergentes, la aceleración del comercio vendrá favorecida por la tímidas recuperación de los precios de las materias primas en los países productores, la corrección de los desequilibrios comerciales y el crecimiento sostenido de China². En este sentido, se es-

pera que las economías emergentes asiáticas continúen contribuyendo notablemente al crecimiento del comercio mundial, aunque no se retorne a los ritmos de dinamismo excepcional de la primera parte del año.

De esta forma, la evolución del comercio en 2017 comienza a ser coherente con una progresiva recuperación de la elasticidad del comercio al PIB mundial. Tras mantenerse en niveles muy elevados desde los años noventa hasta la crisis financiera global, llegando a superar un valor de 2, la elasticidad del comercio mundial con respecto a la actividad global se moderó sustancialmente a partir de 2012, registrando valores particularmente bajos en 2015 y 2016, por debajo de la unidad (gráfico 4). Según varios estudios, esta evolución ha venido determinada en parte por factores de carácter transitorio, como la composición de la demanda —dado el menor dinamismo de la inversión, componente del PIB con un elevado contenido importador— o factores geográficos, al haberse ralentizado notablemente la actividad en las economías avanzadas, caracterizadas por una elasticidad más elevada. Otras explicaciones apuntan a factores de carácter estructural, como el freno en el proceso de desarrollo de las cadenas globales de valor o la ralentización de los procesos de apertura comercial³. Las perspectivas más recientes indican que en el medio plazo la elasticidad podría volver a situarse entre el 1 y el 1,4, manteniéndose por debajo de los valores previos a la crisis. A esta recuperación debería contribuir la atenuación de los factores de carácter transitorio mencionados antes, al consolidarse la recuperación de las economías avanzadas, con un avance de la inversión, y el creciente peso de la demanda final en las economías emergentes, que sugeriría una mayor elasticidad del comercio a la actividad también en estos mercados.

² Véase Fondo Monetario Internacional, «World Economic Outlook», octubre 2017; OECD, «Interim Economic Outlook», septiembre 2017; Comisión Europea, «European Commission Forecast, Autumn 2017», noviembre 2017; Organización Mundial del Comercio, «Trade Statistics and Outlook», Nota de prensa, 21 septiembre 2017.

³ Fondo Monetario Internacional, «Global Trade: What's Behind the Slowdown?», WEO octubre 2016. IRC Trade task-force, «Understanding the Weakness in Global Trade. What is the New Normal?», Documento Ocasional del Banco Central Europeo, septiembre 2016.

El Consejo de Gobierno del BCE del 26 de octubre anunció una recalibración de los diversos elementos que definen el tono de su política monetaria, en vista de la proximidad del final del período mínimo de compras netas de activos fijado anteriormente, que expiraba este mes de diciembre. Las decisiones adoptadas —mantenidas en el último Consejo de Gobierno del 14 de diciembre— suponen una prolongación del estímulo monetario y reflejan la constatación simultánea de dos elementos contrapuestos.

Por una parte, las nuevas medidas evidencian la mejora de la situación macroeconómica del área del euro, con una recuperación más intensa, afianzada y generalizada. La actividad en la UEM crece de manera ininterrumpida desde hace más de cuatro años y las perspectivas de que ello continúe siendo así son favorables, en consonancia con la persistencia de condiciones financieras relajadas, como consecuencia de la política monetaria expansiva, y con el proceso intenso de creación de empleo.

Por otra parte, en cambio, las decisiones de octubre reflejan la necesidad de mantener un grado sustancial de estímulo monetario para que la inflación pueda retomar de forma sostenible una senda de convergencia a tasas más próximas al objetivo de medio plazo de la política monetaria. Como ocurre también en otras economías avanzadas, la mejoría en la actividad y en los mercados de trabajo no ha tenido todavía la plasmación esperada en la inflación¹. Como se ilustra en el gráfico 1, se espera que la inflación subyacente, que excluye del índice general los componentes más volátiles, se sitúe en el 1 % en media durante 2017, desde donde aumentará gradualmente a la referencia de valores cercanos —aunque inferiores— al 2 %.

¹ El ritmo contenido de crecimiento de los salarios es uno de los factores que explicarían la baja tasa de inflación. Para mayor detalle, puede consultarse el recuadro 3, «El crecimiento de los salarios en el área del euro», «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico 3/2017, Banco de España.

Gráfico 1
INFLACIÓN

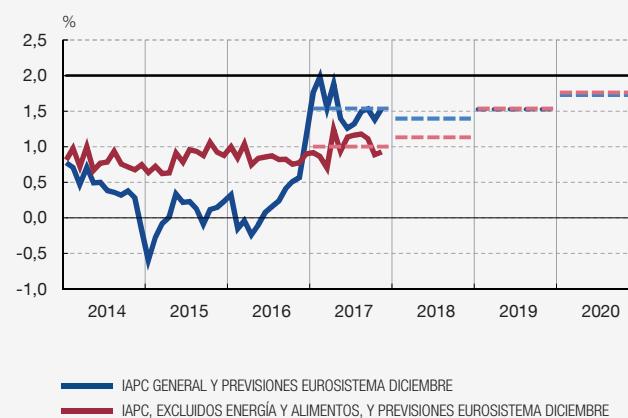


Gráfico 2
PROGRAMA DE COMPRA DE VALORES (APP)
Compras netas mensuales y compras acumuladas

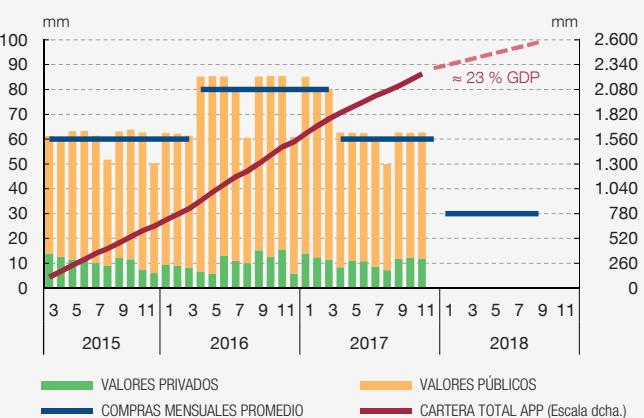


Gráfico 3
CURVA DE TIPO FORWARD OIS A UN AÑO

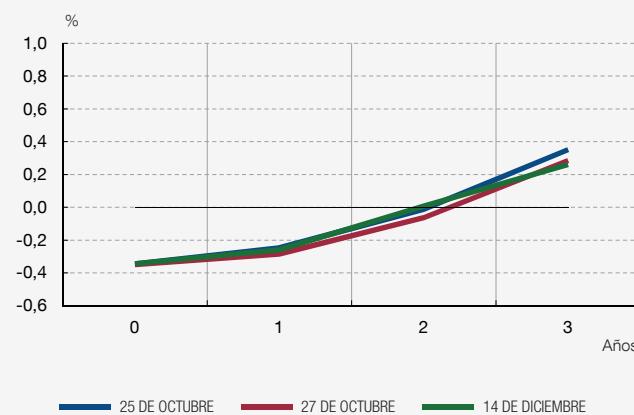
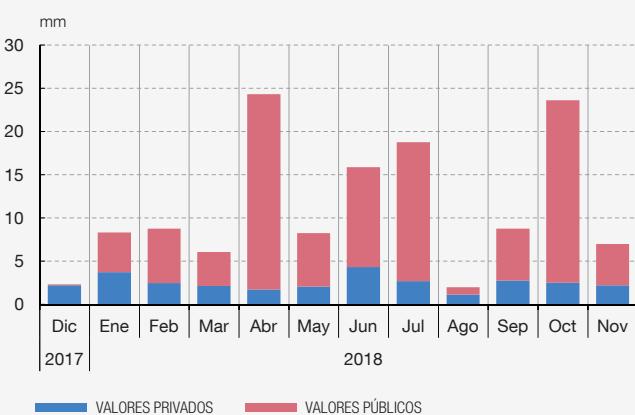


Gráfico 4
VENCIMIENTOS PREVISTOS DE VALORES EN LA CARTERA APP



FUENTES: Datastream, Eurostat y Banco Central Europeo.

En estas circunstancias, el Consejo de octubre extendió el período mínimo de vigencia de las compras netas de activos hasta septiembre de 2018, si bien con un volumen de adquisiciones mensuales más reducido a partir del próximo mes de enero, de 30 mm de euros mensuales —frente a los 60 mm actuales— (véase gráfico 2). Con esta prolongación por nueve meses, el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) estará operativo durante al menos tres años y medio, desde su inicio en marzo de 2015. De este modo, en septiembre de 2018 las compras de activos acumuladas ascenderán a casi 2,6 billones de euros, lo que equivale a más del 20 % del PIB de la UEM. Por tipo de activos, el BCE ha indicado que, frente a los bonos públicos, que, a finales de noviembre representaban el 82 % de la cartera total, prevé otorgar un protagonismo creciente en sus compras a los instrumentos emitidos por el sector privado².

El Consejo no introdujo cambios ni en los tipos de interés oficiales ni en las orientaciones sobre el curso futuro de aquellos. Sin embargo, despejar la incertidumbre en cuanto al período de vigencia del APP resultaba clave para facilitar la efectividad de las compras, en términos de su contribución al mantenimiento del anclaje de las expectativas de los tipos de interés en los niveles reducidos actuales, en un contexto en que las orientaciones del Consejo incluyen la indicación de que los tipos oficiales se mantendrán en los niveles presentes durante un período que se prolongará hasta bastante más allá de la finalización de las adquisiciones netas. En este sentido, las decisiones adoptadas en octubre por el Consejo y mantenidas en el de diciembre se han traducido en una notable estabilidad de las expectativas de tipos de interés, que siguen sin anticipar aumentos próximos de las referencias oficiales en la zona del euro, como refleja la evolución de

la curva de tipos *forward* del OIS (índice de swaps sobre los tipos de interés a un día) mostrada en el gráfico 3.

En cuanto a las orientaciones sobre las medidas no convencionales, el Consejo dejó abierta la posibilidad de extensiones adicionales del APP en caso de que las perspectivas económicas empeoraran o si las condiciones financieras llegaran a ser incompatibles con la consecución de los objetivos de política monetaria. Además, el Consejo clarificó su intención de que las reinversiones de los vencimientos de valores se realicen por el tiempo necesario, entendiendo como tal un período prolongado más allá del final de las compras netas de activos. La importancia creciente de los vencimientos en la cartera, junto con su perfil variable y la flexibilidad que se ha reservado el Euro sistema³ para realizar las reinversiones, podría, no obstante, inducir cierta volatilidad en el volumen efectivo de compras netas mensuales. Para evitar una incorrecta interpretación de las cifras de adquisiciones netas, el BCE decidió también publicar información sobre los vencimientos mensuales estimados durante los próximos doce meses —unos 134 mm de euros en total entre diciembre de 2017 y noviembre de 2018— (véase el gráfico 4).

En resumen, la prolongación de las compras netas, el tamaño de las adquisiciones ya realizadas bajo el programa de compra de valores, el compromiso de mantener la reinversión de los vencimientos durante un período largo y las orientaciones sobre los tipos de interés implican, en su conjunto, la prolongación por un plazo temporal dilatado de un grado sustancial de acomodación monetaria, al objeto de asegurar la convergencia gradual de la inflación a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

2 Los activos privados admisibles son los bonos de titulización de activos, los bonos garantizados (del tipo de las cédulas hipotecarias en España) y los bonos corporativos, adquiridos, respectivamente, a través de los programas denominados ABSPP, CBPP3 y CSPP, por sus siglas en inglés.

3 Las amortizaciones del principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de valores públicos (PSPP) son reinvertidas por el Euro sistema de manera flexible y en el momento oportuno en el mes de vencimiento, en la medida de lo posible, o en los dos meses posteriores, si las condiciones de liquidez del mercado lo permiten. Durante el período de compras netas de activos, las amortizaciones del principal del PSPP se reinvertirán en la jurisdicción en la que se haya emitido el bono que venza.

A finales de septiembre pasado, en el contexto del análisis de riesgos a las proyecciones macroeconómicas de la economía española publicadas en aquel momento, el Banco de España señaló que las tensiones políticas en Cataluña podrían afectar eventualmente a la confianza de los agentes y a sus decisiones de gasto y condiciones de financiación¹. Con posterioridad, el 11 de noviembre, en el marco del *Informe de Estabilidad Financiera*², se proporcionaron varios escenarios hipotéticos, basados en episodios históricos en los que se observaron aumentos significativos de la incertidumbre, que incorporaban distintos supuestos sobre la intensidad y el grado de prolongación en el tiempo que podría llegar a tener el episodio actual de tensionamiento político en esta comunidad autónoma. En particular, en un primer escenario se asumía un aumento transitorio y acotado de la incertidumbre, que produciría una pérdida acumulada de PIB hasta finales de 2019 de unos 0,3 puntos porcentuales (pp), y otro escenario más severo y prolongado, con una pérdida de actividad sustancialmente mayor³. Más recientemente, en las proyecciones publicadas el 15 de

diciembre⁴, el escenario central incorporó un impacto derivado de este episodio de tensionamiento político inspirado por los datos coyunturales más recientes y la valoración de los indicadores de incertidumbre, en la fecha de cierre de dicho informe (30 de noviembre), que se encontraría en línea con el primer escenario anterior, de impacto transitorio y acotado en el tiempo. No obstante, se indicaba que la incidencia final de este elemento de riesgo para el conjunto de la economía española dependerá de la magnitud y persistencia que acabe teniendo este episodio.

En este recuadro se repasa la evidencia disponible sobre la evolución en el último trimestre del año de un conjunto de indicadores financieros, de incertidumbre y económicos desde la óptica de la economía española en su conjunto y de las Comunidades Autónomas (CCAA) de mayor relevancia económica.

En el ámbito de los mercados financieros, la primera parte de octubre vino acompañada de un aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles, así como de un comportamiento más desfavorable de la bolsa española que el registrado por los principales mercados europeos, en particular debido a la evolución negativa de las cotizaciones bancarias y, especialmente, la de las entidades que tenían su sede en Cataluña. Los desarrollos posteriores tendieron a normalizar parcialmente la situación (véanse gráficos 1 y 2). Por su parte, en los mercados de deuda soberana, la volatilidad ha sido menor, registrándose inicialmente una ampliación del diferencial frente al bono alemán a diez años y un estrechamiento del diferencial frente a la referencia italiana, si bien, en ambos casos, de una magnitud reducida, que revirtió posteriormente, de manera que a principios de noviembre se registraban niveles similares a los observados antes del comienzo del episodio de tensionamiento político.

1 Véase *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2017-2019)*.

2 Véase el recuadro 1.1 («El impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña») del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, noviembre de 2017. Para una descripción de los modelos económétricos que miden la respuesta de la actividad económica y de los componentes de demanda ante fluctuaciones de la incertidumbre, véase M. Gil, J. J. Pérez y A. Urtasun, «Incertidumbre económica: medición e impacto sobre la economía española», *Boletín Económico* 1/2017.

3 Para un análisis de los efectos potenciales de un escenario más abrupto y persistente de incremento de la incertidumbre política en Cataluña, véase, de nuevo, el recuadro 1.1 («El impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña») del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, noviembre de 2017. En concreto, en este recuadro se simula un escenario en el cual se considera que el incremento de la incertidumbre en el cuarto trimestre del año replicara el equivalente al registrado en el episodio histórico precedente de subida más intensa y se redujera con posterioridad de manera lineal hasta desaparecer a finales de 2019. En este caso, el efecto negativo estimado sobre el PIB sería de algo más de 2,5 pp entre finales de 2017 y 2019.

4 Véase *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2017-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2017*.

Gráfico 1
ÍNDICES BURSÁTILES GENERALES



FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

Gráfico 2
VOLATILIDAD IMPLÍCITA



Gráfico 3
INCERTIDUMBRE EN LOS MERCADOS FINANCIEROS (a)

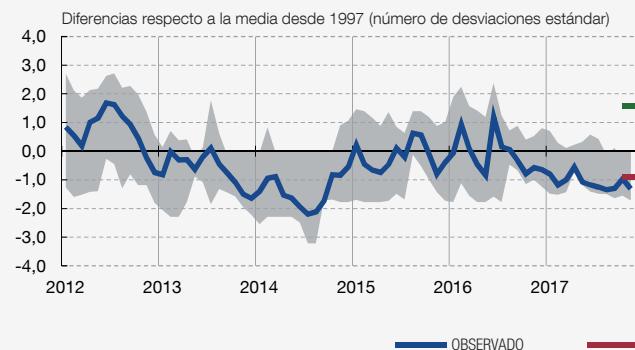


Gráfico 5
AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL: EVOLUCIÓN EN 2017 (d)

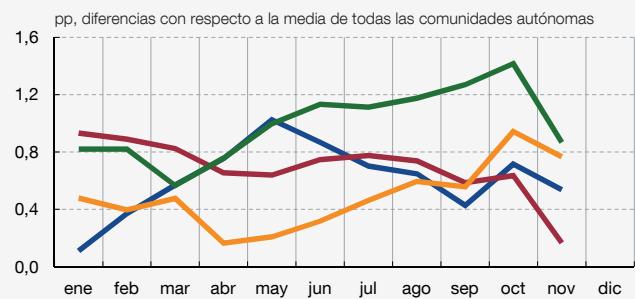
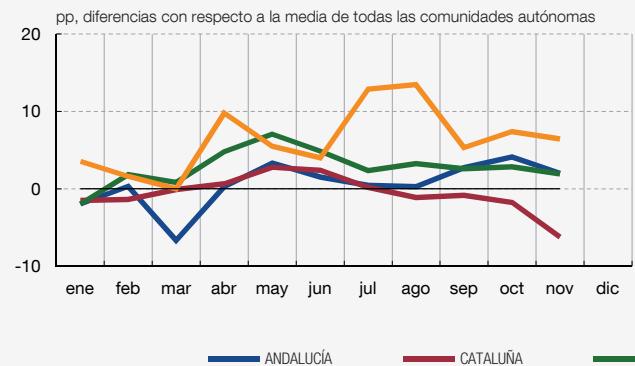


Gráfico 7
PERNOCTACIONES DE NO RESIDENTES: EVOLUCIÓN EN 2017 (d)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, IESE, FUNCAS, Barómetro del CIS, PRS Group y Banco de España.

- a Indicador sintético calculado a partir de los indicadores de volatilidad del IBEX-35, del tipo de cambio, del precio del petróleo y del bono a diez años. El área sombreada representa el rango de indicadores.
- b Indicador sintético calculado a partir de los indicadores de valoración política del CIS (actual y expectativas), indicador de riesgo político (PRS Group), índice de fragmentación del Parlamento nacional, indicador de incertidumbre sobre las políticas económicas (EPU) y desacuerdo en las previsiones de déficit público. El área sombreada representa el rango de indicadores.
- c Los escenarios corresponden a las hipótesis utilizadas en el recuadro 1.1 («El impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña») del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, noviembre de 2017. En el escenario 1 se supone que el nivel de incertidumbre aumenta de manera transitoria durante el cuarto trimestre de 2017 y retorna en el primer trimestre del año 2018 al nivel del tercer trimestre de 2017. Este aumento se calibra a partir de la distribución estadística de las medidas de incertidumbre consideradas, que se incrementan en una magnitud que se sitúa en el percentil 90 de cada serie (es decir, solo un 10 % de las variaciones históricas, a nivel de cada indicador, son superiores a las que se asumen). En el escenario 2 se supone un aumento de la incertidumbre en el cuarto trimestre de 2017 equivalente al registrado en el episodio histórico de subida más intensa, asumiéndose que tras este shock inicial el nivel de los indicadores de incertidumbre se reduce de manera lineal a lo largo del horizonte de la simulación.
- d Tasas interanuales de series ajustadas de estacionalidad (desviaciones respecto al crecimiento medio de todas las CCAA).

Gráfico 4
INCERTIDUMBRE ECONÓMICA Y SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS (b)

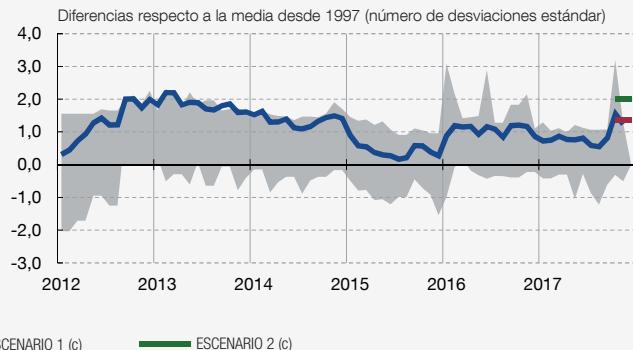


Gráfico 6
MATRICULACIONES DE VEHÍCULOS DE CARGA: EVOLUCIÓN EN 2017 (d)

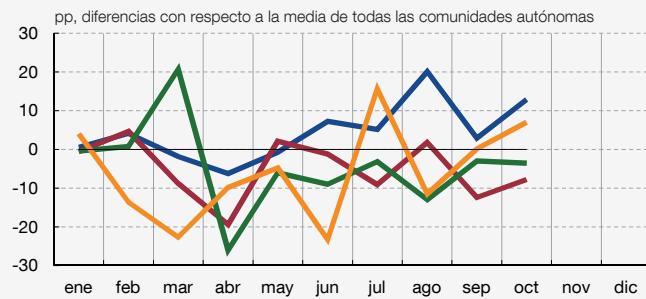
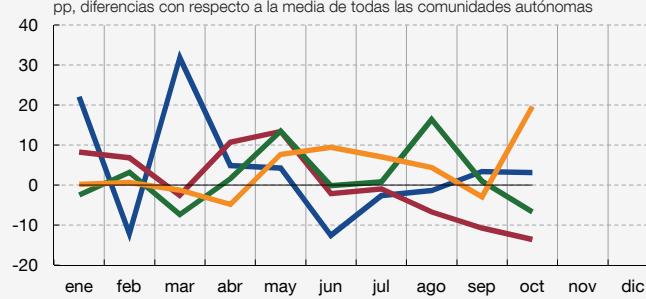


Gráfico 8
COMPRAVENTAS DE VIVIENDAS: EVOLUCIÓN EN 2017 (d)



Respecto a los indicadores de incertidumbre económica, estos registraron un aumento significativo en octubre, que revirtió parcialmente en noviembre (véanse los gráficos 3 y 4 para el caso concreto de los indicadores que miden la incertidumbre en los mercados financieros y sobre la situación económica y las políticas económicas). De mantenerse en los últimos días de diciembre el nivel observado en los dos primeros meses del trimestre, la cota alcanzada por estos indicadores en el promedio del trimestre sería de un orden de magnitud similar a la considerada en el escenario más benigno de los dos asumidos en el recuadro sobre el impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña referenciado más arriba.

Por su parte, la información coyuntural acerca de la actividad económica relativa al trimestre en curso en el conjunto de España y en las distintas CCAA es todavía incompleta, pero comprende ya un conjunto de indicadores relevante, en particular para los meses de octubre y, en menor medida, noviembre. De acuerdo con esta información, la actividad económica se habría desacelerado

en el último tramo del año en Cataluña en mayor medida que en la media de las CCAA consideradas (véanse gráficos 5 a 8). Esta ralentización se debería, en particular, al peor comportamiento de los indicadores de empleo, turismo y mercado de la vivienda, entre otros, en esta comunidad autónoma, con respecto a lo observado, en media, en el conjunto de las CCAA y, en particular, en las de mayor peso económico.

La incidencia final de este elemento de riesgo sobre el conjunto de la economía española en el cuarto trimestre dependerá de la magnitud y de la persistencia que este acabe teniendo. Un alivio del grado de tensión en Cataluña, como el que se percibió durante el mes de noviembre y las primeras semanas de diciembre, podría conducir a un escenario de mayor crecimiento del producto que el considerado en las proyecciones recientemente publicadas. Por el contrario, un hipotético rebrote de las tensiones en los próximos meses podría llevar a un impacto más pronunciado sobre las decisiones de consumo e inversión de los agentes que el que se infiere a partir de los datos parciales disponibles.

En consonancia con su peso en el PIB, el consumo privado ha aportado más de la mitad del crecimiento total durante la actual fase de recuperación de la economía española, que arrancó en la parte final de 2013. En concreto, entre 2014 y 2016 esta rúbrica avanzó, por término medio, un 2,5% (en términos per cápita, el crecimiento fue del 2,6%), explicando 1,5 pp del avance promedio del producto, que fue del 2,7% entre esos años. Esta fortaleza del gasto de los hogares responde, en gran medida, al hecho de que la actual fase de recuperación haya sido muy intensa en generación de empleo¹. Adicionalmente, en el dinamismo de este componente de gasto ha desempeñado también un papel relevante el hecho de que durante la fase de recuperación cíclica se hayan ido atendiendo decisiones de adquisición de bienes y servicios que habían sido pospuestas durante el período recesivo. En este recuadro se analiza en qué medida dichas compras pospuestas («demanda embalsada») se han materializado en el período reciente de expansión y hasta qué punto este factor podría perder relevancia en el futuro como estímulo del consumo de los hogares.

De acuerdo con la teoría económica y la evidencia internacional disponible, los ajustes del consumo de los hogares durante las recesiones no se distribuyen de forma proporcional entre los distintos tipos de bienes y servicios, incidiendo las reducciones de aquel en mayor medida sobre los bienes duraderos². Además, el ajuste del gasto ante una perturbación de renta tampoco es homogéneo entre los distintos tipos de bienes no duraderos y servicios. Por un lado, existen productos cuya elasticidad ante cambios en la renta es reducida, porque responden a la cobertura de necesidades vitales básicas (consumos de *primera necesidad*, como alimentación, salud, transporte o educación), mientras que otros tienen un carácter más prescindible (consumos *no esenciales*). Finalmente, existen gastos cuyo ajuste a la baja presenta, especialmente en el corto plazo, un elevado grado de rigidez (consumos *no ajustables*), relacionados fundamentalmente con suministros básicos (vivienda, agua, electricidad o gas). De modo análogo, en las fases de recuperación los repuntes más acusados del gasto de las familias se suelen concentrar en los componentes de bienes duraderos y de productos no esenciales.

Estos patrones de evolución del consumo a lo largo del ciclo económico se han observado en España en la última década. El gráfico 1 sintetiza la evolución, en términos reales, entre 2008 y 2016, de las cuatro categorías de bienes y servicios mencionadas

1 Véase el capítulo 2 del *Informe Anual, 2015*, del Banco de España, donde se aporta evidencia de que una recuperación de las rentas laborales de los hogares debida a la creación de empleo tiene un efecto expansivo sobre el consumo más elevado que cuando es atribuible a un aumento de salarios reales.

2 Véase J. González Mínguez y A. Urtasun (2015), «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, para una descripción detallada de los factores que subyacen al ajuste asimétrico de las distintas categorías de bienes y servicios.

anteriormente, distinguiendo entre la fase de ajuste, que se identifica con el período 2008-2013, y la de recuperación, que comprende los años 2014-2016³. Durante la etapa recesiva, el gasto en bienes de consumo duradero retrocedió un 4,8%, 2,6 pp más que el conjunto del consumo, mientras que en la fase expansiva aumentó un 6,2% en promedio anual, 3,7 pp más de lo que lo hizo el gasto total. Por su parte, dentro de los bienes y servicios de consumo no duradero, el gasto en los de primera necesidad ha mostrado oscilaciones cíclicas mucho menos marcadas, registrando tasas medias anuales del -0,7% en las fases de caída y del 1,3% en el auge, que se diferencian entre sí en mucha menor medida que las observadas para el consumo agregado. La evolución del consumo de bienes no duraderos no esenciales fue más volátil, presentando un descenso en la crisis del 3,3% y un crecimiento en la recuperación posterior del 2,9%, algo más vigoroso que el del total. Finalmente, como cabría esperar, la categoría de consumos no duraderos no ajustables mostró una evolución más estable durante el conjunto del período considerado, con una tasa media de avance del 1,5% durante la etapa recesiva (3,7 pp más que el total del gasto real de los hogares), seguido de una tasa del 0,8% en el promedio anual durante la recuperación (1,9 pp por debajo del ritmo de aumento del conjunto del consumo).

Por tanto, los hogares españoles hicieron recaer durante la crisis una proporción sustancial del ajuste de su gasto sobre los bienes duraderos y, en menor medida, sobre los bienes y servicios de consumo no duradero no esenciales. En el primer caso, ello se explica porque los hogares no derivan su utilidad directamente del gasto realizado en el período corriente, sino de los servicios de consumo resultantes de los productos adquiridos en el pasado. De este modo, las familias pueden contraer dichas compras cuando sus rentas son bajas (o la incertidumbre sobre ellas, elevada), con una merma relativamente reducida de su utilidad, posponiéndolas hasta períodos en los que sus ingresos se hayan recuperado. En el segundo caso, se trata de bienes y servicios cuya demanda está sujeta a una elasticidad-renta comparativamente más alta, de modo que los hogares ajustan más que proporcionalmente el consumo de este tipo de productos ante fluctuaciones de su renta.

En el caso de los bienes duraderos, con el fin de aproximar cuantitativamente el volumen de demanda latente o «embalsada», se ha estimado un modelo empírico en el que se explica el stock de bienes duraderos a partir de sus determinantes fundamentales (entre los que destacan la renta y las condiciones financieras). De acuerdo con este modelo, el nivel deseado de bienes duraderos

3 Para un análisis pormenorizado de la evolución del consumo de los hogares durante los últimos años, véase M. Martínez Matute y A. Urtasun (2017), «La recuperación del consumo privado en España por tipo de producto y hogar», *Boletín Económico* 2/2017, Artículos Analíticos, 20 de junio.

se corresponde con el explicado por sus determinantes, de manera que la diferencia entre dicho nivel y el valor observado se puede interpretar como el grado de «demanda embalsada».

En el gráfico 2 se presenta el resultado de esta estimación. En la fase recesiva de la crisis más reciente, el nivel observado del stock de bienes de consumo duradero se situó por debajo del deseado, como reflejo de las decisiones de gasto pospuestas. Por su parte, en la actual fase expansiva la recuperación de los determinantes tradicionales del consumo, junto con la necesidad de reducir el significativo volumen de demanda latente, se ha traducido en un fuerte ritmo de avance del gasto en bienes duraderos. Este repunte habría llevado a que, a finales de 2016, de acuerdo con el modelo estimado, se hubiera cubierto la demanda embalsada a lo largo de la crisis, de manera que no cabría esperar que este factor siga

actuando de dinamizador del consumo agregado de las familias en el corto y medio plazo.

En esta línea, la información coyuntural más reciente muestra un cierto agotamiento del fuerte crecimiento del consumo de bienes duraderos, como muestra la evolución de las ventas al por menor de bienes de equipo para el hogar (véase gráfico 3). De modo análogo, una vez que los consumidores han recuperado un nivel más elevado de gasto en bienes y servicios no duraderos no esenciales, se está produciendo una desaceleración significativa de sus ritmos de avance (como ilustra, por ejemplo, la evolución de las pernoctaciones hoteleras de residentes) (gráfico 4). Por consiguiente, la estabilización de las tasas de crecimiento del gasto en uno y otro tipo de bienes y servicios podría anticipar una cierta desaceleración del consumo en el corto y medio plazo.

Gráfico 1
VARIACIÓN DEL CONSUMO PROMEDIO POR PERÍODOS

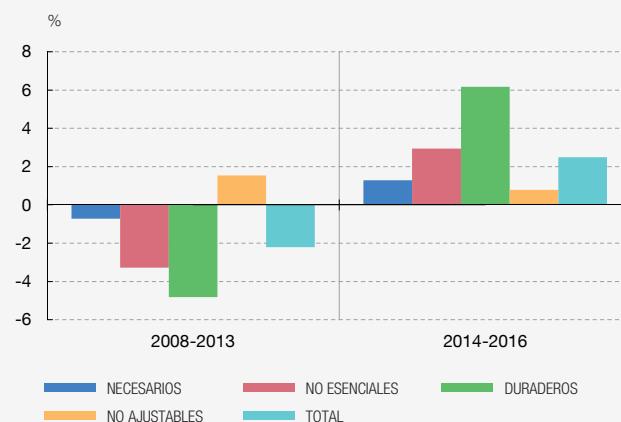


Gráfico 2
BRECHA ENTRE EL STOCK DESEADO Y EL OBSERVADO DE BIENES DURADEROS (a)



Gráfico 3
COMERCIO POR MENOR DE BIENES DE EQUIPAMIENTO DEL HOGAR
Tendencia. Tasa interanual

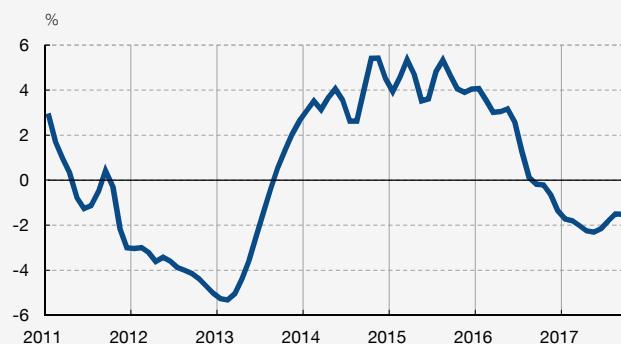
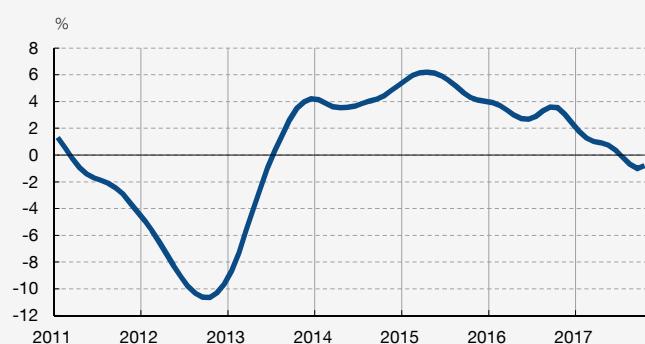


Gráfico 4
PERNOCTACIONES NACIONALES
Tendencia. Tasa interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Brecha entre el stock deseado y el observado (en puntos porcentuales del observado). Valores positivos de la brecha (esto es, cuando el stock deseado es mayor que el observado) se traducirán en aportaciones positivas al crecimiento del gasto en bienes duraderos.

Las últimas cifras publicadas sobre la actuación de las Administraciones Públicas (AAPP) en términos de la Contabilidad Nacional (CN) muestran que el déficit de las AAPP —excluyendo las Corporaciones Locales (CCLL)— acumulado durante los tres primeros trimestres de 2017 se situó en torno al 2 % del PIB, 1,3 pp inferior al del mismo período de 2016 (véase gráfico 1). Por componentes, los ingresos consolidados¹ de las AAPP (excluyendo las CCLL) se incrementaron en los tres primeros trimestres del año en un 5,2 % en tasa interanual, frente al retroceso del 1,1 % registrado en el mismo período de 2016, debido al dinamismo de la recaudación impositiva y de las cotizaciones sociales. No obstante, cabe señalar que parte de este buen comportamiento observado en la recaudación de los impuestos directos se debe al efecto base asociado al cambio de la normativa relativa a los pagos mínimos a cuenta del impuesto sobre sociedades, que entró en vigor en octubre de 2016². De hecho, la información más reciente sobre la recaudación de los impuestos compartidos por el Estado, las Comunidades Autónomas (CCAA) y las CCLL muestra una cierta desaceleración de los ingresos en el comienzo del cuarto trimestre.

Por su parte, el gasto consolidado de las AAPP (excluyendo las CCLL) retrocedió en términos interanuales el 0,1 % hasta septiembre, frente al avance del 0,4 % registrado en el mismo período del año anterior. La moderación fue generalizada en las principales partidas, e incluso algunas de ellas mostraron reducciones interanuales significativas en el período de referencia, en términos nominales, en particular el gasto en inversión y en desempleo, y los pagos por intereses de la deuda pública. No obstante, los indicadores más recientes de evolución del empleo de las AAPP muestran una aceleración significativa de este en el tercer trimestre, según la Encuesta de Población Activa, y en el bimestre octubre-noviembre, de acuerdo con los datos de afiliación a la Seguridad Social.

1 Netos de transferencias con otros subsectores de las AAPP.

2 Real Decreto-ley 2/2016, de 30 de septiembre. La norma afectaba a los pagos del conjunto del año, que por tanto se concentraron en el último trimestre de este. De esta manera, el impacto positivo observado sobre la recaudación en enero-septiembre debido a esta medida se neutralizará en el último trimestre de 2017, cuando la comparación volverá a ser homogénea.

De acuerdo con las últimas proyecciones del Banco de España³, que toman en cuenta la información más reciente sobre la ejecución presupuestaria, así como los planes presupuestarios oficiales, el déficit de las AAPP en 2017 podría situarse alrededor del 3,2 % del PIB. El tono de la política fiscal en 2017 implícito en estas previsiones pasaría a ser aproximadamente neutral, tras la orientación expansiva de 2015 y 2016.

Con respecto a 2018, en la fecha de cierre de este Informe no se había presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para el próximo ejercicio. De mantenerse esta situación a día 31 de diciembre, se produciría la prórroga automática de los presupuestos de 2017. En cualquier caso, el Gobierno, siguiendo el calendario del Semestre Europeo, remitió a la Comisión Europea el 16 de octubre el «Plan Presupuestario 2018». Este documento incorpora las líneas básicas de los presupuestos de las CCAA y de las CCLL, mientras que, en lo relativo al resto de AAPP, está realizado con un escenario de política fiscal para 2018 a «política constante», es decir, sin incorporar nuevas medidas de política económica. Con todo esto, el Plan Presupuestario proyecta un déficit del conjunto de las AAPP para 2018 del 2,3 % del PIB, ligeramente superior al objetivo del 2,2 % fijado para 2018 por el Consejo de la UE.

En su valoración del Plan Presupuestario publicada el 21 de noviembre, la Comisión Europea reconoce que es muy probable que el déficit público español se sitúe por debajo del 3 % del PIB en 2018. No obstante, también señala que, bajo el supuesto de «política constante» con el que se elaboró el Plan, la Comisión Europea y el propio Plan prevén que el déficit se sitúe por encima del objetivo fijado por el Consejo de la UE (2,2 % del PIB). En esta misma línea, las últimas proyecciones del Banco de España contemplan un déficit público del 2,6 % del PIB para 2018. La Comisión Europea invitó al Gobierno de España a presentar una actualización del Plan Presupuestario en cuanto se disponga de un borrador de los Presupuestos Generales

3 Véase el informe «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2017-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2017».

Gráfico 1
SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN CONTABILIDAD NACIONAL
Datos acumulados desde enero



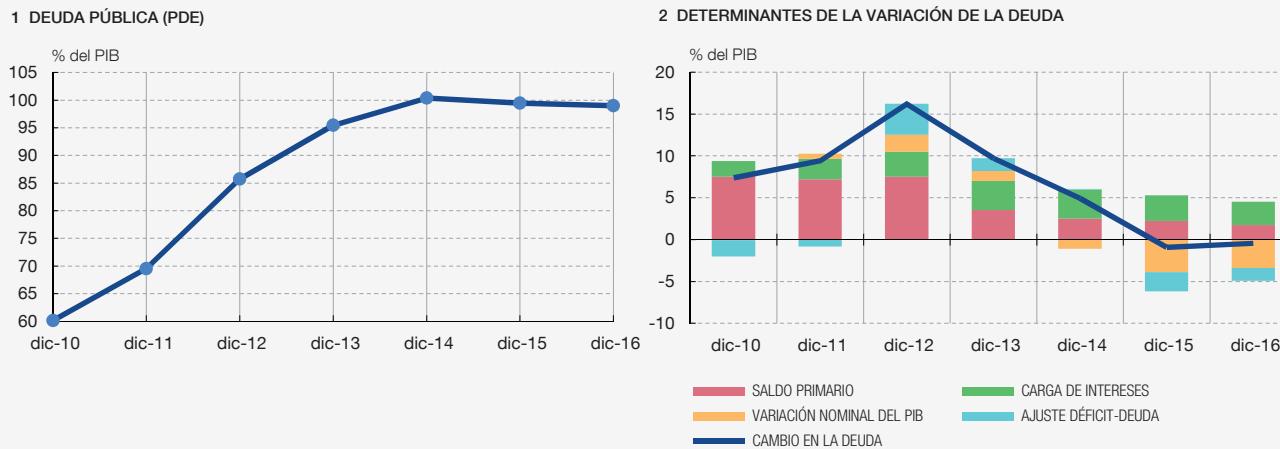
FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Consejo de la Unión Europea.

del Estado y de la Seguridad Social para el próximo año, de manera que pueda realizar una evaluación adecuada del cumplimiento de las obligaciones fiscales adquiridas por España en el marco europeo⁴.

⁴ Véase punto 11 de la opinión de la Comisión Europea (21 de noviembre, <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/c-2017-8015-en.pdf>).

En lo que respecta al endeudamiento de las AAPP, tras alcanzar su nivel histórico máximo del 100,4 % del PIB en 2014, ha ido reduciéndose ligeramente (véase gráfico 2.1), hasta situarse en el tercer trimestre de 2017 en el 98,7 %. El principal determinante de la disminución reciente de la deuda pública habría sido el crecimiento del PIB nominal (gráfico 2.2), que habría más que compensado el impacto del déficit público.

Gráfico 2
EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



FUENTES: Banco de España e Intervención General de la Administración del Estado.

El BCE publicó, el pasado 29 de noviembre, los resultados de la decimoséptima edición de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre abril y septiembre de 2017. En ella se pregunta a las empresas encuestadas —fundamentalmente, pymes— sobre la evolución, en este período, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran, en conjunto, una prolongación de la tendencia de mejora de su situación económica. Así, el número de empresas que declararon un aumento de las ventas volvió a superar al de las que señalaron lo contrario, hecho que ocurre de forma ininterrumpida desde 2014, siendo en este caso la diferencia relativa entre ambos grupos (porcentaje neto) del 26 %, algo superior a la registrada en la edición anterior (22 %) (véase gráfico 1) y similar a la observada en la UEM (27 %). En términos de los beneficios, la evolución fue algo menos favorable, debido al aumento de los costes, tanto laborales como de otro tipo, circunstancia reportada por una proporción neta elevada de pymes de la muestra (42 % y 47 %, respectivamente, frente al 49 % y al 48 % en la UEM). De este modo, el porcentaje de las compañías que informaron de un incremento de las ganancias superó en 7 pp al de las que contestaron lo contrario, 4 pp más que en la edición anterior. En el área del euro, dicho diferencial fue de 5 pp, situándose así en valores positivos por primera vez desde que se realiza esta encuesta (2009).

En cuanto a la principal preocupación, la falta de clientes fue la señalada por un mayor porcentaje de pymes, tanto en España como en el conjunto de la UEM (29 % y 24 %, respectivamente) (véase gráfico 2), si bien en el caso de la UEM la falta de personal cualificado apareció como un elemento que preocupaba a un número creciente de pymes (23 %). En contraposición, el acceso a la financiación volvió a ser, de entre todos los factores incluidos en esta pregunta, el citado por un menor número de compañías: un 7 % de ellas en España y un 8 % en la UEM, porcentajes algo inferiores a los de la edición previa, y valores mínimos registrados en ambas áreas desde el comienzo de la encuesta.

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios se redujo unos 9 pp, hasta situarse en un 29 % (véase gráfico 3), cifra casi idéntica a la registrada en la UEM. Por su parte, la disponibilidad de financiación bancaria continuó mejorando (véase gráfico 4). Así, en términos netos, el 23 % de las pymes españolas informó de una mejoría en este aspecto, 5 pp menos que en la encuesta anterior y 11 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM. Además, las empresas encuestadas percibieron que la mayoría de factores que afectan a la oferta crediticia ejercieron un impacto positivo sobre la disponibilidad de financiación¹.

1 La disponibilidad de financiación es la percepción que tienen las empresas sobre su acceso a la financiación, que se ve afectada por factores

En concreto, en términos netos, el 33 % percibió una mayor propensión de las entidades a otorgar préstamos (2 pp más que en la edición previa de la encuesta), un 30 % informó de una incidencia positiva sobre ella de la mejoría de su situación específica (2 pp menos que seis meses antes) y un 24 % indicó una influencia positiva asociada a las mejores perspectivas macroeconómicas (4 pp por debajo del dato del período anterior).

Asimismo, el porcentaje de pymes españolas cuyas peticiones de financiación bancaria fueron rechazadas se redujo en 2 pp, situándose en el 4 %, cifra similar a la registrada en el conjunto de la UEM. Un indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios² muestra, asimismo, una nueva mejoría. Así, las dificultades afectaron a un 9 % de estas compañías, dato muy parecido al de la UEM y unas décimas inferior al registrado en la edición anterior de la encuesta, evidenciando una prolongación de la tendencia descendente que se viene reflejando en los últimos años, desde los elevados niveles alcanzados en 2014 (véase gráfico 5).

El porcentaje neto de empresas que informó de un descenso en los tipos de interés fue del 6 %, dato inferior al de la edición anterior (11 %) (véase gráfico 6). Por otro lado, la proporción neta de compañías que señaló un aumento en la cuantía de los préstamos y una extensión de su plazo de vencimiento siguió siendo positiva (16 % y 3 %, respectivamente). En cambio, un 6 % de las pymes españolas, en términos netos, percibió un endurecimiento en las garantías requeridas y un 14 % en otras condiciones de los préstamos, porcentajes en ambos casos superiores a los registrados el período anterior.

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre abril y septiembre de 2017, el acceso de las pymes españolas a la financiación externa continuó mejorando. En un contexto de progresivo fortalecimiento de su situación económica y financiera, estas empresas informaron, en conjunto, de que durante dicho período detectaron un incremento en la disponibilidad de financiación bancaria, favorecido por una mayor disposición de las entidades a conceder préstamos en condiciones de financiación más favorables, así como por la mejoría de la situación específica de las empresas y del panorama económico general. Finalmente, la encuesta también refleja que las pymes de nuestro país anticipaban una evolución positiva de su acceso a la financiación bancaria entre octubre de 2017 y marzo de 2018.

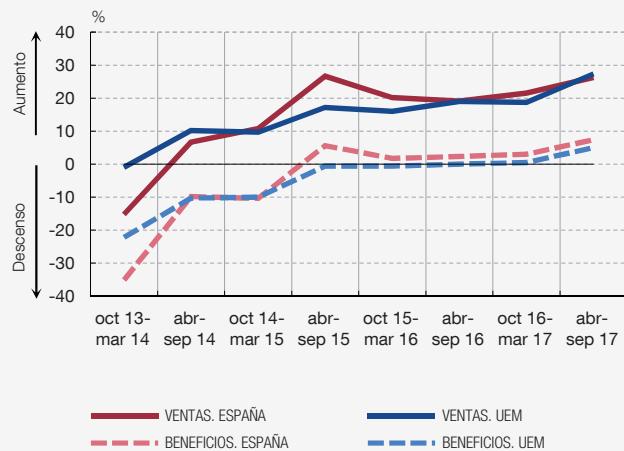
de oferta (relacionados con los bancos), de demanda (calidad crediticia de la empresa) y macroeconómicos (situación económica general).

2 Este indicador recoge las sociedades en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, aquellas a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, las sociedades a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían.

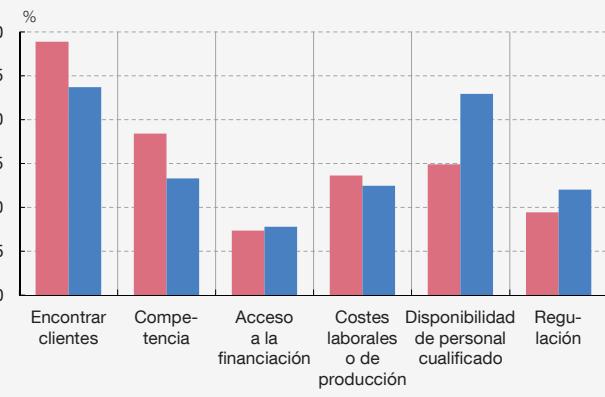
**EVOLUCIÓN RECENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA
DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE (cont.)**

RECUADRO 6

**Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS Y DE LOS BENEFICIOS (a)**



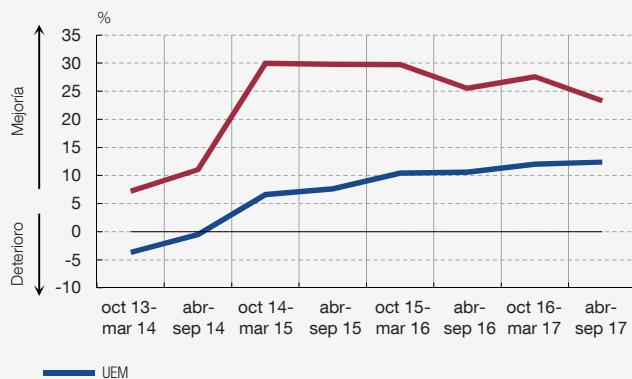
**Gráfico 2
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD.
ABRIL-SEPTIEMBRE 2017**



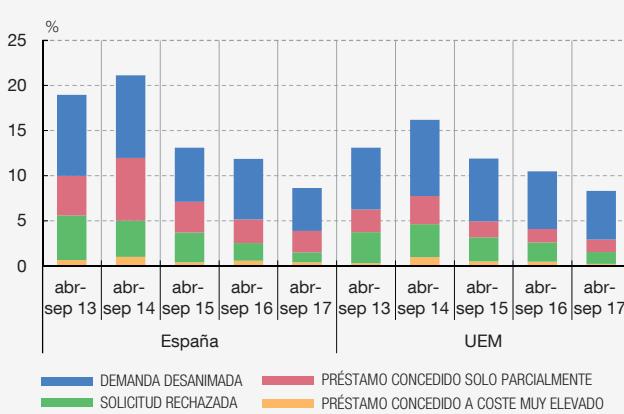
**Gráfico 3
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS**



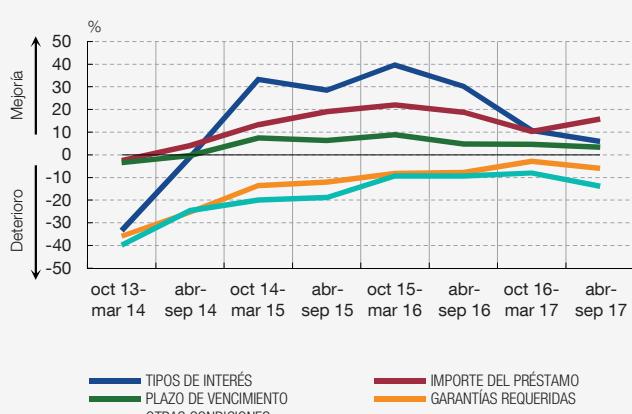
**Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)**



**Gráfico 5
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)**



**Gráfico 6
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (d)**



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.
- b Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
- c Este indicador recoge la proporción de sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada).
- d Porcentaje de empresas que señalan una mejoría de las condiciones (descenso de tipos de interés, aumento de importes y plazos, y disminución de garantías y otras condiciones requeridas) menos porcentaje de empresas que señalan un deterioro de ellas.

En la primera mitad del año, el saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) neta de la economía española aumentó en 44,7 miles de millones (mm) de euros con respecto al cierre de 2016. En términos del PIB, su peso también se incrementó (en 2,3 pp, hasta el 86,2 %), a pesar del avance del producto (véase gráfico 1). Este incremento del saldo deudor de la PII neta fue el resultado del aumento —de 47,7 mm de euros— ligado a los cambios de valoración de los activos y pasivos frente a no residentes debidos a los movimientos en sus precios y en los tipos de cambio, que más que compensó el descenso asociado al saldo ligeramente positivo que presentaron las operaciones financieras netas (1,5 mm), en línea con la

capacidad de financiación de la nación, y las otras variaciones en volumen¹ (1,5 mm).

El desglose entre activos y pasivos evidencia que, excluyendo los derivados financieros, entre enero y junio de 2017 los residentes

- 1 Las otras variaciones en volumen son cualquier cambio en el valor de los activos y pasivos que no se debe ni a transacciones ni a revalorizaciones. Se incluyen aquí las variaciones debidas a condonaciones y cancelaciones contables, apariciones y desapariciones económicas de activos, reclasificaciones, y las debidas a cambios en la residencia de los agentes. En la práctica, este componente puede recoger también discrepancias estadísticas entre la PII y la BP que se derivan del distinto momento de actualización.

Gráfico 1
COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (a)

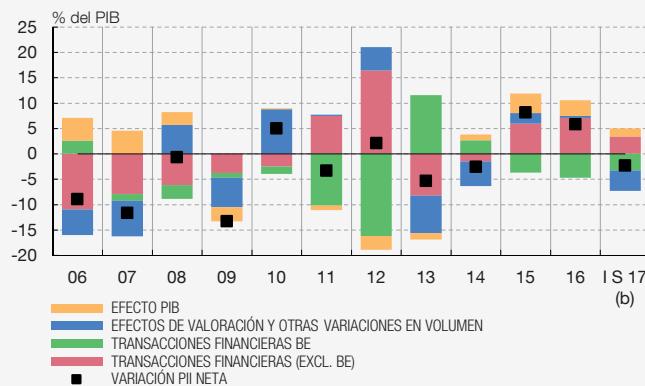


Gráfico 2
COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES (c)

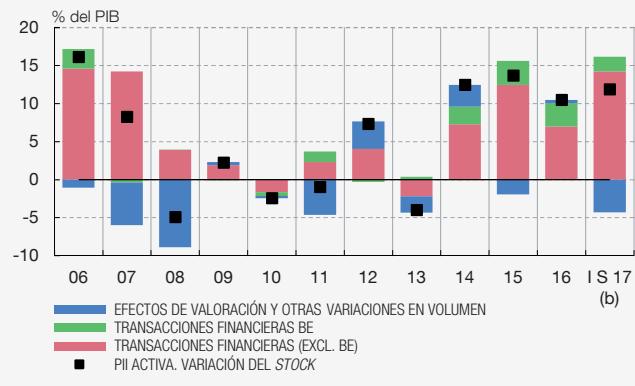


Gráfico 3
COMPONENTES DE LA VARIACIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES (c)

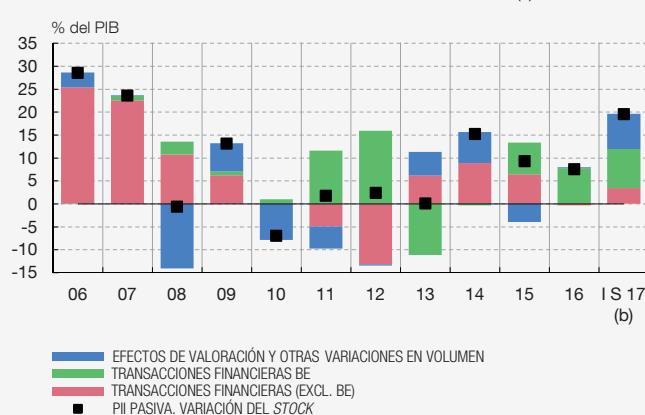
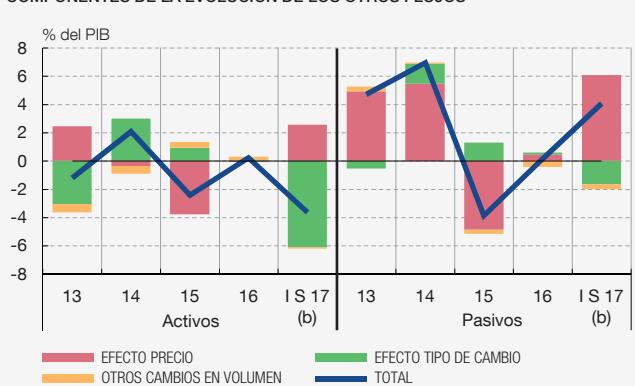


Gráfico 4
COMPONENTES DE LA EVOLUCIÓN DE LOS OTROS FLUJOS



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b Variación acumulada entre enero y junio de 2017. En los gráficos 2, 3 y 4, el PIB corresponde al del primer semestre.
- c Excluidos los derivados financieros.
- d Excluidos el Banco de España y la posición neta en derivados.
- e La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros, a excepción de los fondos propios y de los derivados financieros).
- f Incluye solo inversión directa en la forma de deuda.
- g Excluyendo al Banco de España y la inversión directa en forma de deuda.

volvieron a adquirir, en términos netos, un volumen elevado de activos foráneos (92,4 mm de euros, 81,2 mm excluyendo al Banco de España), lo que, unido a cambios de valoración y otras variaciones en volumen negativas pero de menor cuantía (que fueron, en conjunto, de -24,7 mm), resultó en un incremento de los saldos activos frente al resto del mundo equivalente al 11,8 % del PIB del primer semestre (véase gráfico 2). Por su parte, la variación neta de pasivos también fue positiva en este período y alcanzó el 19,6 % del PIB semestral (véase gráfico 3), debido tanto a la inversión neta positiva de los no residentes en la economía española (89 mm de euros, 40,5 mm excluyendo al Banco de España) como a los efectos de valoración y a las otras variaciones en volumen, que tuvieron, en conjunto, un impacto positivo (23,3 mm)².

El saldo positivo de las transacciones financieras netas (38,9 mm de euros), excluido el Banco de España, superó ampliamente el superávit de la cuenta corriente y de capital registrado entre enero y junio (5,6 mm), lo que se tradujo en un importe muy negativo del saldo de las operaciones financieras netas del Banco de España con el exterior, que alcanzó el 6,5 % del PIB del semestre (véanse gráficos 2 y 3), fundamentalmente por el aumento de los pasivos netos frente al Eurosistema. Esta evolución ha continuado estando condicionada en gran medida por la política de expansión cuantitativa del BCE, que ha generado un exceso de liquidez dentro de la UEM, propiciando flujos financieros entre los países del área. En particular, la liquidez generada en España a partir de las medidas de expansión cuantitativa del BCE se ha canalizado en buena medida hacia el exterior. Así, desde finales de 2014, la adquisición neta de activos exteriores por parte de los agentes residentes se ha incrementado, mientras que los flujos pasivos netos frente al resto del mundo, excluyendo al Banco de España, se han reducido, en un contexto de progresivo desapalancamiento del sector privado³.

Como se ha comentado, durante el primer semestre los efectos de valoración contribuyeron al descenso del nivel de la PII neta de la economía española (aumento del saldo deudor). Ello fue consecuencia tanto de la caída en el valor de los activos como del incremento del de los pasivos (véase gráfico 4). Lo primero resultó de una apreciación del euro durante el segundo trimestre, que redujo el valor de los instrumentos denominados en moneda extranjera. Este impacto se vio solo parcialmente compensado por la revalorización de los activos y, en particular, de las participaciones en capital y en fondos de inversión, que tuvo lugar durante ese período (los instrumentos de deuda, en cambio, se depre-

ciaron ligeramente), en un contexto de aumento de las cotizaciones bursátiles. Por su parte, el valor de los pasivos también se vio afectado por estos mismos factores, si bien en este caso el impacto positivo asociado a la revalorización de las participaciones en capital y en fondos de inversión fue más elevado, como consecuencia del mayor aumento de los precios de los pasivos respecto de los activos de esta naturaleza, y el efecto negativo de la apreciación del euro fue mucho más reducido, dado que la proporción de pasivos en moneda extranjera es sustancialmente inferior a la de los activos.

El desglose por sector institucional muestra que el aumento del saldo deudor de la PII neta en relación con el PIB fue el resultado del incremento de la posición deudora del Banco de España, del sector privado no financiero y, en menor medida, de las Administraciones Públicas, que, en conjunto, más que compensaron el aumento del saldo acreedor registrado por el resto de las instituciones financieras (otras instituciones financieras monetarias distintas del banco central y el sector financiero de los otros sectores residentes) (véase gráfico 5). Excluyendo al Banco de España, el saldo deudor de la PII neta en relación con el PIB habría disminuido 1 pp, hasta el 68,2 %, si bien en términos absolutos también habría aumentado (3,7 mm de euros, hasta 777,5 mm).

Por su parte, el desglose por categoría funcional refleja que, excluyendo al Banco de España, la posición deudora neta de la economía española en forma de inversión directa y de inversión en cartera aumentó (en 13,1 mm y 0,4 mm de euros, respectivamente), mientras que la materializada en otras inversiones disminuyó (en 10 mm). El descenso de la inversión directa en términos netos se produjo como consecuencia de un incremento de los activos exteriores inferior al aumento de los pasivos frente al resto del mundo. Respecto a la inversión en cartera, el aumento de los activos exteriores de los agentes residentes también fue más que compensado por el ascenso de sus pasivos frente al resto del mundo. Estos incrementos (tanto de activos como de pasivos) se registraron prácticamente en todos los sectores y en todos los instrumentos (con la excepción del saldo en valores de deuda emitidos por los otros sectores residentes en manos de agentes foráneos, que disminuyó). Por último, el descenso de la posición deudora neta en otras inversiones obedeció tanto al aumento de los activos en el exterior de los residentes como al descenso de los pasivos nacionales en manos del resto del mundo. En términos del PIB, solo la inversión directa aumentó su saldo deudor, incrementándose en 1,1 pp, hasta el 3,6 % (véase gráfico 6)⁴, mientras que los saldos deudores asociados a la otra inversión y a la inversión en cartera disminuyeron, en 1,2 pp hasta el 13,8 % y en 0,9 pp hasta el 50,2 %, respectivamente.

2 En términos netos, los derivados financieros tuvieron un efecto negativo muy marginal en la PII, debido al saldo negativo que presentaron las transacciones financieras netas, que no se vio compensado completamente por el impacto positivo de los efectos de valoración y de las otras variaciones en volumen.

3 Para más detalle, véase el artículo «*Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la cuenta financiera*», *Boletín Económico*, abril 2016, Banco de España.

4 El saldo deudor neto de las posiciones en derivados financieros se mantuvo sin cambios en ese período, en el 0,5 % del PIB.

Para valorar mejor el grado de vulnerabilidad asociada a la posición internacional de la economía española, resulta útil complementar la información de la PII con otros indicadores, como el volumen de la deuda externa bruta (que incluye únicamente los pasivos que generan obligaciones de pago, que en España suponen alrededor del 75 % del total)⁵. La deuda externa bruta, en relación con el PIB, se incrementó en 1,9 pp, hasta el 168,8 %, entre diciembre de 2016 y

5 La deuda externa de un país comprende los saldos de todos los pasivos frente a no residentes que impliquen la realización futura de pagos por amortización de principal, por intereses o por ambos (todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros).

junio de 2017, ya que el aumento del peso de la deuda externa del Banco de España (de 3,6 pp, hasta el 38,2 % del PIB) fue superior al retroceso del correspondiente al resto de sectores (véase gráfico 7). El de las otras instituciones financieras distintas del Banco de España y el de los otros sectores residentes se redujeron, durante el mismo período, en 1,3 pp y en 0,7 pp, hasta el 35,1 % y el 25,7 %, respectivamente⁶, en línea con el proceso de desendeudamiento en el que están inmersos estos sectores. En contraposición, el de las AAPP se incrementó en términos absolutos, aunque este aumento fue ligeramente inferior al avance del producto, por lo que en relación con el PIB

6 Excluyendo la inversión directa en forma de instrumentos de deuda.

Gráfico 5
PII NETA (a). DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL

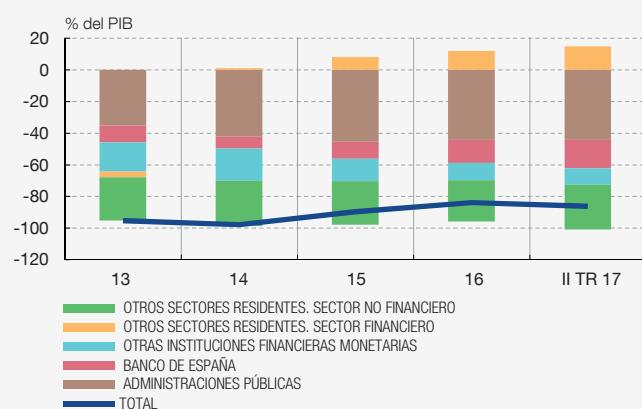
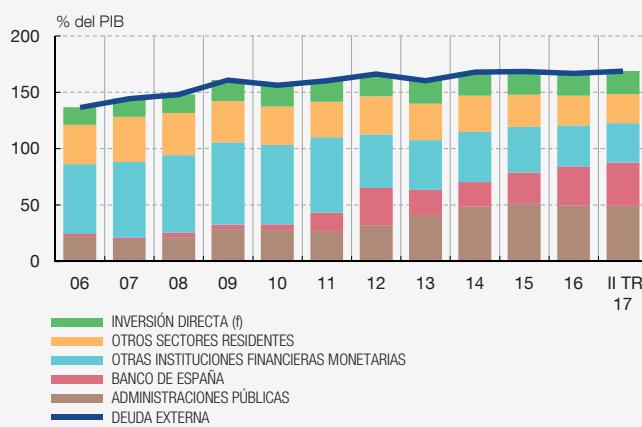


Gráfico 7
DEUDA EXTERNA BRUTA (e). DESGLOSE POR SECTORES



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b Variación acumulada entre enero y junio de 2017. En los gráficos 2, 3 y 4, el PIB corresponde al del primer semestre.
- c Excluidos los derivados financieros.
- d Excluidos el Banco de España y la posición neta en derivados.
- e La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros, a excepción de los fondos propios y de los derivados financieros).
- f Incluye solo inversión directa en la forma de deuda.
- g Excluyendo al Banco de España y la inversión directa en forma de deuda.

Gráfico 6
PII NETA (a) (d). DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES

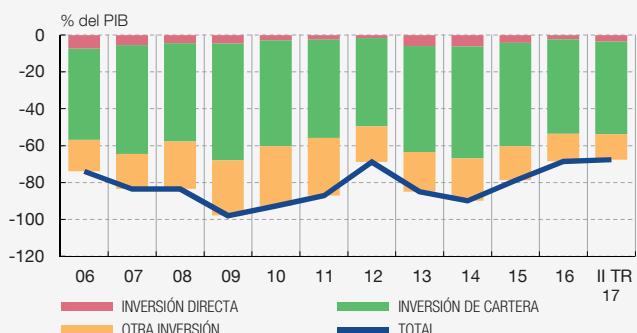
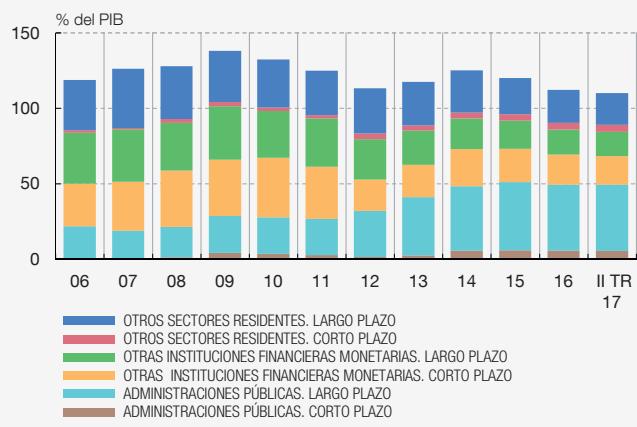


Gráfico 8
ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (e) (g)



apenas varió, manteniéndose cercano al 49 %. Por otra parte, el desglose por plazos de emisión sigue evidenciando un peso elevado de los pasivos a largo plazo —casi un 74 % del total, excluyendo los del Banco de España y la inversión directa— (véase gráfico 8), que normalmente conllevan menores riesgos de refinanciación.

En conclusión, durante el primer semestre del año, a pesar del superávit registrado en las balanzas por cuenta corriente y de capital y del avance del producto, la posición deudora neta de la economía española aumentó tanto en niveles absolutos como en términos del

PIB, debido a los cambios de valoración de los instrumentos. Por tanto, dicho indicador se mantiene en niveles elevados, lo que supone un elemento de vulnerabilidad, en la medida en que las cuantiosas necesidades de refinanciación que dicha posición genera exponen al conjunto de la economía española a eventuales cambios adversos en las condiciones de financiación en los mercados internacionales. La reducción de la posición deudora internacional hacia niveles más confortables requiere que se mantengan superávits externos de manera recurrente, para lo cual es necesario perseverar en las ganancias competitivas que los hacen posibles.

2.1 Entorno exterior del área del euro

Durante el último trimestre de 2017, la recuperación de la actividad global no solo se ha seguido generalizando, sino que también se ha intensificado, de forma que en la mayor parte de las economías ha registrado tasas de crecimiento más elevadas. Ello se ha traducido en revisiones al alza de las previsiones para el año actual y para 2018. La mejoría de la actividad contrasta con la evolución de la inflación en las economías avanzadas, ya que su componente subyacente se mantiene por debajo de las tasas objetivo de los bancos centrales en la mayoría de los casos. Los mercados financieros de las economías avanzadas han tendido a mostrar un buen desempeño, con ganancias y niveles reducidos de volatilidad. En los mercados emergentes, sin embargo, se ha observado una mayor volatilidad, con algunos descensos en las bolsas, aumentos de diferenciales soberanos y depreciaciones de tipos de cambio, que no compensan, sin embargo, el buen comportamiento en el conjunto del año.

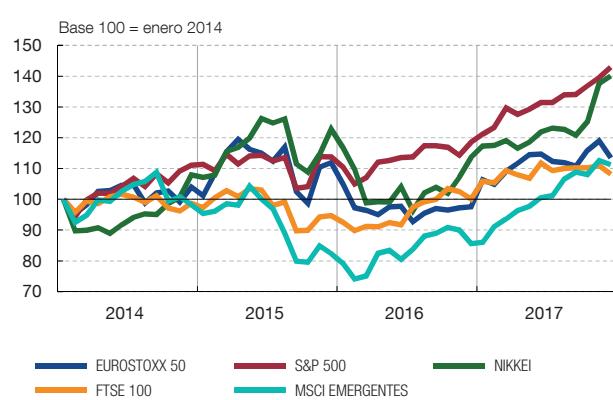
De hecho, a lo largo del trimestre, los mercados financieros de las economías avanzadas se han caracterizado por un sentimiento de optimismo generalizado, en un contexto de bajas volatilidades, tipos de interés estables a largo plazo y ganancias bursátiles. El dólar ha tendido a apreciarse, principalmente frente al yen. Todo ello ha estado en línea con unos buenos resultados corporativos y la publicación de datos económicos positivos. La posibilidad de aprobación de la reforma fiscal en Estados Unidos ha sostenido adicionalmente las cotizaciones del sector tecnológico. Las decisiones de política monetaria se han adoptado sin inducir sorpresas relevantes en los mercados financieros.

Respecto a los mercados emergentes, se han observado fuertes depreciaciones de algunas divisas frente al dólar, así como incrementos de los diferenciales soberanos. Las bolsas de estas economías han presentado una alta volatilidad, y fuertes caídas entre la tercera semana de noviembre y principios de diciembre, recuperando posteriormente parte de esas pérdidas. En América Latina, el retroceso comenzó un poco antes, en el mes de octubre, como consecuencia de factores específicos, principalmente en Brasil (problemas con la aprobación de las reformas comprometidas) y en México (renegociación del NAFTA). De menor entidad ha sido la caída de las bolsas chinas, causada por la incertidumbre acerca de las futuras regulaciones para controlar el endeudamiento, junto con un posible efecto de recogida de beneficios. Las entradas netas de capitales tanto en deuda como en bolsa se ralentizaron, registrándose salidas marginales en el segundo caso. De todos modos, los flujos de entradas del trimestre han sido superiores a los del mismo trimestre del año pasado.

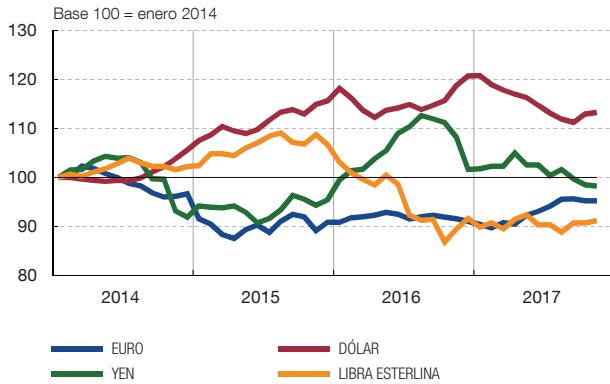
Por su parte, el índice de precios de materias primas se incrementó un 0,8 % en el último trimestre, debido al crecimiento del precio de los metales industriales (-0,2 %), y especialmente al de los precios de los alimentos (2,2 %). Por su parte, el precio del barril de Brent alcanzó los 64 dólares, tras aumentar un 12,3 %. El mayor dinamismo de la demanda (debido a la mejoría de la economía mundial), unido al elevado grado de cumplimiento del acuerdo de la OPEP (que se extendió al conjunto de 2018) y a ciertas tensiones de índole política (en Arabia Saudí o el Kurdistán iraquí), ha contribuido a ese incremento.

Los datos de crecimiento en las economías avanzadas en el tercer trimestre han sido robustos en todos los casos, destacando el de Estados Unidos [3,2 % en tasa intertrimestral anualizada (ita), dos décimas más que en el trimestre anterior, gracias en buena parte al repunte

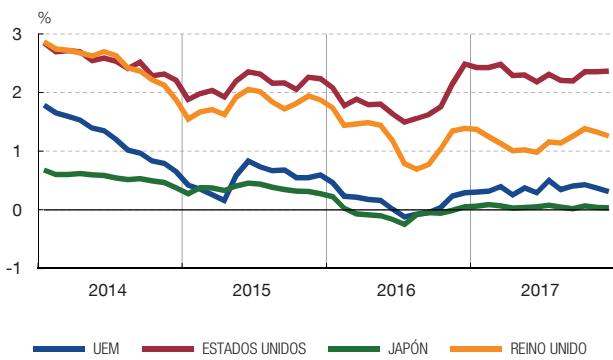
1 ÍNDICES BURSÁTILES



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



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



4 MATERIAS PRIMAS

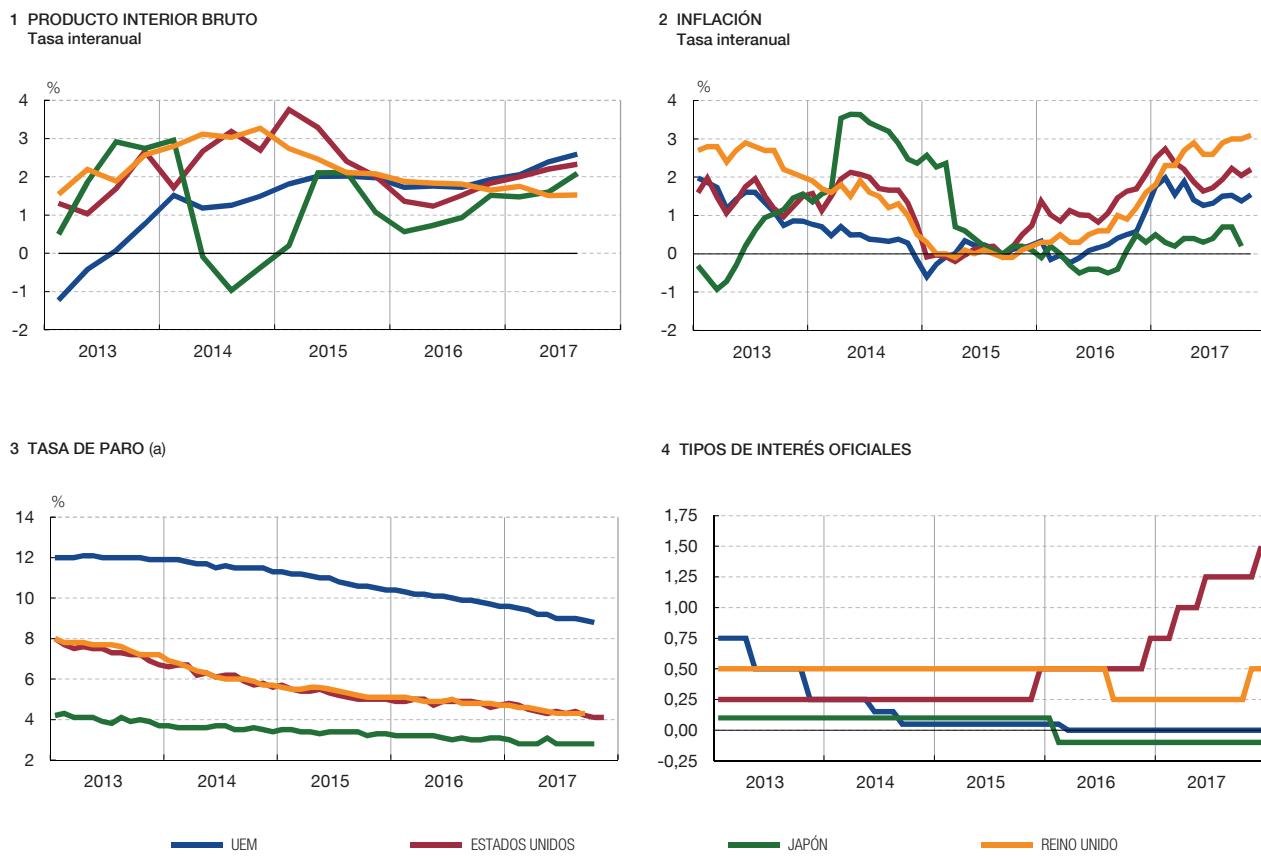


FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

de la inversión] y el de Japón (2,5 % ita), que avanzan por encima de su potencial de largo plazo. En el Reino Unido la economía se aceleró ligeramente respecto al trimestre anterior (en una décima, al 0,4 % intertrimestral). Los indicadores adelantados correspondientes al cuarto trimestre apuntan, en general, al sostenimiento de los ritmos de crecimiento en estas economías.

La inflación en las economías avanzadas se ha visto muy influida por la evolución de los precios de los alimentos y de la energía. Así, en Estados Unidos la tasa de inflación del IPC se situó en el 2,2 % interanual en noviembre (el deflactor del consumo privado, objetivo de la Fed, está en el 1,4 %), y en Japón subió una décima —al 0,8 %— en octubre. En el Reino Unido, la tasa de inflación sigue por encima del objetivo, y alcanzó un 3,1 % en noviembre. Sin embargo, las tasas subyacentes siguen alejadas de los objetivos de los bancos centrales, salvo en el Reino Unido. En cuanto a las decisiones de política monetaria, tanto la Reserva Federal como el Banco de Inglaterra subieron los tipos de interés oficiales en el trimestre. En el caso de la Fed, la subida fue de 25 puntos básicos (pb) —hasta el rango 1,25 %-1,5 %— en diciembre, reflejando la continua reducción de la holgura económica y a pesar de las dudas sobre la persistencia de la baja inflación. El Banco de Inglaterra subió 25 pb el tipo oficial (hasta el 0,5 %) en noviembre. En el ámbito de las políticas fiscales,



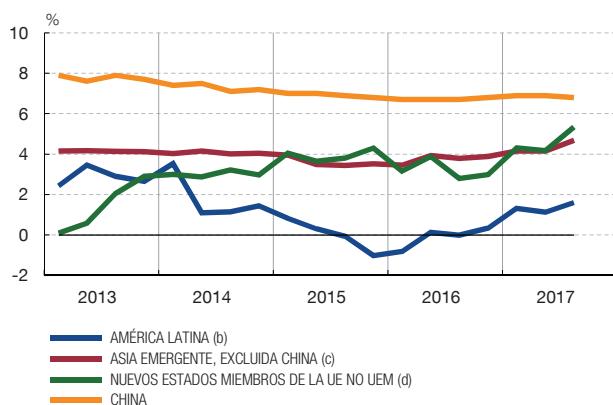
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

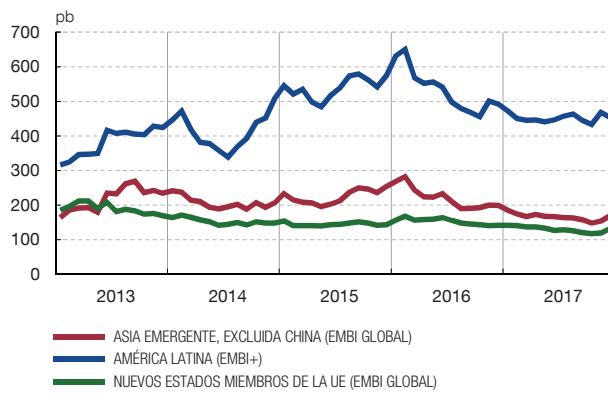
destaca el acuerdo en las dos cámaras del Congreso de Estados Unidos para sacar adelante una reforma fiscal, que podría suponer un impulso fiscal de en torno a 1 pp del PIB, si bien se estima que el multiplicador fiscal será relativamente modesto, por estar centrada la reforma en el lado de los ingresos, afectar en mayor medida a las rentas más altas (con menor propensión al gasto) y tener lugar en un momento en el que la brecha de producto está cerrada. En Japón también se anunció un programa de incentivos fiscales a la inversión en innovación y aumentos de salarios.

En el caso de las economías emergentes, la actividad mostró en general datos positivos. La economía china creció un 6,8 % interanual en el tercer trimestre, una ligera disminución respecto al trimestre anterior, debido en parte a una menor aportación de la formación bruta de capital. El XIX Congreso del Partido Comunista ha marcado como objetivo pasar de un enfoque basado en el ritmo de crecimiento a su composición. En la India, el PIB mostró señales de reactivación y, en el resto de países asiáticos, en general, se observó también una evolución positiva. En Latinoamérica, los datos del tercer trimestre fueron positivos, salvo en México, que sufrió el impacto de dos terremotos en septiembre. En Chile y en Colombia se registraron las tasas de crecimiento más elevadas (1,5 % y 0,8 % interanual, respectivamente), mientras que Brasil y Perú fueron las economías menos dinámicas. La inflación ha seguido contenida en la región, salvo en México y en Colombia. En cuanto a los movimientos de política monetaria, destacan los incrementos de tipos en México (25 pb, hasta el 7,25 %) y en Argentina, mientras que en Brasil el tipo oficial se

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



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



3 PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (f)



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

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- c Malasia, Corea, 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.

recortó hasta el 7 %, y se ha ralentizado el ritmo de rebajas; en Colombia y en Perú se produjeron recortes de forma inesperada.

Por último, el crecimiento económico en Europa del Este ha seguido siendo sólido, destacando Polonia y, sobre todo, Rumanía (4,9 % y 8,8 % en tasa interanual, respectivamente). La inflación continuó su tendencia alcista, en un contexto de fuertes incrementos salariales. La República Checa ha sido el primer país de la región en subir tipos. Por su parte, Turquía registró un crecimiento muy superior al esperado en el tercer trimestre (11,1 % interanual), apoyado en las medidas de estímulo aprobadas por el Gobierno y la recuperación del turismo. La inflación también se ha incrementado hasta registros elevados (13 % en noviembre) y se han ampliado otros desequilibrios, lo que ha llevado al banco central a incrementar el tipo de préstamo de la ventanilla de último recurso en 50 pb en diciembre (hasta el 12,75 %). En Rusia, el crecimiento decepcionó

(1,8 % interanual), reduciéndose en siete décimas respecto al trimestre anterior, si bien el banco central ha continuado su ciclo de recortes, en un contexto de continua reducción de la inflación.

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

La información más reciente de la Contabilidad Nacional y los indicadores referidos al cuarto trimestre del año confirman que la expansión económica en el área del euro está siendo más intensa de lo que se esperaba hace unos meses, sustentada en el mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia y un entorno global favorable. Las previsiones macroeconómicas del Eurosystema publicadas a mediados de diciembre revisaron notablemente al alza el crecimiento esperado para el período 2017-2019, hasta el 2,4 %, 2,3 % y 1,9 %, respectivamente, situando el crecimiento previsto para 2020 en el 1,7 % (véase cuadro 3).

La fortaleza de la actividad económica sigue sin reflejarse en la evolución de la inflación y de los crecimientos salariales. Así, la inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles de los precios, mostró un leve descenso, en tanto que los salarios negociados permanecen anclados en tasas próximas al 1,4 % en el conjunto de la UEM. En ese sentido, las proyecciones más recientes del Eurosystema revisan a la baja la evolución prevista de la tasa de inflación, excluidos energía y alimentos, que se mantendría en niveles muy modestos, próximos al 1 % este año y el próximo, para posteriormente repuntar hasta alcanzar el 1,8 % en 2020. No obstante, la trayectoria esperada del precio del petróleo lleva a revisar al alza la evolución esperada para el índice general, en relación con el ejercicio de septiembre, de modo que se mantendría en torno al 1,5 % en el trienio 2017-2019, ascendiendo al 1,7 % en 2020.

En este contexto de recuperación cada vez más intensa y de perspectivas moderadas de inflación, el Consejo de Gobierno del BCE decidió extender el programa de compra de activos más allá de diciembre de 2017, a un ritmo mensual de 30 mm de euros. En concreto, en su reunión de octubre, el Consejo anunció que el programa de compras se extendería hasta septiembre de 2018 como mínimo, y en cualquier caso hasta que la inflación retomara una senda de convergencia sostenida hacia el objetivo de medio plazo de estabilidad de precios. Asimismo, reiteró su disposición a aumentar el tamaño y/o la duración del programa en caso de que se produjese un empeoramiento de las perspectivas económicas o un deterioro de las condiciones financieras que las hicieran incompatibles con el ajuste sostenido de la inflación hacia niveles coherentes con el objetivo. Además, el Consejo explicitó su intención de continuar reinvertiendo los vencimientos que se vayan produciendo en su cartera correspondiente al programa de adquisición de activos durante un período prolongando después del final de las compras netas y, en todo caso, mientras sea necesario. También decidió mantener inalterados los tipos de interés, confirmando su expectativa de que estos se mantendrán en los niveles actuales durante un período prolongado, que excede el horizonte del programa de adquisiciones de activos (véase recuadro 2 para un análisis más detallado de las medidas adoptadas por el BCE).

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

En el tercer trimestre de 2017, el PIB en el área del euro creció a un ritmo intertrimestral del 0,6 %, algo superior al previsto pero similar al registrado en trimestres previos (véase cuadro 2). El crecimiento se sustentó, de nuevo, en el avance de la demanda interna y, en particular, en el dinamismo que viene mostrando el consumo privado —que, no obstante, registró cierta desaceleración—, apoyado en la mejora del empleo y de la confianza de los hogares, y en las favorables condiciones financieras. A su vez, la inversión ha ido consolidando ritmos de avance superiores a los registrados el año anterior, en un contexto de

INDICADORES ECONÓMICOS DE LA UEM (a)

CUADRO 2

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

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

- a Información disponible hasta el 21 de diciembre de 2017.
 b Media del trimestre. Último dato disponible, octubre de 2017.
 c Fin de período. Último dato disponible, noviembre de 2017.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM

CUADRO 3

	2017		2018		2019	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (diciembre de 2017)	2,4	1,5	2,3	1,4	1,9	1,5
Comisión Europea (noviembre de 2017)	2,2	1,5	2,1	1,4	1,9	1,6
OCDE (noviembre de 2017)	2,4	1,5	2,1	1,5	1,9	1,7
Fondo Monetario Internacional (octubre de 2017)	2,1	1,5	1,9	1,4	1,7	1,7
Consensus Forecast (diciembre de 2017)	2,3	1,5	2,1	1,4	—	—
Eurobarómetro (diciembre de 2017)	2,3	1,5	2,1	1,4	—	—

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

elevada utilización de la capacidad productiva, reducción de los niveles de endeudamiento empresarial y mejoría de las expectativas de beneficios. Por su parte, la demanda exterior neta mostró una moderada contribución positiva al avance del producto, frente a la aportación negativa del trimestre previo, como resultado de un incremento de las exportaciones que refleja la mejoría que ha registrado el comercio mundial a lo largo del año, que ha permitido compensar los efectos adversos asociados a la apreciación del euro. Entre los principales países del área del euro, el PIB experimentó un crecimiento sólido de manera generalizada, con incrementos de mayor magnitud en Alemania y España (del 0,8 % en ambos casos), y algo más moderados en Italia y en Holanda (en torno al 0,4 %).

La información coyuntural más reciente, aunque incompleta, apunta al mantenimiento de ritmos de crecimiento elevados en los meses finales del año. Así, los indicadores cualitativos han registrado a lo largo del cuarto trimestre mejoras generalizadas, de modo que, en un número elevado de casos, se sitúan en valores próximos a los máximos históricos. Estos avances se extienden tanto a los indicadores de confianza empresarial de la CE y a las encuestas a los directores de compras (PMI) como a la confianza de los consumidores

y a las expectativas de creación de empleo recogidas en las encuestas de la Comisión Europea (CE) (gráfico 5). Asimismo, en el ámbito de la demanda externa, tanto la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior como las expectativas de exportación anticipan una evolución favorable en estos meses.

Los indicadores de carácter cuantitativo disponibles, que recogen información más retrasada, arrojan resultados más dispares. Así, las ventas minoristas registraron una caída en octubre, tras el avance del mes previo, mientras que las matriculaciones mostraron un significativo repunte en noviembre, frente al retroceso del mes anterior. En el lado de la oferta, la producción industrial de octubre se incrementó un 0,2 % respecto a septiembre. Por último, la tasa de desempleo volvió a reducirse ligeramente, hasta situarse en el 8,8 % en octubre, lo que representa su valor mínimo desde enero de 2009.

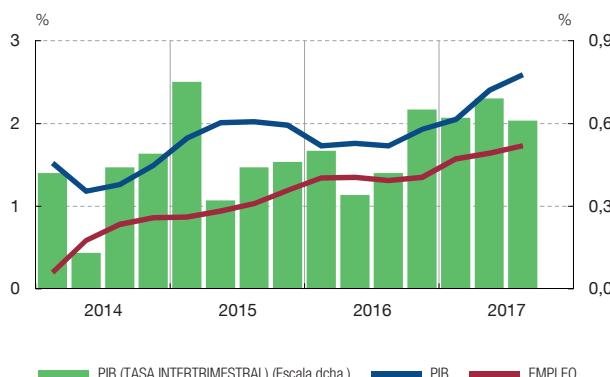
En el ámbito de los precios, la inflación permaneció en niveles similares a los de los últimos meses, alcanzando el 1,5 % en noviembre. Sin embargo, la inflación subyacente interrumpió el repunte que había experimentado en el tercer trimestre —en el que se situó en el 1,3 %— y se redujo hasta el 1,1 % en octubre y noviembre, con una evolución muy contenida de los servicios. A este comportamiento de los precios contribuye el moderado avance de los costes laborales unitarios, en un contexto en el que, pese a la notable creación de puestos de trabajo, todavía persiste un elevado grado de holgura en algunos segmentos del mercado de trabajo. Las reformas en este ámbito, los bajos crecimientos de la productividad y la existencia de mecanismos de indexación —explícita o implícita— que toman como referencia la inflación pasada contribuyen también a explicar el bajo crecimiento salarial.

En noviembre, la CE dio a conocer las prioridades de política económica para 2018 en el marco del Semestre Europeo y concluyó su valoración de los borradores presupuestarios que los Estados miembros han elaborado para dicho año. Asimismo, se publicó la edición anual del *Informe sobre el Mecanismo de Alerta del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico*.

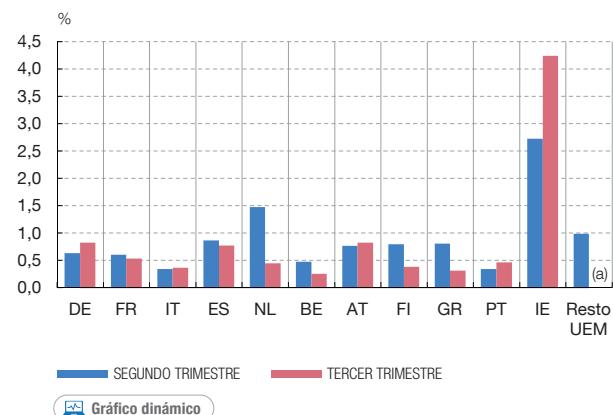
En el ámbito fiscal, los borradores presupuestarios para 2018 proyectan una nueva reducción del déficit de las Administraciones Públicas del conjunto de la UEM hasta el 0,9 % del PIB, tras el 1,1 % estimado para 2017. La deuda pública también se reducirá en ese año, hasta situarse en el 86 % del PIB, frente al 88 % alcanzado en 2017. En términos estructurales, el saldo público apenas se modificaría en 2018, de modo que el tono de la política fiscal se mantiene prácticamente neutro, lo que la CE considera apropiado.

Según las conclusiones de la CE, refrendadas posteriormente por el Eurogrupo, el ejercicio de valoración de los borradores de planes presupuestarios de los países de la UEM sugiere que Bélgica e Italia no cumplirán con su compromiso de reducción de la deuda y presentan un elevado riesgo de registrar desviaciones significativas en relación con sus objetivos presupuestarios de medio plazo. De los países sujetos al brazo correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), también existen dudas sobre el cumplimiento de los compromisos por parte de Francia, debido a que el ajuste estructural planeado es inferior al que requieren el proceso de avance hacia el Objetivo Presupuestario a Medio Plazo (OMP) y la senda de corrección de la deuda. En el caso de Alemania, la CE considera que su favorable situación presupuestaria le otorga margen para introducir incrementos de gastos adicionales orientados a elevar el crecimiento potencial de la economía, como los destinados a la inversión pública y a la educación.

1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual



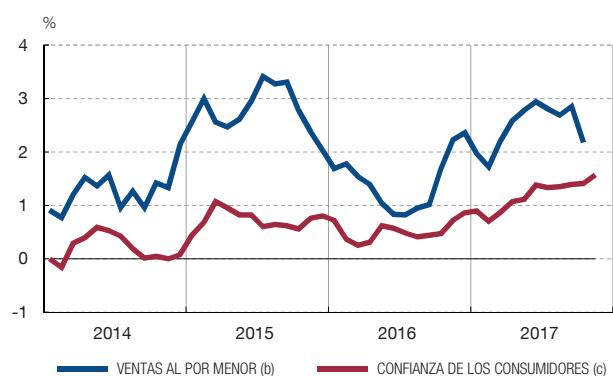
2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral



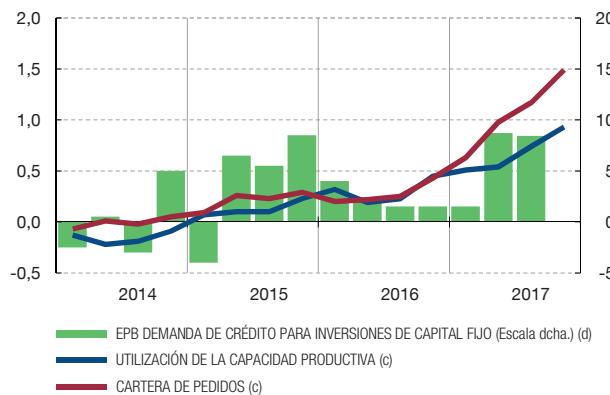
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



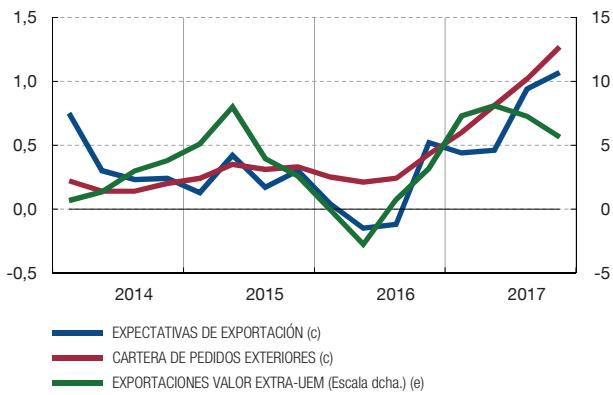
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



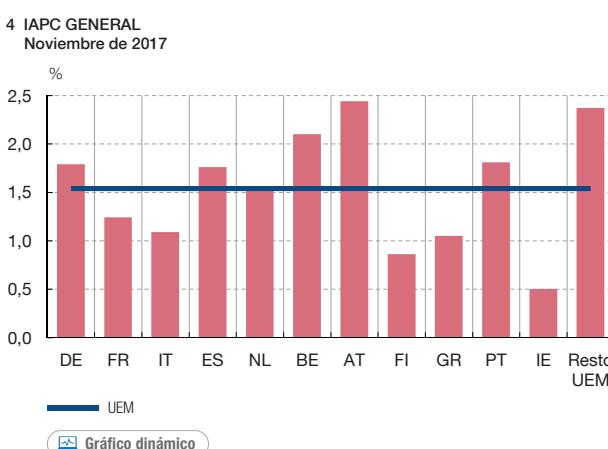
6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

- a Dato no disponible para el tercer 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. Índicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento × 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso × 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



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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



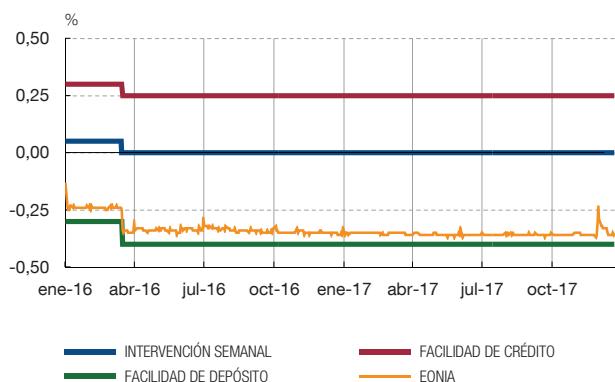
Por su parte, el *Informe sobre el Mecanismo de Alerta del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico* prevé una ligera reducción del superávit por cuenta corriente del área del euro en 2017, hasta el 3 %. El Informe considera que hay que efectuar exámenes en profundidad a los nueve Estados miembros de la UEM en los que se identificaron desequilibrios en la ronda anterior del Semestre Europeo, realizada en febrero de 2017. Estos países son las cinco mayores economías del área —esto es, Alemania, España, Francia, Italia y Holanda—, además de Irlanda, Portugal, Chipre y Eslovenia. Por último, el Informe señala que requieren vigilancia estrecha los países que, aun sin haber sido sometidos a exámenes en profundidad, presentan aumentos sostenidos en el precio de la vivienda (Bélgica, Finlandia y Luxemburgo) o en los costes laborales (Estonia, Letonia y Lituania).

Finalmente, a principios de diciembre la CE presentó nuevas propuestas de reforma institucional para fortalecer la Unión Económica y Monetaria (UEM). En primer lugar, las propuestas de la CE complementan la comunicación de la CE de octubre que planteaba soluciones de compromiso para completar la Unión Bancaria antes de 2019, con la creación de un Fondo Común de Garantía de Depósitos que —al contrario que en la propuesta inicial de 2015— no contempla explícitamente la mutualización plena de riesgos en la

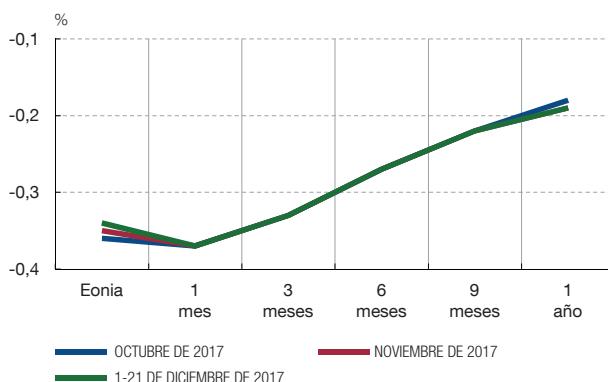
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y CONDICIONES FINANCIERAS

GRÁFICO 7

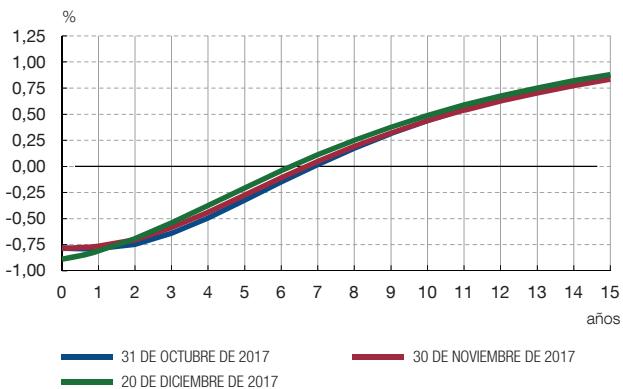
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



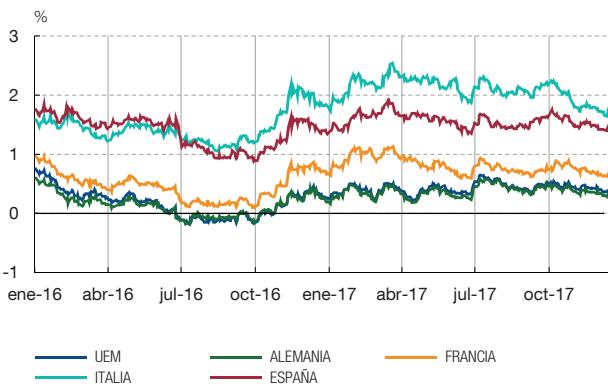
2 MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



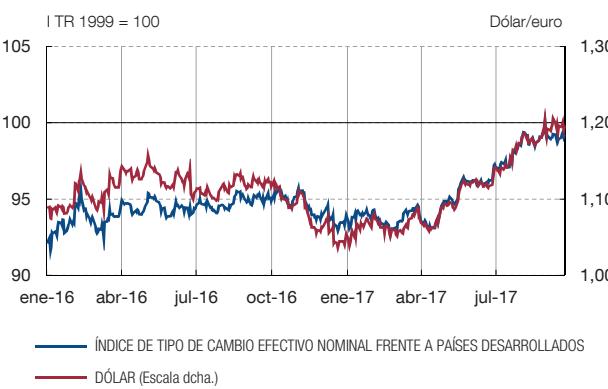
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



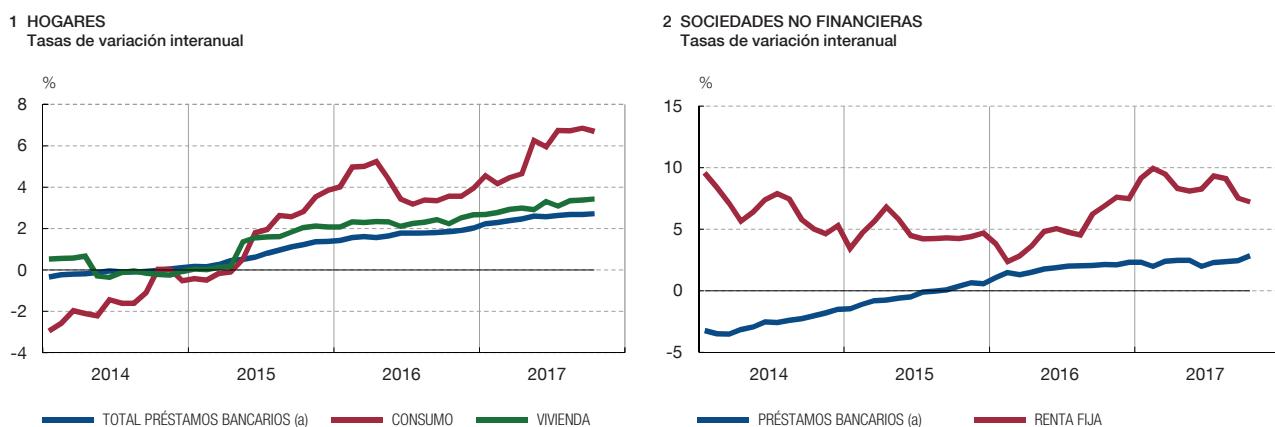
6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

fase final de implantación. En segundo lugar, la CE propone la creación de un Fondo Monetario Europeo (FME) anclado en la legislación europea, que asuma las funciones y la potencia de actuación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El FME asumiría, además, la función de prestamista de última instancia del Fondo Único de Resolución (FUR), mediante una línea de crédito que las entidades bancarias deberán devolver para preservar la neutralidad fiscal. En tercer lugar, se propone la creación de instrumentos de



FUENTE: Banco Central Europeo.

a. Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

estabilización de la inversión para abordar perturbaciones de carácter asimétrico y mecanismos de incentivo de las reformas estructurales, mediante préstamos y subvenciones a través del presupuesto comunitario. Además, se plantea el nombramiento de un ministro de Economía y Finanzas para el área del euro que, dependiendo de las funciones que finalmente se le otorguen, podrá contribuir a mejorar la coordinación de las políticas económicas. Finalmente, el documento de la CE incluye otra propuesta para incorporar el denominado *Fiscal Compact* en la legislación comunitaria, junto con los elementos de flexibilidad en la aplicación del PEC, asociados con la realización de reformas estructurales y con la situación económica, que presentó la CE en 2015.

EVOLUCIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

Durante el cuarto trimestre, las condiciones financieras de la economía se mantuvieron relativamente estables, en niveles muy favorables. Dicha evolución fue el resultado de un moderado descenso de los tipos de interés a largo plazo y de los diferenciales frente al bono alemán, y de la notable estabilidad que mostraron el tipo de cambio del euro y las cotizaciones bursátiles, que experimentaron además una reducida volatilidad.

Los tipos de interés de la deuda pública mostraron retrocesos generalizados (veáse gráfico 7.3) en el trimestre, alcanzando el bono alemán una rentabilidad del 0,41 % a mediados de diciembre, frente al 0,46 % de finales del trimestre anterior. Salvo en los casos de Francia y Finlandia, los diferenciales de la deuda soberana se estrecharon, con mayor intensidad en Portugal, Italia y, sobre todo, Grecia (en este último caso, tras el acuerdo sobre la tercera revisión del programa de asistencia financiera y la implementación de medidas de alivio a corto plazo de la deuda). Por su parte, el diferencial de la deuda estadounidense a diez años con respecto al *Bund* se sitúa en torno a los 210 pb, por encima del nivel alcanzado a finales de septiembre.

En los mercados bursátiles, el índice EUROSTOXX 50 experimentó un mínimo incremento en el conjunto del trimestre —del 0,7 %—, en un contexto de baja volatilidad. De este modo, el índice se habría revalorizado algo más del 8,5 % desde el principio del año. En el mercado de divisas, el tipo de cambio del euro mostró oscilaciones contenidas a lo largo del

trimestre: en términos efectivos nominales, registró una apreciación muy reducida —del 0,4%— desde finales de septiembre; frente al dólar, alcanzó también una apreciación del 0,4%, y frente a la libra esterlina, del 0,7% (véase gráfico 7.6).

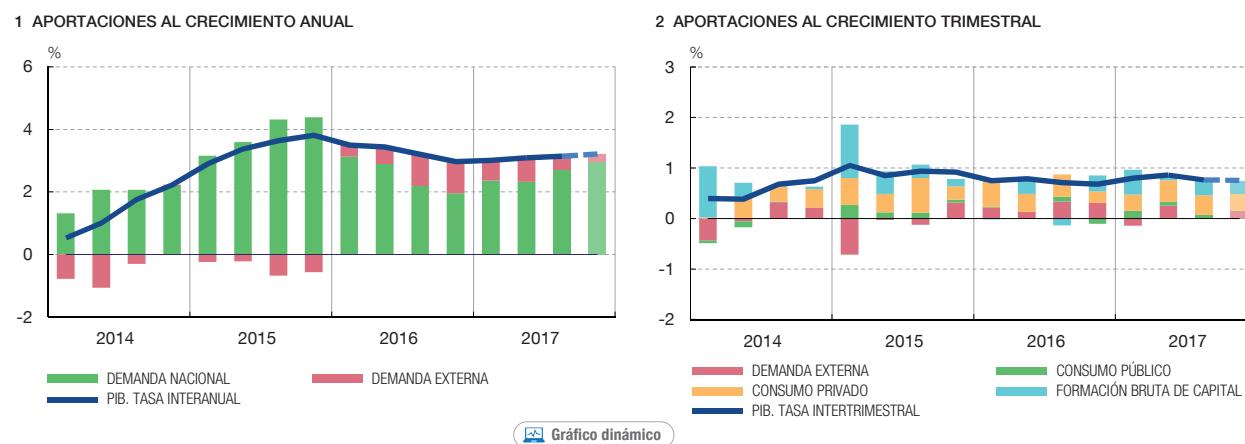
Por último, en relación con los agregados monetarios y crediticios, los préstamos al sector privado mantuvieron su senda de recuperación. En el caso de los concedidos a empresas no financieras, el ritmo de expansión se elevó en octubre hasta el 2,9%, mientras que el correspondiente a los préstamos a hogares se mantuvo en el 2,7%. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en la zona del euro del tercer trimestre de 2017 sugiere que el crecimiento del crédito está sustentado por una mejora de los criterios de concesión en el segmento de los préstamos a hogares y por un mantenimiento de aquellos para los otorgados a empresas no financieras, así como por el incremento de la demanda en todos los segmentos. En cuanto a los agregados monetarios, la tasa interanual de M3 se situó en el 5% en octubre, nivel en el que viene oscilando desde la primavera de 2015. La tasa interanual del agregado más estrecho —M1 (efectivo más depósitos a la vista)— se contrajo cuatro décimas, hasta el 9,4%.

El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se situó en el 0,8 % en el tercer trimestre de 2017, una décima por debajo del registrado en el trimestre precedente (véase gráfico 9). El aumento del producto en el período julio-septiembre se debió exclusivamente al crecimiento de la demanda interna, cuya contribución positiva ascendió a 0,8 pp, dos décimas más que en el segundo trimestre. El mayor dinamismo de este agregado se debió a la aceleración de la inversión en equipo y otros productos, lo que compensó con creces la ralentización de la inversión en construcción, al tiempo que el consumo privado y público mantuvieron su dinamismo. Por su parte, la demanda externa neta tuvo una aportación nula al crecimiento agregado en el tercer trimestre, frente a su contribución positiva de 0,3 pp en el trimestre anterior. Tanto las exportaciones como las importaciones se estancaron, tras el tímido aumento de las primeras y el ligero retroceso de las segundas en el trimestre previo. En términos interanuales, el PIB mantuvo una tasa de crecimiento del 3,1 % a lo largo del trimestre, y el empleo, del 2,9 %.

Según la información coyuntural más reciente, el PIB experimentaría en el último trimestre del año un ritmo de avance similar al observado en el tercer trimestre, en el entorno del 0,8 %. La expansión del producto seguiría apoyada principalmente en la demanda nacional, mientras que los indicadores disponibles relativos al sector exterior, todavía muy incompletos, apuntarían a una contribución ligeramente positiva de la demanda externa. Por su parte, el empleo habría mantenido su ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre. La información a escala regional disponible para este período —todavía escasa— apunta a la aparición de los primeros efectos adversos ligados al aumento de la incertidumbre como consecuencia de la situación política en Cataluña registrada en los últimos meses. Estos efectos se han dejado notar en los indicadores de gasto privado interno y de turismo extranjero, lo que podría llevar a esta comunidad autónoma a registrar un ritmo de avance de la actividad inferior, en el tramo final del año, al del conjunto de la economía española, en contraste con el mayor dinamismo de la economía catalana en trimestres precedentes.

Como ocurriera durante el tercer trimestre, los precios de consumo han mantenido en el tramo final del año un crecimiento relativamente estable, tras su acusado repunte a principios de año y posterior desaceleración hasta junio. No obstante, continúa observándose cierta heterogeneidad en la evolución por componentes. Así, los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se ralentizaron entre septiembre y noviembre, evolución que se ha visto parcialmente contrarrestada por una aceleración de los precios de los alimentos, particularmente los no elaborados, y, en menor medida, de los precios energéticos. Como resultado, la tasa de variación interanual del IPC se situó en noviembre en el 1,7 %, una décima menos que la observada en septiembre, a la vez que el ritmo de avance interanual del IPSEBENE, que aproxima el núcleo subyacente de los precios, descendió hasta el 0,8 %, cuatro décimas menos que en septiembre.

En la parte transcurrida del cuarto trimestre, los mercados financieros nacionales, en línea con la pauta observada en el resto de la UEM, se han mantenido, en términos generales, relativamente estables. El aumento de la incertidumbre provocado por las tensiones políticas en Cataluña ha tenido efectos relativamente limitados y transitorios sobre los precios negociados, mientras que la prolongación del tono expansivo de la política monetaria del BCE ha continuado siendo un factor de soporte de las valoraciones. Así, en la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 se situaba un 0,7 % por



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

Descargar

debajo de los niveles de finales de septiembre, retroceso idéntico al registrado por el EUROSTOXX 50 (véase gráfico 10.1). En los mercados de deuda pública, la rentabilidad del bono español a diez años ha descendido en unos 15 pb con respecto al cierre del tercer trimestre, hasta el 1,5 %. Dado que el tipo equivalente alemán al mismo plazo ha caído en menor medida que el nacional en este período, el diferencial entre ambos se ha estrechado ligeramente, hasta los 105 pb. Por su parte, las primas de riesgo medias de los valores de renta fija emitidos por las sociedades financieras se han reducido a lo largo del trimestre, mientras que las de las empresas no financieras apenas han variado. En el mercado interbancario, el euríbor a doce meses ha retrocedido ligeramente, hasta el -0,19 %.

Durante los últimos meses, las entidades de crédito han continuado financiándose en condiciones favorables, lo que, a su vez, ha facilitado que los costes medios del crédito bancario al sector privado no financiero permanecieran en niveles reducidos, cercanos a sus mínimos históricos. En este contexto, el volumen de nuevas operaciones siguió creciendo, en términos interanuales. Esta evolución de los flujos se ha traducido en una moderación del ritmo de contracción interanual del saldo de crédito bancario de los hogares y las sociedades no financieras. Finalmente, la situación patrimonial de las familias y de las empresas no financieras habría continuado reforzándose, en un contexto en el que sus rentas se habrían incrementado y sus deudas habrían disminuido.

3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

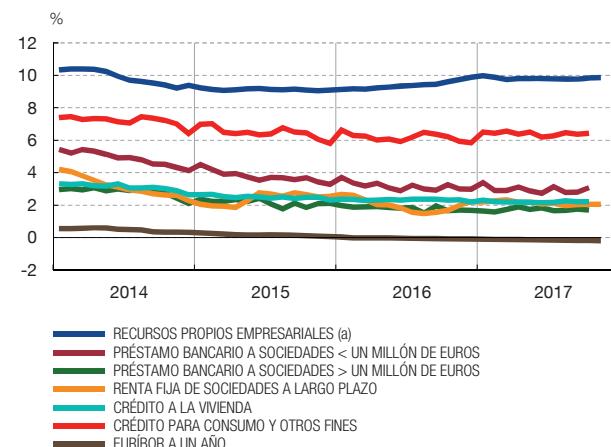
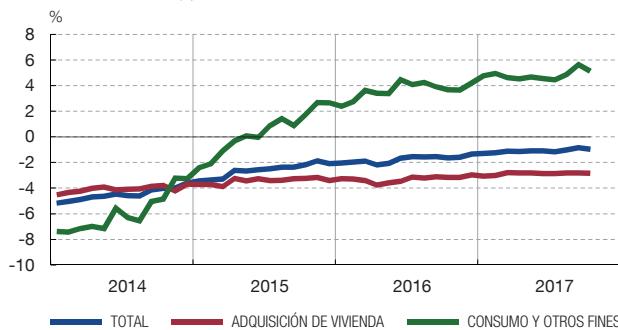
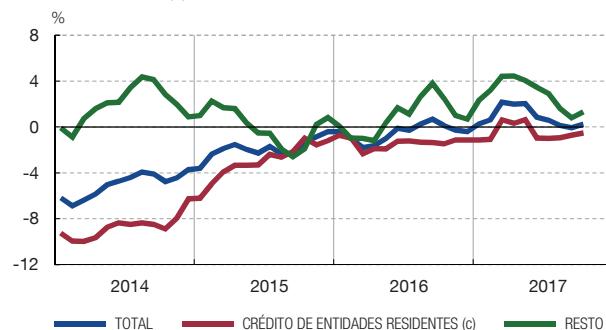
Según la información coyuntural más reciente, la tasa de variación intertrimestral del gasto en consumo de los hogares se habría situado en el tercer trimestre en el 0,6 %, lo que supone un comportamiento similar al observado en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 11). De este modo, los indicadores cuantitativos han mostrado en el período transcurrido del cuarto trimestre, en términos generales, una evolución parecida a la del trimestre anterior, como en los casos de los afiliados a la Seguridad Social y de la producción industrial de bienes de consumo. En cambio, entre los cualitativos han perdido fuerza, entre otros, los índices de confianza del consumidor y del comercio al por menor.

Respecto a la inversión en vivienda, la información disponible apunta a una aceleración en el cuarto trimestre, manteniendo así tasas de crecimiento elevadas, en un contexto en el

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

que se observan mayores crecimientos de los indicadores contemporáneos, particularmente en el empleo y en 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 tercer trimestre, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 6,7 %, frente al 5,6 % del trimestre anterior. Este mayor dinamismo vino explicado principalmente por la evolución de los precios de la vivienda usada.

La información más reciente sobre los costes de financiación de los hogares muestra que estos han continuado en niveles reducidos, sin apenas variaciones. Así, entre junio y octubre (último dato disponible), el tipo de interés medio de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda se mantuvo en torno a su mínimo histórico –2,2 %–, mientras que el de los fondos destinados a consumo y otros fines, que presenta mayor variabilidad, se situaba en octubre en el 6,4 %, 0,2 pp más que en junio (véase gráfico 10.2).

Los resultados de la última edición de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), correspondiente a octubre, señalan una evolución favorable de la oferta de crédito a los hogares

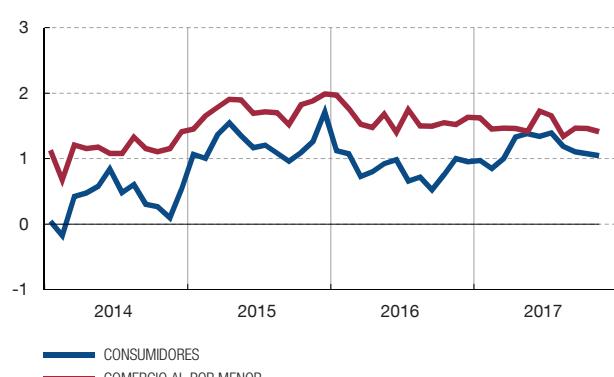
1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (c)



4 PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



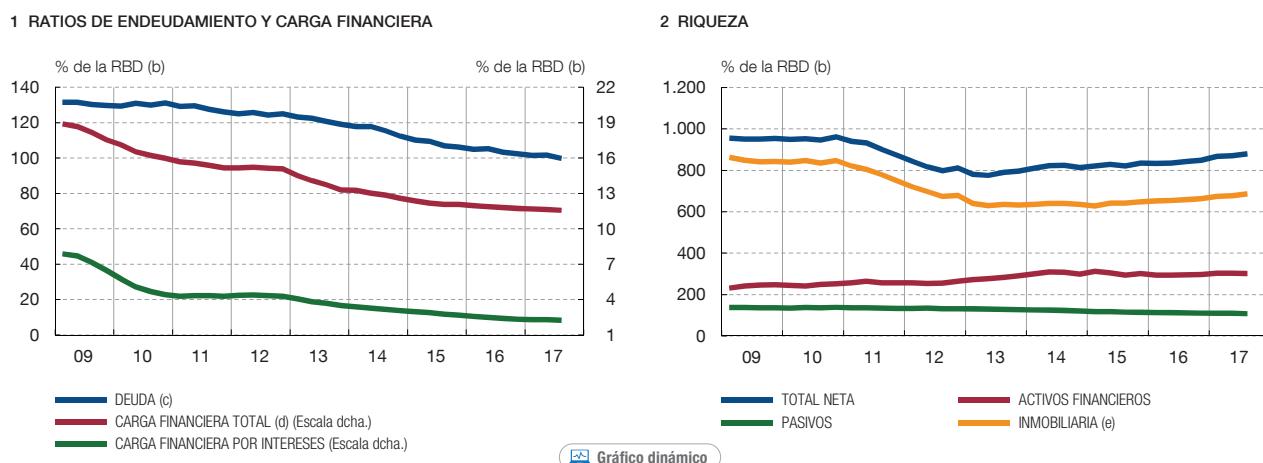
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

- 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

en el tercer trimestre, ya que las entidades relajaron los criterios de concesión de préstamos, tanto para la compra de vivienda como para el consumo y otros fines. Asimismo, las condiciones generales aplicadas a los préstamos concedidos se suavizaron de nuevo en ambos segmentos, en particular en lo referente a los márgenes ordinarios. Por su parte, de acuerdo con esta encuesta, la demanda de fondos de las familias para la adquisición de vivienda se mantuvo inalterada en ese mismo período, mientras que la destinada a consumo y otros fines aumentó. Las entidades anticipaban, en ambos segmentos, incrementos de las peticiones de cierta intensidad y una estabilidad de la oferta para el cuarto trimestre del año.

Entre junio y octubre, apoyado en unas condiciones favorables de acceso a la financiación, se aceleró el crecimiento de los volúmenes de nuevas operaciones de crédito a hogares, en términos interanuales, en ambos segmentos (adquisición de vivienda y consumo y otros fines). La mayor actividad en el mercado de crédito contribuyó a que se moderara levemente el retroceso interanual del saldo de la deuda de las familias, situándose en octubre en el 1%, 0,1 pp menos que la tasa registrada en junio (véase gráfico 10.3). Por finalidades, se observó que esta evolución fue resultado de una contracción del crédito para compra de vivienda del 2,8%, frente al 2,9% de cuatro meses antes, y de un mayor



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

dinamismo del crédito para consumo y otros fines, cuyo ritmo de crecimiento se elevó desde el 4,6 % en junio hasta el 5,1 % en octubre.

Por otra parte, de acuerdo con los últimos datos disponibles, la situación patrimonial de los hogares habría continuado mejorando en el tercer trimestre de 2017. Así, la ratio de endeudamiento en relación con la renta bruta disponible (RBD) habría seguido disminuyendo, como resultado tanto del descenso del saldo de deuda como de la expansión de las rentas. Esta evolución, unida al mantenimiento del coste medio de la deuda, se habría traducido en un nuevo descenso de la ratio de carga financiera, que se sitúa en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 12.1). Por su parte, la riqueza neta de las familias se habría vuelto a incrementar en este período gracias a la revalorización de su patrimonio inmobiliario, ya que el financiero se habría mantenido estable, debido a que los activos y pasivos financieros habrían descendido en una cuantía similar (véase gráfico 12.2).

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 en el último trimestre del año un ritmo de expansión similar al observado en el tercer trimestre, sin que se haya apreciado un comportamiento diferencial notable respecto a aquel período para 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 cuarto trimestre superior al tercero. 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 los meses de verano. Por su parte, el índice de producción industrial proporciona una señal de ligero aumento. Entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de la Comisión Europea para la industria aumentó en el bimestre octubre-noviembre, interrumpiendo la senda de deterioro observada en los trimestres anteriores. En cuanto al PMI de manufacturas, los datos más recientes también muestran una mejora, en línea con la evolución observada en el caso del área del euro.

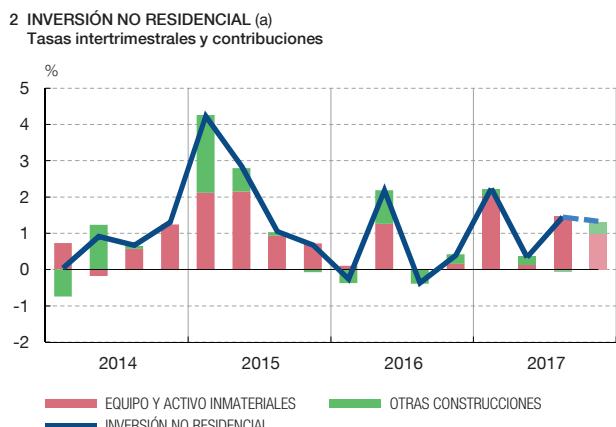
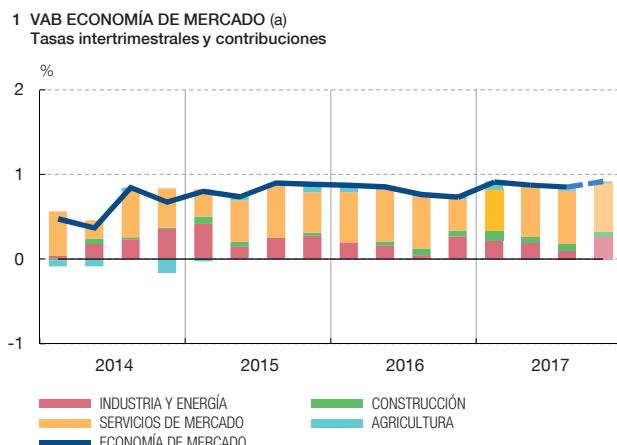
Por su parte, los servicios de mercado habrían mostrado en el tramo final del año una expansión de su actividad similar a la observada en el tercer trimestre del año, aunque, más recientemente, se detectan ciertos signos de agotamiento. Este es el caso de los indicadores cuantitativos, donde, por ejemplo, los afiliados a la Seguridad Social de esta rama de actividad habrían experimentado, en términos desestacionalizados, un aumento muy parecido al del tercer trimestre, si bien registraron una cierta desaceleración intermensual en noviembre. Entre los indicadores cualitativos para este sector, tanto el indicador de confianza de la Comisión Europea como el PMI han mostrado en el período transcurrido del cuarto trimestre un nivel medio inferior a su valor promedio del tercer trimestre.

El crecimiento del valor añadido del sector de la construcción habría registrado igualmente un comportamiento relativamente estable, manteniendo tasas de avance elevadas. La evolución de los indicadores más recientes, como el índice de producción industrial de minerales no metálicos y el número de afiliados a la Seguridad Social en esta rama, confirmaría esta previsión.

Por último, el incremento de la inversión en bienes de equipo en el cuarto trimestre se situaría algo por debajo del 2 %. Ello supondría la estabilización en el crecimiento de este componente de la demanda hacia tasas más cercanas a las observadas en la primera mitad de 2016, tras el errático perfil mostrado en el segundo semestre de ese año y la primera parte de 2017, como consecuencia de los cambios normativos que afectaron al impuesto sobre sociedades. En este sentido, cabe señalar el buen comportamiento reciente del índice de producción industrial de bienes de equipo y de las matriculaciones de vehículos de carga. También los indicadores cualitativos mostraron un cierto avance, aunque con excepciones.

Al igual que en el caso de los hogares, la información más reciente señala que los tipos de interés medios aplicados a los nuevos créditos bancarios concedidos a las sociedades no financieras han variado levemente, manteniéndose en niveles históricamente reducidos. Así, en octubre, el coste medio de los préstamos por un importe inferior al millón de euros se situó en el 3,1 % y el de los de un volumen superior a esa cifra en el 1,7 %, cifras que en ambos casos se sitúan dentro del rango observado durante los últimos meses. Por su parte, el tipo de interés de las emisiones de renta fija a largo plazo y el de los recursos propios tampoco habrían mostrado variaciones apreciables, situándose en noviembre en el 2,1 % y el 9,8 %, respectivamente (véase gráfico 10.2).

De acuerdo con los resultados de la EPB de octubre, las entidades endurecieron ligeramente los criterios de aprobación de préstamos a las sociedades no financieras en el tercer trimestre del año, al igual que ocurrió con las condiciones generales (en especial, los márgenes en los créditos de mayor riesgo). La demanda percibida por las entidades habría permanecido estable. Para el cuarto trimestre, las entidades esperaban un repunte de las peticiones y un mantenimiento de la oferta. Los resultados de la última edición de la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), referida al período comprendido entre abril y septiembre de 2017, señalan, en cambio, una nueva mejoría en la percepción de las pymes españolas sobre el acceso al crédito (véase recuadro 6). Así lo afirma el 23 % de ellas, en términos netos, lo que supone 5 pp menos que en la encuesta previa, pero 11 pp por encima del porcentaje registrado por sus homólogas de la UEM. Esta fuente también señala que las solicitudes de préstamos habrían disminuido como consecuencia de unas menores necesidades de financiación de las empresas.

**3 INDICADORES DE ACTIVIDAD****4 INDICADORES DE INVERSIÓN (b)**

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

a Series ajustadas de estacionalidad.

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

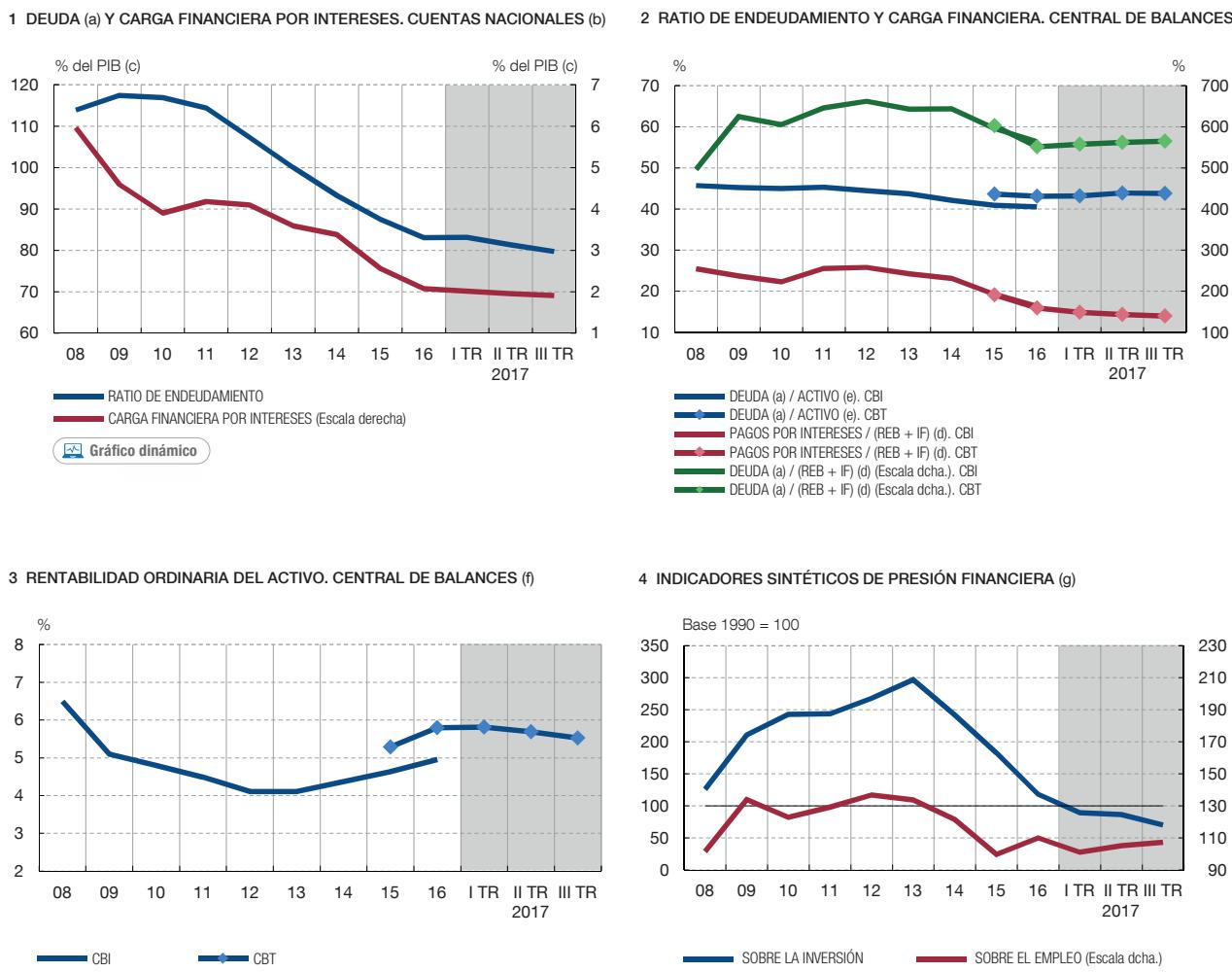


En este contexto, el volumen de nuevas operaciones crediticias continuó creciendo en términos interanuales durante los últimos meses, acelerándose el correspondiente a transacciones por importe inferior al millón de euros, segmento que recoge fundamentalmente la actividad con las pymes, y moderándose el de los préstamos concedidos por importes superiores a esa cifra. En términos de saldos vivos, la tasa de contracción de los créditos a sociedades no financieras se ha ido moderando durante los últimos meses, situándose en el 0,5 % en octubre (véase gráfico 10.4). Por su parte, la financiación mediante valores de renta fija, incluyendo los emitidos por filiales en el exterior, continuó creciendo en términos interanuales, pero a un ritmo menor (4,5 % en octubre, frente al 9,5 % en junio). La deuda total de este sector ha mostrado crecimientos positivos pero muy moderados (0,2 % en octubre).

Por último, la posición patrimonial de las sociedades no financieras habría vuelto a fortalecerse en el tercer trimestre del año. Así, la ratio de endeudamiento y, en menor medida, la de carga financiera en porcentaje del PIB siguieron disminuyendo, favorecidas por la mejora de los excedentes y la caída de la deuda (véase gráfico 14). En el caso de la carga financiera, este descenso se produjo a pesar del mantenimiento del coste medio del

INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 14



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

saldo vivo de la deuda. De acuerdo con la muestra de sociedades no financieras que colaboran con la Central de Balances Trimestral (CBT), que está formada principalmente por empresas de gran dimensión, la expansión de la actividad, junto con el favorable comportamiento de los gastos e ingresos financieros, permitió que los beneficios ordinarios crecieran un 4,8 %, en términos interanuales, en los tres primeros trimestres de 2017, lo que supone un ritmo menor que el del mismo período un año antes³. Por su parte, en el período comprendido entre abril y septiembre de 2017, la SAFE señala una evolución positiva de los beneficios de las pymes españolas, ya que la proporción que informó de

³ Véase el artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras en 2016 y hasta el tercer trimestre de 2017», Boletín Económico 4/2017, Banco de España.

un aumento de los excedentes empresariales superó en 7 pp a la de las que declararon un descenso (véase recuadro 6).

3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

La información disponible del cuarto trimestre, de carácter parcial y referida exclusivamente al mes de octubre, apunta hacia un moderado incremento de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, después de la aportación nula registrada en el tercer trimestre. Esta evolución tendría lugar en un contexto de aceleración de los intercambios comerciales de bienes y servicios con el exterior, tanto de las exportaciones como de las importaciones, tras su estancamiento en el trimestre anterior. En términos interanuales, las transacciones comerciales con el resto del mundo en el último trimestre también experimentarían una cierta aceleración (véase gráfico 15).

Los datos de Aduanas correspondientes a octubre mostraron crecimientos de los flujos interanuales de exportaciones e importaciones en términos reales del 9,2 % y del 9,3 %, respectivamente. Por tipos de bienes, dentro de las exportaciones destacaron los avances de las de bienes de equipo e intermedios, en particular energéticos, mientras que las de consumo duradero siguieron experimentando caídas, como en el tercer trimestre. Desde el punto de vista del desglose geográfico, el crecimiento de las exportaciones fue, al igual que en el trimestre anterior, más intenso en las destinadas a los mercados extracomunitarios. En la vertiente importadora, el incremento de las compras al exterior se apoyó principalmente en los bienes intermedios, particularmente energéticos, y en los de consumo, en especial bienes duraderos, que se aceleraron sensiblemente.

De acuerdo con la información más reciente, referida hasta octubre, el turismo receptor habría moderado su ritmo de crecimiento, aparentemente afectado por la situación de Cataluña, donde, en dicho mes, retrocedieron las pernoctaciones hoteleras y las llegadas de turistas, y se desaceleró la tasa de avance del gasto turístico. Por lo que atañe a los indicadores del conjunto de España, las llegadas de turistas moderaron significativamente su ritmo de crecimiento en octubre, después de la fortaleza mostrada en septiembre, condicionadas por el descenso de las entradas de turistas procedentes de Francia y de Alemania, mientras que las de los británicos aumentaron solo levemente. Por su parte, las pernoctaciones hoteleras mantuvieron en octubre un ritmo de crecimiento moderado. En este contexto, en octubre se desaceleró el gasto nominal de los turistas, condicionado por la ralentización de las llegadas de visitantes, que contrarrestó la recuperación del gasto medio por turista.

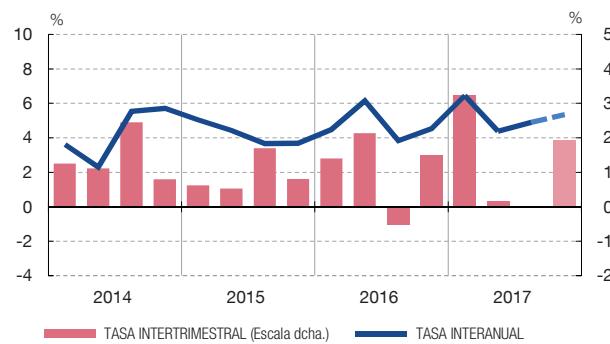
La capacidad de financiación de la economía española disminuyó ligeramente en el período más reciente. En concreto, el saldo positivo de la balanza de pagos se situó, en el período acumulado de doce meses que finalizó en septiembre, en el 2 % del PIB (0,2 pp menos que en el conjunto de 2016). Este descenso se explica por la ampliación del déficit de bienes, que, a su vez, refleja, fundamentalmente, el aumento del déficit energético, vinculado al alza del precio del petróleo. Esta evolución compensó el ascenso del superávit de servicios, tanto turísticos como de otros servicios, y la reducción del déficit de rentas.

La última información disponible de la Balanza de Pagos, correspondiente al tercer trimestre de 2017, muestra que el resto del mundo adquirió durante dicho período activos emitidos por los agentes residentes por un importe de 2,8 mm de euros, inversiones que se concentraron en las rubricas de inversión en cartera (3,2 mm) y, en menor medida, en inversión directa (1,1 mm), mientras que las otras inversiones fueron negativas (-1,4 mm). Por su parte, los agentes nacionales, excluyendo el Banco de España, incrementaron sus posiciones en el exterior por un valor de 24,8 mm, por medio de inversiones en cartera

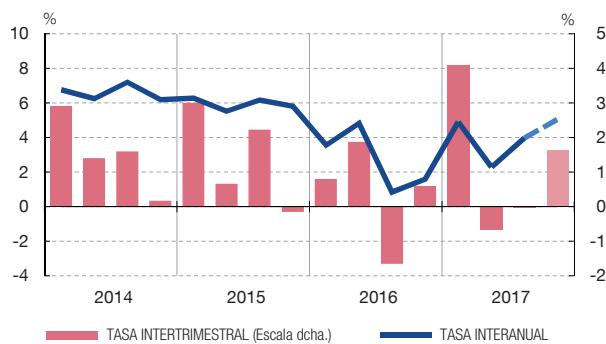
COMERCIO EXTERIOR Y BALANZA DE PAGOS

GRÁFICO 15

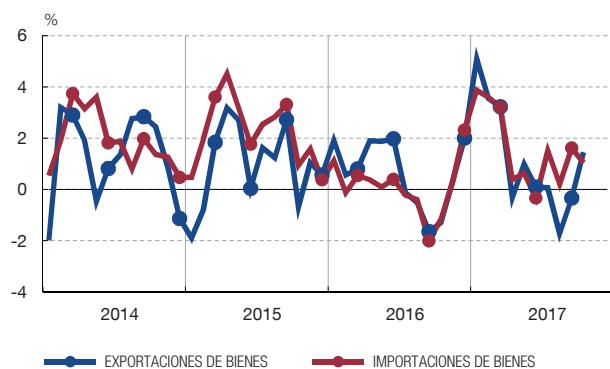
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)

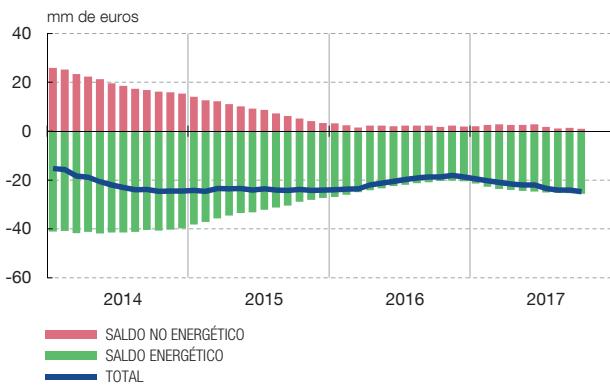


4 INDICADORES DE TURISMO (c)



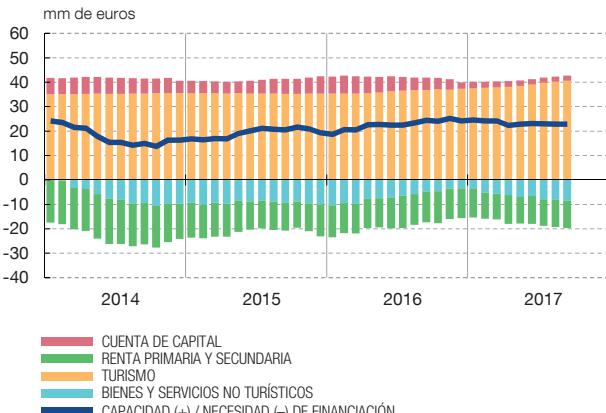
5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

Cifras acumuladas de los últimos doce meses



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

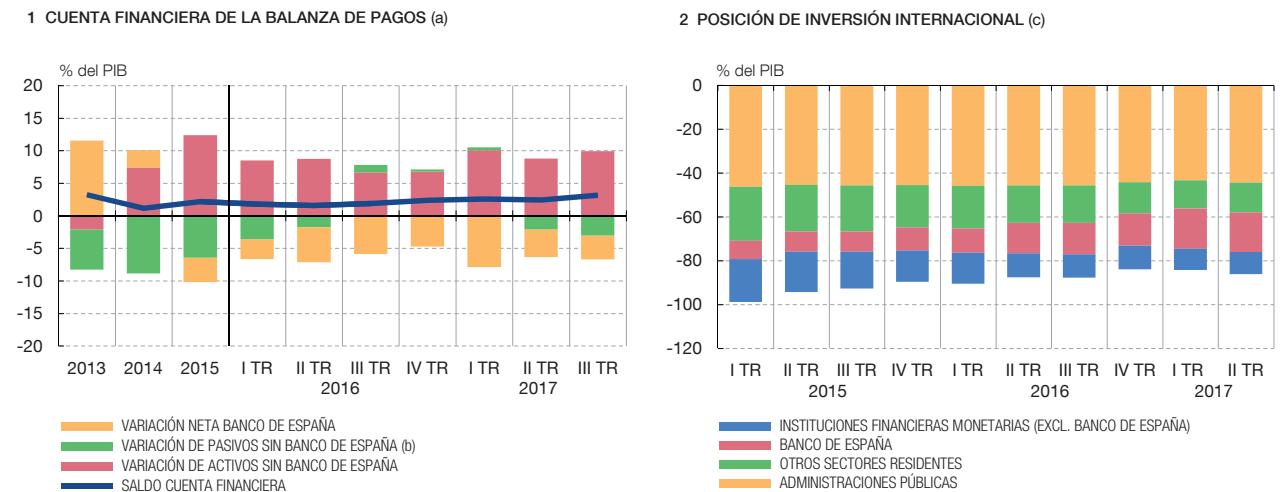
Cifras acumuladas de los últimos doce meses



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía, 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*.

Descargar



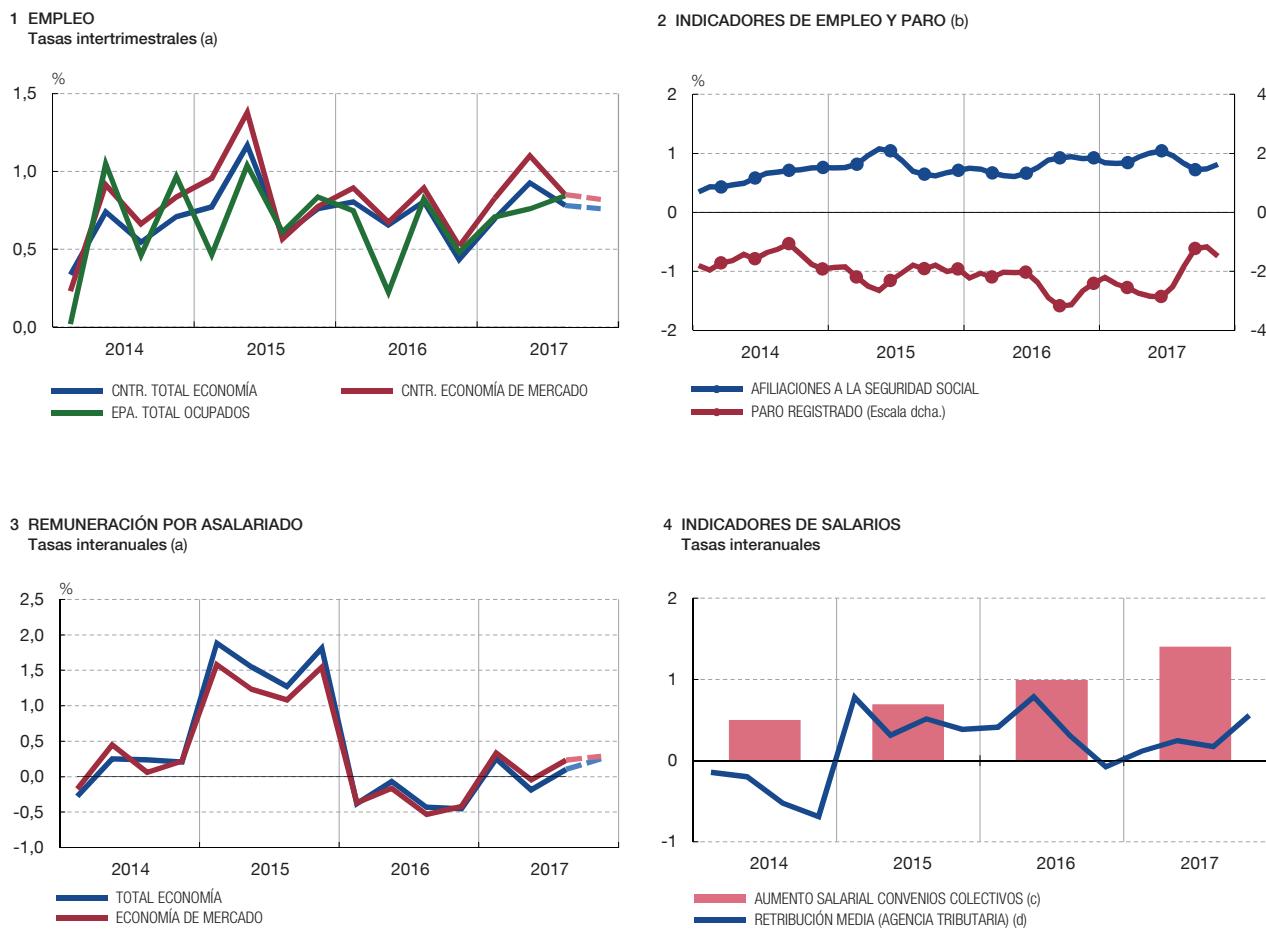
FUENTE: Banco de España.

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



(13 mm) e inversiones directas (12,1 mm), mientras que desinvirtieron levemente en la rúbrica de otra inversión (400 millones). Esto, unido a un reducido flujo neto negativo de las operaciones vinculadas a derivados financieros (0,5 mm), llevó a que la cuenta financiera, excluido el Banco de España, arrojase un saldo acreedor, que alcanzó los 21,4 mm de euros. Atendiendo al desglose sectorial, los flujos netos asociados a los activos y pasivos frente al exterior (excluyendo los derivados financieros) fueron positivos para los otros sectores residentes y las Administraciones Públicas (de 30,6 mm y 10,3 mm, respectivamente), mientras que, en cambio, las otras instituciones financieras monetarias captaron fondos del resto del mundo en términos netos (18,9 mm). La posición deudora neta del Banco de España frente al resto del mundo volvió a aumentar, pero lo hizo en menor medida que en trimestres anteriores (215 millones). En línea con la capacidad de financiación de la economía, las operaciones financieras netas con el exterior presentaron un saldo acreedor por un importe equivalente al 3,2 % del PIB, en términos acumulados de doce meses. Ello fue el resultado de una inversión en el resto del mundo por parte de los residentes superior a la realizada por los extranjeros en la economía española (véase gráfico 16.1).

Por su parte, en el segundo trimestre del año, el saldo deudor de la posición de inversión internacional (Pii) neta de la nación frente al resto del mundo se incrementó en 30,7 mm con respecto a marzo, situándose en el 86,2 % del PIB, 1,9 pp más que tres meses antes y 2,3 pp más que el nivel alcanzado en diciembre de 2016 (véase gráfico 16.2). El incremento del saldo deudor en el primer semestre del año fue resultado de un flujo acumulado positivo de las transacciones financieras netas en dicho período (1,5 mm) que se vio ampliamente compensado por el importe negativo de los otros flujos (-46,2 mm). Este último movimiento se explica fundamentalmente por los cambios de valoración de los instrumentos y, en particular, por la apreciación del euro, que tuvo un impacto negativo mayor sobre el valor de los activos que sobre el de los pasivos, y por la revalorización de los valores de renta variable, que fue más intensa en el caso de los pasivos que en el de los activos (véase recuadro 7).



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



3.4 El mercado de trabajo

Tras la ligera desaceleración experimentada durante el tercer trimestre, los últimos indicadores del mercado laboral apuntarían a un mantenimiento del dinamismo del empleo en la parte final de 2017. En concreto, las afiliaciones a la Seguridad Social registraron en noviembre un crecimiento del 0,8 %, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses de la serie desestacionalizada, una décima por encima del ritmo de avance del tercer trimestre. Esta ligera aceleración se produjo en todas las ramas de actividad, si bien fue más intensa en la construcción, sector que, junto con los servicios de no mercado, presentó un mayor dinamismo. Esta información revela que el empleo, en términos de la CNTR⁴, mantendría su tasa de crecimiento intertrimestral en el 0,8 % en el cuarto trimestre, cerrando así la brecha que durante los últimos trimestres había mantenido con respecto al crecimiento de los afiliados. En el caso de la economía de mercado, el ritmo de expansión del empleo se moderaría una décima, hasta el 0,8 % (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

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

Por su parte, el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) intensificó en noviembre su tasa de caída hasta el 1,5 %, en términos de la tasa de variación intertrimestral desestacionalizada móvil de tres meses, frente al descenso del 1,2 % mostrado en el tercer trimestre (véase gráfico 17.2). En este contexto, los nuevos contratos registrados en el SEPE prolongaron hasta noviembre la senda de moderación iniciada a comienzos de 2017, hasta registrar un incremento interanual del 4,3 % en los once primeros meses del año. Por tipo de contrato, los de naturaleza temporal presentaron un menor dinamismo que los de carácter indefinido, de tal forma que el peso de estos últimos sobre el total aumentó ligeramente en relación con el mismo período del año anterior, hasta el 9,4 %.

Por lo que respecta a los salarios, todo apunta a que 2017 se cerrará sin un acuerdo entre los agentes sociales que marque unas recomendaciones salariales para el presente año y venideros. En este contexto, la información concerniente a los convenios colectivos registrados entre enero y noviembre, que abarca a 6,9 millones de trabajadores, apunta a un aumento de las tarifas salariales en 2017 del 1,4 %, más de cuatro décimas superior a la subida pactada para 2016. La mayoría de los asalariados con convenio cerrado para 2017 tiene un convenio plurianual firmado en años anteriores, con un incremento de las tarifas salariales del 1,3 %. Por su parte, los convenios firmados en el presente año experimentaron un gran avance a lo largo del segundo semestre, superando los 2,3 millones de asalariados en noviembre. En estos convenios, la subida salarial pactada es algo mayor, del 1,8 %. Otros indicadores salariales, influidos por las características y condiciones salariales de la creación neta de empleo, mantuvieron un tono más moderado en el tercer trimestre, como la retribución bruta media en las grandes empresas, que mostró un leve incremento del 0,2 %, si bien en octubre experimentó cierta aceleración, hasta el 0,6 %. En cuanto a la remuneración por asalariado de la CNTR, en términos desestacionalizados, se observó un pequeño repunte en la tasa interanual del tercer trimestre, tanto en el total de la economía —hasta el 0,1 %— como en la economía de mercado —con un incremento del 0,2 %—, retornando en ambos casos a crecimientos similares a los observados a principios de año. En el cuarto trimestre se espera una ligera aceleración de ambos indicadores, consolidando su retorno a tasas de avance positivas (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

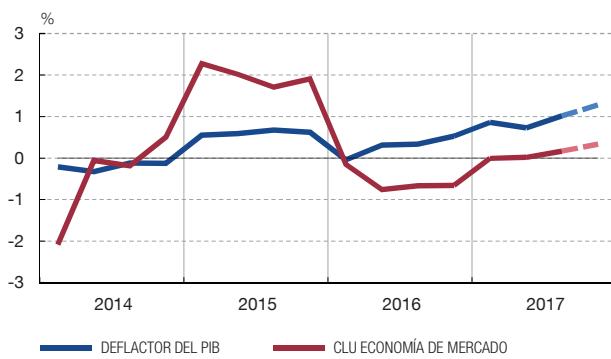
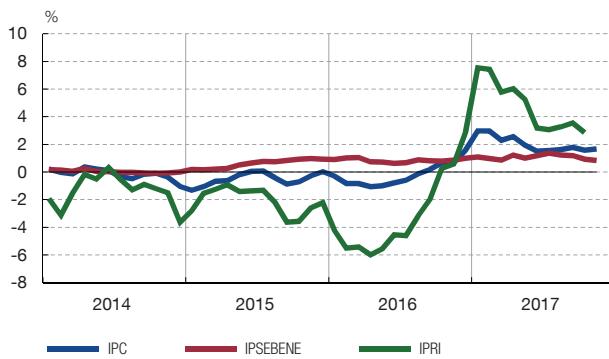
3.5 La evolución de los precios

En el cuarto trimestre del año se estima que el crecimiento interanual del deflactor de las importaciones se habría reducido notablemente, prolongando la desaceleración observada en los trimestres anteriores. 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 cuarto trimestre (véase gráfico 18.1).

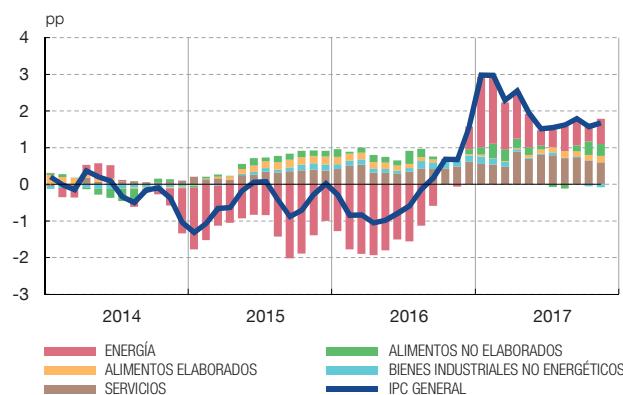
Por lo que respecta a los precios de consumo, medidos por el deflactor del consumo privado, se estima que en el cuarto trimestre habría continuado la desaceleración en tasas interanuales. Esta evolución confirmaría el patrón de menor crecimiento de los precios, tras el máximo alcanzado en el primer trimestre, y que se explica por factores transitorios ligados al repunte de los precios energéticos y al efecto comparación con la evolución de esos precios un año antes.

Por su parte, la última información disponible del IPC, referida a noviembre, reveló un leve aumento de su ritmo de crecimiento interanual (de una décima, hasta el 1,7 %). La aceleración del índice general responde al repunte de los precios energéticos, cuya tasa interanual aumentó 2 pp, ya que el componente no energético se desaceleró dos décimas, hasta una tasa interanual del 1,1 %. Los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron en noviembre, tras el acusado repunte de los dos meses anteriores. Por su

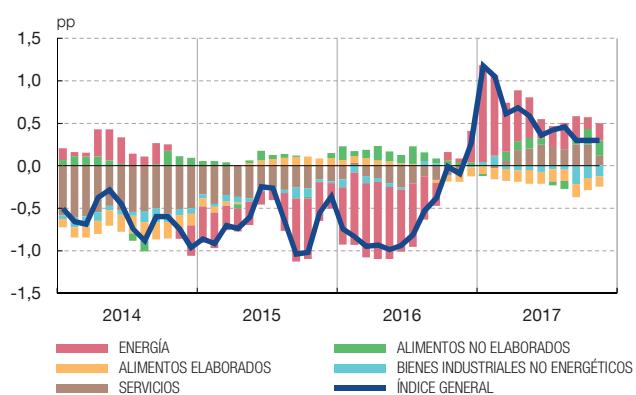
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)

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.

[Descargar](#)

parte, la inflación subyacente, medida por el ritmo de crecimiento interanual del IPSEBENE, disminuyó una décima, hasta el 0,8 %. Entre sus componentes, se desaceleraron los precios de los bienes industriales no energéticos y los de los servicios, ambos en una décima, mientras que los precios de los alimentos elaborados aumentaron en dos décimas su ritmo de variación interanual, mostrando una aceleración similar a la del mes anterior.

Por último, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en noviembre una décima su tasa de variación interanual, hasta el 1,8 %. Asimismo, la tasa de inflación para el conjunto de la UEM se elevó una décima, hasta el 1,5 % interanual. Como resultado, el diferencial de la inflación en España frente a la del área del euro permaneció en noviembre en 0,3 pp.

21.12.2017.

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

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

PRESIONES MIGRATORIAS EN EL LARGO PLAZO: PROYECCIONES DE MIGRACIÓN INTERNACIONAL HASTA EL AÑO 2050

Rodolfo Campos

Publicado el 5 de diciembre de 2017

Este artículo presenta proyecciones de migraciones internacionales bilaterales hasta el año 2050 basadas en una nueva metodología que tiene en cuenta los desarrollos demográficos tanto de los países de origen como de los de destino. Para ello, se generaliza la metodología utilizada por Hanson y McIntosh (2016) para proyectar los flujos migratorios futuros de una muestra de países de la OCDE al conjunto de países del mundo, y se utilizan las previsiones de crecimiento demográfico de las Naciones Unidas como base para proyectar los flujos migratorios futuros. Los principales resultados del ejercicio indican que, a escala global, se proyecta un aumento del número de migrantes desde el 2,8 % de la población mundial en 2010 hasta alrededor del 3,5 % en 2050, como consecuencia del fuerte incremento de migrantes provenientes de la India y del África subsahariana. En este contexto, a pesar de la ralentización del crecimiento demográfico en América Latina, Estados Unidos seguiría recibiendo una elevada inmigración neta y seguiría siendo el país con mayor número de inmigrantes a escala global, mientras que Europa continental pasaría a registrar los flujos netos de inmigración más voluminosos.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2016 Y HASTA EL TERCER TRIMESTRE DE 2017

Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

Publicado el 30 de noviembre de 2017

Las sociedades no financieras continuaron creando empleo tanto en 2016 como hasta septiembre de 2017, tendencia que se extendió a la mayoría de sectores y empresas, de acuerdo con las muestras anual y trimestral de la Central de Balances. En cuanto a la actividad empresarial, en 2016 se observó una importante expansión de los principales excedentes, que permitió que los niveles agregados de rentabilidad ordinaria aumentaran. Además, el curso favorable de los ingresos y gastos atípicos contribuyó adicionalmente al incremento del resultado final. En cambio, durante los tres primeros trimestres de 2017, aunque tanto el valor añadido bruto como el resultado ordinario neto siguieron creciendo, lo hicieron a unos ritmos más moderados que en el año anterior, al verse negativamente influidos por el comportamiento de algunas grandes empresas con un peso elevado en la muestra trimestral, lo que se tradujo en un leve descenso de las rentabilidades agregadas. Además, durante los nueve primeros meses de este año, las partidas no recurrentes tuvieron un impacto desfavorable, de modo que el excedente final se contrajo fuertemente. Por último, la ratios medias de endeudamiento continuaron descendiendo en 2016, mientras que hasta septiembre de 2017 repuntaron ligeramente, y la carga financiera disminuyó en ambos períodos, favorecida por los menores costes de financiación. El artículo incluye dos recuadros, el primero de los cuales analiza la evolución de las pymes hasta 2016, en relación con las empresas de mayor tamaño, y el segundo, los resultados y la posición patrimonial de los grupos consolidados españoles hasta 2016.

BONOS CONVERTIBLES CONTINGENTES Y DEUDA SUBORDINADA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA UEM

Ignacio Fuentes y Juan Carlos Casado

Publicado el 23 de noviembre de 2017

La progresiva entrada en vigor del nuevo acuerdo de capital bancario, conocido como Basilea III, y la aprobación de la nueva normativa sobre la recuperación y resolución de entidades de crédito en la Unión Europea están incrementando la necesidad de que las entidades de crédito cuenten con un colchón suficiente de recursos propios para absorber posibles pérdidas. Con el fin de cumplir con estos requerimientos legales, las entidades europeas han emitido, durante los últimos años, bonos convertibles contingentes y deuda subordinada. En este artículo se analizan las principales características de estos instrumentos híbridos. Por una parte, se presenta la información disponible sobre los volúmenes y el número de las emisiones y de las entidades emisoras, y, por otra, se analizan los costes de emisión y los precios de cotización de las emisiones vivas, todo ello con una especial atención a las emisiones de las entidades españolas.

UNA EVALUACIÓN DE LA EFECTIVIDAD DE LAS BONIFICACIONES AL MANTENIMIENTO DEL EMPLEO DE LOS MAYORES DE 60 AÑOS

Mario Izquierdo Peinado y Sergio Puente Díaz

Publicado el 16 de noviembre de 2017

Tradicionalmente, las políticas de empleo en España han descansado en mayor medida que en otros países en la aplicación de bonificaciones a las cotizaciones a la Seguridad Social de determinados colectivos. La evidencia empírica internacional sobre la efectividad de este tipo de programas tiende a mostrar que, en general, estos programas tienen un elevado coste presupuestario, con efectos reducidos, aunque positivos, sobre los colectivos afectados, sin afectar al nivel de empleo agregado. Con el objetivo de proporcionar evidencia adicional sobre esta cuestión, este artículo resume los resultados de un ejercicio de evaluación de un programa concreto de bonificaciones sociales que estuvo vigente entre 2006 y 2012 para el colectivo de trabajadores mayores de 60 años. En concreto, utilizando los datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL), se estima el efecto que la eliminación de este programa de bonificaciones tuvo sobre la probabilidad de perder el empleo de estos trabajadores. Los resultados muestran que la supresión de los incentivos generó un impacto positivo y significativo pero reducido sobre la probabilidad de perder el empleo de este colectivo, que se concentró en los trabajadores con empleos de baja cualificación, con una antigüedad relativamente baja en la empresa y con menores costes de despido. En conjunto, la evidencia indicaría que el programa generó escasos beneficios en términos de una mayor tasa de mantenimiento del empleo del colectivo de trabajadores afectado. Estos resultados se circunscriben a este programa concreto y, por tanto, no son extensibles al conjunto de bonificaciones al empleo para diferentes colectivos que han estado en vigor en el pasado en España o lo están en la actualidad, si bien ponen de manifiesto la necesidad de una evaluación detallada de las políticas activas de empleo que permita analizar su eficacia.

LA FORMACIÓN DEL CAPITAL HUMANO EN EL MERCADO DE TRABAJO

Juan Jimeno, Aitor Lacuesta, Marta Martínez y Ernesto Villanueva

Publicado el 31 de octubre de 2017

Los datos del Programa Internacional para la Evaluación de las Competencias de la Población Adulta (PIAAC) de la OCDE permiten obtener medidas comparables de varios aspectos del capital humano en trece economías desarrolladas. A partir de estos datos, el presente artículo muestra que la experiencia laboral mejora las capacidades numéricas y lectoras de los trabajadores con un menor nivel de formación, un resultado que se observa en economías con distintas instituciones laborales, sistemas educativos o composición de la fuerza de trabajo.

Los análisis realizados sugieren que el aprendizaje en el puesto de trabajo contribuye al capital humano de los individuos con menor nivel educativo de forma considerable, lo que puede guiar la elaboración de políticas activas de empleo.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: OCTUBRE DE 2017

Irene Roibás

Publicado el 24 de octubre de 2017

Los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios muestran que durante el tercer trimestre de 2017 los criterios de aprobación de préstamos se relajaron en cierta medida en el segmento de hogares, tanto en España como en la UEM, mientras que en el de empresas se endurecieron algo en nuestro país, manteniéndose prácticamente sin variaciones en la zona del euro. La demanda de crédito de las empresas habría permanecido estable en España y habría aumentado en el conjunto de la UEM, en tanto que la procedente de los hogares habría crecido en ambas áreas. Tanto las entidades españolas como las del área del euro percibieron, en general, una estabilidad o mejoría de las condiciones de acceso a los mercados mayoristas, mientras que en los minoristas las de nuestro país señalaron un ligero empeoramiento, que no se observó para el conjunto de la UEM. Por otro lado, las instituciones encuestadas contestaron que, en general, el programa ampliado de compra de activos del BCE habría contribuido a mejorar su situación financiera durante los últimos seis meses, salvo en el caso de la rentabilidad en el conjunto de la UEM, que se habría visto negativamente afectada. Asimismo, señalaron que el programa siguió favoreciendo la relajación de las condiciones de los préstamos al sector privado no financiero. Tanto las entidades españolas como las de la UEM indicaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE propició una reducción de los ingresos netos por intereses durante los últimos seis meses, teniendo un impacto negativo moderado sobre los tipos de interés y los márgenes aplicados a los préstamos a hogares y empresas, y positivo —aunque pequeño— sobre los volúmenes de crédito.

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA. SEGUNDO SEMESTRE DE 2017

Publicado el 20 de octubre de 2017

América Latina se ha unido a la mejora cíclica de la actividad global. La tasa de crecimiento medio ponderado del PIB en las seis principales economías de la región se situó en el primer semestre de 2017 no muy alejada del crecimiento potencial estimado. Además, los resultados por países muestran una cierta convergencia. Se ha observado, en general, una reducción importante de las tasas de inflación, que ha permitido a los bancos centrales —con alguna excepción, como Argentina y México— reducir los tipos de interés oficiales. Para profundizar en la valoración del tono de la política monetaria en las principales economías con objetivo de inflación, este Informe incluye una sección temática donde se construye una regla de Taylor a partir de la estimación de los tipos de interés naturales. Por otra parte, las economías latinoamericanas han continuado ajustando su saldo exterior a un nuevo escenario de menores precios de las materias primas, pero el ajuste fiscal no ha progresado en la misma medida. Pese a ello, los mercados financieros de la región se han comportado de forma muy favorable y las divisas han tendido a apreciarse.

Los indicadores de mayor frecuencia muestran que el dinamismo de la actividad se ha prolongado en el segundo semestre del año. No obstante, la continuidad de la recuperación en la región está sometida a algunos riesgos a la baja. El principal de ellos en el ámbito externo deriva del posible tensionamiento de las condiciones financieras en los mercados internacionales. Persisten también los riesgos procedentes de posibles giros en las políticas de Estados Unidos, principalmente hacia un mayor proteccionismo comercial en el contexto de la negociación del Tratado de Libre Comercio del Atlántico Norte, del que forma parte México. En ese sentido, en la segunda sección temática de este Informe se analizan los factores que explican la reciente fortaleza del consumo privado en ese país, en un contexto relativamente desfavorable.

En el plano interno, donde hay un calendario electoral muy denso en la región hasta finales de 2018, los riesgos parecen más equilibrados. A medio plazo, los países de la región siguen sujetos a unas perspectivas de crecimiento modestas.

UN MODELO DE PREVISIÓN DEL PIB Y DE SUS COMPONENTES DE DEMANDA

Ana Arencibia Pareja, Ana Gómez Loscos, Mercedes de Luis López y Gabriel Pérez Quirós

Publicado el 10 de octubre de 2017

En este artículo se resumen los aspectos más relevantes de la versión ampliada y revisada del Spain-STING (Spain, Short-Term INdicator of Growth), que es una herramienta utilizada por el Banco de España para la previsión a corto plazo del PIB de la economía española y de los componentes de la demanda. A partir de un amplio conjunto de indicadores, se estiman varios modelos que permiten predecir la evolución del PIB, el consumo privado, el gasto público, la inversión en bienes de equipo, la inversión en construcción, las exportaciones y las importaciones. La evaluación de la capacidad predictiva del nuevo modelo para el período comprendido entre junio de 2005 y septiembre de 2016 muestra una ligera mejoría respecto a la versión anterior del Spain-STING.

LOS DESEQUILIBRIOS ECONÓMICOS DE CHINA Y EL PAPEL DEL SECTOR FINANCIERO

Jacopo Timini

Publicado el 5 de octubre de 2017

El éxito económico de China en las últimas décadas ha estado asociado a un singular patrón de crecimiento, basado en un peso elevado de la inversión, que ha generado un elevado endeudamiento en el sector privado no financiero. Las autoridades chinas, conscientes del agotamiento de este modelo, han situado el «reequilibrio» del patrón de crecimiento como uno de sus principales objetivos de política económica. Uno de los aspectos de este reequilibrio consiste en promover un desapalancamiento ordenado, que evite un ajuste brusco de la economía. En este contexto, este artículo discute los retos a los que se enfrentan las autoridades chinas para reducir el nivel de endeudamiento de los sectores no financieros y para mitigar los riesgos asociados al crecimiento excesivo del sistema financiero y, en particular, del sector bancario en la sombra.

NOTAS ECONÓMICAS

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

LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN LA ÚLTIMA DÉCADA

Marta Martínez Matute y Javier J. Pérez

Publicado el 7 de noviembre de 2017

LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2017, SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

Sergio Puente y Ana Regil

Publicado el 26 de octubre de 2017

LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN PÚBLICA DURANTE LA CRISIS Y LA RECUPERACIÓN

Javier J. Pérez e Irune Solera

Publicado el 17 de octubre de 2017

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

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

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

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

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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