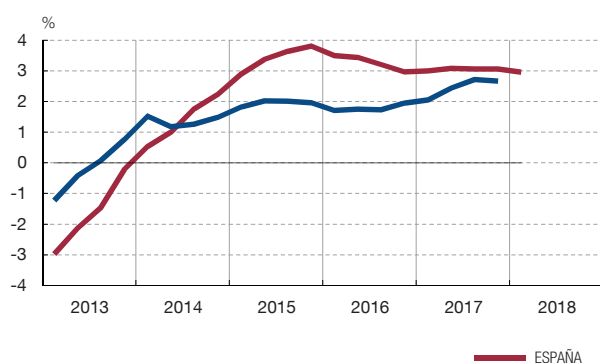


La información conocida en los primeros meses del año ha seguido apuntando a una ganancia de dinamismo de la economía mundial, común a las principales regiones, tanto avanzadas como emergentes, prolongando así la tendencia observada desde mediados del pasado año. Estas perspectivas, que se apoyan en el mantenimiento de una orientación expansiva de las políticas monetarias, se han visto impulsadas adicionalmente por la concreción de planes de expansión fiscal en Estados Unidos, que incluyen una rebaja impositiva y un aumento del gasto en infraestructuras. El comercio mundial ha seguido mostrando en la etapa más reciente un notable dinamismo, que, además, también ha resultado generalizado desde el punto de vista geográfico. Junto con algunos factores transitorios, el buen comportamiento reciente del comercio internacional está ligado a la fortaleza de la inversión, componente de la demanda particularmente intensivo en importaciones, y, en el caso de las economías emergentes, a la mejora del poder de compra inducido por el repunte de los precios de las materias primas.

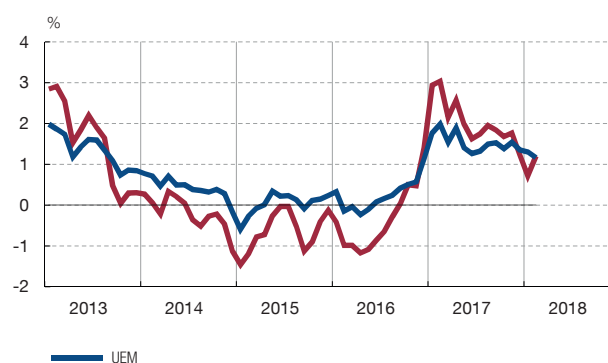
La información más reciente apunta a una continuación de la fase expansiva, aunque no han desaparecido los focos de riesgo. Uno de los ámbitos en los que estos son más notorios está relacionado con el proceso de normalización de las políticas monetarias en las economías avanzadas y, muy especialmente, en Estados Unidos, país que se encuentra más avanzado en el ciclo económico. A comienzos de febrero tuvo lugar un episodio de caída brusca de las cotizaciones y aumento de la volatilidad en los principales mercados bursátiles mundiales, desencadenado, aparentemente, por la aparición de datos referidos a la economía norteamericana que apuntaban a un repunte salarial más intenso que el anticipado (véase recuadro 3). Estos desarrollos constituyen una advertencia de que el actual proceso expansivo puede sufrir contratiempos en la medida en que puedan repetirse sorpresas similares, lo que podría dar lugar a alteraciones en el ritmo proyectado de subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal y ocasionar variaciones bruscas en los precios de los activos financieros. Esta posibilidad parece haberse visto exacerbada por el impulso presupuestario en Estados Unidos, que, en el actual contexto, podría materializarse en mayor medida en repuntes inflacionistas que en aumentos de actividad, además de repercutir en un mayor desequilibrio de las cuentas públicas y del saldo exterior de ese país (véase recuadro 2).

En el área del euro, los indicadores disponibles sugieren que la actividad continúa expandiéndose a un ritmo elevado en los primeros meses del año. Esta trayectoria se está apoyando en las condiciones financieras expansivas a que está dando lugar la orientación acomodaticia de la política monetaria, en el fuerte impulso de la economía global, que está permitiendo que las exportaciones muestren un comportamiento vigoroso aun en presencia de una apreciación cambiaria, y, posiblemente también, en una cierta reducción de la incertidumbre política. Por lo que respecta a los precios de consumo, la senda reciente del componente subyacente continúa sin ofrecer señales concluyentes de estar reaccionando al repunte cíclico, si bien cabe esperar que el progresivo descenso del grado de holgura en el uso de los factores productivos termine por acrecentar las presiones al alza sobre salarios y precios, evolución que se vería favorecida por el mantenimiento de la orientación expansiva de la política monetaria del BCE. Las proyecciones más recientes de esta institución, publicadas a comienzos de marzo, revisaron al alza en dos décimas el crecimiento del PIB esperado para este año para el conjunto del área, hasta el 2,4 %, tasa similar a la observada en 2017.

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.

La economía española ha continuado mostrando un elevado dinamismo al comienzo de 2018. En concreto, se estima que, al igual que en los dos últimos trimestres de 2017, el PIB podría haber crecido un 0,7 % en el primero de este año. Las perspectivas para el período 2018-2020, desarrolladas en el recuadro 1 de este Informe, dibujan una prolongación de la etapa expansiva, si bien se espera que la intensidad del crecimiento se vea gradualmente mitigada a lo largo del horizonte de proyección, de modo que, tras el avance proyectado del 2,7 % en el promedio de este año, el producto podría aumentar a un ritmo del 2,3 % en 2019 y del 2,1 % en 2020, tendiendo a aproximarse de este modo paulatinamente hacia la tasa estimada de crecimiento potencial de la economía (véase recuadro 6).

Estas proyecciones favorables se apoyan en los avances en la corrección de los desequilibrios de la economía, así como, desde una perspectiva más coyuntural, en la continuada firmeza de la actividad y del comercio mundiales que se ha descrito, en la persistencia de condiciones propicias para la financiación de los agentes y en un tono de la política fiscal algo más expansivo que el proyectado hasta ahora. Adicionalmente, estas perspectivas se habrían visto apoyadas por una cierta moderación de las incertidumbres políticas ligadas a la situación en Cataluña.

No obstante, a lo largo del período de proyección se espera una desaceleración del ritmo de avance de los mercados de exportación, al tiempo que el impacto adicional de las medidas de política monetaria adoptadas hasta la fecha sobre las tasas de crecimiento del producto tendría una magnitud decreciente, factores ambos que justifican la moderación paulatina del ritmo de avance de la actividad. En paralelo, la mejora de la posición patrimonial de familias y empresas, junto con la de la competitividad exterior, que se está plasmando en superávits recurrentes en la cuenta del resto del mundo, aumenta la resistencia de la economía ante eventuales perturbaciones.

En el ámbito de los precios, la evolución reciente se ha caracterizado por una notable desaceleración del indicador general, hasta alcanzar un mínimo del 0,6 % en enero, antes de comenzar a repuntar un mes más tarde. Estos desarrollos han estado muy influenciados por los efectos base en el componente energético. Por su parte, el componente subyacente ha seguido mostrando una cierta atonía, a la que han contribuido tanto los precios de los bienes industriales no energéticos como los de los servicios, que parece haberse interrumpido en febrero. En el curso de 2018 se espera que la tasa de variación

	2016	2017	2017				2018
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional							
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria							
Producto interior bruto	3,3	3,1	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7
Contribución de la demanda nacional (b)	2,5	2,8	1,1	0,7	0,8	0,6	0,6
Contribución de la demanda exterior neta (b)	0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,1	0,1	0,0
Tasas de variación interanual							
Empleo	3,0	2,8	2,6	2,9	2,9	2,9	2,9
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)							
IPC	-0,2	2,0	2,3	1,5	1,8	1,1	1,1
IPSEBENE	0,8	1,1	0,9	1,2	1,2	0,8	1,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 13 de marzo de 2018.

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

c El último dato disponible de los índices de precios de consumo es de febrero de 2018.

del IPC experimente algunos vaivenes relacionados con la trayectoria del precio del petróleo, de modo que, tras alcanzar un nivel superior al 1,5 % en los meses de verano, volvería a desacelerarse en el tramo final del año. Con posterioridad, se espera que se produzca un repunte paulatino del indicador general de inflación, como resultado del impacto de la disminución de la holgura cíclica sobre el ritmo de avance del indicador subyacente.

En este contexto macroeconómico, caracterizado por una creciente brecha de producción positiva de la economía española, se deben evitar políticas presupuestarias expansivas y, por tanto, procíclicas. Por el contrario, las políticas económicas deben priorizar proseguir con el proceso de consolidación fiscal que permita una reducción gradual del déficit público en términos estructurales y de la ratio de deuda pública sobre el PIB, de acuerdo con los requerimientos establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, a escala europea, y en la Ley de Estabilidad Presupuestaria, en el plano nacional. La consolidación fiscal resulta necesaria para mitigar la vulnerabilidad de la economía derivada del elevado endeudamiento público actual y para recuperar la capacidad estabilizadora del presupuesto público ante eventuales perturbaciones adversas. En paralelo, el contexto macroeconómico actual es particularmente propicio para acometer las reformas estructurales aún pendientes, que deben dirigirse a mejorar la dinámica de la productividad, afrontar los retos derivados del envejecimiento poblacional y reducir el desempleo estructural.

El Informe contiene un total de ocho recuadros. En el primero de ellos se presentan las proyecciones macroeconómicas para la economía española para el trienio comprendido entre 2018 y 2020. A continuación se incluyen tres recuadros referidos al entorno exterior de la economía española, que se ocupan, respectivamente, de describir el cambio en la orientación de las políticas económicas en Estados Unidos (recuadro 2), de valorar el episodio de corrección en los mercados bursátiles del inicio de febrero (recuadro 3) y de analizar los factores explicativos de la depreciación reciente del dólar (recuadro 4). Seguidamente, el recuadro 5 detalla los últimos desarrollos en el debate acerca de la reforma de la gobernanza del área del euro. Por último, los recuadros 6 a 8 examinan diversos aspectos relativos a la economía española, ocupándose de realizar, respectivamente, una valoración de la actual posición cíclica, un análisis de los factores que subyacen a la evolución de las exportaciones de servicios no turísticos desde la crisis, y un diagnóstico de la reciente reforma de los planes y fondos de pensiones.

La presente actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España incorpora la nueva información conocida desde la publicación precedente, realizada en diciembre de 2017¹. En particular, el ejercicio actual incorpora la Contabilidad Nacional Trimestral del último trimestre de 2017, así como la evolución de los supuestos técnicos sobre los que se condicionan las previsiones (véase cuadro 1)².

Las proyecciones contemplan una continuación del actual período expansivo de la economía española. Estas perspectivas se fundamentan, por una parte, en la corrección gradual de los desequilibrios macrofinancieros acumulados en el ciclo expansivo anterior a la crisis y durante las fases más recesivas de esta, que se ha materializado, en particular, en la reducción del endeudamiento del sector pri-

vado, en el mantenimiento de superávits exteriores de una magnitud notable y la consiguiente moderación de las necesidades de financiación frente al exterior, la corrección gradual del déficit público, la caída del paro, que pese a ello todavía presenta cifras demasiado elevadas, y la estabilización e incipiente recuperación del sector inmobiliario. Por otra parte, siguen presentes algunos factores de naturaleza más transitoria que también apoyan la actividad, como son la fortaleza de los mercados de exportación, en un contexto de generalización de la actual expansión global, y el esperado tono expansivo de las políticas de demanda a lo largo del horizonte de proyección. En particular, con la información disponible en estos momentos, que no incluye el borrador de Presupuestos Generales del Estado, todavía no publicado, se prevé que, tras el tono neutral mostrado por la política fiscal en 2017, se observe un retorno a una orientación algo más expansiva a partir de 2018.

Tras registrar tasas de crecimiento del PIB superiores al 3% durante los últimos tres años, se estima que el ritmo de expansión del producto se moderará en cierta medida a lo largo del horizonte de proyección. Por un lado, las perspectivas para la economía mundial contemplan una pérdida de empuje gradual de los mercados exteriores. Por otro lado, la actual expansión de la actividad económica del área del euro aumenta la probabilidad de que la inflación converja hacia el objetivo de medio plazo, lo que hace disminuir la necesidad de medidas adicionales de política monetaria, en un contexto en el que se espera que las adoptadas con

- 1 **Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2017-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2017.**
- 2 Las proyecciones de diciembre de 2017 estaban basadas en información relativa a la evolución observada de los supuestos hasta el 22 de noviembre. En el ejercicio de proyecciones actual, la fecha de cierre para la recogida de información es distinta en el caso de la evolución de los mercados de exportación de España (para la cual se hace uso de los supuestos elaborados por el personal del BCE para las **Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2018**, que emplean información hasta el 13 de febrero) y en el de los demás supuestos —para los cuales la fecha correspondiente es el 9 de marzo—. Por último, la fecha límite para la recogida de datos para la elaboración de las proyecciones es el 13 de marzo.

Cuadro 1

ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2017	Proyecciones de marzo de 2018			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2017 (b)		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Entorno internacional							
Producto mundial	3,6	3,9	3,7	3,5	0,2	0,1	0,0
Mercados de exportación de España	5,2	5,0	4,1	3,6	0,1	0,2	0,0
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	54,4	64,4	61,1	59,1	2,8	2,1	1,7
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,13	1,23	1,23	1,23	0,06	0,06	0,06
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	117,0	125,0	125,0	125,0	3,2	3,2	3,2
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	0,0	0,1	0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,6	1,5	1,9	2,2	-0,2	-0,2	-0,3

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 9 de marzo de 2018. La fecha de cierre para los supuestos de mercados exteriores es el 13 de febrero de 2018. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- Las diferencias son en tasas para el producto mundial y los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, diferencias porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y diferencias en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a ellos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

anterioridad ejerzan un efecto adicional sobre las condiciones financieras, la actividad y los precios progresivamente menor. Además, como se detalla más adelante, se espera que el gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo prolongue las señales de moderación que comenzó a mostrar en 2017. La información de corto plazo apunta a que, en el primer trimestre de 2018, el crecimiento del PIB podría haberse mantenido en el 0,7 % observado en cada uno de los dos trimestres finales de 2017. La ligera desaceleración que se prevé para los trimestres siguientes de la actividad conduciría a un crecimiento del PIB del 2,7 % este año, y del 2,3 % y del 2,1 % en los dos siguientes (véase cuadro 2).

La prolongación de la fase expansiva dará lugar, como resultado del aumento en el grado de utilización de los factores productivos, a un paulatino repunte de la tasa de crecimiento del componente subyacente del IPC, que, tras registrar un avance del 1,2 % en

2018, se aceleraría hasta el 1,9 % en 2020. En términos del indicador general, la tasa de variación media anual sería asimismo del 1,2 % en 2018, antes de repuntar hasta el 1,7 % en 2020.

En comparación con las proyecciones de diciembre, los cambios más relevantes en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones están relacionados con la política presupuestaria. En este ámbito, cabe destacar, en particular, el acuerdo reciente en materia salarial y de empleo público alcanzado entre el Gobierno y las principales organizaciones sindicales para el período 2018-2020³. El acuerdo incluye una subida fija de las retribuciones de los empleados públicos, del 6 % en términos acumulados en dicho período (1,75 %, 2,25 % y 2 % en 2018, 2019 y 2020,

3 Véase <http://www.lamondcloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/minhap/Paginas/2018/090318-funcionarios.aspx>.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2017	Proyecciones de marzo de 2018			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2017		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
PIB	3,1	2,7	2,3	2,1	0,3	0,2	0,1
Consumo privado	2,4	2,1	1,6	1,6	0,3	0,2	0,2
Consumo público	1,6	1,4	1,2	1,2	0,5	0,5	0,5
Formación bruta de capital fijo	5,0	4,3	4,1	3,9	0,3	0,4	0,2
Inversión en bienes de equipo	6,1	5,0	4,1	3,8	0,6	0,4	0,0
Inversión en construcción	4,6	4,0	4,4	4,3	0,1	0,1	0,2
Exportación de bienes y servicios	5,0	4,9	4,8	4,5	0,0	0,1	0,0
Importación de bienes y servicios	4,7	4,2	4,5	4,3	0,1	0,3	0,5
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,8	2,4	2,1	1,9	0,4	0,3	0,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,3	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2
PIB nominal	4,0	3,9	3,8	3,8	0,5	0,2	0,0
Deflactor del PIB	1,0	1,2	1,5	1,7	0,2	0,0	0,0
Índice de precios de consumo (IPC)	2,0	1,2	1,4	1,7	-0,2	-0,1	0,0
IPSEBENE	1,1	1,2	1,7	1,9	0,0	0,1	0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,8	2,7	2,0	1,9	0,4	0,3	0,3
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	16,5	14,2	12,6	11,0	0,1	0,4	0,3
Tasa de paro (% de la población activa). Datos medios	17,2	15,1	13,3	11,6	0,2	0,1	0,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,9	1,8	1,8	1,7	-0,3	-0,3	-0,5
Capacidad(+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,1	-2,5	-2,1	-1,7	0,1	0,1	0,1

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

a Fecha de cierre de las predicciones: 13 de marzo de 2018.

respectivamente), así como dos tramos adicionales condicionados al cumplimiento de determinadas circunstancias, que, de satisfacerse, llevarían el aumento acumulado hasta cerca del 9 %⁴. En cuanto al empleo público, el acuerdo da un impulso adicional en 2018 a la política de contratación más dinámica de los últimos dos años⁵. En particular, dicho acuerdo amplía el abanico de supuestos en los que se aplica una tasa de reposición de efectivos al servicio de las AAPP de hasta el 100 %, y añade aumentos por encima de este valor en algunos casos, e incorpora actuaciones adicionales en materia de jornada laboral y temporalidad. El acuerdo contiene algunos elementos de condicionalidad vinculados al cumplimiento del marco de reglas presupuestarias.

Por lo demás, en la fecha de cierre de la recogida de información para la realización de este ejercicio no se había presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social (PGE) para el presente ejercicio. En este contexto, como ya ocurrió en las previsiones de diciembre pasado, se ha optado por recurrir a distintos supuestos técnicos para estimar las sendas esperadas de las distintas variables de política fiscal. En primer lugar, se asume que aquellas partidas del presupuesto sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan por su tamaño las compras o la inversión pública— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía española y las tendencias recientes observadas en la ejecución presupuestaria⁶. En segundo lugar, se supone que la trayectoria de las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP vendrá determinada, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales⁷.

De acuerdo con estos supuestos y previsiones relativos a las variables de política fiscal y con la brecha de producción estimada

de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política presupuestaria pasaría a ser ligeramente expansivo en el año 2018, frente a la orientación neutral estimada para 2017.

Por lo que se refiere al resto de supuestos, las novedades son escasas y sus impactos sobre actividad y precios tienden a compensarse entre sí. El cambio más relevante, en términos de sus efectos sobre las proyecciones, viene dado por la mejora de las perspectivas de la economía global, que se ve reflejada en una revisión al alza de tres décimas en términos acumulados, entre 2018 y 2019, del ritmo de crecimiento de los mercados de exportación de la economía española. Por otro lado, desde la fecha de cierre de las proyecciones precedentes se ha producido una apreciación adicional del tipo de cambio del euro, que, en términos efectivos nominales, asciende a 3,3 pp y es algo más pronunciada frente al dólar —de 5,4 pp—. En cuanto a los precios del petróleo medidos en dólares, se ha observado una cierta elevación de la senda esperada, más pronunciada en el corto plazo, lo que conduce a una revisión al alza del 4,9 % en 2018 (que, en euros, se ve muy atenuada por la apreciación de esta moneda) y a la baja, en magnitudes más modestas, en los dos años siguientes.

Por su parte, de acuerdo con las expectativas implícitas en las curvas de rendimientos, la trayectoria esperada de los tipos de interés en el mercado interbancario se ha movido al alza en el tiempo transcurrido desde el cierre de los supuestos para las proyecciones precedentes, mientras que, por el contrario, las rentabilidades esperadas de la deuda pública han experimentado un descenso. Estos cambios son, en todo caso, pequeños, de modo que su incidencia sobre el coste esperado de la financiación crediticia a hogares y sociedades no financieras es escasa.

De acuerdo con los impactos estimados a partir de la evidencia histórica, los cambios en el conjunto de supuestos, incluidos los relativos a la política fiscal, con respecto a las proyecciones de diciembre, llevarían a una revisión al alza del crecimiento esperado del PIB de aproximadamente una décima en cada uno de los tres años del horizonte de proyección. Ello es consecuencia, principalmente, de las medidas fiscales expansivas (en particular, el mayor crecimiento esperado del empleo y los salarios públicos) y, en menor medida, del mejor tono de los mercados exteriores, factores que se ven amortiguados ligeramente por la apreciación cambiaria.

La revisión operada en las perspectivas para la actividad de la economía española es algo mayor en los primeros años del ejercicio que la que se desprendería de la aplicación mecánica del efecto de los nuevos supuestos. En concreto, las revisiones en el crecimiento del PIB ascienden a tres, dos y una décimas en cada uno de los tres años del horizonte de proyección. Ello refleja varios factores. En primer lugar, la información referida a los primeros meses de 2018 apunta a un crecimiento algo mayor en el primer trimestre que el que se esperaba a finales de 2017, evolución más favorable que se traslada también al segundo trimestre del año actual. En segundo lugar, el flujo de datos referidos al contexto

4 En particular, con respecto al aumento de los salarios, el primer tramo variable se condiciona al crecimiento de la economía. Si el crecimiento del PIB resulta ser igual o superior al 2,5 % en 2019 y 2020, la subida salarial sería de un 2,5 % en 2019 y de un 3 % en 2020. Por el contrario, para un avance del PIB inferior al 2,5 %, el incremento disminuiría proporcionalmente a la reducción que se haya producido sobre dicho 2,5 %. El segundo tramo variable consiste en añadir 0,55 pp adicionales de subida salarial en 2020 si se cumple el objetivo de estabilidad presupuestaria.

5 Véase el [acuerdo firmado por el Gobierno y los sindicatos el 29 de marzo de 2017 en materia de función pública](#). En este sentido, véase también la discusión en el artículo «[La evolución del empleo de las Administraciones Públicas en la última década](#)», *Boletín Económico*, 4/2017, Notas Económicas, Banco de España.

6 Las previsiones incluyen además unos costes asociados a la responsabilidad patrimonial derivada de los procedimientos judiciales de las autopistas de peaje que se encuentran en concurso de acreedores, que el Gobierno estima en torno a 2 mm de euros.

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

exterior de la economía española recibidos en el mes transcurrido desde el cierre de los correspondientes supuestos ha sido más positivo que el esperado entonces. Por último, el escenario central incorpora efectos algo menores del tensionamiento de la situación política en Cataluña, como consecuencia de la disminución observada en el grado de incertidumbre desde diciembre.

Por su parte, en términos del crecimiento de los precios de consumo, los nuevos supuestos tienen un impacto aproximadamente neutral, pues los efectos al alza derivados de la expansión fiscal se ven contrarrestados por la apreciación del tipo de cambio y por el ritmo de avance algo menor de los precios del petróleo en 2019 y 2020. No obstante, la información ya disponible referida al período más reciente justifica una revisión a la baja de la tasa de variación del IPC en 2018 de dos décimas, debido fundamentalmente a la evolución del componente energético en los últimos meses, permaneciendo sin cambios en el bienio siguiente.

En el período de proyección, el gasto en bienes y servicios de consumo seguirá apoyándose en la fortaleza del proceso de creación de empleo, en la persistencia de condiciones financieras favorables y en la mejora observada en los últimos años en la situación patrimonial del sector, como consecuencia del proceso de desendeudamiento y de la revalorización de los activos, tanto reales como financieros. No obstante, se espera que este componente del gasto prolongue la desaceleración observada en 2017. Ello sería el resultado de diversos factores. En primer lugar, se espera que, a lo largo del período de proyección, se observe un agotamiento gradual del proceso de materialización de decisiones de consumo en bienes duraderos, que, tras haber sido pospuestas durante los años de la crisis, los hogares han venido llevando a cabo en la etapa ya transcurrida de la recuperación⁸. En segundo lugar, se proyecta que las familias recompongan en cierta medida su tasa de ahorro desde el reducido nivel con que se estima que cerró 2017, algo por debajo del 6 % de la renta disponible, que es su cota más baja desde comienzos de 2008. En efecto, en el pasado año los hogares experimentaron una compresión de sus rentas reales como consecuencia de un repunte transitorio de la inflación que los agentes aparentemente reconocieron como tal, pues reaccionaron en parte aminorando su gasto real y en parte reduciendo su ahorro. Las proyecciones parten del supuesto de que los hogares tenderán a moderar su gasto de consumo al objeto de favorecer una cierta recuperación de su tasa de ahorro.

Por último, los supuestos utilizados en las proyecciones incluyen un incremento de los tipos de interés, que, de por sí, tiene un reducido impacto sobre las rentas de los hogares, ya que afecta en magnitudes análogas a los intereses pagados y a los recibidos. Sin embargo, tiene también un impacto negativo sobre el consumo, dado que la propensión marginal a consumir de los deudores tiende a ser más elevada que la de los acreedores.

Entre los componentes de la formación bruta de capital fijo, se espera que el componente residencial continúe creciendo a tasas elevadas, aunque algo inferiores a las observadas en 2017, en un contexto en el que parece comenzar a agotarse la tendencia a la mejora de las condiciones de las hipotecas (tales como la reducción de los tipos de interés y el alargamiento de los plazos medios) observada en los últimos años, y en el que la capacidad de financiación de los hogares ha experimentado un descenso muy significativo. Por su parte, la inversión empresarial continuará apoyándose en la pujanza de la demanda y en el aumento de la utilización de la capacidad productiva, en un marco en el que la financiación de este gasto seguirá viéndose facilitada por la abundancia de generación de recursos internos y la disponibilidad de recursos externos en condiciones favorables.

En el período de proyección considerado en su conjunto se espera que las exportaciones continúen registrando tasas de avance superiores a las de los mercados a los que van dirigidas, como consecuencia de las ganancias de competitividad acumuladas desde la crisis, que se espera que, aunque a un ritmo menor, se prolonguen en los próximos años. No obstante, en el corto plazo el ritmo de avance de las ventas al exterior se verá mitigado por los efectos de la apreciación acumulada por el tipo de cambio del euro desde comienzos de 2017. Por componentes, se espera una cierta moderación de los servicios turísticos tras el excepcional comportamiento de los últimos años, como consecuencia de la congestión de algunos destinos nacionales y la recuperación de localizaciones alternativas en la cuenca mediterránea. Por lo que respecta a las importaciones, como en otros ejercicios de proyecciones recientes, se asume un ritmo de expansión inferior al que dictaría su relación histórica con la demanda final, como consecuencia del proceso de sustitución de importaciones al que las ganancias de competitividad estarían comenzando a dar lugar.

El crecimiento del empleo continuará siendo, como ocurre habitualmente en las fases expansivas de la economía española, muy cercano al de la actividad. El elevado crecimiento de la ocupación conducirá a reducciones adicionales de la tasa de paro, variable que se situaría en un nivel del 11 % al final del horizonte de proyección, aún muy superior al previo a la crisis. Esta elevada desocupación es uno de los factores que contribuirán a contener el crecimiento salarial, para el cual, no obstante, se espera un repunte a lo largo del próximo trienio en consonancia con la disminución del grado de holgura en el mercado laboral. Dado que no se espera un incremento similar del crecimiento de la productividad, ello resultará en una aceleración de los costes laborales unitarios que, no obstante, sería inferior a las que las proyecciones del BCE prevén para el conjunto de la UEM, por lo que el repunte sería compatible con una continuación de las ganancias de competitividad frente a esa área económica.

La economía española continuaría presentando capacidad de financiación frente al resto del mundo, aunque esta sería inferior en algunas décimas a la estimada para 2017 (cuando habría ascendido al 1,9 % del PIB). En particular, el superávit de bienes y servicios se mantendría en el entorno del 2,7 %, bajo la influencia de

8 J. González Mínguez y A. Urtasun (2015), «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 69-78.

dos fuerzas opuestas: la mejora de los intercambios reales y el deterioro de la relación real de intercambio. Sin embargo, el saldo de rentas registraría un ligero empeoramiento, dada la subida de los tipos de interés recogida en los supuestos externos.

En el ámbito de los precios de consumo, las proyecciones actuales contemplan una gradual aceleración de la inflación subyacente desde sus reducidos niveles actuales. El crecimiento del PIB previsto a lo largo del período de proyección excede las estimaciones disponibles de la tasa de avance del producto potencial, por lo que la brecha de producción positiva que, según estimaciones propias, habría emergido a finales de 2017 tenderá a ampliarse en el próximo trienio, lo que debería dar lugar a un incremento de las presiones inflacionistas de origen interno. Por su parte, se espera una estabilización de los márgenes empresariales, tras las ganancias acumuladas en los últimos años. Por su parte, tras el notable repunte observado en 2017 como consecuencia de la aceleración de los precios del petróleo y otras materias primas, las presiones inflacionistas externas tenderían a moderarse al inicio del horizonte de proyección, como fruto de la reciente apreciación del euro, pero volverían a incrementarse después, dado el esperado aumento gradual de las presiones inflacionistas globales bajo el trasfondo de la reducción del grado de holgura de la economía mundial. Como resultado de todo ello, se espera que el IPC crezca este año un 1,2 %, con una trayectoria influenciada por el componente energético, que, bajo los supuestos actuales acerca del precio del petróleo, experimentaría un repunte en los próximos meses, hasta alcanzar un pico en verano, antes de volver a desacelerarse con posterioridad. En los dos años posteriores, el IPC se aceleraría hasta el 1,4 % y el 1,7 %, respectivamente.

Los riesgos al escenario central de crecimiento de la actividad se encuentran predominantemente orientados al alza en el corto plazo, pues las revisiones continuadas de las proyecciones referidas a la economía global sugieren la posibilidad de que se esté infraestimando su dinámica expansiva. Por el contrario, los riesgos estarían sesgados a la baja en la parte final del horizonte de proyección. En el ámbito interno, las proyecciones actuales incorporan el supuesto de que, en el próximo trienio, se mantendrá la disminución de la incertidumbre política relacionada con la situación en Cataluña que se ha observado desde las proyecciones de diciembre. Sin embargo, no se puede descartar que tenga lugar un recrudecimiento de las tensiones, que impactaría negativamente sobre la evolución de la actividad, de manera más acusada en esa comunidad autónoma. Además, algunos anuncios recientes sugieren la posibilidad de que se observe una relajación de los esfuerzos de consolidación presupuestaria, más allá de los ya incorporados al escenario central. Aunque ello tendría efectos expansivos a corto plazo, en un horizonte temporal más dilatado agravaría la vulnerabilidad de la economía ante eventuales perturbaciones adversas, dado el elevado endeudamiento público y la necesidad de acometer un proceso de reducción notable de la deuda pública a medio plazo. En sentido contrario, en el escenario

central se ha incorporado el supuesto de que los hogares recompondrán parcialmente el nivel de su tasa de ahorro, particularmente a la luz del acusado descenso observado en 2017. Sin embargo, cabe la posibilidad de que el repunte de esta variable sea menos marcado, conduciendo a un mayor ritmo de aumento del consumo de los hogares y, por tanto, a un crecimiento del PIB más elevado.

En el plano exterior, si bien el nuevo acuerdo del Gobierno de coalición en Alemania podría generar un tono más expansivo de la política presupuestaria en este país que, en el corto plazo, podría repercutir en un ritmo de expansión mayor en el área del euro en su conjunto, las tensiones observadas en los mercados financieros al inicio de febrero sugieren que el proceso de normalización de las políticas monetarias en las economías avanzadas —y, de manera singular, en Estados Unidos— no está exento de incertidumbres. En particular, una intensificación de las presiones inflacionistas mayor de la anticipada puede conducir a nuevos episodios abruptos de corrección de precios en los mercados financieros. En este sentido, la reciente aprobación de planes de expansión fiscal en Estados Unidos ha aumentado estos riesgos, por haberse producido en una economía con un grado muy elevado de utilización de los factores productivos. Otros focos adicionales de incertidumbre incluyen, en primer lugar, la posibilidad de que la aprobación de aranceles a la importación de acero y aluminio en Estados Unidos desencadene la adopción de una espiral de medidas similares por parte de las autoridades de otros países, lo que comportaría efectos adversos sobre el comercio mundial. En segundo lugar, persisten algunos focos de tensiones geopolíticas, entre los que destacan, en el ámbito europeo, los relativos a la indefinición acerca de la forma que adoptará finalmente la relación entre la Unión Europea y el Reino Unido y la incertidumbre sobre la formación de gobierno en Italia, tras el resultado de las elecciones recientes.

En el ámbito de los precios, los riesgos tienden a estar equilibrados. Por un lado, los riesgos a la baja relacionados con la economía global que se han descrito configuran un entorno de riesgos del mismo signo para la evolución del componente externo de la inflación. Además, como se ha apuntado, las proyecciones descansan sobre el supuesto de que los salarios y precios reaccionarán a la reducción del grado de holgura en mayor medida de lo que lo han hecho en el período transcurrido desde el inicio de la fase expansiva, hipótesis que podría no materializarse. Sin embargo, por otro lado, no cabe descartar que la relación entre la actividad y los precios se caracterice por la presencia de efectos no lineales, de forma que, a partir de un cierto punto, la reducción de la holgura cíclica comenzaría a tener consecuencias inflacionistas cada vez de mayor magnitud. Adicionalmente, la sincronía de la fortaleza del crecimiento global sugiere posibles presiones al alza sobre los precios de las materias primas, que, sin embargo, se verían contrarrestadas, en el caso concreto del petróleo, porque pasarían a ser rentables un mayor número de explotaciones de petróleo no convencionales.

La recuperación económica está permitiendo que se inicie el proceso de normalización de la política monetaria en algunas de las principales economías avanzadas, tras casi diez años de estímulo monetario. Este está siendo especialmente el caso en Estados Unidos. Así, en diciembre de 2015 la Reserva Federal comenzó, con un aumento de 0,25 pp, un proceso muy gradual de subidas de tipos de interés oficiales, con otro incremento en 2016 y tres más en 2017, iniciando el proceso de reducción de su balance en octubre de ese mismo año. Otros bancos centrales no han avanzado tanto en la retirada de estímulos monetarios, pero el Banco de Inglaterra elevó su tipo de referencia en noviembre e incluso el BCE y, en menor medida, el Banco de Japón ya comienzan a plantearse la estrategia que ha de seguir. En particular, la Reserva Federal afronta dilemas importantes en este proceso, pues la brecha de producción de la economía de Estados Unidos es positiva y el grado de holgura en su mercado laboral es muy reducido, pero, a la vez, las tasas de inflación continúan siendo muy moderadas. Además, si se produce un endurecimiento mayor de lo esperado del tono de las políticas monetarias, algunos mercados parecen expuestos a una corrección significativa, como mostraron las turbulencias del mes de febrero de 2018.

A ello se suma una política fiscal que ha adoptado un carácter marcadamente expansivo en los últimos meses, con la aprobación de una reforma fiscal a finales de diciembre y un acuerdo bipartidista, alcanzado a inicios de febrero, para elevar el techo de gasto en 296 mm de dólares en los ejercicios fiscales de 2018 y 2019¹. Entre los cambios tributarios más relevantes se encuentra una reducción del tipo impositivo del impuesto sobre sociedades del 35 % al 21 %, así como la deducción inmediata del 100 % de los gastos por inversión con carácter temporal, además de otras medidas que afectarán a la imposición sobre los beneficios de multinacionales generados en el extranjero. La reforma introduce, además, modificaciones a la imposición directa de los hogares, que reducirán su carga impositiva en todos los niveles de renta entre 2018 y 2025.

En principio, la prociclicidad de estas medidas fiscales podría contribuir a un sobrecalentamiento de la economía, llevando a la inflación por encima del objetivo del banco central, lo que eventualmente podría requerir un alza de los tipos de interés más rápido de lo anticipado. A modo ilustrativo, a continuación se presentan los resultados de las simulaciones realizadas con el modelo NiGEM del efecto de la política fiscal expansiva (según reaccione o no a ella la política monetaria), analizando su impacto en Estados Unidos y en otras economías.

En el primer escenario simulado, la política monetaria no reacciona a los efectos del estímulo fiscal, por lo que el tipo de interés sigue la trayectoria actualmente esperada por la Reserva Federal. El impacto de la expansión fiscal sobre el nivel del PIB supera los 1,5 pp en el período 2018-2021 y se reduce hasta los 0,5 pp hacia

el final del horizonte de previsión, entre 2023 y 2027 (gráfico 1). Por su parte, la inflación aumenta por encima de lo previsto en el escenario base entre los años 2018-2022 (gráfico 2). Además, es importante tener en cuenta que las medidas expansivas contribuirán a que la senda de déficit público se incremente en casi 1 pp del PIB durante la próxima década, aspecto relevante en un contexto de endeudamiento público elevado (gráfico 3). Según el modelo, la demanda agregada y, consecuentemente, las importaciones aumentarían más rápidamente que las exportaciones, lo que deterioraría el déficit exterior en 0,4 pp en porcentaje del PIB respecto al escenario sin estímulo fiscal.

En el segundo escenario se permite que la política monetaria responda al efecto que el impulso fiscal tiene en la brecha de producción y la inflación. Y en un tercer escenario, además de esta respuesta endógena de la política monetaria, se asume que la prima por plazo aumenta en 75 pb, con lo que volvería a su nivel promedio histórico. En estos dos escenarios, los tipos de interés de corto plazo aumentan por encima de la senda actual esperada por el Comité Federal de Mercados Abiertos (FOMC), en menor medida en el último caso, ya que el incremento de la prima a plazo ya supone un endurecimiento de las condiciones financieras. Esta reacción de la política monetaria hace que tanto del PIB como la inflación se incrementen en menor medida que en el escenario inicial (gráficos 4 y 5).

En cuanto a los efectos sobre otras áreas, en el escenario de política monetaria exógena, el PIB de China, Japón y Reino Unido se elevaría en torno a cinco décimas a finales de 2019 respecto del escenario base a través de una mayor demanda de sus exportaciones por parte de Estados Unidos (gráfico 6). En el área del euro, el impacto sería algo menor (0,35 pp). En un escenario con respuesta de la política monetaria, los efectos son inferiores, de entre una y dos décimas en China, el área del euro y Japón, y serían incluso negativos en el Reino Unido (en -0,1 pp respecto al escenario base). Además, podría ocurrir que el aumento de la prima por plazo en Estados Unidos se contagiara al resto de países, dada la posición central que ocupa esta economía en los mercados financieros globales, con efectos contractivos sobre el PIB del resto del mundo. En algunos países, este canal financiero podría superar al canal comercial referido previamente.

En definitiva, la expansión fiscal contribuirá previsiblemente a un mayor dinamismo de la economía estadounidense en el corto plazo, incluso aunque la Reserva Federal reaccionara intensificando el ritmo de normalización de la política monetaria en un contexto de brecha de producción positiva e inflación creciente. Sin embargo, este escenario central de mayor crecimiento de la actividad en el corto plazo viene acompañado, en un horizonte de medio plazo, de un aumento de los riesgos asociados al deterioro de las finanzas públicas y a la ampliación del déficit corriente. El impacto internacional de esta expansión fiscal será previsiblemente modesto, e incluso puede ser negativo si se produce un efecto contagio a los mercados financieros de otros países, especialmente si las autoridades de Estados Unidos decidieran introducir medidas proteccionistas para contrarrestar el deterioro de su saldo exterior.

1 Además, el presidente Trump presentó en febrero un plan para la mejora de las infraestructuras por 200 mm de dólares en diez años, que espera pueda generar una inversión total de, al menos, 1,5 billones de dólares, fomentando la inversión de los Gobiernos estatales y locales, así como de empresas privadas. No obstante, este plan está actualmente en una fase inicial de discusión y su aprobación se anticipa difícil.

Gráfico 1
PREVISIÓN DEL PIB (CON POLÍTICA MONETARIA EXÓGENA)

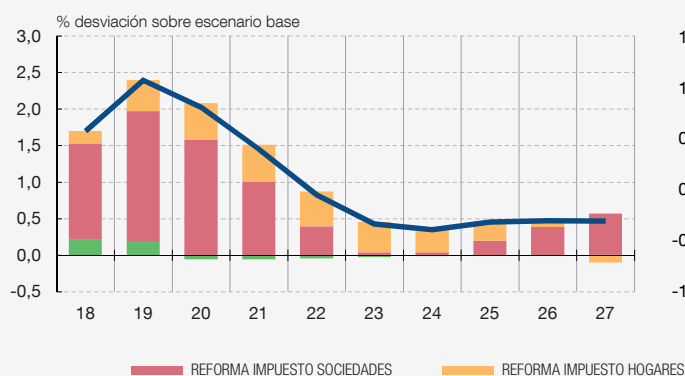


Gráfico 2
PREVISIÓN DE LA INFLACIÓN (CON POLÍTICA MONETARIA EXÓGENA)

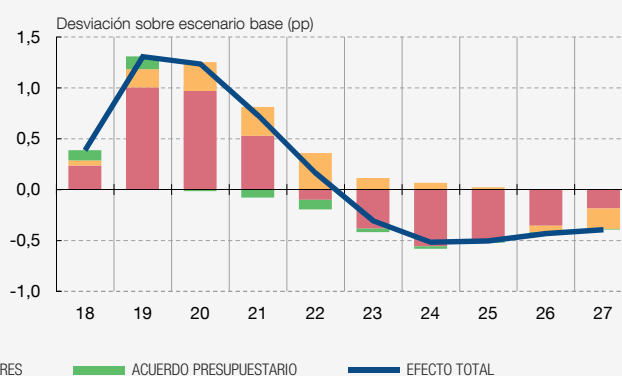


Gráfico 3
PREVISIÓN DE LOS DÉFICITS GEMELOS (CON POLÍTICA MONETARIA EXÓGENA)

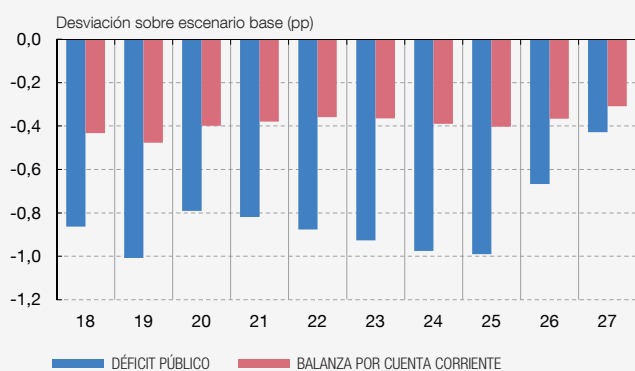


Gráfico 4
PREVISIÓN DEL PIB

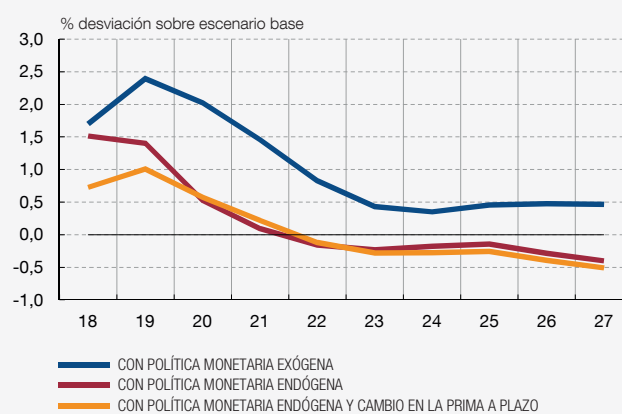


Gráfico 5
PREVISIÓN DE INFLACIÓN

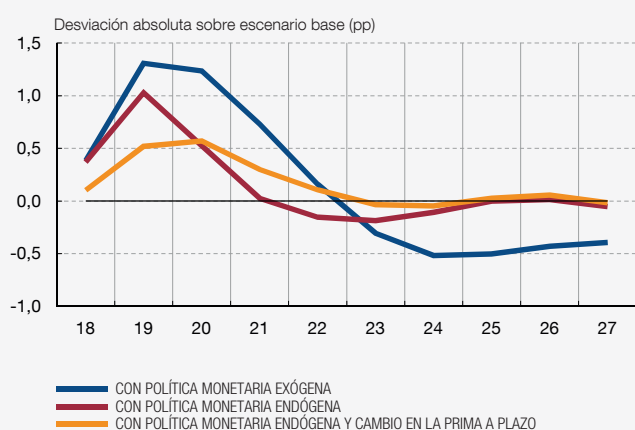
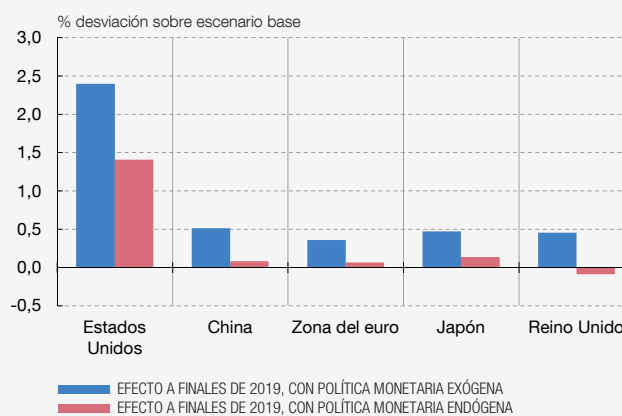


Gráfico 6
SPILLOVERS INTERNACIONALES SOBRE EL PIB



FUENTE: Cálculos propios con modelo NiGEM.

Entre el 1 y 8 de febrero de este año, el índice S&P 500 de Estados Unidos sufrió una caída del 8,5 %. El descenso se concentró en dos jornadas de negociación, los días 2 y 5, siendo la corrección en esta última sesión la mayor que se ha observado desde 2011. Esta evolución vino acompañada, además, de un aumento notable en la volatilidad implícita tras un largo período en que esta variable se había situado en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 1). Posteriormente, las cotizaciones bursátiles han tendido a recuperarse y la volatilidad se ha moderado, si bien en ninguno de los dos casos se han vuelto a alcanzar los niveles previos al episodio de turbulencias.

El riesgo de una corrección abrupta en las cotizaciones de la renta variable, particularmente en Estados Unidos, había sido señalado en

diversos informes de organismos internacionales, como el FMI, el BCE y el Banco de España¹. Un factor que apoya dicha valoración es la elevada revalorización acumulada por el mercado bursátil estadounidense en los últimos años (véase gráfico 2). Así, el crecimiento del índice S&P 500 entre enero de 2012 y enero de 2018 fue del 125 %, frente al incremento del 72 % y del 35 % del EUROSTOXX 50 y el FTSE 100, respectivamente. Este proceso condujo a que algunos de los indicadores usados generalmente para medir la valoración de las acciones se situaran en Estados Unidos en niveles alejados de su mediana histórica, provocando una cierta preocupación entre los inversores por una posible sobrevaloración (véase gráfico 3).

1 Véase *Informe de Estabilidad Financiera*, Banco de España, noviembre de 2017.

Gráfico 1
VOLATILIDADES IMPLÍCITAS

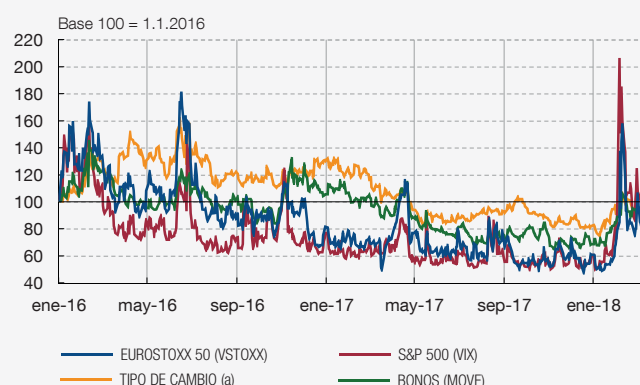


Gráfico 2
ÍNDICES BURSÁTILES



Gráfico 3
MÉTRICAS DE LOS MERCADOS BURSÁTILES (b)

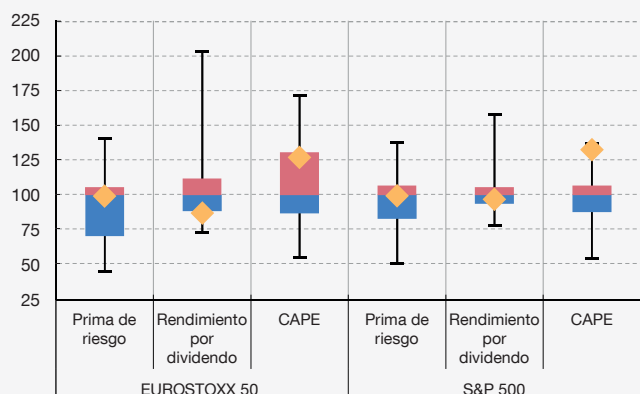
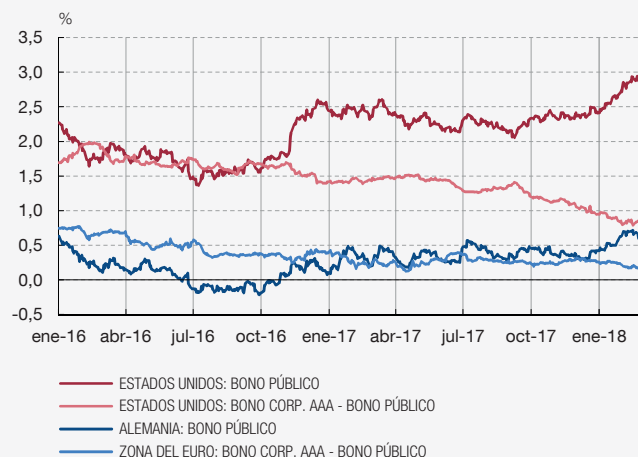


Gráfico 4
RENTABILIDADES A DIEZ AÑOS



FUENTES: Thomson-Reuters, Robert Shiller y Banco de España.

a Promedio de las volatilidades a tres meses de dólar/euro, dólar/libra y yen/dólar.

b Las métricas de valoración se obtienen desde enero de 2005, tomando la mediana de la distribución, representada por la línea horizontal entre las áreas azul y roja como 100. Los límites superiores e inferiores de las dos áreas corresponden a los percentiles 75 y 25, y los extremos de las líneas representan el mínimo y máximo de la distribución. Los rombos amarillos muestran los niveles actuales. Última observación: 7 de marzo de 2018. La prima de riesgo se calcula restando al coste de capital real de cada índice, obtenido mediante un modelo de descuento de dividendos esperados, el rendimiento del bono a diez años indicativo a la inflación de su correspondiente área. El rendimiento por dividendo se obtiene como el dividendo acumulado durante el último año por las empresas del índice sobre la capitalización de dicho índice. CAPE es la ratio precio/beneficios ajustado al ciclo. Valores reducidos del rombo amarillo indican una mayor sobrevaloración en el caso de la prima de riesgo y del rendimiento por dividendo, mientras que la sobrevaloración en el caso del CAPE se asocia a valores elevados del rombo.

En este contexto, uno de los detonantes de esta corrección de la bolsa de Estados Unidos habría sido la publicación, el 2 de febrero, de datos que mostraban una sorpresa al alza en el crecimiento de los salarios en ese país en el mes de enero (2,9 % interanual), mientras que el desempleo se situaba en los niveles más bajos desde el año 2000. Esa sorpresa salarial habría sido interpretada como una señal de repunte inflacionista y, por tanto, de que el ritmo de subida de los tipos de interés oficiales podría acelerarse con respecto al anticipado hasta entonces. De hecho, incluso en los días anteriores al anuncio de las cifras de empleo, ya había aumentado la probabilidad de una subida de tipos de 75 puntos básicos (pb) a lo largo de 2018. Además, la expectativa de subida de tipos de interés oficiales se veía también reflejada en el aumento superior a 30 pb observado en el mes de enero en la rentabilidad a diez años de los bonos soberanos americanos, hasta alcanzar el 2,85 %. Este incremento de la rentabilidad de los bonos soberanos de Estados Unidos pudo ocasionar un aumento de la preferencia de algunos inversores por los valores de renta fija, en detrimento de los de renta variable.

Existen indicios que apuntan a que este episodio de corrección de precios y repunte de la volatilidad ha podido verse amplificado por una serie de prácticas de mercado. En particular, se destaca cómo el repunte de la volatilidad implícita, del 177 % en solo dos sesiones en términos del índice VIX, hasta máximos desde 2012, ha sido anormalmente elevado dada la magnitud de la caída de los precios de las acciones (véase gráfico 1). A esta subida tan abrupta podría haber contribuido la actividad de los conocidos como *exchange traded products* (ETP) que replican el comportamiento del VIX. Aunque en términos agregados el tamaño de los ETP es moderado, algunas de sus prácticas de negociación pueden tener un impacto significativo en la formación de precios. Así, dadas las subidas iniciales de la volatilidad al inicio de la sesión del 5 de febrero, los inversores conocían que los ETP tendrían que comprar más futuros del VIX, bien para poder replicar el comportamiento del índice, o bien para limitar pérdidas en el caso de los ETP que apostaban por una baja volatilidad. En vista de esta situación, y anticipando estos efectos de reequilibrio, algunos participantes en los mercados se habrían posicionado para beneficiarse de subidas del VIX, lo que desencadenó una intensificación de la subida de este indicador cerca del cierre de la sesión. Estas últimas estrategias pudieron causar, a su vez, un efecto contagio sobre el mercado al contado, debido a las prácticas de negociación basadas en la relación negativa existente entre las cotizaciones del ín-

dice VIX y el índice de acciones subyacente. Además, la caída de las cotizaciones bursátiles también podría haberse visto amplificada por el papel de las estrategias de arbitraje llevadas a cabo por algunos *hedge funds*, que habrían tratado de explotar la fuerte relación entre el VIX y los derivados y acciones subyacentes. Por último, el hecho de que se superaran varios soportes inferiores basados en medias móviles de los índices de acciones pudo activar las órdenes de venta en algunas técnicas algorítmicas de negociación.

La caída en el precio de los índices de acciones de Estados Unidos se extendió a otros mercados bursátiles internacionales, principalmente los asiáticos y europeos. Así, entre el 1 y el 9 de febrero, el EUROSTOXX 50 del área del euro, el FTSE 100 del Reino Unido y el IBEX-35 español cayeron en torno al 7 %. La volatilidad implícita asociada al índice europeo (VSTOXX) también mostró un repunte significativo, aunque más moderado que en el caso del índice estadounidense (véase gráfico 1). Esta corrección se produjo a pesar de que, a diferencia de lo que ocurre en el mercado bursátil de Estados Unidos, la preocupación por una posible sobrevaloración de las bolsas europeas era menor, como refleja el hecho de que las métricas comúnmente utilizadas para medirla se encontraban cercanas a sus medianas históricas (véase gráfico 3). En todo caso, este episodio evidencia cómo la aparente ausencia de sobrevaloración, de acuerdo con las métricas analizadas en este recuadro, no inmuniza a los mercados bursátiles europeos frente a episodios de tensión en las bolsas estadounidenses. Durante las semanas siguientes, la volatilidad de los precios de las acciones europeas ha tendido a normalizarse, aunque sin alcanzarse los niveles previos al episodio de febrero, y los índices bursátiles se han recuperado levemente y en menor medida que los de Estados Unidos.

En los mercados de renta fija, estas tensiones en las bolsas no tuvieron apenas efectos (véase gráfico 4). Así, los diferenciales de las rentabilidades de los bonos corporativos en Europa y Estados Unidos con respecto a la del bono soberano correspondiente apenas variaron en este período. En el área del euro, los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana solo repuntaron levemente durante la primera semana de febrero. En línea con ello, la volatilidad de los valores de renta fija y del tipo de cambio no experimentó el salto brusco observado en la volatilidad de los índices bursátiles (véase gráfico 1), lo que sería coherente con la importancia de los elementos técnicos mencionados anteriormente en la corrección de las bolsas, más allá del efecto asociado a factores fundamentales.

El tipo de cambio del dólar estadounidense ha mostrado una depreciación sustancial y bastante generalizada frente a otras divisas desde principios de 2017, tras un período de notable revalorización que comenzó en 2014, en un contexto en el que la recuperación de la actividad y, por tanto, la normalización de su política monetaria se encontraban más avanzadas en Estados Unidos que en otras economías. Así, como se observa en el gráfico 1, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar se apreció un 25 % entre el inicio de 2014 y el final de 2016, depreciándose posteriormente cerca de un 10 %, en términos efectivos. Este último desarrollo fue especialmente acusado frente al euro (18 %).

Este comportamiento del dólar podría parecer un tanto sorprendente si se tiene en cuenta que las perspectivas económicas a corto plazo han ido mejorando en Estados Unidos, especialmente después de la aprobación de la reforma fiscal y el aumento del gasto público, y que la política monetaria de la Reserva Federal sigue estando comparativamente más avanzada en el proceso de normalización. De hecho, los diferenciales de tipos de interés de corto plazo frente a otras áreas, que suelen asociarse a apreciaciones del tipo de cambio dado que los capitales tienden a fluir hacia donde las rentabilidades son más elevadas para un nivel determinado de riesgo, han tendido a aumentar (véase gráfico 2). A pesar de ello, una posible explicación financiera de la depreciación reciente del dólar sería que, con el proceso de retiradas de estímulos monetarios más adelantado en Estados Unidos y, en gran medida, ya descontado por los mercados, se espera que en el futuro sean otras áreas las que normalicen sus políticas monetarias, como el área del euro, lo que se reflejaría en una ampliación a su favor de los diferenciales de tipos de interés en los plazos intermedios de la curva. En esta dirección apuntaría la evolución de la diferencia entre el diferencial entre los tipos a dos y cinco años en Alemania, por un lado, y en Estados Unidos, por otro, que en el último año ha mostrado una elevada correlación con la trayectoria del tipo de cambio del euro frente al dólar, como se aprecia en el mismo gráfico.

Una explicación alternativa de la depreciación generalizada del dólar en el último año estaría relacionada con el hecho de que las perspectivas económicas hayan mejorado no solo en Estados Unidos, sino de forma más generalizada, de manera que, en un entorno financiero favorable a escala global, han continuado el apetito por el riesgo y la búsqueda de rendimiento en otros mercados, contribuyendo a la apreciación de otras monedas. De hecho, como se muestra en el gráfico 3, a lo largo del pasado año las previsiones de crecimiento del PIB para los años 2017 y 2018 en la UEM, por ejemplo, se revisaron al alza en mayor medida que las de Estados Unidos, lo que pudo favorecer una apreciación adicional del euro.

Pero, más allá de factores transitorios, existen otros determinantes más estructurales que podrían explicar el cambio de tendencia del dólar hacia una depreciación. Este sería el caso, en concreto, de la existencia de un importante desequilibrio externo en la economía

norteamericana, con un déficit por cuenta corriente persistentemente elevado, que, tras registrar niveles cercanos al 6 % del PIB en los años previos a la crisis, se ha mantenido por encima del 2,5 % del PIB en los últimos años (véase gráfico 4), lo que contrasta con los saldos con superávit registrados en otras áreas. De hecho, de acuerdo con el análisis más reciente de los desequilibrios externos globales del FMI (publicado en el *External Sector Report* de julio de 2017), Estados Unidos presentaba en el año 2016 un déficit exterior excesivo de unos 2 puntos porcentuales del PIB, y el dólar tenía una sobrevaloración de entre un 10 % y un 15 %, por lo que la depreciación observada durante 2017 sería parte del ajuste necesario para corregir su desequilibrio frente al resto del mundo.

El impulso fiscal que Estados Unidos está implementando tendrá un efecto positivo sobre la actividad y los precios en el corto plazo, que podría conducir a aumentos de tipos de interés mayores de lo previsto, generando presiones apreciatorias sobre el dólar. Sin embargo, parece muy probable que los desequilibrios público y externo de la economía norteamericana se agraven, dada la escasa holgura cíclica de esa economía (véanse gráficos 4 y 5)¹. En este contexto, la imposición de medidas proteccionistas por parte del Gobierno de Estados Unidos para frenar el déficit exterior podría inducir una apreciación del dólar, pero, a medio plazo, puede derivar en una confrontación comercial que agrave el desequilibrio externo de Estados Unidos y refuerce las presiones depreciatorias sobre el dólar.

De hecho, la evidencia histórica de las últimas décadas muestra que la aparición en Estados Unidos de déficits elevados en el saldo público y en la cuenta corriente (los conocidos como «déficits gemelos») ha estado asociada a una sustancial depreciación posterior del dólar, como sucedió a mediados de los años ochenta con las políticas fiscales expansivas del gobierno de Reagan y a principios de la década de los 2000 tras acometer varios recortes impositivos, como se aprecia en el gráfico 6. En ambos casos, el incremento del déficit exterior de la economía estadounidense, propiciado por un mayor déficit público, vino seguido de una depreciación sustancial del tipo de cambio efectivo nominal del dólar, de un 35 % entre los años 1985-1988 y del 30 % entre los años 2002-2007. En este último período, la imposición de aranceles en Estados Unidos también se vio acompañada de una depreciación del dólar.

1 Las estimaciones de la Congressional Budget Office (CBO) de junio de 2017 elevaban la previsión de deuda pública (en manos del público) del 77 % del PIB actual al 91 % en 2027, antes de tener en consideración los efectos de la reforma fiscal. Aunque aún no ha publicado las nuevas previsiones que incorporen esos efectos y la ampliación del gasto recientemente aprobada, el Committee for a Responsible Federal Budget estima que, como resultado de la reforma fiscal, la deuda se incrementaría en 2027 hasta el 97 % del PIB, y teniendo en cuenta el aumento del gasto en 2018-2019 lo haría hasta el 99 %. En el caso, no descartable, de que ese aumento del gasto y los recortes impositivos que son temporales (como los del impuesto sobre la renta de las personas físicas) se hicieran permanentes, el aumento de la ratio de deuda en manos del público llegaría a casi el 110 % del PIB dentro de diez años.

Gráfico 1
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR

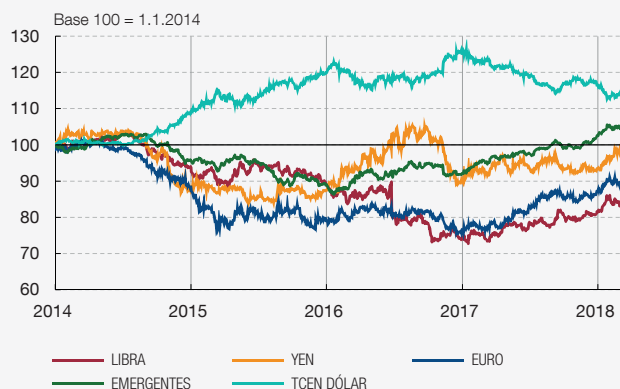


Gráfico 2
TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR Y DIFERENCIALES



Gráfico 3
DIFERENCIAL PREVISIONES CONSENSUS PIB FEBRERO 2018 FRENTE A ENERO 2017

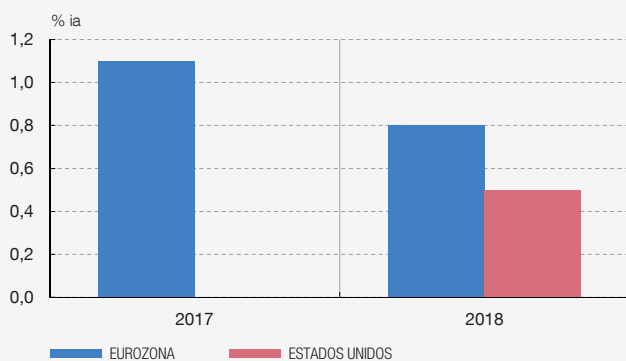


Gráfico 4
SALDO POR CUENTA CORRIENTE

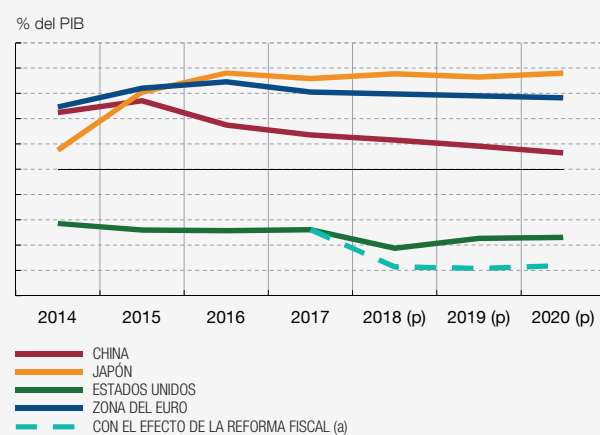


Gráfico 5
RELACIÓN OUTPUT GAP Y DÉFICIT PÚBLICO (1967-2020)

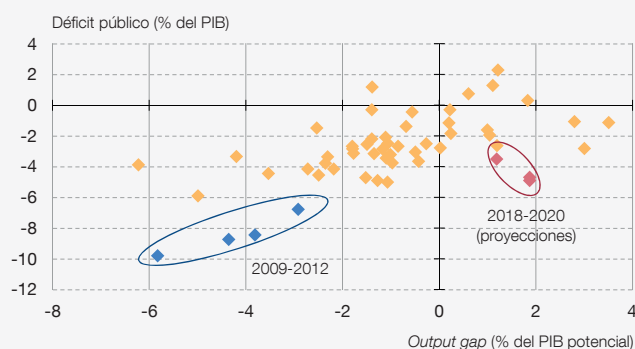
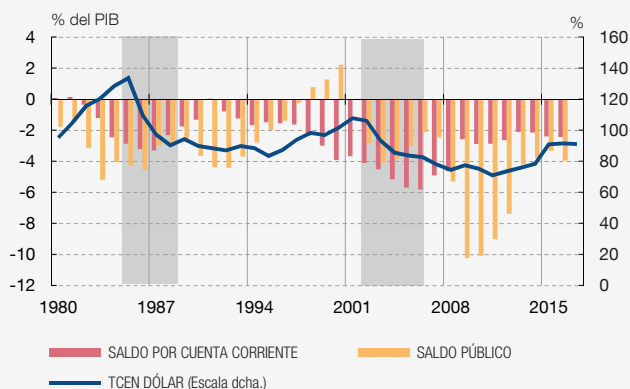


Gráfico 6
ESTADOS UNIDOS: DÉFICIT PÚBLICO Y POR CUENTA CORRIENTE, Y TCEN DEL DÓLAR



FUENTES: Datastream, *Consensus Forecast*, Congressional Budget Office, Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*), World Bank, cálculos propios con modelo NiGEM, Federal Reserve Bank of St. Louis.

a. Asumiendo una política monetaria exógena.

Tras años de escasos avances en el proceso de reforma del marco institucional sobre el que descansa la moneda única, la recuperación económica y el panorama político actual abren una ventana de oportunidad para avanzar en el diseño de una Unión Económica y Monetaria (UEM) más completa y con mayor capacidad para absorber perturbaciones adversas. La Comisión Europea ha tomado la iniciativa en este proceso y, sobre la base del «Informe de los Cinco Presidentes» de 2015, ha planteado propuestas concretas para su posible aprobación a lo largo de este año y principios de 2019¹, antes de que se cierre el actual ciclo parlamentario, en tanto que otros elementos deberían ser definidos entre 2020 y 2025 (véase cuadro adjunto)². Al mismo tiempo, desde el ámbito político y académico se han sugerido también algunas alternativas³. En este recuadro se presentan los principales elementos de debate.

Unión Bancaria y Financiera

Las debilidades de los sistemas bancarios y la potencia de los procesos de fragmentación financiera que se pusieron de manifiesto durante la pasada crisis, junto con la evidencia de que en uniones monetarias más completas son los canales privados que discurren a través de los mercados financieros los que permiten diversificar una mayor proporción de riesgos⁴, llevó a que la agenda de reforma de la gobernanza del área pusiera inicialmente el énfasis en la necesidad de completar la unión bancaria y financiera. Por ello, se ha avanzado notablemente en el ámbito bancario, mediante la creación del Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución. Pero quedan todavía por establecer algunos elementos que resultan esenciales para evitar que en crisis futuras se desencadenen procesos de desconfianza como los vividos en el pasado. Entre ellos destaca la necesidad de crear un respaldo común (o prestamista de última instancia) para el Fondo Único de Resolución, por si los recursos de este no resultaran suficientes para afrontar posibles crisis bancarias. Para

ello, existe un cierto consenso político en torno a la propuesta de diciembre de 2017 de la CE, que plantea que sea el Mecanismo de Estabilidad Europeo (MEDE) el que asuma estas funciones, si bien están en discusión todavía posibles modalidades y aspectos técnicos de relevancia.

El consenso es menor, en cambio, respecto al diseño de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés), que la CE sugiere aprobar a lo largo de 2018. Las discrepancias más importantes se centran en el grado en el que se compartirían riesgos al final del proceso de instauración, ya que, frente a la propuesta inicial de la CE (2015)⁵, que planteaba una mutualización de riesgos plena, otras alternativas menos ambiciosas sugieren un modelo de reaseguramiento de los esquemas nacionales, que coexistirían con un EDIS y absorberían las primeras pérdidas en caso necesario. Otro elemento esencial de la discusión es la financiación, ya que, si bien existe acuerdo en que esta se lleve a cabo mediante contribuciones de los bancos ponderadas por el riesgo de la propia entidad, también se ha sugerido que exista una diferenciación basada en consideraciones nacionales para tener en cuenta la calidad del marco regulatorio o la probabilidad de que los problemas de un banco acaben contagiándose a otros [CEPR (2018)]. Por último, desde algunos ámbitos se condiciona la creación del EDIS a una reducción previa de la exposición de los bancos europeos a la deuda soberana.

Por lo que respecta a la Unión del Mercado de Capitales, existen diversas iniciativas que la CE tiene previsto poner en marcha antes de 2019 y que, en principio, no parecen suscitar grandes controversias. Con ellas se pretende alcanzar un mayor desarrollo e integración de los mercados de capitales europeos con objetivos varios: diversificar las fuentes de financiación (incluido mediante el fomento de los fondos de capital-riesgo), fortalecer la inversión en infraestructuras, perfeccionar la supervisión de los mercados de bonos corporativos, y mejorar el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

Por último, las conclusiones alcanzadas por un Grupo de Trabajo de Alto Nivel de la Junta Europea de Riesgo Sistémico⁶ permiten destacar las ventajas asociadas a la creación de valores respaldados por una cartera diversificada de deuda soberana de los países del área del euro (*Sovereign Bond Backed Securities* o SBBS). A diferencia de los eurobonos, estos valores no conllevan responsabilidad conjunta de los Gobiernos, pero sí permitirían diversificar la cartera de deuda de los bancos y aliviar de esta manera el vínculo entre estos y su soberano. No obstante, el propio informe revela también las dificultades que plantea su creación en el marco regulatorio actual. La CE realizará una propuesta para la creación de SBBS en primavera de 2018, posponiendo para más adelante el

1 Se espera que el Consejo Europeo de finales de junio de 2018 alcance compromisos concretos en este sentido.

2 Véanse el documento «Reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria de la CE, 2017», la Comunicación de la CE sobre «Completing the Banking Union (2017)» y el paquete de diciembre de 2017, que contiene una propuesta legislativa para transformar el MEDE en el Fondo Monetario Europeo o FME, una comunicación sobre nuevos instrumentos presupuestarios para la estabilidad de la zona del euro en el marco de la Unión Europea, una comunicación sobre las posibles funciones de un ministro de Economía y Finanzas, y una propuesta legislativa para incorporar el denominado *Fiscal Compact* en el marco jurídico europeo (https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/completing-europes-economic-and-monetary-union-policy-package_en).

3 Véanse, por ejemplo, el denominado *German non-paper for paving the way towards a Stability Union* (2017), que resume la postura del anterior Gobierno alemán, y, en el ámbito académico, CEPR (2018), «Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform», *Policy Insight*, 91, <http://bruegel.org/2018/01/reconciling-risk-sharing-with-market-discipline-a-constructive-approach-to-euro-area-reform/>.

4 Sobre la potencia de los mecanismos de diversificación de riesgos (*risk-sharing*) en la UEM y en Estados Unidos, véase el capítulo 4 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

5 CE (2015), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council in order to establish a European Deposit Insurance Scheme*, COM 2015/0586. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015PC0586>.

6 Informe «High-level Task force on Safe Assets», 2018, Junta Europea de Riesgo Sistémico.

debate acerca de la posibilidad de introducir deuda pública europea con responsabilidad solidaria.

Unión Económica y Fiscal

En el ámbito de la Unión Económica y Fiscal, se plantea de nuevo la necesidad de buscar un equilibrio entre la reducción de riesgos y la creación de mecanismos de mutualización de aquellos. En el primer caso, la CE plantea duplicar entre 2018 y 2020 el instrumento de apoyo a las reformas estructurales ya existente para los Estados miembros de la UE, dotándolo de mayor potencia a partir de 2020, cuando se acuerde el nuevo marco presupuestario de la UE.

También se pretende reforzar y simplificar el marco fiscal europeo, para favorecer el cumplimiento de las reglas y generar márgenes de maniobra suficientes que permitan el despliegue de políticas fiscales contracíclicas frente a perturbaciones adversas. En este

caso, la CE hizo una propuesta en diciembre para integrar en la legislación europea los elementos principales del *Fiscal Compact*⁷ y mejorar la orientación a medio plazo de la política fiscal mediante el establecimiento de un compromiso sobre la senda de gasto. No obstante, se ha dejado para más adelante la simplificación del complejo entramado de reglas de difícil implementación práctica que conforma el actual marco fiscal europeo.

Con todo, las dificultades que comporta coordinar actuaciones comunes de política fiscal en crisis severas, cuando los estabilizadores nacionales resultan insuficientes y la política monetaria se

7 Este acuerdo se introdujo en 2013 para responder a la necesidad de reforzar con reglas nacionales el marco fiscal europeo y fortalecer las sinergias entre las reglas y las instituciones independientes nacionales. Entre sus principales elementos destaca la obligación de incorporar a la legislación nacional el compromiso de presupuesto equilibrado.

Iniciativas de la CE para completar la UEM	Posible calendario
Unión financiera	
Unión bancaria	
Respaldo financiero al Fondo Único de Resolución (FUR) a través del MEDE/EMF	Aprobación en 2018
Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS)	
Reducción de riesgos	
Tratamiento regulatorio de exposición soberana de la banca	Entendimiento mutuo a mediados de 2018, para entrar en vigor en 2020-2025
Unión de mercado de capitales y activos seguros	
Iniciativas diversas (autoridades supervisoras europeas, regulación de infraestructuras de mercados...)	Finalización de la legislación pendiente antes de mediados de 2019
<i>European Sovereign Bond-backed Securities —no common liability—</i>	Propuesta de la CE en primavera de 2018
<i>Activo seguro —common liability—</i>	Entendimiento mutuo a mediados de 2018, para entrar en vigor en 2020-2025
Unión económica y fiscal	
Instrumento de apoyo a las reformas estructurales	Propuesta de la CE en mayo de 2018 para aprobarla antes de mediados de 2019. Todo ello como parte del nuevo marco financiero plurianual 2020-2025
Facilidad específica de convergencia para países no euro	
Función estabilización común para la inversión en caso de choques asimétricos	
Reforzar el Programa de Apoyo a las Reformas Estructurales hasta 2020 (asistencia técnica, reformas y convergencia de países no euro)	Aprobación en 2018
Cambio en fondos estructurales y de inversión europeos para que los países usen fondos de reserva hasta 2020	
Simplificación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento	Entendimiento mutuo a mediados de 2018, para entrar en vigor en 2020-2025
Unión política	
Incorporar el <i>Fiscal Compact</i> al derecho de la Unión (incluidos criterios de flexibilidad)	Aprobación antes de mediados de 2019
Fondo Monetario Europeo (FME) como sucesor del MEDE	
Ministro de Economía y Finanzas	Discusión a escala política
Tesoro Europeo	Entendimiento mutuo a mediados de 2018, para entrar en vigor en 2020-2025

FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

encuentra restringida por la existencia de una cota efectiva al recorrido a la baja de los tipos de interés, hacen que pudiera resultar conveniente introducir mecanismos fiscales de carácter supranacional que contribuyeran a aumentar la efectividad de las políticas económicas para absorber perturbaciones. La literatura reciente plantea en este sentido diversas alternativas para avanzar hacia dicha capacidad fiscal europea. Las más ambiciosas sugieren la creación de un presupuesto europeo con funciones de estabilización macroeconómica y de financiación de gastos comunes — en defensa y seguridad— y capacidad recaudatoria y de emisión de deuda⁸. Otras plantean el establecimiento de una nueva línea de crédito del MEDE que pueda hacer préstamos a bajo coste a los países que se enfrenten a circunstancias cíclicas particularmente adversas.

Por su parte, la propuesta de diciembre de la CE plantea la creación de una función de estabilización o de protección de la inversión pública frente a perturbaciones asimétricas. Aunque el instrumento no está plenamente definido, se trataría de evitar mediante préstamos y subvenciones con cargo al presupuesto de la UE que la inversión pública sea la primera víctima de los períodos de desaceleración económica. Aunque resulta una iniciativa positiva, no

se deben perder de vista las potenciales ventajas de instrumentos alternativos, como los fondos de aseguramiento cíclico o un esquema de seguro de desempleo, que, si bien suscitan mayor controversia, permiten alcanzar una mayor capacidad de estabilización cíclica con un volumen limitado de recursos⁹.

Por último, en el ámbito institucional existe cierto consenso para la transformación del MEDE en un Fondo Monetario Europeo que asuma mayores responsabilidades de supervisión de las políticas económicas de los países que necesiten asistencia financiera y actúe de prestamista de última instancia del Fondo Único de Resolución. Aunque algunas propuestas sugieren que el futuro MEDE debería asumir las funciones de supervisión y coordinación de las políticas económicas que el Tratado asigna a la Comisión Europea, para reforzar su capacidad de prevención de futuras crisis, parece que el camino más adecuado que se ha de seguir sería el de cooperación entre ambas instituciones. Pero quizá el aspecto más controvertido sea si la asistencia financiera de esta institución debe estar condicionada o no a una reestructuración automática de la deuda, tal y como sugiere la propuesta alemana y recoge, de manera más matizada, la contenida en CEPR (2018). En este sentido, el propio MEDE se ha mostrado contrario a los mecanismos automáticos por la complejidad de discernir en tiempo real si el país se enfrenta a problemas de liquidez o de sostenibilidad de la deuda y el impacto que puede tener la posibilidad de reestructuración sobre los costes de financiación.

8 Véase, por ejemplo, el artículo de varios economistas europeos, académicos y antiguos responsables de instituciones europeas «Blueprint for a democratic renewal of the Eurozone», publicado en *Político* el 28 de febrero de 2018. <https://www.politico.eu/article/opinion-blueprint-for-a-democratic-renewal-of-the-eurozone/>.

9 Véase el capítulo 4 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

El conocimiento de la posición cíclica de la economía resulta fundamental a la hora de valorar la orientación de las distintas políticas económicas aplicadas o realizar un diagnóstico sobre la posible aparición de presiones inflacionistas. Como ejemplo, en el caso de la política presupuestaria, la evaluación del esfuerzo fiscal requiere el cálculo del componente estructural del déficit público, para lo que se necesita conocer el tamaño de la brecha de producción (*output gap*)¹, cuya definición viene dada por la diferencia entre el nivel del PIB observado y su nivel potencial. Este último se suele definir como aquel que es resultado de la plena utilización de los factores productivos disponibles —fuerza laboral y *stock* de capital instalado— y que es coherente con una ausencia de presiones inflacionistas. Así, por ejemplo, tras varios años de crecimientos del PIB inferiores al potencial, esta brecha sería negativa, correspondiendo a una situación con recursos productivos ociosos. Por el contrario, tras varios años de crecimientos del PIB por encima del potencial, se alcanzaría una brecha positiva, esto es, una situación de sobreutilización de la capacidad productiva que derivaría en presiones inflacionistas.

El producto potencial, sin embargo, no es observable, por lo que tiene que ser estimado, y esa estimación, especialmente en tiempo real, está sujeta a una elevada incertidumbre, por lo que debe ser interpretada con las debidas cautelas. Básicamente, existen dos formas de estimar el producto potencial de una economía: las que utilizan procedimientos estadísticos para descontar los factores cíclicos y las basadas en la utilización de una función de producción. La ventaja principal de estas últimas es que permiten analizar las fuentes del crecimiento económico².

Según las estimaciones del Banco de España, el crecimiento del producto potencial de la economía española se estaría recuperando desde el mínimo alcanzado en 2013, al que habría llegado como consecuencia de la crisis económica, reflejando, principalmente, la fuerte ralentización que se produjo por el lado del empleo (véase gráfico 1). Esta progresiva recuperación está apoyada en un comportamiento algo más positivo, en relación con otros períodos expansivos, de la productividad³ y en una contribución

menos negativa del empleo, apoyada en la caída del paro estructural, lo que compensa parcialmente el impacto negativo del envejecimiento de la población y la atonía de la participación laboral. Asimismo, la acumulación del capital habría venido mostrando en los últimos años un perfil algo más favorable.

En términos de la posición cíclica, las estimaciones disponibles indicarían que la recuperación del crecimiento potencial en los últimos años habría sido notablemente inferior al empuje observado en el PIB, por lo que la acusada brecha de producción negativa que se habría originado durante la fase recesiva de la crisis se habría ido reduciendo de manera relativamente rápida en los últimos años, hasta alcanzar valores muy próximos a cero, aunque aún en territorio negativo, en 2017 (véase gráfico 2). Se espera que este patrón continúe en los próximos años, dando lugar a brechas positivas y crecientes hasta 2020. A grandes rasgos, teniendo en cuenta la incertidumbre que rodea estas estimaciones, dichos resultados son coherentes con los obtenidos por otros organismos que coinciden en que el cierre de la brecha de producción negativa acumulada durante los años de crisis se produciría en 2018 o, como muy tarde, en 2019⁴.

En el gráfico 3 se presenta la relación entre la brecha de desempleo (diferencia entre la tasa de paro y su nivel estructural) y el crecimiento salarial en la economía de mercado, que, como se puede apreciar, es negativa, en el sentido de que brechas de desempleo de ese signo están relacionadas con mayores incrementos salariales. De modo análogo, en el gráfico 4 se muestra cómo la correlación entre la brecha de producción y la inflación subyacente (medida por el IPSEBENE, indicador de precios de consumo que no incluye los componentes más volátiles, esto es, los bienes energéticos y los alimentos no elaborados) es positiva. No obstante, es preciso tener en cuenta que ambas relaciones distan de ser perfectas, de modo que los datos individuales pueden alejarse significativamente de la recta de regresión que refleja el promedio histórico. En particular, en los dos últimos años el crecimiento salarial y la inflación subyacente habrían sido algo menores de lo que dictaría la relación histórica con la brecha de desempleo y la de producción, respectivamente. Para el período de previsión, se proyecta un acercamiento gradual a ambas relaciones históricas, basado en la existencia de cierta evidencia de que la relación entre la inflación de precios y salarios, por un lado, y la posición cíclica, por otro, no es lineal, de forma que resulta más estrecha en recesiones profundas o expansiones intensas⁵. En todo caso, la materialización de esa aproximación a la relación histórica está sujeta a notables incertidumbres.

1 Para medir la posición cíclica de una economía también se puede recurrir a otras variables, como, por ejemplo, la tasa de paro, que, a su vez, es susceptible de diversas mediciones alternativas (véase recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico* 2/2017, «Medidas alternativas de desempleo para la economía española»). En este caso, el equivalente a la brecha de producción sería el denominado *NAIRU gap* o *brecha de desempleo*, que mediría la diferencia entre la tasa de paro (o de holgura laboral) observada y la compatible con una situación sin presiones inflacionistas.

2 La metodología utilizada en el Banco de España para la estimación del producto potencial está basada en la función de producción. Véase, a este respecto, P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España.

3 Ello es consecuencia de que el profundo proceso de reasignación de recursos hacia empresas más eficientes que se observó en la economía española durante la crisis parece no haberse interrumpido tras la crisis.

4 Una comparación con otras estimaciones para la economía española (realizadas por el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, la OCDE, el FMI, la Comisión Europea y el BCE) muestra un patrón similar de progresiva recuperación de la posición cíclica desde los mínimos de 2013 y, en la mayoría de los casos, la brecha se convierte en positiva en 2018.

5 Véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), «Umbral en la relación entre inflación y actividad», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

Gráfico 1
CRECIMIENTO POTENCIAL Y OBSERVADO EN TÉRMINOS REALES (a)

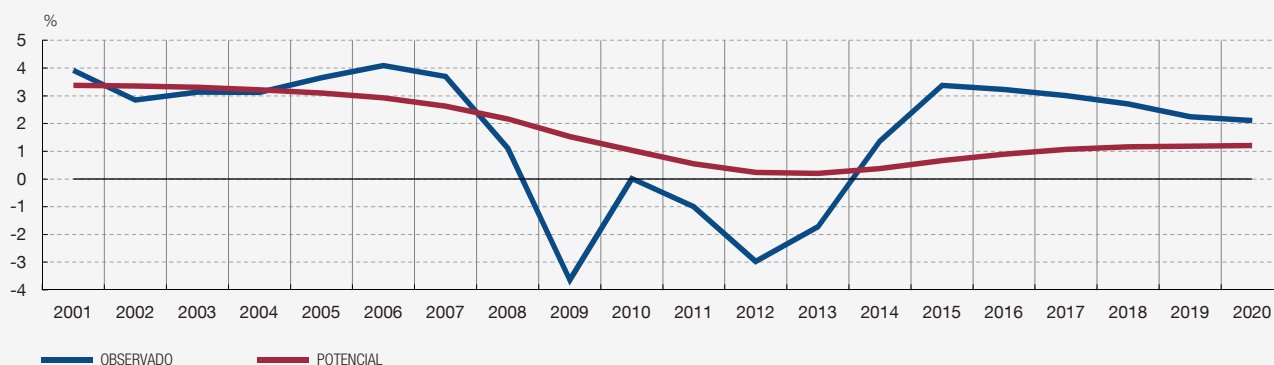


Gráfico 2
PIB OBSERVADO FRENTE A PIB POTENCIAL Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (b)

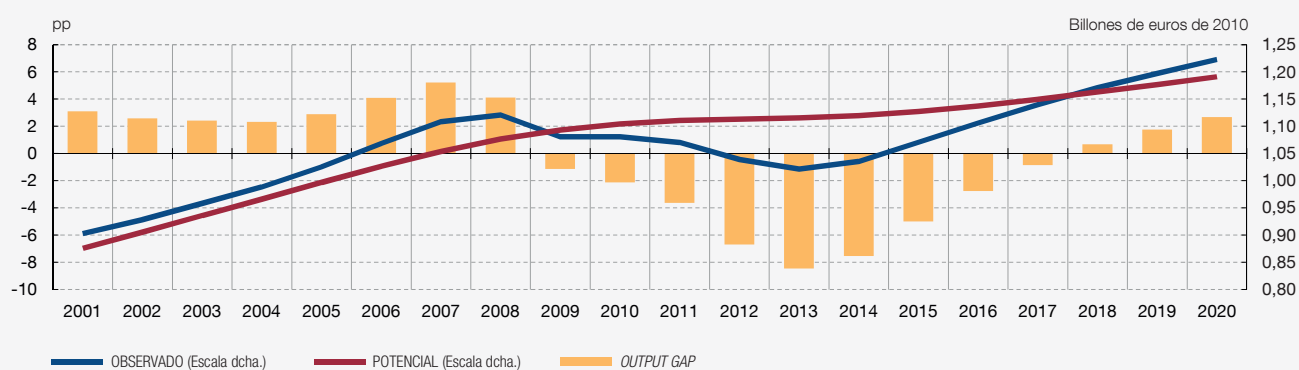


Gráfico 3
POSICIÓN CÍCLICA E INFLACIÓN SALARIAL ENTRE 1999 Y 2020
Tasas de variación

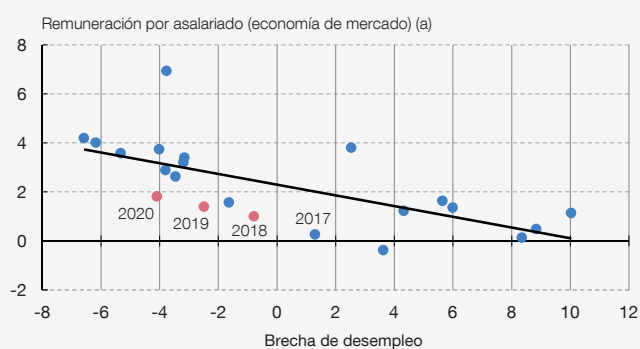
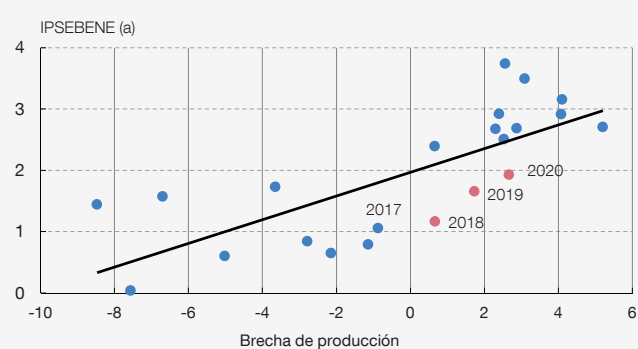


Gráfico 4
POSICIÓN CÍCLICA E INFLACIÓN ENTRE 1999 Y 2020
Tasas de variación



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasas de variación.

b Brecha de producción definida como la diferencia porcentual entre el nivel del PIB observado y el potencial, en relación con el PIB potencial.

Uno de los factores que han contribuido al intenso proceso de ajuste experimentado por la balanza por cuenta corriente de la economía española desde 2008 ha sido la contribución cada vez más positiva de las exportaciones netas de servicios no turísticos (comúnmente conocidos como «Otros servicios»)¹. El objetivo del presente recuadro es ofrecer un análisis minucioso sobre los factores que explican el cambio estructural que ha operado en la evolución de las exportaciones e importaciones de este tipo de servicios.

A tal fin, la información desagregada que proporciona la Balanza de Pagos del Banco de España permite identificar las partidas que más han contribuido al dinamismo de estos flujos tanto por destino geográfico como por tipo de servicio². La rúbrica de servicios no turísticos de la Balanza de Pagos se nutre principalmente de la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios (ECIS), publicada trimestralmente por el INE y basada en una muestra representativa de 7.975 unidades (empresas y otras entidades) que tienen la condición de residentes en España. La encuesta recoge las transacciones a precio de mercado entre las unidades residentes en España y las residentes en el resto del mundo en el momento en que el servicio se presta o se recibe³.

Pese a la caída de las ventas de servicios financieros y de construcción al exterior como consecuencia de la recesión, las exportaciones de servicios no turísticos han mostrado una senda de crecimiento intensa, en línea con las de mercancías y turismo, que se ha intensificado en los últimos años. De acuerdo con los datos del Banco de España, las exportaciones nominales de Otros servicios aumentaron, en promedio, un 3,3 % anual entre los años 2008 y 2016, frente al 3,5 % de los bienes y al 2,9 % del turismo, superando a esta última rúbrica en peso desde 2008 y representando en 2016 el 16 % del comercio total. Por otro lado, las importaciones de la mayoría de rúbricas de Otros servicios se han estancado tras 2008. Como resultado de la evolución de ambos tipos de flujos, los persistentes déficits observados durante la fase expansiva previa dieron paso a superávits sostenidos durante la crisis, que se han ampliado incluso a partir del inicio de la recuperación en 2014 (véase gráfico 1).

Esta evolución de los intercambios de servicios no turísticos se enmarca en un entorno caracterizado por avances tecnológicos que facilitan su comercio internacional, así como por un proceso secular de terciarización de las economías avanzadas. Por ello, entre 2008 y 2016 la participación en el comercio mundial de los servicios no turísticos se elevó en cerca de 3 pp, hasta alcanzar el 18 %. Respecto al saldo exterior de servicios no turísticos, otros países desarrollados que experimentaron una evolución positiva entre 2008 y 2016 son Reino Unido y Estados Unidos. Sin embargo, en Francia, Italia y Alemania dicho saldo se ha mantenido relativamente constante o incluso se ha deteriorado (véase gráfico 2). En líneas generales, el comportamiento positivo de las exportaciones en España se concentra, en comparación con otras economías, en los otros servicios empresariales, mientras que el estancamiento de las importaciones en perspectiva internacional se debe principalmente a un menor dinamismo de los servicios financieros y los otros servicios empresariales (véase gráfico 3).

Descendiendo a un mayor grado de detalle, en España las exportaciones de servicios de transporte y otros servicios empresariales representaron conjuntamente alrededor del 60 % de los ingresos en 2016. No obstante, la importancia relativa de ambas rúbricas ha seguido una trayectoria divergente en el período 2008-2016: el peso de los servicios de transporte se ha reducido en 6 pp, hasta situarse en torno al 24 % del total, mientras que el de los otros servicios empresariales ha aumentado en algo más de 8 pp, hasta representar cerca del 36 % de los ingresos. Por su parte, aunque las exportaciones de servicios de telecomunicaciones, informáticos y de la información han aumentado, su peso ha disminuido en 2 pp, hasta el 18 %. Los servicios relativos a seguros y pensiones y cargos por el uso de la propiedad intelectual también registraron fuertes avances, aunque continúan representando un porcentaje reducido. En cambio, el peso de las exportaciones de servicios financieros y construcción ha caído en casi 6 pp, hasta situarse alrededor del 8 % (véase gráfico 4).

Los otros servicios empresariales han desempeñado un papel fundamental en la trayectoria de las exportaciones en los últimos años, explicando cerca de dos tercios del aumento de los ingresos por servicios no turísticos desde 2008. Ello se debe principalmente al incremento de los ingresos de las empresas de ingeniería y las consultoras (que, en promedio anual, crecieron en el período 2008-2016 un 8,2 % y un 17,6 %, respectivamente), hasta representar un 27 % y un 8 % de las exportaciones de otros servicios empresariales, respectivamente, aunque también al buen comportamiento de los servicios de publicidad e investigación de mercado, que crecieron un 5,1 % anual, hasta alcanzar un 11 % del total (véase gráfico 5)⁴. Cabe destacar que el incremento de los otros servicios empresariales se ha dado en un

1 Véase el capítulo 3 del Informe Anual, 2016, del Banco de España.

2 La rúbrica de servicios no turísticos se compone de los siguientes servicios: transporte, construcción, servicios de seguros y pensiones, servicios financieros, cargos por el uso de la propiedad intelectual, servicios de telecomunicaciones, informáticos y de información, otros servicios empresariales, servicios personales, culturales y recreativos, y bienes y servicios del Gobierno. Para más detalles, véase la Nota metodológica de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, enero de 2018, Banco de España.

3 La estructura del conjunto de los Otros servicios experimentó una discontinuidad en 2013, debida a cambios en la ECIS, lo que obliga a hacer una estimación de la desagregación por componentes según información adicional proveniente de las transacciones con el exterior proporcionada por las entidades financieras al Banco de España. Una información más detallada sobre la ECIS puede consultarse en el siguiente enlace: <https://goo.gl/zuGktx>.

4 Esta desagregación mayor de los otros servicios empresariales se realiza a partir de estimaciones propias que utilizan información de los registros de transacciones con el exterior y la ECIS.

Gráfico 1
BALANZA OTROS SERVICIOS. SALDO

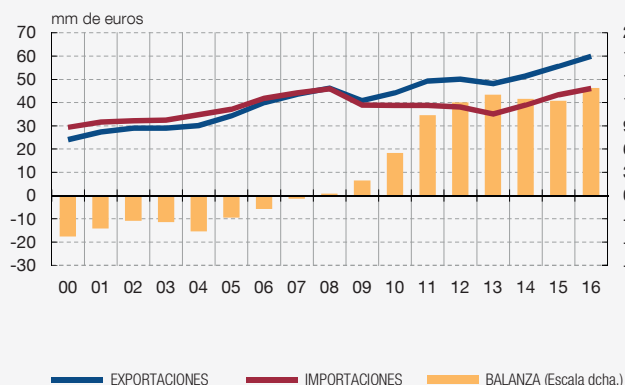


Gráfico 2
BALANZA OTROS SERVICIOS. COMPARATIVA INTERNACIONAL

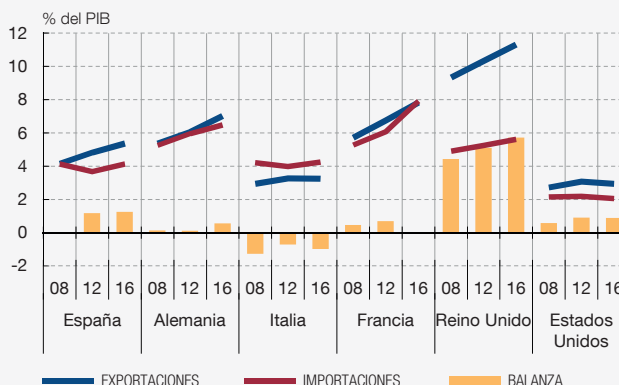


Gráfico 3
COMERCIO OTROS SERVICIOS POR SECTORES 2008-2016. COMPARATIVA INTERNACIONAL

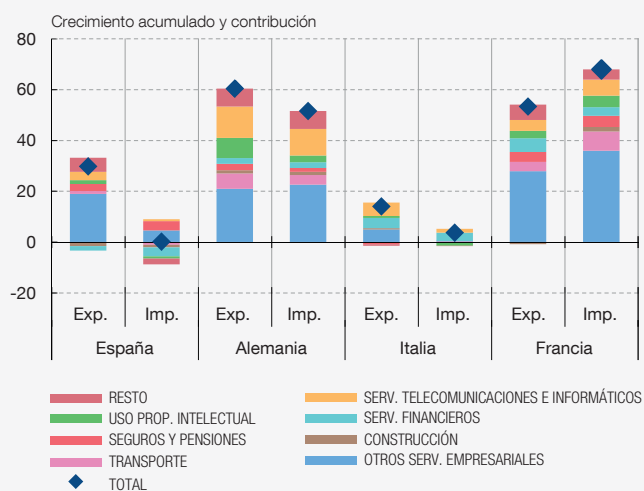


Gráfico 4
EXPORTACIONES OTROS SERVICIOS. POR TIPO DE SERVICIO

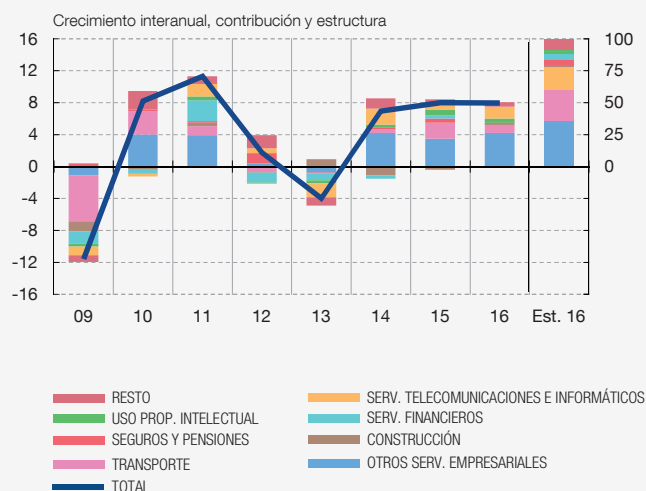


Gráfico 5
EXPORTACIONES OTROS SERVICIOS EMPRESARIALES. POR TIPO DE SERVICIO

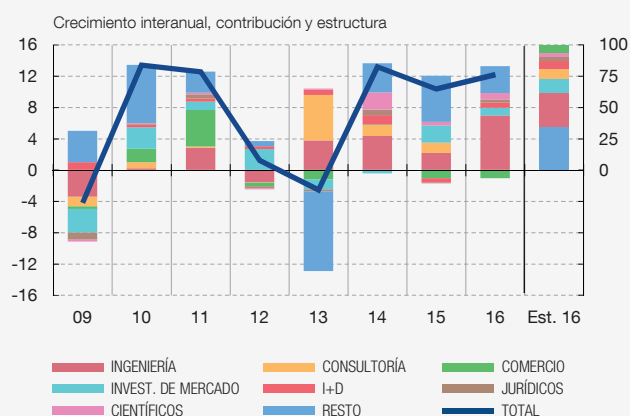
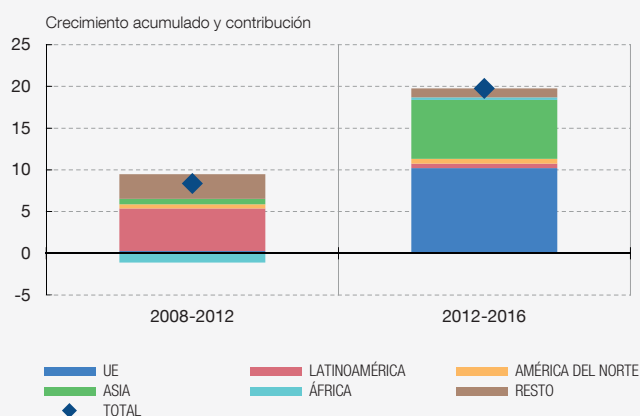


Gráfico 6
EXPORTACIONES OTROS SERVICIOS. POR REGIONES



FUENTES: Banco de España, Eurostat y Organización Mundial del Comercio.

contexto de caída de la demanda interna, especialmente en el caso de obras de ingeniería civil, que ha obligado a las empresas españolas a aumentar sus ventas en los mercados exteriores.

En cuanto al destino de las exportaciones, cabe señalar que la expansión de las exportaciones de los servicios no turísticos ha venido acompañada de una cierta diversificación geográfica, con un fuerte incremento de la presencia de empresas españolas en países de Asia y América Latina, impulsado por los denominados «planes integrales de desarrollo de mercado» (PIDM), que han posibilitado un mayor acceso de las empresas a mercados estratégicos⁵. El gráfico 6 muestra la contribución de las principales regiones al crecimiento acumulado de las exportaciones españolas en 2008-2012 y 2012-2016, destacando América Latina en el primer período y Asia en el segundo. Así, aunque la Unión Europea representaba el principal destino de las exportaciones españolas de servicios no turísticos en 2016 (aproximadamente, el 52 % del total), su importancia relativa había disminuido 4 pp entre 2008 y 2016.

Teniendo en cuenta el tipo de servicio que se exporta a cada mercado, el auge de los otros servicios empresariales se explica principalmente por el incremento de los ingresos procedentes de Asia y Europa, asociado en el primer caso a las empresas de ingeniería, y

a las de consultoría y publicidad e investigación de mercado en el segundo. No obstante, aunque en el período 2008-2016 las exportaciones de servicios de ingeniería a países asiáticos tuvieran ese comportamiento tan favorable, la información disponible sugiere una menor pujanza en 2017, lo que habría resultado en una cierta ralentización del crecimiento de las exportaciones de servicios no turísticos en su conjunto en el pasado ejercicio. Sin embargo, la senda de crecimiento del resto de partidas y destinos geográficos se habría mantenido, con un aumento de la contribución de las exportaciones hacia Europa, lo que, unido a la disminución del crecimiento de las importaciones, habría supuesto un ligero aumento de las exportaciones netas de servicios no turísticos a lo largo de 2017.

En conclusión, el comercio de servicios no turísticos ha experimentado una notable expansión en España a lo largo del período 2008-2016, lo que se debe a una combinación muy diversa de factores, tanto internos como externos. En el contexto internacional, destaca el papel de los avances tecnológicos y la liberalización del comercio, junto con la terciarización de la economía. Pero, además, este proceso ha revestido una mayor intensidad en el caso de la economía española, debido a las ganancias de competitividad y al proceso de búsqueda de nuevos mercados por parte de las empresas, asociado a los efectos de la recesión y al desarrollo de los PIDM. Cabe esperar que los factores globales continúen favoreciendo una expansión del comercio de otros servicios en los próximos años y que los factores internos tengan efectos permanentes sobre los niveles de estos flujos comerciales, en la medida en que el reciente impulso hacia una mayor internacionalización del tejido productivo español tenga una naturaleza persistente.

5 Los PIDM están gestionados por el ICEX y tienen como objetivo proporcionar apoyo a las empresas para su entrada en mercados de difícil acceso. En 2015, los países PIDM eran Argelia, Australia, Brasil, China, Consejo de Cooperación del Golfo, Estados Unidos, Filipinas, India, Indonesia, Japón, Marruecos, México, Rusia, Singapur, Sudáfrica y Turquía.

Los planes de pensiones son productos de ahorro a largo plazo con carácter finalista y dedicados, principalmente, a cubrir la jubilación. En España, existen tres tipos: los de empleo, los asociados¹ y los individuales. En los dos primeros, los promotores son empresas, entidades, sindicatos o asociaciones, y los beneficiarios son sus empleados o asociados, según corresponda, mientras que el tercero es promocionado por una o varias entidades financieras y los beneficiarios pueden ser cualquier persona física que realiza aportaciones. Por su parte, se denominan fondos de pensiones las entidades patrimoniales sin personalidad jurídica a través de las que se realiza la inversión del ahorro generado por los planes.

Como se puede apreciar en el gráfico 1, el patrimonio de los fondos de pensiones ha tendido a aumentar a partir de 2012, tras varios años en los que estuvo estabilizado, hasta superar los 111 mm de euros en diciembre de 2017 (74,4 mm los individuales y 36,7 mm las

otras dos categorías juntas). Esta cifra representa un 9,5 % del PIB, lo que, en comparación con otras economías de la OCDE, situaría a España entre los países en los que el peso de estos instrumentos es más reducido (véase gráfico 2). Las diferencias entre países están relacionadas con el distinto grado de cobertura de los sistemas públicos, las preferencias de ahorro de las familias y las políticas de cada Estado para el fomento de estos sistemas privados. En el caso de los hogares españoles, el peso de los fondos de pensiones con respecto a otras alternativas de inversión financiera es bajo (suponen solo el 5 % de su patrimonio financiero), y, aunque en el período reciente han ganado cuota con respecto a los depósitos, la han perdido, de modo muy significativo, frente a los activos gestionados por las instituciones de inversión colectiva (fondos y sociedades de inversión e instituciones de inversión colectiva extranjeras)².

- 1 Los asociados tienen muy poca relevancia, apenas el 1 % del total, y para el análisis se han agrupado con los de empleo.

- 2 Para más detalles sobre la evolución y características de los planes y fondos de pensiones, véase I. Fuentes (2016), «Evolución reciente de los planes y fondos de pensiones en España», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

Gráfico 1
PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA

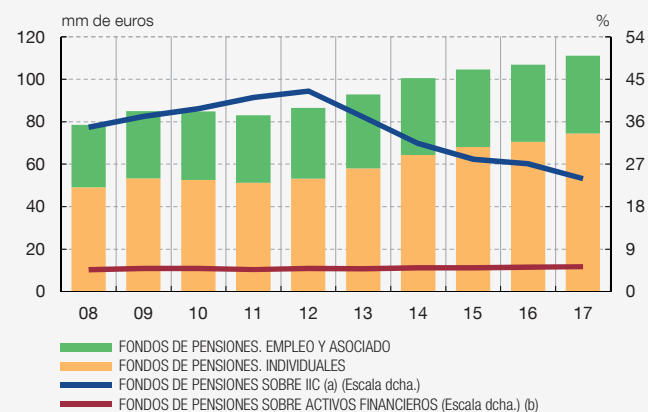


Gráfico 2
PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL
Diciembre 2016

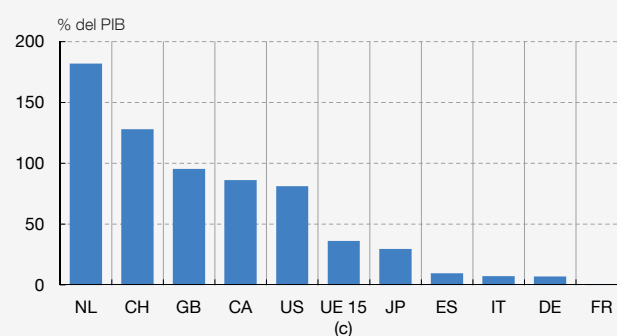


Gráfico 3
COMISIONES DE GESTIÓN

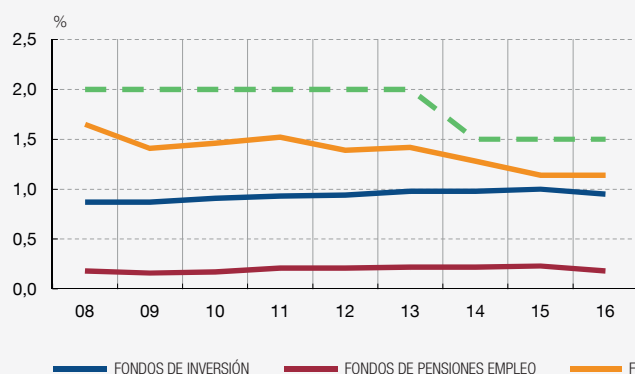
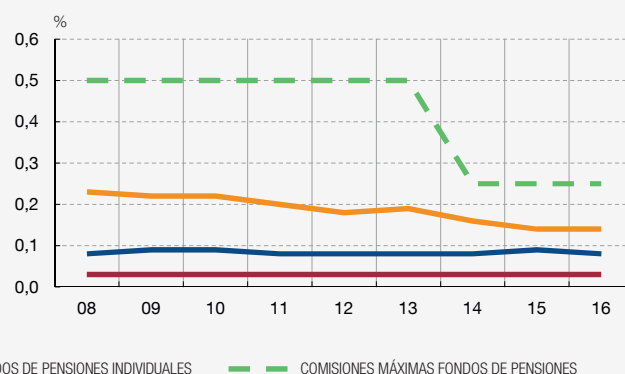


Gráfico 4
COMISIONES DE DEPÓSITO



FUENTES: Banco de España, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos e Inverco.

- a IIC son instituciones de inversión colectiva.
b Datos de activos financieros de los hogares a septiembre de 2017.
c Media ponderada. No incluye Grecia ni Luxemburgo.

Con el objetivo de mejorar el atractivo de los planes de pensiones como alternativa de inversión a largo plazo, el pasado 9 de febrero se aprobó el Real Decreto 62/2018, de modificación del Reglamento de planes y fondos de pensiones. Esta norma incluye novedades en diferentes ámbitos. Más concretamente, incorpora el nuevo supuesto de liquidez introducido en 2014 en la reforma de la ley que los regula. Este supuesto adicional establece que se podrá disponer anticipadamente de los derechos correspondientes a las aportaciones realizadas con al menos 10 años de antigüedad contada a partir de enero de 2015, por lo que podrán hacerse efectivas a partir del 1 de enero de 2025. Por otra parte, adapta los procedimientos para la movilización de los derechos de los partícipes en todos los casos de disposición anticipada y actualiza y flexibiliza el régimen de activos aptos para las inversiones de los fondos de pensiones, adaptándose a la normativa europea. Adicionalmente, reduce los costes de gestión mediante la modificación de los límites máximos de las comisiones de gestión y depósito aplicables. Por último, acorta los plazos máximos para la ejecución de órdenes de traspaso entre fondos y para la liquidación en los casos de disposición de derechos consolidados, aclara algunos aspectos relativos a la valoración de aportaciones, derechos y prestaciones, y amplía los requisitos de información para el partícipe; entre otros, los referentes a las fechas de las aportaciones efectuadas y a las posibilidades de liquidez y fiscalidad futuras en caso de disposición de los derechos consolidados.

La posibilidad que tienen los partícipes de disponer de los derechos correspondientes a las aportaciones que tengan al menos 10 años de antigüedad en los planes individuales y asociados ha sido incorporada al real decreto sin establecer ningún límite cuantitativo ni condición adicional, con el fin de incentivar la contratación y aportación a los planes de pensiones, ya que mejora la liquidez de estos productos. En los planes de empleo, el real decreto mantiene la posibilidad de incorporar esta opción siempre que lo permitan las especificaciones del plan.

La otra novedad importante del real decreto es la reducción de las comisiones máximas de gestión y depósito que perciben como retribución las sociedades gestoras y depositarias de fondos

de pensiones. Además, establece un sistema en el que se sustituye la comisión única de gestión (en el 1,5 % desde octubre de 2014) por otro en el que las comisiones que se aplican varían en función de la vocación del plan y de sus niveles de riesgo. Así, los fondos de pensiones se clasifican en fondos de renta fija (ausencia de exposición a la renta variable), de renta fija mixta (menos de un 30 % de exposición total a renta variable) y resto (exposición a renta variable igual o superior al 30 % del patrimonio), y las comisiones máximas se fijan en el 0,85 %, 1,3 % y 1,5 %, respectivamente. En el caso de la comisión de depósito, el máximo, común a todas las modalidades, se reduce en 5 puntos básicos, hasta el 0,2 %. Este nuevo esquema tiene como objetivo contribuir a mejorar la rentabilidad de los planes de pensiones y, así, incentivar su contratación. Además, promueve una reducción mayor en los fondos con criterios de inversión más prudentes (aquellos con un mayor componente de renta fija), que son los predominantes en España.

Como se observa en los gráficos 3 y 4, las comisiones (tanto de gestión como de depósito) de los fondos de pensiones ligados a planes individuales son sustancialmente superiores a las de los planes de empleo y asociados, lo que podría venir explicado por el mayor poder de negociación que los tenedores de estos últimos tienen sobre los gestores del fondo. También son más elevadas que las aplicadas a otros instrumentos de ahorro, como los fondos de inversión. No obstante, estas diferencias de comisiones han tendido a reducirse durante los últimos años, en línea con el descenso de los máximos legales aplicados a los planes de pensiones. En este contexto, cabría esperar que la reducción de estos límites que incorpora el real decreto contribuya a que las comisiones de los planes individuales sigan acercándose a las de los otros productos financieros.

Por todo ello, es de prever que la reciente reforma de los planes y fondos de pensiones contribuya a aumentar el atractivo de estos instrumentos y que, por esta vía, tenga un efecto positivo, aunque difícil de cuantificar, sobre sus volúmenes de contratación, incrementando su importancia como complemento al sistema público de pensiones.

2.1 Entorno exterior del área del euro

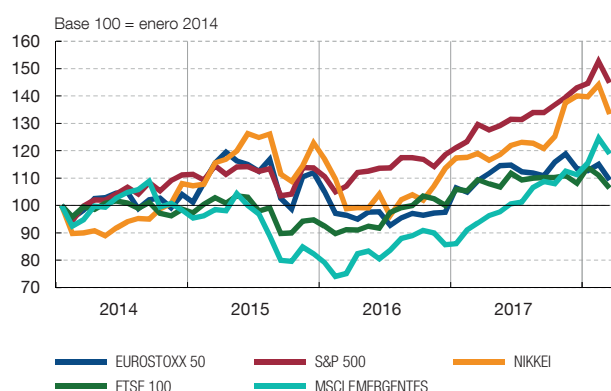
La ligera aceleración adicional que registró la actividad económica global en el primer trimestre de 2018 y los efectos esperados de la expansión fiscal en Estados Unidos (véase recuadro 2) han dado lugar a revisiones al alza de las previsiones de crecimiento para el año en curso, en particular en los casos de Estados Unidos y del área del euro. Esto ha supuesto una reducción adicional de la holgura esperada de la capacidad productiva en algunas economías avanzadas, por lo que las previsiones de inflación también se han revisado al alza. De hecho, aunque con un comportamiento heterogéneo por países, la inflación aumentó en el conjunto de las economías avanzadas en los meses transcurridos de 2018, lo que podría tener implicaciones para el ritmo de normalización de las políticas monetarias. Por su parte, los mercados financieros registraron ciertas turbulencias a principios de febrero, caracterizadas por una corrección generalizada de los índices bursátiles y fuertes repuntes de la volatilidad en esos mercados, desarrollos que revirtieron, en parte, con posterioridad (véase recuadro 3). Este período de turbulencias tuvo relación con unas subidas mayores que las esperadas en datos de salarios de Estados Unidos, que podría inducir a la Fed a intensificar el ritmo de normalización monetaria, y con la imposición de aranceles por parte del Gobierno estadounidense.

Estas turbulencias cerraron un período que, hasta finales de enero, se había caracterizado por el optimismo de los inversores, la baja volatilidad y la búsqueda de rentabilidades adicionales. Sin embargo, una característica destacable de la evolución de los mercados financieros internacionales durante estas turbulencias ha sido que otros segmentos de estos, como la deuda soberana y los diferenciales de deuda corporativos, se vieron afectados en mucha menor medida. Por su parte, la tendencia a la depreciación del dólar que se venía observando durante todo el año precedente —quizás en parte vinculada al desequilibrio externo de la economía de Estados Unidos, como se apunta en el recuadro 4— pareció detenerse tras estas turbulencias. No obstante, la materialización de las medidas proteccionistas anunciadas y la posible respuesta de otros países dificultan notablemente prever la evolución futura de los tipos de cambio. En los mercados de renta fija, el impulso fiscal aprobado en Estados Unidos y los consecuentes temores a un endurecimiento monetario más intenso en esta economía elevaron la rentabilidad de su deuda pública a largo plazo hasta el 2,9 %, algo que, con menor intensidad, también se observó en otras economías avanzadas.

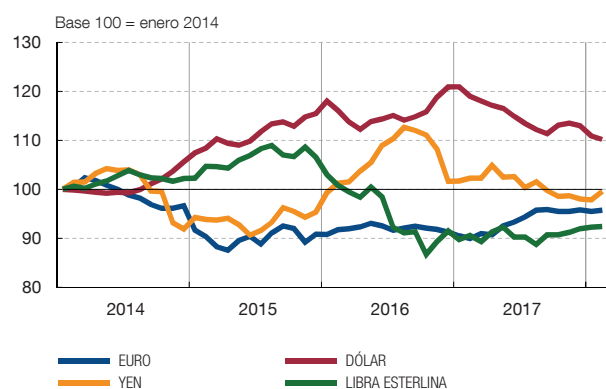
En las economías emergentes las bolsas registraron avances generalizados hasta el mencionado período de turbulencias. En cualquier caso, durante el trimestre solo China registró caídas, frente a los significativos aumentos experimentados por la renta variable en América Latina. La debilidad del dólar permitió apreciarse a la gran mayoría de divisas emergentes, con la excepción del peso argentino, cuyo banco central anticipó una política monetaria más expansiva tras el aumento del objetivo de inflación para 2018 y 2019 decidido por el Gobierno. Por otro lado, los flujos netos de capitales registraron importantes entradas en estas economías hasta mediados de enero, tanto en deuda como —especialmente— en bolsa, alcanzando máximos de los últimos dos años. Sin embargo, a principios de febrero se registraron flujos negativos en ambos casos, especialmente en bonos, que se han recuperado de forma parcial con posterioridad.

Los precios de las materias primas aumentaron un 3 % en el último trimestre, debido al efecto combinado del encarecimiento de los metales industriales y de los alimentos. La evolución

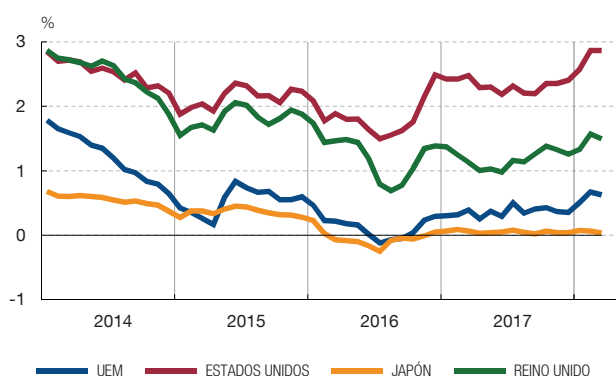
1 ÍNDICES BURSÁTILES



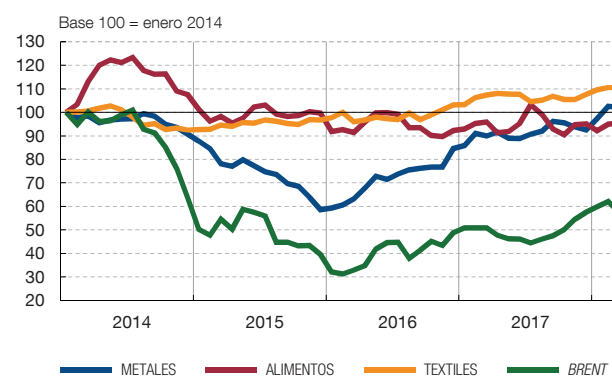
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



4 MATERIAS PRIMAS



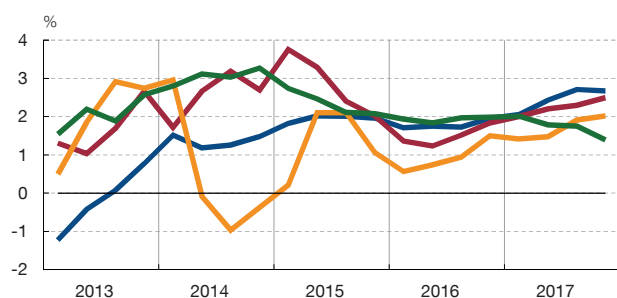
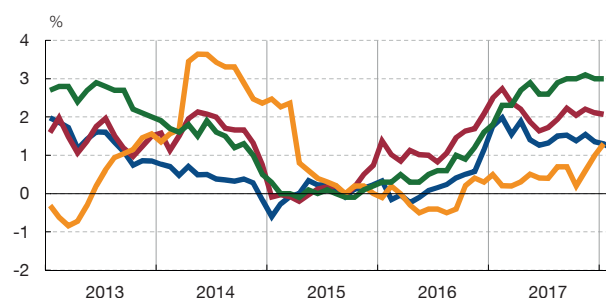
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

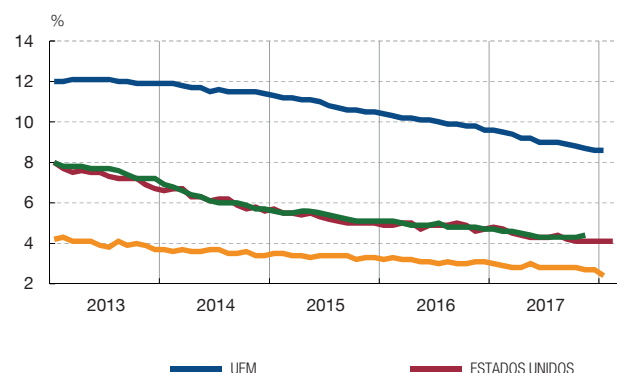
b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

de los precios de los metales industriales viene explicada por el buen momento de la actividad económica mundial. En cuanto al petróleo, el precio del barril de *Brent* osciló a lo largo del trimestre, llegando a superar los 70 dólares, aunque actualmente cotiza en niveles próximos a los del inicio del año, unos 64 dólares. El aumento de la producción en Estados Unidos, entre otros factores, ayudaría a entender esta corrección. En cualquier caso, los inventarios de petróleo se han reducido considerablemente, aunque todavía superan la media de los últimos cinco años, no solo por el dinamismo de la demanda, sino también por el elevado grado de cumplimiento del acuerdo de producción de los países de la OPEP y otros principales productores mundiales.

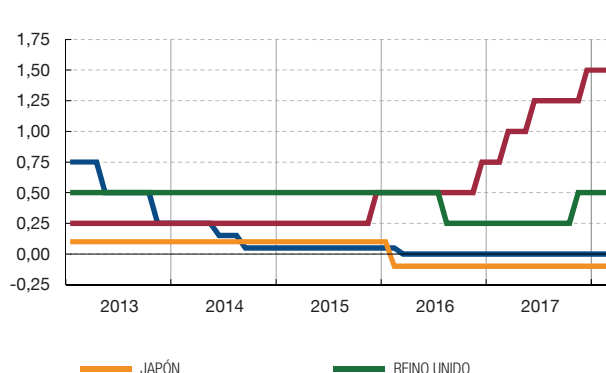
Los datos de crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 2017 y los indicadores de alta frecuencia más recientes confirman el buen momento de la actividad económica mundial. En las economías avanzadas, el PIB de Estados Unidos creció un 2,5 % en tasa intertrimestral anualizada, apoyado principalmente en el consumo privado y en la inversión. En Japón, la actividad creció un 1,6 % en tasa intertrimestral anualizada, confirmando la firmeza del crecimiento. En el Reino Unido, el PIB avanzó un 0,4 % en tasa intertrimestral, mostrando una ligera desaceleración respecto al trimestre anterior, por el menor crecimiento del consumo privado y la aportación negativa de la demanda externa. En estas economías, las tasas de inflación general evolucionaron en línea con los precios de la energía, mostrando

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual2 INFLACIÓN
Tasa interanual

3 TASA DE PARO (a)



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

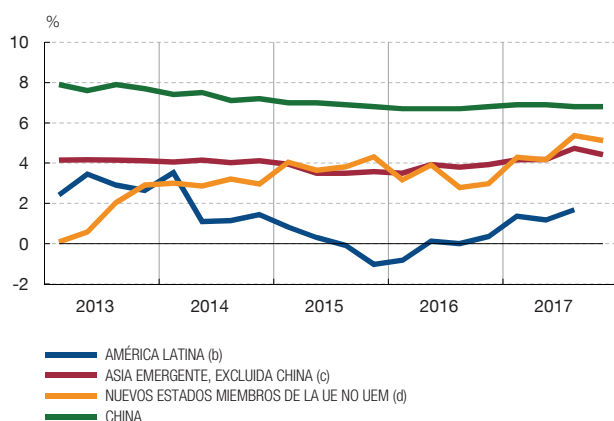


FUENTES: Datastream y Banco de España.

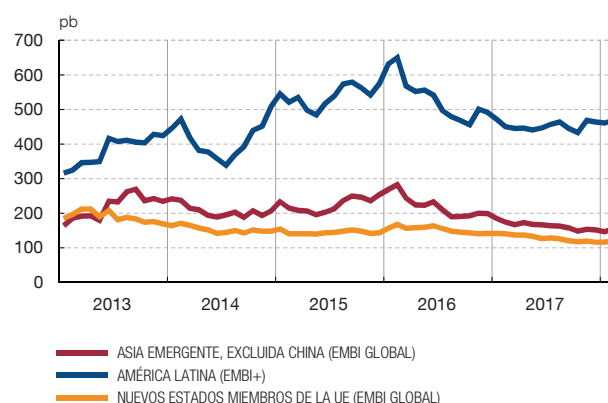
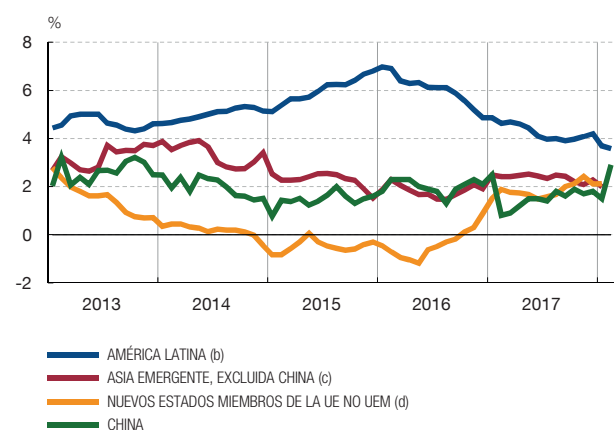
a Porcentaje de la población activa.

cierto repunte en algunas áreas. En Estados Unidos, la tasa de inflación se mantuvo ligeramente por encima del 2 % entre finales de 2017 y principios de 2018, mientras que Japón registró en enero la tasa de inflación más alta desde marzo de 2015 (1,4 %), impulsada principalmente por un aumento de los precios de los alimentos. En el Reino Unido, la tasa de inflación se mantuvo por encima del objetivo, como consecuencia de la depreciación de la libra, aunque en los últimos meses se ha estabilizado en el entorno del 3 %. En este contexto, los bancos centrales no han introducido modificaciones en sus políticas monetarias, si bien las expectativas de subidas de tipos oficiales sí se han revisado. Este fue el caso, en concreto, de Estados Unidos, donde se espera una subida en la reunión de marzo y aumentó la probabilidad de que se produzcan cuatro subidas en 2018, y del Reino Unido, donde el Banco de Inglaterra podría elevar el tipo oficial en las próximas reuniones.

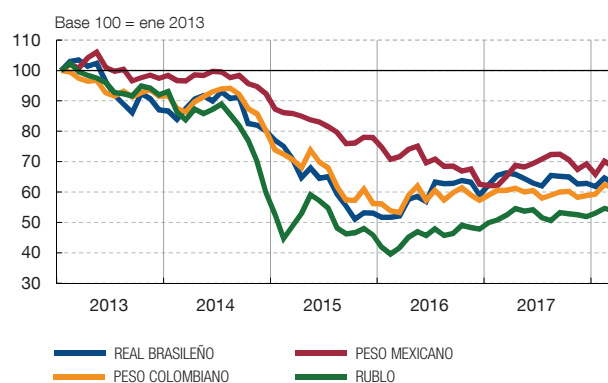
En las economías emergentes, la evolución de la actividad en el cuarto trimestre también fue favorable. En el caso de China, el crecimiento del PIB se estabilizó y, para el conjunto del año 2017, alcanzó el 6,9 %, aumentando ligeramente su dinamismo por primera vez desde 2010. En la India, el PIB creció un 7,2 % en el cuarto trimestre, alcanzando la tasa de avance más elevada desde el tercer trimestre de 2016, gracias a un fuerte aumento en la inversión y en el gasto público, que permitió superar los efectos adversos del proceso de desmonetización. En América Latina, los datos de actividad del cuarto trimestre mostraron tasas positivas de crecimiento, aunque en algunos casos —como Brasil— muy modestas. En México se confirmó que la caída de la actividad en el tercer trimestre fue transitoria, mientras que en Colombia y en Perú el PIB perdió dinamismo. En Europa del Este, el buen momento

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.

económico que está viviendo la región se vio confirmado con los datos de crecimiento del cuarto trimestre. En cuanto a los precios, la inflación en Asia presentó un comportamiento dispar por países, con tendencias contrapuestas que, sin embargo, no alteraron la orientación de sus políticas monetarias. Por su parte, en América Latina y en Europa del Este la inflación continuó reduciéndose en general. En consecuencia, los bancos centrales de Brasil, Colombia y Perú disminuyeron en 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés oficial (hasta el 6,75 %, 4,50 % y 2,75 %, respectivamente), señalando en los dos primeros casos que se podría haber completado el ciclo de reducción de tasas. Finalmente, el banco central de Rusia también siguió recortando el tipo de interés oficial, hasta situarlo en el 7,5 %.

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

La expansión económica en el área del euro ha mantenido un carácter sólido y generalizado, con un aumento del PIB que alcanzó el 2,5 % en el conjunto de 2017. La actividad sigue impulsada por la política monetaria acomodaticia del BCE y unas condiciones de financiación favorables, por las mejoras en los mercados de trabajo y, de manera creciente,

	2018		2019		2020	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (marzo de 2018)	2,4	1,4	1,9	1,4	1,7	1,7
Comisión Europea (febrero de 2018)	2,3	1,5	2,0	1,6	—	—
OCDE (noviembre de 2017)	2,1	1,5	1,9	1,7	—	—
Fondo Monetario Internacional (enero de 2018)	2,2	—	2,0	—	—	—
<i>Consensus Forecast</i> (febrero de 2018)	2,3	1,5	1,9	1,5	—	—
Eurobarómetro (febrero de 2018)	2,3	1,6	1,9	1,6	—	—

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

por el fortalecimiento del comercio exterior. En los meses transcurridos del año, no obstante, las condiciones financieras han reducido su grado de holgura como consecuencia, fundamentalmente, de la caída en las cotizaciones bursátiles —afectadas por el ajuste en los mercados de Estados Unidos— y de la apreciación adicional del tipo de cambio del euro. También los indicadores de confianza han experimentado una corrección, si bien mantienen niveles históricamente elevados, que sugieren que la inercia expansiva se extendió al primer trimestre del año. Así se desprende también de las proyecciones macroeconómicas para el área del euro elaboradas por el BCE —publicadas en marzo—, que anticipan un avance intertrimestral del PIB del área del 0,7 % en el primer trimestre. Para el conjunto del año, las previsiones revisan el crecimiento esperado para 2018 en dos décimas al alza —en comparación con el ejercicio de diciembre—, hasta el 2,4 %, y mantienen el proyectado para 2019 y 2020 en el 1,9 % y el 1,7 %, respectivamente (véase cuadro 2).

A pesar del panorama más favorable en la actividad económica, persiste un escenario de inflación relativamente reducida en la zona del euro, condicionado todavía por el contexto de moderación salarial. La inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles de los precios, mostró un leve ascenso hasta el 1,2 % en febrero, mientras que el incremento de los salarios negociados se situó en el 1,6 % a finales de 2017. Las previsiones más recientes del BCE esperan que la inflación anual sea del 1,4 % en 2018 y 2019, lo que supone una ligera revisión a la baja para 2019 por el efecto de la apreciación del euro. Para el año 2020 se mantiene la expectativa de que tanto la inflación general como el índice que excluye la energía y los alimentos alcancen valores más próximos al 2 % —del 1,7 % y 1,8 %, respectivamente—.

En este contexto de expansión robusta y de perspectivas contenidas de inflación, el Consejo de Gobierno del BCE ha confirmado las medidas que adoptó en octubre, indicando la necesidad de mantener el estímulo monetario. El carácter acomodaticio de la política monetaria viene determinado por el bajo nivel de los tipos de interés y las perspectivas de su mantenimiento por un período prolongado, la extensión de las compras netas de valores bajo el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) al menos hasta septiembre de 2018, el elevado tamaño de la cartera de valores adquirida en los tres años de vigencia del APP y el compromiso de reinversión de los valores que vayan venciendo por tanto tiempo como sea necesario. No obstante, el Consejo de Gobierno de marzo eliminó de su comunicación la referencia a que, ante un eventual deterioro de la situación económica o de las condiciones financieras hasta niveles incompatibles con el logro del objetivo de inflación, el Consejo se mantendría dispuesto a aumentar el tamaño y/o la duración del programa de compras.

	2016			2017				2018
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,7	0,4	0,5	0,3	0,7	0,2	0,3	
Variación de existencias	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,2	0,0	-0,2	
Demanda exterior neta	-0,2	-0,1	0,0	0,5	-0,2	0,5	0,5	
Otros indicadores								
Tasa de paro (b)	10,2	9,9	9,7	9,5	9,1	9,0	8,7	8,6
IAPC (tasa interanual) (c)	0,1	0,4	1,1	1,5	1,3	1,5	1,4	1,2
IPSEBENE (tasa interanual) (c)	0,8	0,8	0,9	0,8	1,2	1,3	1,1	1,2

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

a Información disponible hasta el 13 de marzo de 2018.

b Media del trimestre. Último dato disponible, enero de 2018.

c Fin de período. Último dato disponible, febrero de 2018.

Por otra parte, tras las propuestas y la hoja de ruta que publicó la Comisión Europea (CE) en el último trimestre de 2017, en los meses recientes el Eurogrupo y el ECOFIN han discutido en distintas ocasiones cómo seguir avanzando hacia una unión monetaria más completa y capaz de absorber perturbaciones. En el recuadro 5 se resumen los principales elementos de este debate.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

En el cuarto trimestre de 2017, el PIB en el área del euro creció a un ritmo del 0,6 % intertrimestral, tasa ligeramente inferior a la registrada en el trimestre previo, en el que fue revisada al alza (véase cuadro 3). El crecimiento se sustentó tanto en el avance de la demanda interna —con un mayor protagonismo de la inversión— como en el sector exterior. En particular, el consumo privado y el público mantuvieron una suave ralentización, mientras que la inversión registró una notable aceleración, creciendo un 0,9 % (frente al 0,2 % del trimestre anterior), en un contexto de condiciones de financiación muy favorables, elevada utilización de la capacidad productiva y mejoría de las expectativas de beneficios. Como resultado, la contribución de la demanda interna excluidas existencias al crecimiento del PIB se situó en 0,3 puntos porcentuales (pp) (frente a 0,2 pp en el tercer trimestre). Por su parte, la demanda exterior neta volvió a mostrar una contribución positiva significativa, manteniendo una aportación de 0,5 pp al crecimiento intertrimestral del PIB, lo que vino explicado por el repunte de las exportaciones asociado a la mejoría del comercio mundial y que ha permitido compensar los efectos adversos de la apreciación del euro.

El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre fue generalizado. Considerando los países de mayor tamaño, los incrementos fueron del 0,6 % en Alemania y en Francia, del 0,7 % en España y del 0,8 % en los Países Bajos, mientras que el avance fue más contenido en Italia (0,3 %).

La información coyuntural más reciente indica una prolongación del impulso expansivo en los primeros meses del año. De acuerdo con las previsiones del BCE, el PIB podría avanzar en torno a un 0,7 % en el primer trimestre, moderando su crecimiento posteriormente. Los indicadores cualitativos han mostrado a lo largo del trimestre cierto retroceso. Los descensos han sido bastante generalizados, extendiéndose a los indicadores de confianza empresarial de la CE —con la excepción del referido a la construcción, que mostró una

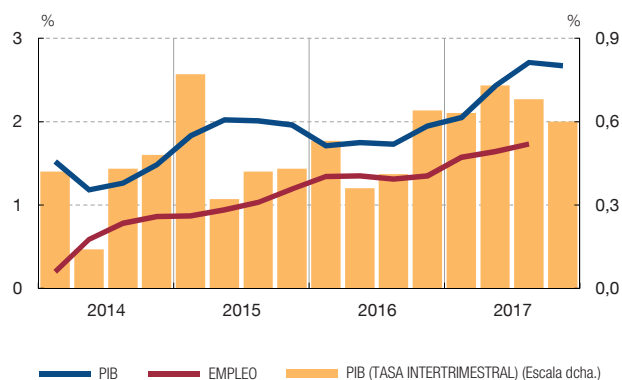
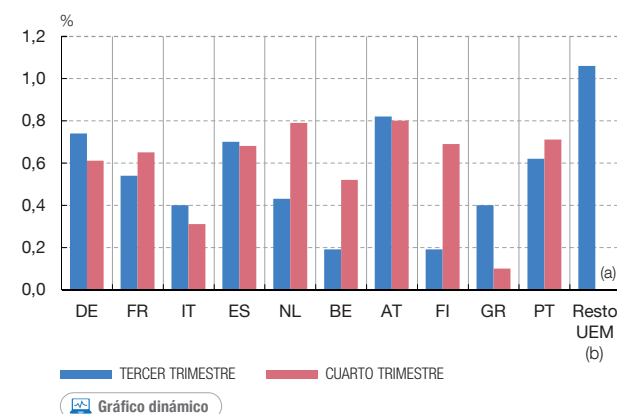
mejora— y a las encuestas a los directores de compras (PMI), así como a la confianza de los consumidores y a las expectativas de creación de empleo recogidas en las encuestas de la CE, excepto, de nuevo, en la construcción (véase gráfico 5). No obstante, en un número alto de casos, los indicadores de confianza permanecen en valores cercanos a sus máximos históricos. 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. La información de indicadores cuantitativos disponible para el primer trimestre es todavía muy incompleta y arroja señales dispares. Así, las ventas minoristas registraron un ligero retroceso en enero, tras la caída de mayor magnitud del mes previo, mientras que las matriculaciones mostraron un leve incremento en enero, por segundo mes consecutivo. Por último, la tasa de desempleo permaneció en el 8,6 % en enero.

En el ámbito de los precios, la inflación se moderó ligeramente en febrero, situándose en el 1,2 %, influida por efectos base en la evolución del componente de los alimentos no elaborados y de la energía (véase gráfico 6). Por su parte, la inflación subyacente se incrementó ligeramente —hasta el 1,2 %—, debido al leve repunte de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos. De acuerdo con las previsiones del BCE, la inflación ascenderá hasta el 1,5 % en los próximos meses, de manera que la tasa anual media de 2018 se situaría en el 1,4 %. Persiste, pues, un comportamiento contenido de los precios, al que contribuye el reducido avance de los costes laborales unitarios, en un contexto en el que todavía existe un alto grado de holgura en ciertos segmentos del mercado laboral, pese a la robusta expansión del empleo. Las reformas acometidas en este terreno en algunos países, el incremento moderado de la productividad y la vigencia de mecanismos de indexación —explícita o implícita— que consideren como referencia la inflación pasada contribuyen también a explicar el bajo crecimiento salarial.

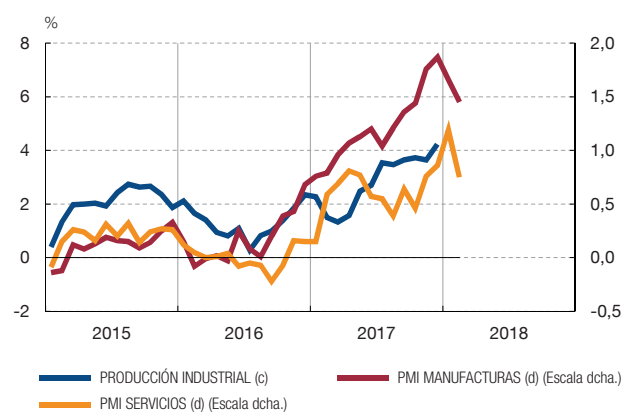
La fortaleza de la expansión económica está teniendo su reflejo en el déficit de las Administraciones Públicas, que, para el conjunto del área del euro, podría descender hasta el 0,7 % del PIB en 2018, según las previsiones de marzo del BCE. En términos estructurales, no obstante, el saldo esperado permanece prácticamente estable —en torno al -1 % del PIB—, de modo que la contribución de la política fiscal al crecimiento sería prácticamente neutra, aunque este diagnóstico está sujeto a cierta incertidumbre asociada a los planes presupuestarios del nuevo Gobierno alemán.

Por otra parte, el paquete de invierno del Semestre Europeo de 2018 confirmó la existencia de desequilibrios en Francia, Portugal, Alemania, Irlanda, los Países Bajos y España, que ascienden a la categoría de excesivos en Chipre y en Italia. En el conjunto del área, la CE destaca la corrección de los déficits por cuenta corriente y de los elevados niveles de endeudamiento público y privado, alentada, en este caso, sobre todo por la recuperación económica. En cambio, los superávits por cuenta corriente se mantienen en niveles elevados. El sector bancario también ha reducido su vulnerabilidad debido al incremento de los ratios de capital y al descenso de los préstamos fallidos, aunque en algunos países se precisan avances adicionales. En cambio se perciben nuevos riesgos relacionados con el aumento de los precios de la vivienda en una parte de los Estados miembros, con indicios de sobrevaloración en algunos casos.

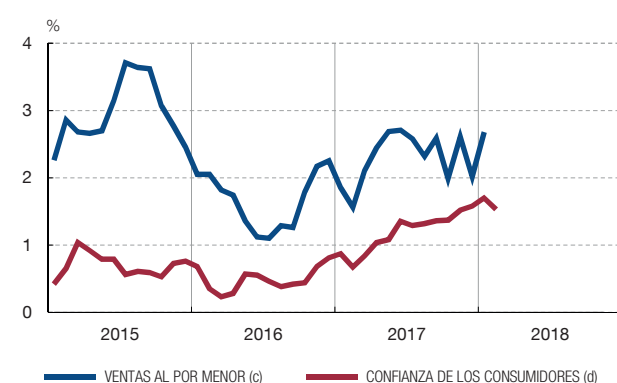
Las condiciones financieras de la zona del euro experimentaron un cierto endurecimiento a lo largo del primer trimestre, como consecuencia fundamentalmente de la apreciación del euro y de la corrección en los mercados de renta variable (véase gráfico 7). No obstante,

1 PRODUCCION Y EMPLEO
Tasa interanual2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral

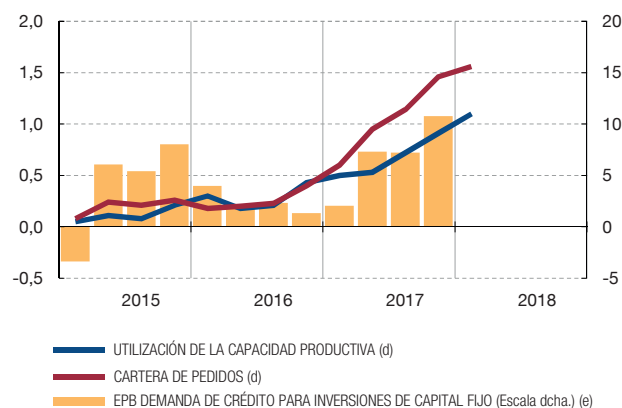
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



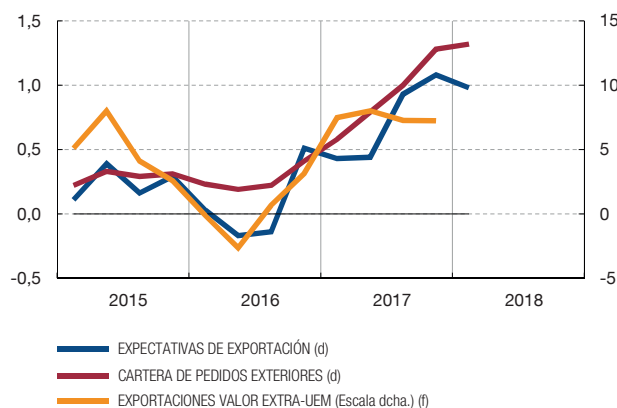
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

a Dato no disponible para el cuarto trimestre.

b No incluye Irlanda, por la elevada volatilidad de sus datos.

c Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.

d Series normalizadas para el período representado.

e Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

f Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

Descargar

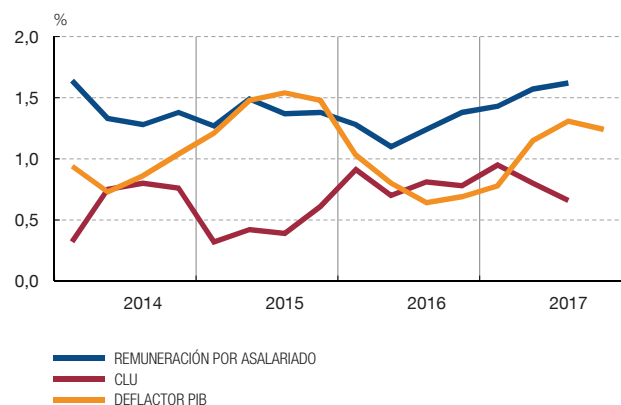
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



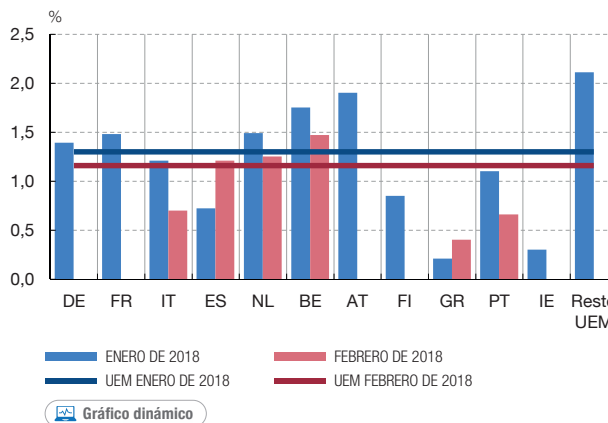
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

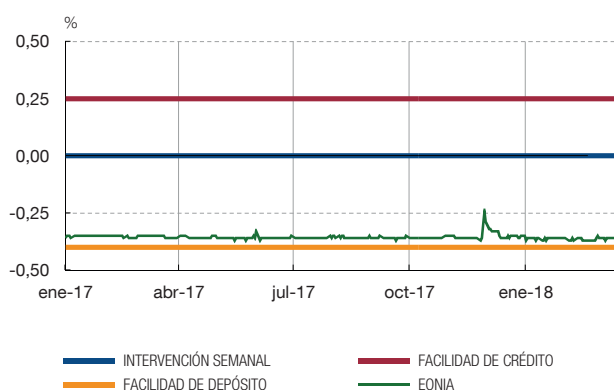
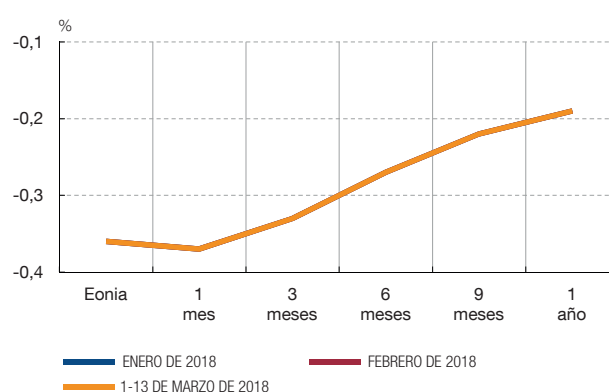
a Inflación implícita calculada a partir de los swaps de inflación.

[Descargar](#)

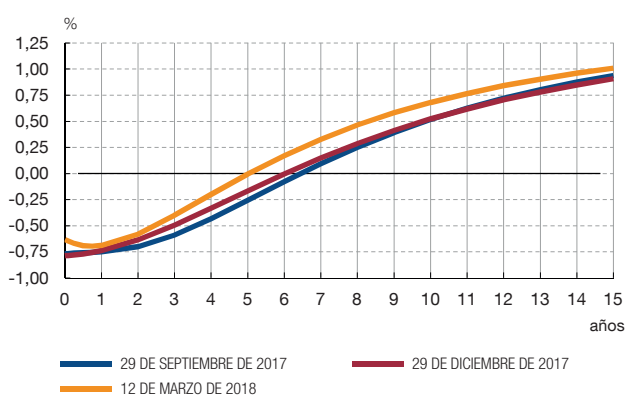
en el contexto descrito de expansión robusta y de perspectivas contenidas de inflación, el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones de enero y de marzo, mantuvo el carácter acomodaticio de la política monetaria y reiteró su expectativa de que los tipos de interés se mantendrán en los niveles reducidos actuales durante un período prolongado que superará con creces el horizonte de las compras netas de valores. Los tipos de interés aplicados en las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se sitúan en el 0 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente. Asimismo, el Consejo confirmó la decisión tomada en octubre del pasado año de extender el programa APP hasta al menos septiembre de 2018, con un ritmo mensual de adquisiciones netas de valores de 30 mm de euros. El Consejo prevé también continuar reinvertiendo el principal de los vencimientos que se vayan produciendo en su cartera durante un período prolongando después del final de las compras netas y, en todo caso, mientras sea necesario. Tras tres años de vigencia del APP, el valor de la cartera adquirida es de 2,3 billones de euros (más de un 20 % del PIB de la UEM) y se espera que las reinversiones entre marzo de 2018 y febrero de 2019 alcanzarán los 167 mm de euros.

En los mercados de renta fija, los tipos de interés de la deuda pública aumentaron en torno a 20 pb desde finales de 2017 en el caso del *Bund* alemán, cuya rentabilidad media

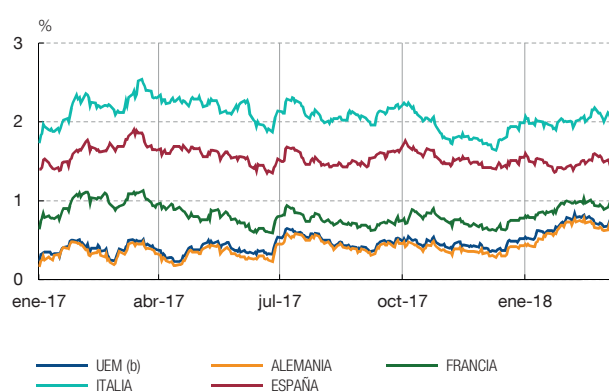
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE

2 MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual

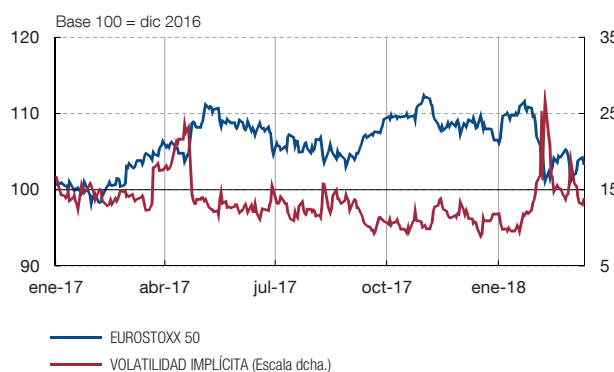
3 CURVA CUPÓN CERO (a)



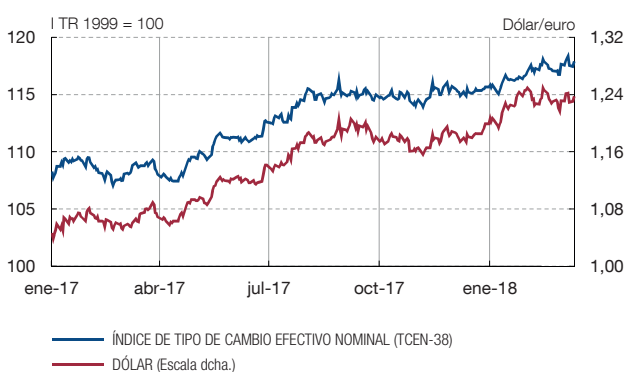
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

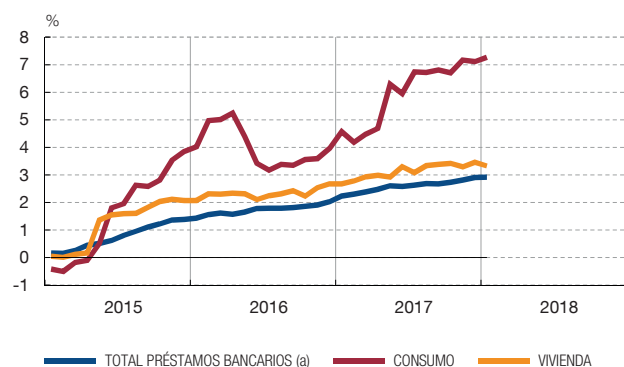
a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

b Emisores con calificación crediticia AAA.

se sitúa en torno al 0,65 % en los días transcurridos de marzo. Este incremento es coherente con unas mejores perspectivas macroeconómicas en la zona del euro, si bien no se puede descartar un efecto arrastre del alza en los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, que fue algo más intenso, ampliando el diferencial de tipos frente a Alemania a más de 220 pb (frente a 200 pb a finales del pasado año). El leve repunte en los tipos de esta economía no se trasladó por completo a la rentabilidad del resto de bonos soberanos del

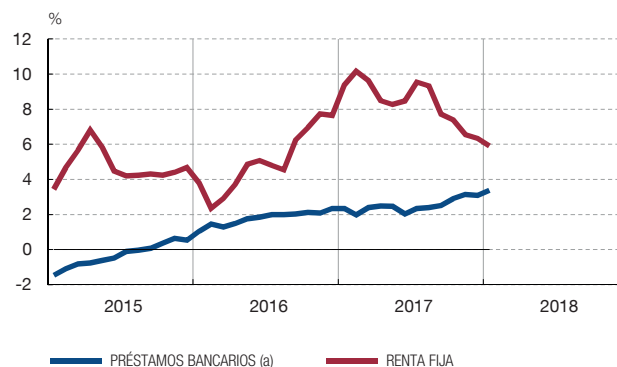
1 HOGARES

Tasas de variación interanual



2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.



área del euro, lo que se tradujo en una contracción de los diferenciales soberanos bastante general y más acusada en los casos del bono español y del portugués.

En los mercados bursátiles, el índice EUROSTOXX 50 experimentó una caída del 3 % en el conjunto del trimestre —tras haber llegado a retroceder más de un 9 % desde los niveles máximos alcanzados en enero—, en un contexto de repunte sustancial de la volatilidad. El episodio de ajuste en las bolsas en el mes de febrero —que vino propiciado por la percepción de un mayor riesgo inflacionario y sus implicaciones sobre el curso de la política monetaria en Estados Unidos— tuvo una notable repercusión sobre otros mercados internacionales, incluidos los de la zona del euro, que han registrado correcciones importantes, a pesar de que las distintas métricas de valoración del mercado no se encontraban en niveles tan elevados como en Estados Unidos.

En el mercado de divisas, el tipo de cambio del euro retomó una senda alcista, apreciándose en torno a un 2 % en términos efectivos nominales a lo largo del primer trimestre (véase gráfico 7.6). Este comportamiento estuvo muy condicionado por la revalorización del euro frente al dólar —en más del 3 %—, lo que podría resultar paradójico a tenor de las crecientes divergencias en las perspectivas sobre el curso futuro de la política monetaria en ambas regiones (véase recuadro 4, relativo a los factores que explicarían, desde el punto de vista del dólar, la evolución del tipo de cambio entre ambas monedas). Los intercambios bilaterales frente al yuan también implicaron una apreciación del euro, mientras que, por el contrario, en el cruce frente al yen se debilitó.

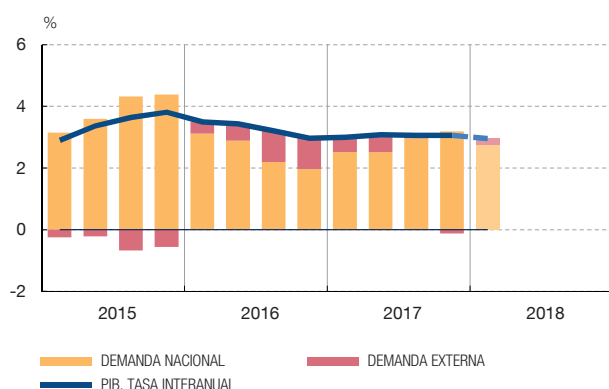
Los préstamos al sector privado han aumentado su ritmo de expansión (véase gráfico 8). En el caso de los concedidos a empresas no financieras, el incremento interanual se elevó en enero hasta el 3,4 %, mientras que el correspondiente a los préstamos a hogares se mantuvo en el 2,9 %. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) en la zona del euro del cuarto trimestre de 2017 sugiere que el dinamismo del crédito está sostenido por una relajación de los criterios de concesión y por un aumento de la demanda, en ambos casos tanto para los hogares como para las empresas no financieras. Por su parte, la tasa interanual de M3 se situó en el 4,6 % en enero, dentro del rango en el que oscila desde la primavera de 2015. La tasa interanual del agregado más estrecho —M1 (efectivo más depósitos a la vista)— aumentó dos décimas, hasta el 8,9 %.

El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se situó en el 0,7 % en el cuarto trimestre de 2017, tasa coincidente con la observada en el trimestre precedente (véase gráfico 9). El aumento del producto en el período octubre-diciembre se debió fundamentalmente al crecimiento de la demanda interna, cuya contribución positiva, no obstante, disminuyó dos décimas, hasta 0,6 pp. El menor dinamismo de este agregado se debió a la ralentización de la inversión en equipo y otros productos y del consumo privado, que no pudo ser compensada por la aceleración de la inversión en vivienda, mientras que el consumo público mantuvo su ritmo de avance. Asimismo, la demanda externa neta contribuyó positivamente al crecimiento agregado en el cuarto trimestre, en una décima, en contraste con su contribución negativa de 0,1 pp en el trimestre previo. Tanto las exportaciones como las importaciones se ralentizaron, si bien con mayor intensidad en el segundo caso. En términos interanuales, el PIB mantuvo una tasa de crecimiento del 3,1 % en el último trimestre de 2017, y el empleo, del 2,9 %. En el conjunto de 2017, tanto el PIB como el empleo se desaceleraron, en ambos casos dos décimas, hasta registrar tasas de crecimiento del 3,1 % y del 2,8 %, respectivamente.

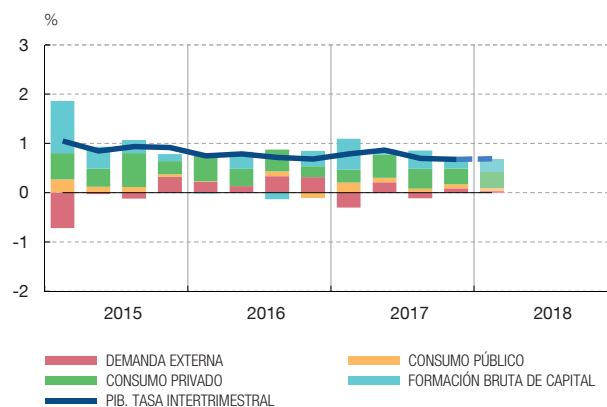
Según la información coyuntural más reciente, el PIB experimentaría en el primer trimestre de 2018 un ritmo de expansión similar al mostrado en los dos trimestres precedentes, alrededor del 0,7 %. El avance del producto continuaría sustentado principalmente en la demanda nacional, al tiempo que los indicadores disponibles relativos al sector exterior, todavía muy incompletos, apuntarían a una contribución aproximadamente neutral de la demanda externa. Por su parte, el empleo se habría acelerado en el primer trimestre. La información regional disponible para este período revela cierta estabilización de los efectos adversos aparecidos en el último tramo del año anterior, vinculados al aumento de la incertidumbre como consecuencia de la situación política en Cataluña. Estos efectos, circunscritos mayoritariamente a la economía catalana, fueron más notorios en los indicadores de gasto privado interno y de turismo extranjero en la parte final de 2017, si bien algunos de ellos se habrían revertido en los primeros meses de 2018. Como resultado de todo ello, esta comunidad autónoma podría experimentar en el trimestre en curso una tasa de crecimiento algo menor respecto al conjunto de la economía española, como ocurriera en el trimestre anterior y en contraste con su mayor dinamismo en trimestres precedentes.

A lo largo de 2017, la inflación en términos de los precios de consumo mostró una tendencia decreciente, tras su acusado repunte a principios de ese año, que se ha prolongado en los inicios de 2018. Sin embargo, en el mes de febrero se produjo un repunte de la inflación general, cuya dinámica en los últimos meses ha estado dominada por la trayectoria de los precios energéticos. Este comportamiento difiere del registrado por la inflación subyacente, que ha permanecido relativamente estable en el último año, en el rango del 0,8 %-1,4 %. En el período más reciente, referido a los meses de enero y febrero, los precios de los servicios, de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos elaborados se han acelerado moderadamente, evolución que se ha visto compensada por la desaceleración de los precios de los alimentos no elaborados y por una contribución negativa, en el conjunto de esos dos meses, de los precios energéticos. Como consecuencia, las tasas de variación interanual del IPC y del IPSEBENE —este último componente empleado para aproximar el núcleo subyacente de los precios— alcanzaron en febrero el 1,1 % en ambos casos, cifra similar a la observada en diciembre en el primer caso, mientras que en el segundo supone una aceleración de cuatro décimas.

1 APORTACIONES AL CRECIMIENTO ANUAL



2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL


[Gráfico dinámico](#)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

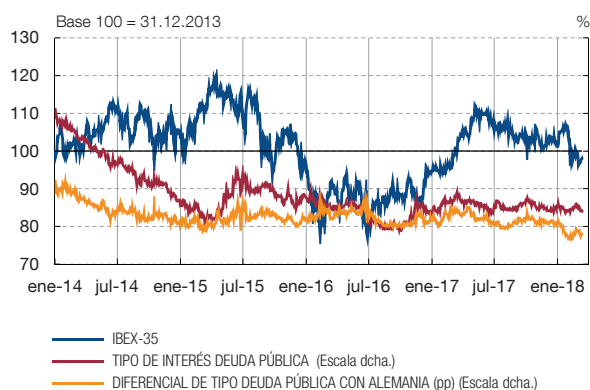
a Series ajustadas de estacionalidad.

[Descargar](#)

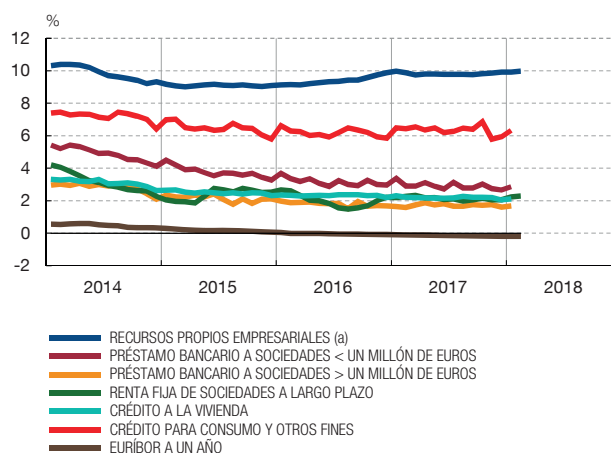
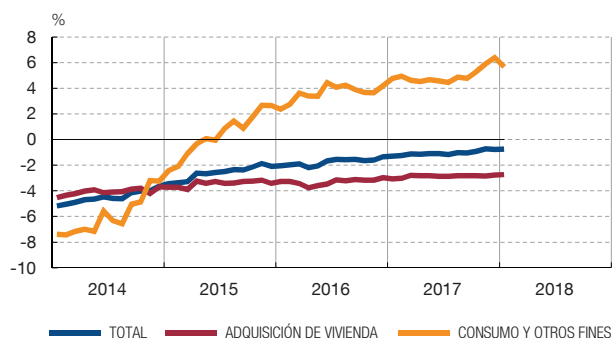
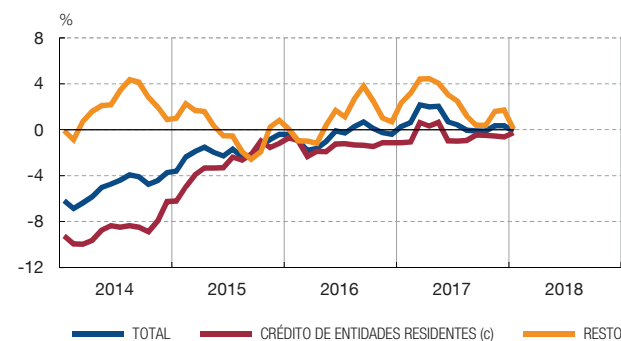
Las bolsas españolas, en línea con las del resto de la UEM y los principales mercados internacionales, se vieron afectadas por el episodio de volatilidad que se originó en las bolsas estadounidenses a principios de febrero, interrumpiéndose la evolución alcista de los precios negociados que se había producido desde principios del ejercicio. Tras este episodio, la volatilidad se ha situado por encima de los valores que prevalecieron en los meses previos y los índices nacionales apenas se han recuperado, acumulando pérdidas en la parte transcurrida del año. Concretamente, en la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 se situaba un 3,5 % por debajo de los niveles con los que cerró 2017, evolución similar a la del EUROSTOXX 50, que en ese mismo período retrocedió un 3 % (véase gráfico 10.1). Por su parte, la situación política en Cataluña apenas ha influido aparentemente en la evolución de los mercados nacionales después de la celebración de las elecciones autonómicas en diciembre de 2017. Con respecto a la renta fija soberana, la rentabilidad del bono español a diez años se situaba, en la fecha de cierre, en el entorno del 1,4 %, nivel algo inferior al de finales de diciembre, mientras que la del equivalente alemán ha aumentado en unos 20 pb, por lo que el diferencial entre ambas se ha estrechado hasta el entorno de los 75 pb, aunque llegó a situarse durante el trimestre en cotas más bajas (66 pb), que no se observaban desde abril de 2010. Este movimiento es consecuencia de la mejora percibida en la calidad crediticia del Tesoro español, que se ha reflejado también en la revisión al alza de su calificación crediticia en enero por parte de la agencia Fitch. En los mercados de deuda privada, las primas de riesgo medias de los valores de renta fija emitidos por las sociedades financieras y no financieras españolas se han mantenido relativamente estables desde finales de 2017. Por último, los tipos de interés del mercado interbancario apenas han mostrado variaciones, de forma que el euríbor a un año continúa en mínimos históricos (-0,19 %).

En los últimos meses, las condiciones de financiación de los hogares y de las empresas no financieras han continuado siendo muy holgadas. Esta evolución se ha visto reflejada en los tipos de interés aplicados a los préstamos al sector privado, que se han mantenido en niveles históricamente reducidos. Ello habría favorecido que la demanda de préstamos haya continuado expandiéndose, como refleja el ritmo de crecimiento de las nuevas operaciones crediticias, que ha seguido siendo más elevado en el caso de la financiación a las familias. La expansión de los volúmenes de nuevas operaciones crediticias ha contribuido a que la tasa de retroceso interanual del saldo de deuda bancaria se haya seguido moderando.

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: Reuters, Datastream, MSCI, 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 Préstamo de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

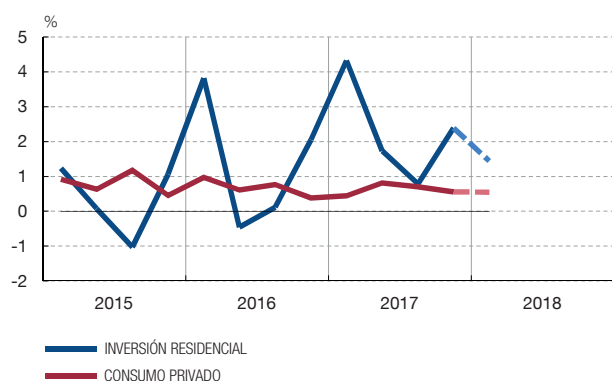
[Descargar](#)

3.1 Las decisiones
de gasto de los
hogares

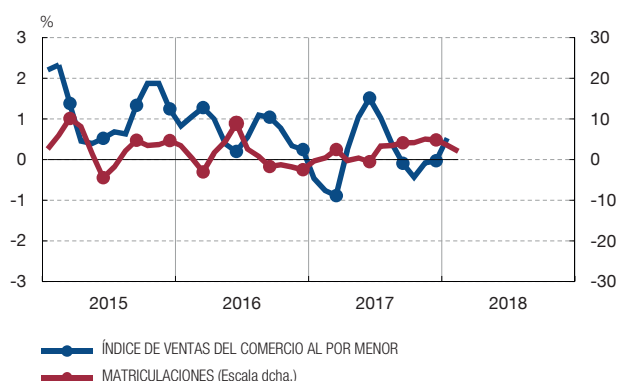
De acuerdo con la información coyuntural más reciente, se estima que la tasa de variación intertrimestral del gasto en consumo de los hogares se habría situado en el primer trimestre en el 0,6 %, lo que supone un comportamiento similar al del trimestre precedente (véase gráfico 11). Los indicadores cuantitativos han mostrado en el período transcurrido de 2018 cierta desaceleración respecto al trimestre anterior, como la producción industrial de bienes de consumo, o una evolución similar a la de finales de 2017, como los afiliados a la Seguridad Social. Por el contrario, los indicadores cualitativos han tendido a mostrar una mayor fortaleza, como los índices de confianza del consumidor y del comercio al por menor o el PMI de servicios.

Respecto a la inversión en vivienda, la información coyuntural disponible confirma tasas de crecimiento elevadas en el primer trimestre, si bien se percibe una cierta desaceleración respecto al cuarto trimestre de 2017, período en el que se experimentó un repunte inesperado, de naturaleza fundamentalmente transitoria. Los indicadores contemporáneos, particularmente los de empleo, muestran un dinamismo notable. Por su parte, los precios de la vivienda libre, según la información proporcionada por el INE, continuaron su aceleración en el cuarto trimestre de 2017, hasta una tasa de crecimiento interanual del

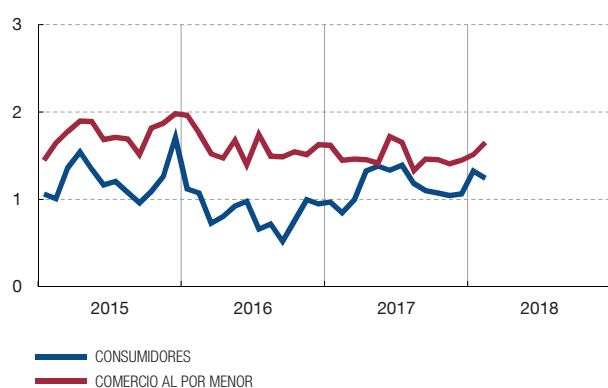
1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



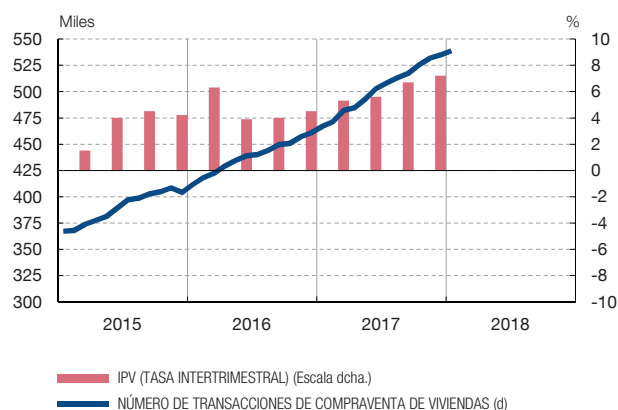
2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



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.

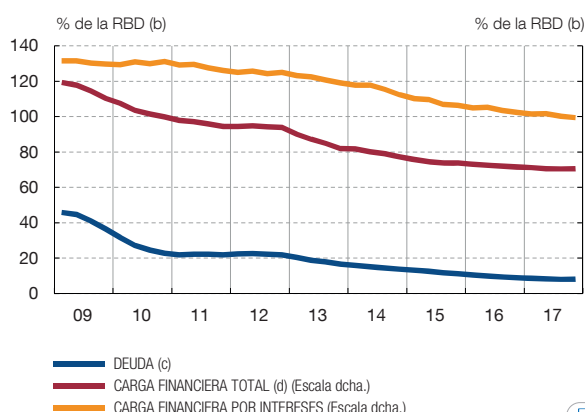
[Descargar](#)

7,2 %, frente al 6,7 % en el trimestre anterior. Este mayor dinamismo de los precios de la vivienda tuvo lugar tanto en el segmento de la vivienda nueva como en el de la de segunda mano.

Entre septiembre y enero, los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito a los hogares han presentado leves variaciones, manteniéndose en niveles reducidos. El coste de la financiación bancaria para la adquisición de vivienda se situó en enero en el 2,1 %, y el de los nuevos fondos destinados a consumo y otros fines, en el 6,3 %, en ambos casos cifras próximas a sus mínimos históricos (véase gráfico 10.2).

Durante los últimos meses se ha estabilizado la proporción de nuevas hipotecas a tipo fijo, cerca del 40 %, tras el importante aumento observado durante 2015 y 2016. También se ha detenido la mejora en sus condiciones de plazo y tipo de interés. Por su parte, la relación préstamo/valor (RPV) media de los nuevos préstamos hipotecarios ha ido aumentando desde 2013, situándose a finales de 2017 en el 65,6 %, el nivel más alto desde que existen datos de esta serie. No obstante, ello no ha venido acompañado de un incremento de la proporción de nuevas hipotecas de mayor riesgo, esto es, aquellas que tienen una RPV superior al 80 %.

1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



2 RIQUEZA

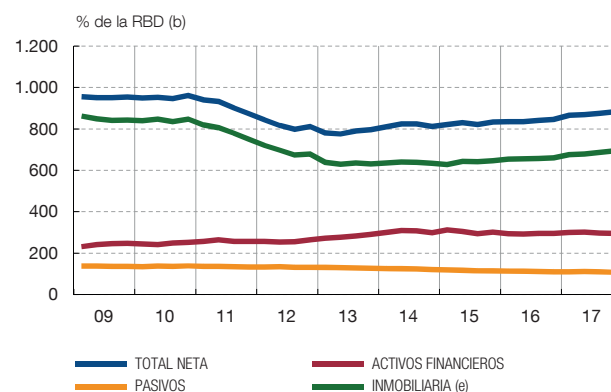


Gráfico dinámico

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El último dato de cada serie es una estimación.

b Datos acumulados de cuatro trimestres.

c Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.

d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

e Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

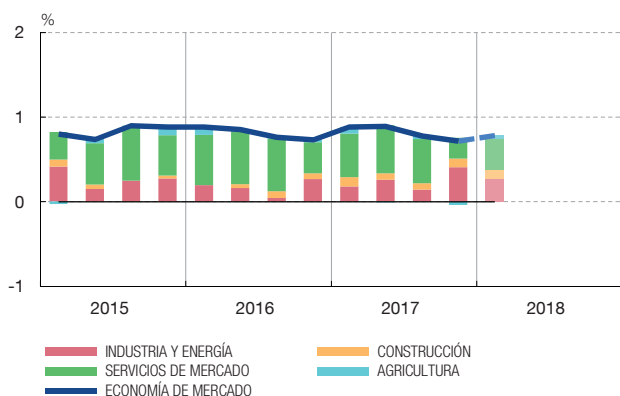
Descargar

Las contestaciones recibidas a la edición de enero de la EPB señalan que las entidades volvieron a relajar los criterios de aprobación de préstamos a las familias durante el último trimestre de 2017 en ambos segmentos (compra de vivienda, y consumo y otros fines). Asimismo, las condiciones generales aplicadas a los créditos concedidos a este sector también se suavizaron, en concreto, los márgenes de los préstamos ordinarios, mientras que en los de mayor riesgo hubo un leve endurecimiento. Por lo que se refiere a la demanda crediticia, la EPB muestra que las solicitudes de fondos se incrementaron de nuevo en ambos segmentos, y apunta a que volverán a hacerlo durante los tres primeros meses de 2018.

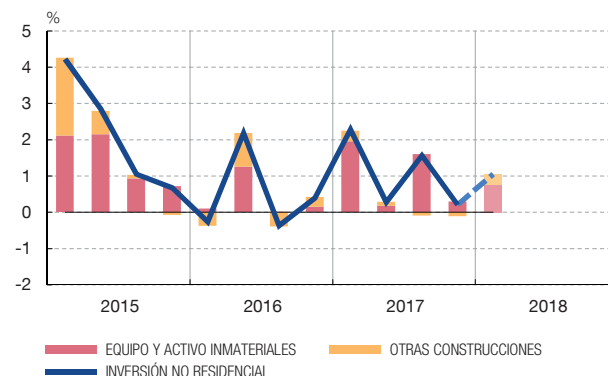
Esta combinación favorable de factores de oferta y de demanda se tradujo en un mantenimiento del elevado dinamismo del volumen de las nuevas operaciones de crédito para adquisición de vivienda y de las destinadas al consumo y otros fines. La expansión de la actividad crediticia contribuyó a que la tasa interanual de retroceso del saldo de la deuda de los hogares se moderara hasta el 0,7 % en enero, 0,4 pp menos que en septiembre (véase gráfico 10.3). Por finalidades, esta evolución fue resultado de un ligero descenso del ritmo de contracción del crédito para compra de vivienda (de 0,1 pp, hasta el 2,7 %), y de un aumento de la tasa de avance del crédito para consumo y otros fines (hasta el 5,7 % en enero, desde el 4,8 % que registró en septiembre). En el segmento de adquisición de vivienda, la moderación de la tasa de retroceso del saldo vivo de la deuda está siendo lenta, como resultado de que el elevado ritmo de avance de las nuevas operaciones se ve prácticamente contrarrestando por la aceleración de las amortizaciones.

Según los últimos datos disponibles, la situación patrimonial de los hogares habría continuado fortaleciéndose en el último trimestre de 2017. Así, la ratio de endeudamiento habría caído por debajo del 100 % de la renta bruta disponible (RBD), gracias a la expansión de las rentas y, en menor medida, a la disminución del saldo de deuda. Por su parte, la ratio de carga financiera asociada apenas habría variado (véase gráfico 12.1). La riqueza neta de los hogares se habría incrementado de nuevo durante los tres últimos meses del pasado ejercicio, como resultado de la revalorización del componente inmobiliario y, en menor medida, del

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



2 INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



3 INDICADORES DE ACTIVIDAD



4 INDICADORES DE INVERSIÓN (b)



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

a Series ajustadas de estacionalidad.

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

[Descargar](#)

financiero (véase gráfico 12.2). En los últimos años, el incremento de los activos financieros de las familias españolas ha venido acompañado de una recomposición de la cartera desde los depósitos bancarios hacia otros productos, como los fondos de inversión y, en menor medida, los de pensiones, que ofrecen una mayor rentabilidad esperada. El atractivo relativo de estos últimos podría aumentar tras la reciente reforma legislativa de los fondos y planes de pensiones (véase recuadro 8).

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 mostrado en el primer trimestre de 2018 un ritmo de expansión similar al observado en el último trimestre del año anterior, destacando la moderación de la rama de la industria y la energía.

El incremento de la inversión en bienes de equipo en el trimestre inicial de 2018 se situaría algo por encima del 1 %. Ello supondría un crecimiento de este componente de la demanda interna algo mayor que en el cuarto trimestre de 2017. No obstante, cabe señalar que la información disponible de indicadores tanto cuantitativos como cualitativos es todavía muy escasa.

Durante los últimos meses, el coste de la financiación bancaria a las sociedades no financieras se ha mantenido en niveles históricamente reducidos. Así, según la última información

disponible, referida a enero, los tipos de interés medios aplicados a las nuevas operaciones por importes inferiores a un millón de euros, segmento en el que se concentran las operaciones con pymes, se situó en el 2,9 %, mientras que los de los préstamos por cuantías superiores a esa cifra alcanzó el 1,7 %. Por su parte, el coste de los recursos propios y el de las emisiones de renta fija a largo plazo repuntaron ligeramente en unos 20 pb y 30 pb, respectivamente, entre septiembre y febrero, mientras que el de las emisiones de deuda a corto plazo apenas varió (véase gráfico 10.2).

Por su parte, las entidades de depósito colaboradoras con la EPB declararon, en la última edición, correspondiente a enero, que los criterios de concesión de préstamos a sociedades no financieras permanecieron inalterados en último trimestre de 2017, al igual que lo habrían hecho las condiciones generales. Sin embargo, de acuerdo con esta encuesta, los márgenes ordinarios aplicados a los créditos bancarios se redujeron, mientras que en los de mayor riesgo se endurecieron (al igual que ocurrió con las condiciones asociadas a las garantías requeridas, los importes y los gastos distintos de los intereses). Según la EPB, tampoco varió la demanda de fondos por parte de este sector, aunque las entidades anticipaban que esta se expandiría en el primer trimestre de 2018.

En este contexto, la actividad crediticia con las empresas ha continuado creciendo durante los últimos meses, y lo ha hecho a un ritmo más elevado que en trimestres precedentes, tanto en el segmento de las operaciones de cuantía inferior al millón de euros como en el de importe superior a esa cifra, aunque en este último caso la tasa de avance sigue siendo más moderada. Esta evolución favoreció que, en términos de saldos, la tasa de retroceso de los préstamos concedidos por entidades residentes a las sociedades no financieras se moderara ligeramente, hasta el 0,3 % en enero, 0,2 pp menos que cuatro meses antes (véase gráfico 10.4). La financiación mediante valores de renta fija, incluyendo los emitidos por filiales nacionales, siguió desacelerándose, tendencia que arrastra desde marzo de 2017, si bien la tasa de avance se mantuvo en valores positivos (4,2 % en enero). Como resultado, la deuda total del sector mantuvo ritmos de crecimiento prácticamente nulos.

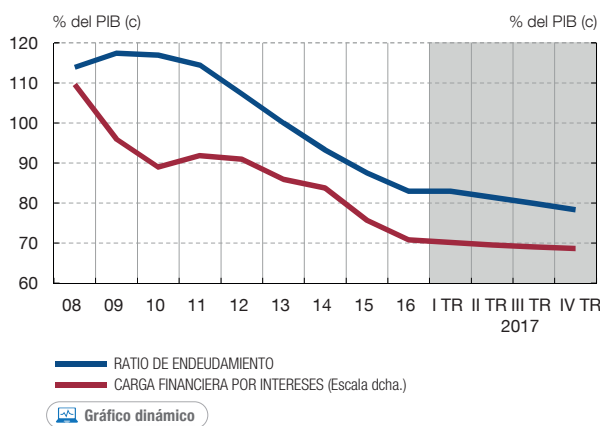
Por su parte, la posición patrimonial de las sociedades no financieras habría vuelto a mejorar en el cuarto trimestre de 2017, continuando con la tendencia de los últimos años. Así, la ratio de endeudamiento y, en menor medida, la de carga financiera en relación con el PIB habrían caído, como consecuencia fundamentalmente del crecimiento del producto (véase gráfico 14).

3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

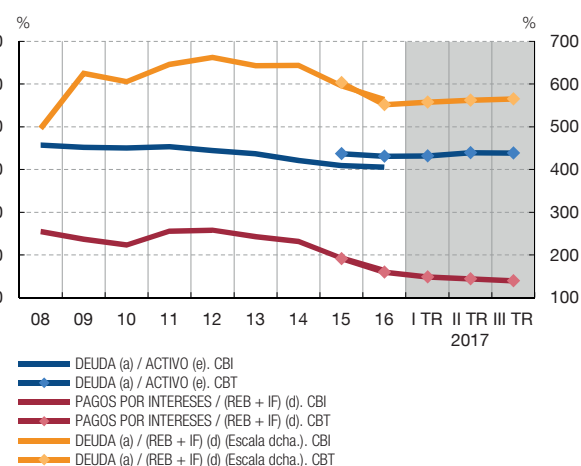
La información disponible del primer trimestre, todavía muy incompleta, apunta hacia una aportación a grandes rasgos neutral de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, tras la contribución ligeramente positiva registrada en el trimestre precedente. Esta evolución tendría lugar en un contexto de aceleración de los intercambios comerciales de bienes y servicios con el exterior, tanto de las exportaciones como de las importaciones, frente a la atonía de las primeras y el estancamiento de las segundas en el trimestre anterior. En términos interanuales, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB retomaría la senda positiva que venía caracterizándola, tras el paréntesis ligeramente negativo del trimestre previo, en un contexto de mejora de la economía mundial y, en particular, de nuestros principales mercados de exportación, los países del área del euro (véase gráfico 15)¹.

¹ El recuadro 7 de este Informe ofrece una descripción de la evolución de las exportaciones netas de servicios no turísticos en España desde una perspectiva temporal amplia.

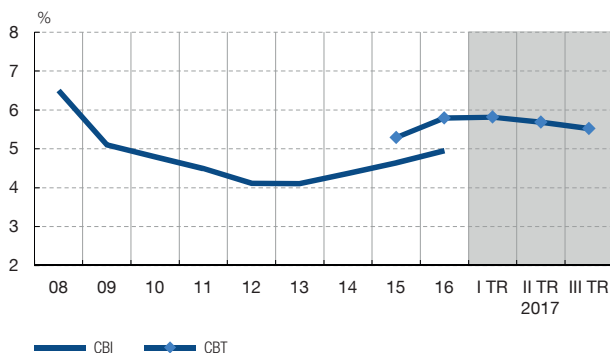
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



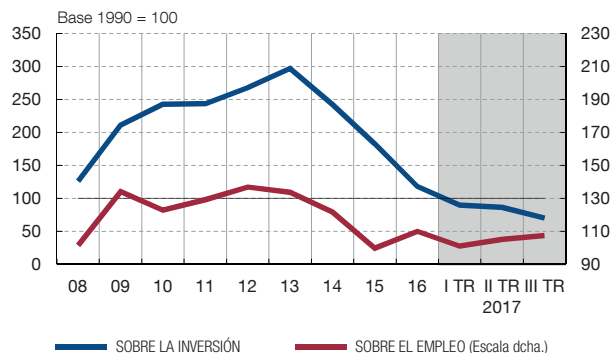
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



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



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



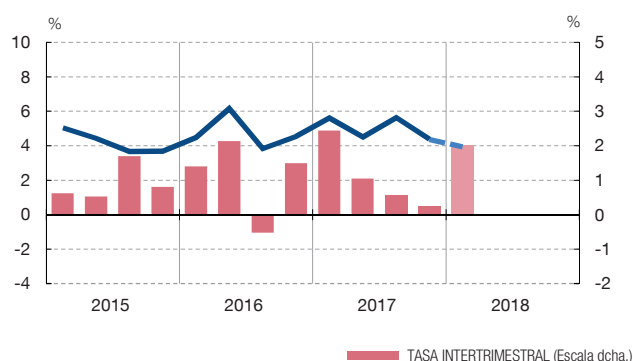
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

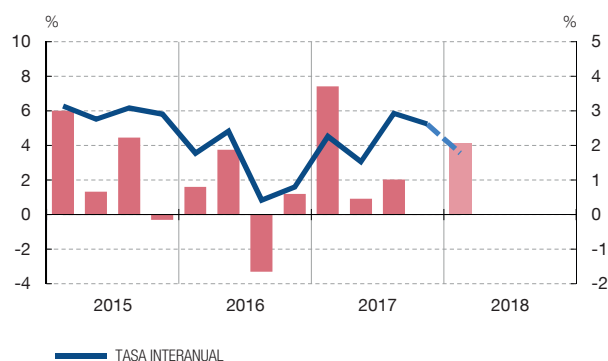
Descargar

Los registros de Aduanas correspondientes a diciembre mostraron un crecimiento de los flujos reales de exportaciones de bienes superior al de las importaciones, del 4,7 % y del 1,6 % interanual, respectivamente. Por tipos de bienes, dentro de las exportaciones destacó el fuerte empuje de los bienes de consumo duradero, fundamentalmente automóviles, tras la debilidad que habían mantenido en los meses recientes, asociada en parte al proceso de adaptación de las fábricas a la producción de nuevos modelos de vehículos. Por desglose geográfico, las exportaciones destinadas a los mercados comunitarios se aceleraron, de modo que su crecimiento superó, por primera vez en varios meses, el avance de las ventas extracomunitarias, que se ralentizaron sensiblemente tras su elevado dinamismo en el resto del año. En la vertiente importadora, el incremento de las compras al exterior se apoyó principalmente en los bienes de consumo duradero e intermedios. Con datos de enero, los flujos reales de comercio exterior declarados por las grandes empresas arrojan un avance sostenido de las exportaciones en dicho mes, así como una ligera aceleración de las importaciones, hasta tasas interanuales, en ambos casos, en el entorno del 4 %.

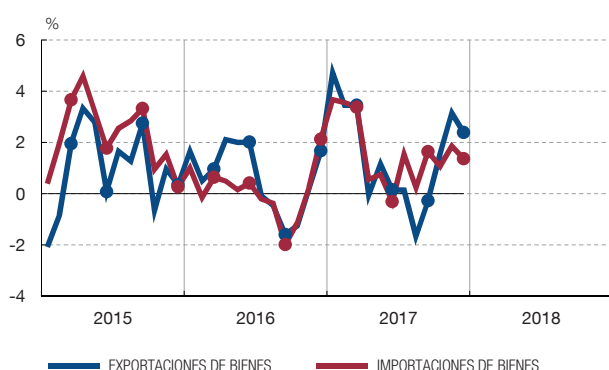
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)

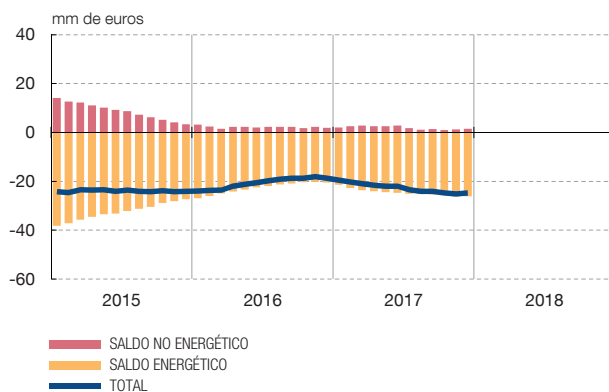


4 INDICADORES DE TURISMO (c)



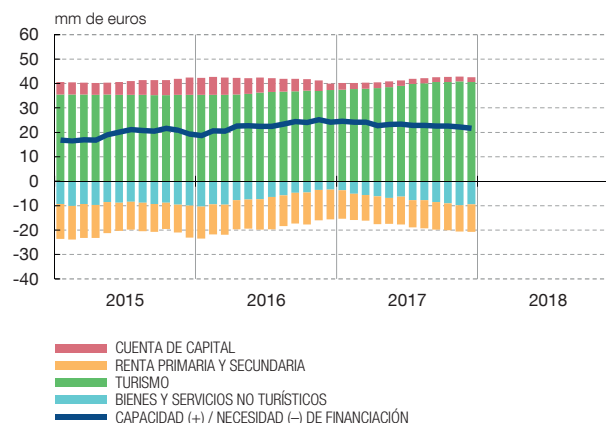
5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

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*.

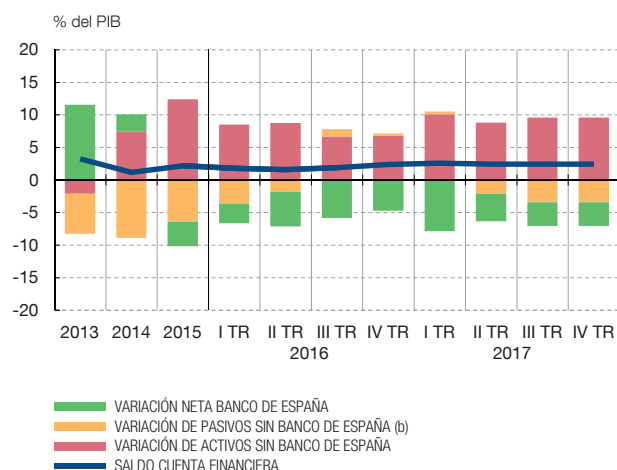
Descargar

De acuerdo con la información más reciente, el turismo foráneo cobró vigor a principios de año, tras la desaceleración que había registrado en los meses finales del ejercicio anterior, acusando el conflicto político en torno a Cataluña y la progresiva normalización de la situación geopolítica en algunos de nuestros principales destinos competidores, como Turquía o los países del norte de África. Así, los datos de enero han reflejado una recuperación de los indicadores de turismo extranjero en Cataluña, con notables repuntes en las llegadas de turistas, pernoctaciones hoteleras y gasto turístico. A su vez, en el conjunto de España, las entradas de turistas retomaron en enero una tasa de avance sólida (del 5,2 % interanual), en contraste con el ligero retroceso mostrado en el mes anterior. Esta evolución reflejó la recuperación de algunos de nuestros principales mercados emisores, como Francia, Alemania y Portugal —mientras que los turistas procedentes del Reino Unido apenas aumentaron—, así como la continuación del dinamismo de otros mercados menos cercanos, como los países nórdicos o Estados Unidos. La mayor afluencia de visitantes en enero se tradujo en una aceleración del gasto nominal de los turistas (hasta el 5,6 % interanual), a pesar del tímido ascenso del gasto medio por turista, condicionado por la caída algo mayor de la estancia media.

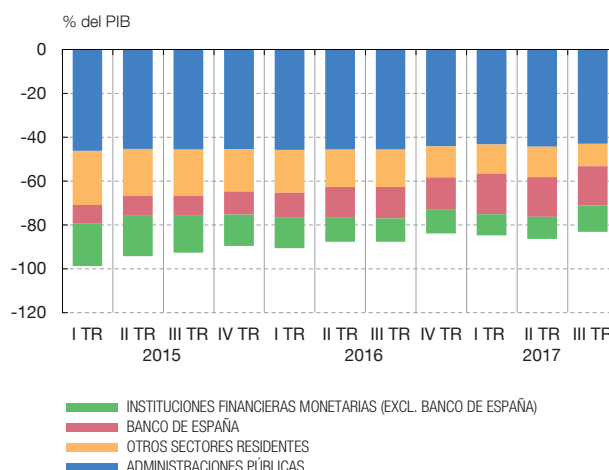
La capacidad de financiación de la economía española disminuyó en el período más reciente. En concreto, el saldo positivo de la balanza de pagos en el conjunto de 2017 se situó en el 1,9 % del PIB (0,3 pp menos que en 2016), como resultado del incremento de la factura energética —vinculado al ascenso del precio del petróleo—, que se vio parcialmente contrarrestado por el aumento del superávit de servicios turísticos y por la reducción del déficit de rentas, en un contexto de tipos de interés reducidos.

Respecto a los flujos financieros con el exterior, los últimos datos disponibles muestran que la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, excluido el Banco de España, presentó un saldo acreedor de 10,3 mm de euros en el último trimestre de 2017. Esta evolución fue consecuencia de un incremento de la exposición a activos del resto del mundo por parte de los agentes residentes (33,8 mm), superior al aumento de las tenencias de activos emitidos por estos en manos del resto del mundo (23,5 mm), y, en menor medida, del flujo neto ligeramente positivo (unos 650 millones) de las operaciones vinculadas con derivados financieros. El flujo positivo de las adquisiciones netas en el exterior de los sectores residentes fue resultado de inversiones en la rúbrica de otras inversiones (17,3 mm), materializada en depósitos bancarios a corto plazo, en la de inversión en cartera (14,8 mm) y, en menor medida, en la de inversión directa (1,1 mm). Por su parte, las inversiones netas de los extranjeros en nuestro país se concentraron fundamentalmente en la rúbrica de inversión en cartera (23 mm), en particular en la adquisición de títulos de deuda de las AAPP (tanto a corto como a largo plazo), y en la otra inversión (7,8 mm), mientras que el flujo de la inversión directa fue negativo (–7,2 mm). Por sectores institucionales, el signo asociado al flujo neto (diferencia entre los flujos de activos y los de pasivos frente al exterior, incluyendo los derivados) ha estado en línea con la capacidad/necesidad de financiación que presentan. Así, los flujos netos frente al resto del mundo fueron positivos para los otros sectores residentes (26,6 mm), mientras que las otras instituciones financieras monetarias y, en especial, las Administraciones Públicas captaron fondos del exterior en términos netos (3 mm y 13,9 mm, respectivamente). Las operaciones financieras netas del Banco de España frente al resto del mundo presentaron un saldo acreedor (5,7 mm), lo que únicamente había ocurrido en el segundo trimestre de 2017 (y marginalmente en el tercero de 2015) desde el inicio del programa de compra de activos del Eurosistema. Ello sería un reflejo de que, durante los últimos meses, una proporción mayor de la liquidez generada por este programa en España no se ha trasladado al resto del mundo. En el conjunto de 2017, los flujos financieros con el exterior, incluyendo los del Banco de España,

1 CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (c)



FUENTE: Banco de España.

a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.

b Con signo cambiado.

c Activos menos pasivos frente al resto del mundo.



también fueron positivos, por importe equivalente al 2,6 % del PIB (véase gráfico 16.1), ya que los sectores residentes realizaron inversiones netas en activos exteriores superiores a las que realizaron los agentes foráneos en España.

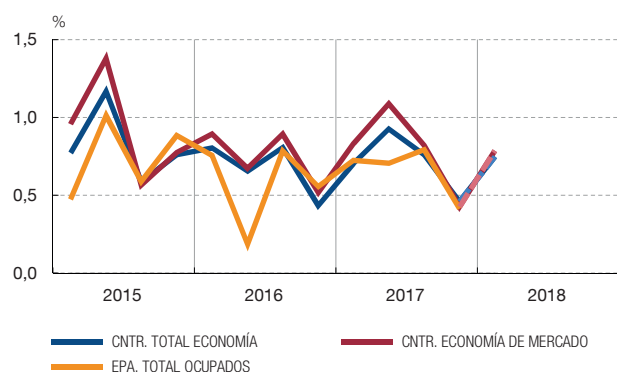
En cuanto a la posición de inversión internacional (PII), la última información disponible muestra que el endeudamiento neto de la economía española frente al resto del mundo se redujo en 28,7 mm de euros en el tercer trimestre de 2017, situándose en el 83,2 % del PIB, lo que supone 3,3 pp menos que tres meses antes (véase gráfico 16.2). Esta disminución del saldo deudor obedeció al flujo positivo tanto de las transacciones financieras netas en el período (12,3 mm) como de los otros flujos (16,5 mm). La evolución de estos últimos fue resultado, por una parte, de un aumento del valor de los activos exteriores en manos de residentes y, por otra, de un descenso del de las tenencias de los agentes no residentes, que compensaron el efecto de signo contrario que produjo la apreciación del euro. Por su parte, la deuda externa bruta de España se redujo en 2,8 pp en relación con el PIB, hasta situarse en el 166,2 %, lo que supone 8,4 pp menos que el nivel máximo alcanzado en el primer trimestre de 2015.

3.4 El mercado de trabajo

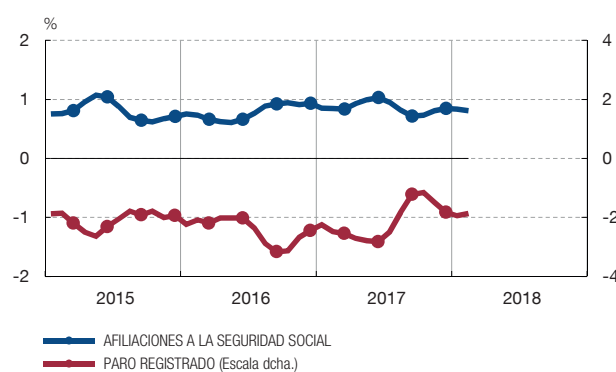
Tras la desaceleración mostrada en el último trimestre de 2017, los indicadores de mercado laboral de los primeros meses del año apuntan a que el empleo podría mostrar un mayor dinamismo en el primer trimestre de 2018. Las afiliaciones a la Seguridad Social continuaron registrando elevadas tasas de crecimiento; en concreto, del 0,8 % en febrero, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses de la serie desestacionalizada. Por ramas, se observó también una elevada estabilidad respecto al último trimestre de 2017, con una leve desaceleración en los servicios de no mercado y en la industria, que fue compensada por un mayor dinamismo en la construcción. Esta información apunta a que el empleo en el primer trimestre del año, en términos de la CNTR², elevaría su tasa de crecimiento intertrimestral dos décimas, hasta el 0,7 %, reduciendo así su brecha respecto al crecimiento de afiliados, que aumentó en el trimestre anterior. En el

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

1 EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



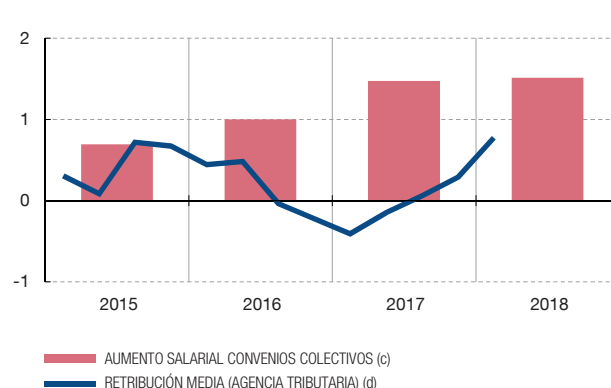
2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO
Tasas de variación de la media móvil de tres términos con tres desfases (b)



3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales (a)



4 INDICADORES DE SALARIOS
Tasas interanuales



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

- a Tasas de variación calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR, medido en términos de empleo equivalente.
b Calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad en el Banco de España. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
c Con información hasta febrero de 2018. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
d Serie ajustada de estacionalidad. Último trimestre, con información solo de enero de 2018.

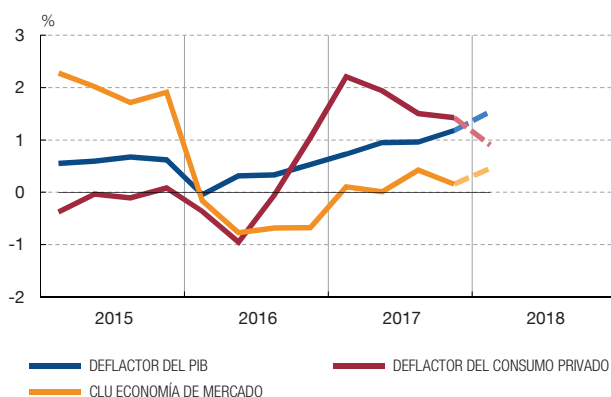
[Descargar](#)

caso de la economía de mercado, el ritmo de expansión del empleo aumentaría cuatro décimas, hasta el 0,8 % (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

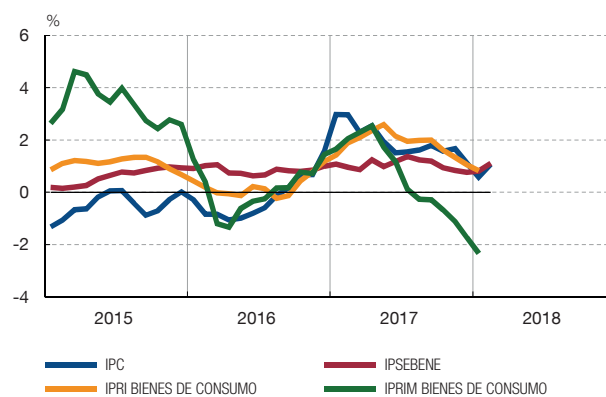
Por su parte, el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) mantuvo en febrero su ritmo de caída en el 1,9 %, en términos de la tasa de variación intertrimestral desestacionalizada móvil de tres meses (véase gráfico 17.2). En este contexto, los nuevos contratos registrados en el SEPE revirtieron durante los dos primeros meses del año la senda de moderación mostrada a lo largo de 2017, registrando un incremento interanual del 6,5 % en febrero. La aceleración en la contratación se trasladó en mayor medida a los contratos indefinidos que a los de carácter temporal, de tal forma que el peso de los indefinidos sobre el total aumentó en casi un punto en relación con el mismo período del año anterior, hasta el 11,3 %.

En cuanto a la evolución de los salarios al inicio de 2018, no se dispone de un acuerdo entre los agentes sociales que marque unas pautas para las recomendaciones salariales. En este contexto, la información de los convenios colectivos registrados entre enero y febrero refleja un incremento de las tarifas salariales del 1,5 % para el presente año, levemente por encima de lo pactado para el ejercicio precedente. Los convenios registrados

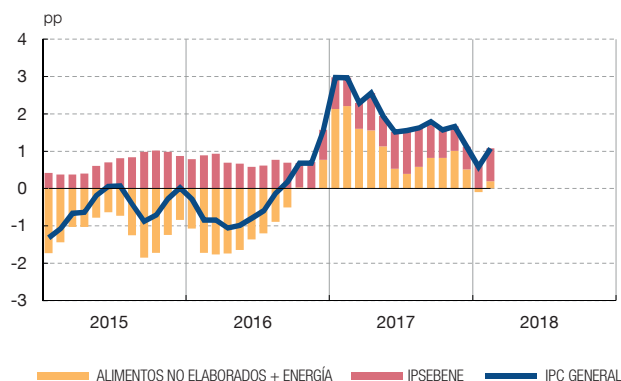
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



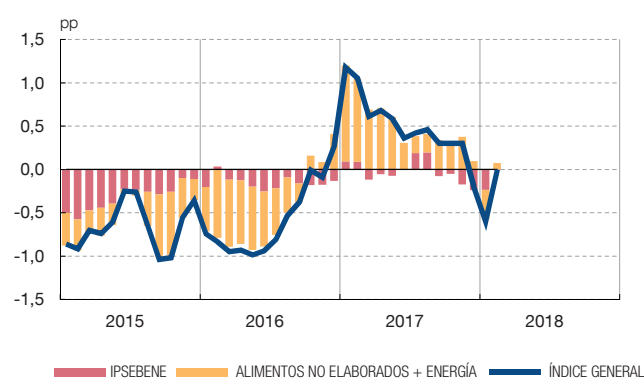
2 INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales



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](#)

hasta febrero abarcan a casi 4,8 millones de trabajadores, cifra bastante más elevada que la observada en el mismo período de los ocho años anteriores. La práctica totalidad de estos convenios tiene su origen en los firmados en ejercicios previos, como es habitual en esta primera parte del año. Por otro lado, la información procedente de la Agencia Tributaria sobre la retribución bruta media en las grandes empresas no financieras mostró en enero una cierta aceleración, hasta experimentar un avance interanual del 0,8 %, en términos de la serie ajustada de estacionalidad (0,3 % en el último trimestre de 2017). En línea con los anteriores indicadores, en el cuarto trimestre de 2017 la remuneración por asalariado, en términos de las series desestacionalizadas de la CNTR, registró un modesto ritmo de avance interanual, tanto en el total de la economía como en la economía de mercado, del 0,2 % y del 0,3 %, respectivamente. Para el primer trimestre de 2018 se espera una ligera aceleración de la remuneración, algo menor que la observada en los datos de la Agencia Tributaria, en torno a tres décimas —hasta el 0,6 %— en la economía de mercado (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

3.5 La evolución de los precios

En el primer trimestre de 2018, se estima que el crecimiento interanual del deflactor de las importaciones se habría reducido notablemente, prolongando la tendencia de desaceleración de los trimestres anteriores. Por su parte, el conjunto de los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, se habría acelerado en el inicio de 2018,

mientras que la tasa de crecimiento del deflactor del consumo privado habría continuado su tónica de moderación (véase gráfico 18.1).

Por su parte, la última información disponible del IPC, referida a febrero, muestra un acusado aumento de su ritmo de crecimiento interanual, de cinco décimas respecto a enero, hasta el 1,1 %. La aceleración del índice general responde fundamentalmente a la trayectoria de los precios energéticos, cuya tasa interanual aumentó 3,1 pp, influida por los efectos de comparación, aunque el componente no energético también se aceleró —una décima, hasta una tasa interanual del 1 %—. Los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron en febrero, como en los meses previos. Por su parte, la inflación subyacente, medida por el ritmo de crecimiento interanual del IPSEBENE, aumentó tres décimas, también hasta el 1,1 %. Todos los componentes de este agregado se aceleraron: los precios de los servicios en cuatro décimas, los precios de los alimentos elaborados en tres décimas y los de los bienes industriales no energéticos en dos décimas.

Por último, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en febrero su tasa de variación interanual en cinco décimas, hasta el 1,2 %. Por el contrario, de acuerdo con la estimación de avance, la tasa de inflación para el conjunto de la UEM disminuyó en febrero una décima, hasta el 1,2 % interanual. Como resultado, si se confirmase la estimación de avance del IAPC de la UEM, el diferencial de la inflación en España frente a la del área del euro se tornaría nulo (–0,6 pp en enero).

13.3.2018.