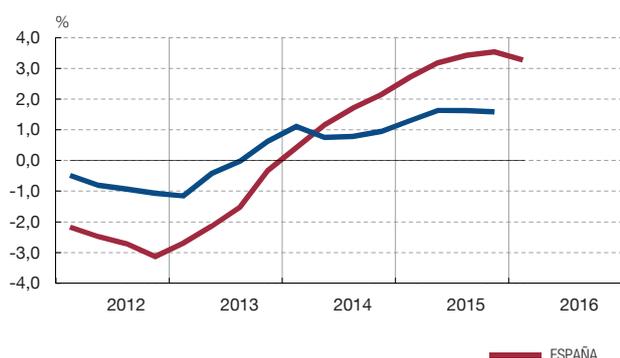


En el período transcurrido desde la publicación del «Informe trimestral» de diciembre, la economía mundial ha mostrado una evolución algo más débil de lo esperado entonces, en un contexto caracterizado por un aumento de la volatilidad en los mercados financieros de economías tanto emergentes como avanzadas y por una cierta atonía de los flujos comerciales internacionales. Estos desarrollos son indicativos de que la recuperación de la actividad mundial podría ser más débil y tener lugar de modo algo más gradual de lo anticipado hace un trimestre. Por lo que respecta al contexto exterior al área del euro, la evolución de algunas economías emergentes podría verse entorpecida por el tensionamiento reciente de sus condiciones de financiación, el endeudamiento en divisa extranjera en un entorno de presiones depreciatorias sobre las monedas nacionales y, en el caso de los países productores de materias primas, la caída de los precios de estos bienes. En las economías avanzadas, en general, los obstáculos al crecimiento parecen ser menores, al presentar condiciones financieras más propicias y verse, en su conjunto, más favorecidas por el abaratamiento de las materias primas. Sin embargo, no cabe esperar que estas sean inmunes a un deterioro adicional de las perspectivas en las economías emergentes.

De hecho, el área del euro parece haber acusado el empeoramiento de las perspectivas de las economías emergentes y el episodio de inestabilidad financiera que tuvo lugar al comienzo del año, y la información coyuntural disponible apunta a que el ritmo de expansión de la actividad en el primer trimestre de 2016 habría sido algo inferior al proyectado hace unos meses. A medio plazo, las perspectivas siguen siendo coherentes con una recuperación gradual de la actividad, en un contexto en el que la política monetaria ha continuado intensificando su tono expansivo. Con todo, en sus proyecciones más recientes, el BCE ha revisado a la baja 0,3 puntos porcentuales (pp) el crecimiento esperado para este año, cuya composición se espera ahora que adopte un mayor sesgo hacia la demanda interna, en detrimento de las exportaciones. Además, el reciente deterioro del contexto geopolítico internacional y el aumento de la incertidumbre sobre la evolución de la propia economía del área sugieren que estas proyecciones están sujetas a riesgos a la baja.

En España, la información disponible es coherente con una moderada desaceleración gradual de la actividad con respecto al elevado ritmo de expansión mantenido a lo largo de 2015, en línea con las proyecciones realizadas el pasado mes de diciembre. En efecto, en el primer trimestre de 2016 la economía española continúa presentando un comportamiento diferencial favorable frente al resto del área del euro, con un crecimiento estimado del PIB del 0,7 % intertrimestral en los tres primeros meses del año, tasa que, en caso de confirmarse, sería inferior en una décima a la que se registró en los dos trimestres precedentes (véase gráfico 1). El avance del producto en este período habría seguido apoyándose en el buen comportamiento del gasto de hogares y empresas, a lo que habría contribuido, entre otros factores, el tono favorable de las condiciones financieras (véase cuadro 1). En particular, las rentas de los hogares se habrían visto fortalecidas por la caída del precio del petróleo, el crecimiento del empleo y, en menor medida, la introducción de varias medidas presupuestarias. Por su parte, la inversión empresarial continúa viéndose sostenida por las perspectivas favorables de evolución de la demanda final. La información procedente de los flujos de comercio exterior correspondientes al mes de enero sugiere que las exportaciones podrían haber limitado ligeramente su ritmo de avance en las primeras semanas del trimestre, lo que posiblemente refleja una desaceleración de los mercados externos. En el ámbito del mercado de trabajo, la evolución

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.

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

CUADRO 1

	2014	2015	2015				2016
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional							
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria							
Producto interior bruto	1,4	3,2	0,9	1,0	0,8	0,8	0,7
Contribución de la demanda nacional (b)	1,6	3,7	1,4	1,0	1,2	0,6	0,7
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,2	-0,5	-0,5	0,0	-0,4	0,2	0,0
Tasas de variación interanual							
Empleo	1,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,0	2,9
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)							
IPC	-0,2	-0,5	-0,7	0,1	-0,9	0,0	-0,8
IPSEBENE	0,0	0,6	0,2	0,6	0,8	0,9	1,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 31 de marzo de 2016.

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 2016.

reciente de las afiliaciones a la Seguridad Social sugiere que el crecimiento del empleo podría haber sido, como en el último trimestre de 2015, del 0,6 %.

La ligera ralentización del PIB en el primer trimestre de 2016 es compatible con la prolongación de la actual senda de recuperación de la actividad a lo largo del próximo bienio. En concreto, para este año se prevé que el PIB crezca a una tasa media del 2,7 %, con un perfil trimestral ligeramente decreciente, a medida que pierdan fuerza algunos de los factores que han impulsado recientemente las rentas y el gasto de los hogares mencionados anteriormente (véase recuadro 1). Esta tasa de crecimiento incorpora una revisión a la baja —de una décima— con respecto a las proyecciones de diciembre, que refleja, principalmente, el empeoramiento de las perspectivas de los mercados de exportación y la reciente apreciación del tipo de cambio del euro, factores compensados solo parcialmente por los menores precios del petróleo. En 2017, se proyecta que el avance del PIB se modere hasta el 2,3 %.

En el ámbito de los precios, los primeros meses del año se han caracterizado por el retorno del IPC a tasas de variación interanual negativas (-0,8 % en febrero), como consecuencia del nuevo retroceso de los precios del componente energético. En cambio, la trayectoria estable que la inflación subyacente viene mostrando desde mediados del año pasado se ha prolongado al inicio del actual. En concreto, en febrero el IPSEBENE creció un 1 %. Bajo los supuestos actuales acerca del crecimiento de los precios del petróleo, la inflación permanecería en terreno negativo hasta el final del verano y comenzaría a mostrar tasas de variación positivas con posterioridad, en un contexto de aceleración gradual del IPSEBENE como resultado de la reducción del grado de holgura de la economía. En media anual, se prevé que el IPC retroceda un 0,1 % este año y aumente un 1,6 % el próximo.

Si bien la revisión a la baja en la senda de crecimiento del producto que se presenta en el presente Informe es moderada, el balance de riesgos en torno a este escenario central ha empeorado de manera apreciable en los últimos meses. Por un lado, las recientes tensiones en los mercados financieros han puesto de manifiesto las debilidades a las que se expone el crecimiento mundial y, en particular, la fragilidad de algunos mercados emergentes. Además, la intensificación de las tensiones geopolíticas en diferentes áreas representa una fuente adicional de riesgo para la economía mundial. Por otro lado, desde el punto de vista interno, las dudas acerca del curso futuro de las políticas económicas pueden incidir negativamente en las decisiones de gasto de los agentes privados, especialmente si la actual situación de incertidumbre se prolonga en el tiempo.

Los riesgos al escenario central para la inflación se inclinarían moderadamente a la baja, como consecuencia de las presiones desinflacionistas procedentes del exterior en caso de que se materializara un escenario de crecimiento global más desfavorable. En la dirección opuesta, no es descartable que estas proyecciones puedan infraestimar el impacto positivo de las acciones de política monetaria adoptadas recientemente por el BCE sobre la inflación en el conjunto del área del euro.

La economía española ha incrementado su resistencia ante escenarios de riesgo como los aquí descritos como consecuencia de los avances registrados en los últimos años en la corrección de sus desequilibrios macroeconómicos. Estos progresos han sido, no obstante, desiguales en las distintas áreas, lo que hace que persistan elementos de fragilidad. En este sentido, aunque el examen en profundidad de España llevado a cabo recientemente por la Comisión Europea (CE), en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, ha dejado de calificar como excesivos estos desequilibrios, en el mismo se pone de manifiesto la vulnerabilidad generada por la elevada tasa de desempleo estructural, el alto nivel de endeudamiento tanto de los agentes privados como del sector público y, como resultado de ello, la alta dependencia de la financiación procedente del exterior. Además, se subraya que el bajo ritmo de avance de la productividad limita las posibilidades de crecimiento futuras.

Asimismo, en el contexto del Procedimiento de Déficit Excesivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en el que se encuentra inmerso España, la CE emitió el pasado 9 de marzo una Recomendación Autónoma dirigida al Gobierno en la que solicita que sean realizados esfuerzos presupuestarios adicionales para garantizar la corrección de la situación de déficit excesivo (un déficit público por encima del 3 % del PIB) en 2016, en consonancia con los compromisos adquiridos con el Consejo Europeo en 2013. El déficit público para el ejercicio 2015 notificado por las autoridades españolas a Eurostat, del 5,2 % del PIB, desbordó el objetivo acordado por el Consejo Europeo, del 4,2 %, e incluso el previsto

por la CE en sus proyecciones del pasado mes de febrero, que se estimaba en el 4,8 % del PIB¹.

Estos desarrollos ponen de manifiesto la necesidad tanto de que las políticas económicas prioricen la culminación del proceso de consolidación fiscal, que resulta esencial para mantener la confianza, como de perseverar en la aplicación de reformas estructurales que reduzcan las vulnerabilidades de la economía española y permitan mejorar su capacidad de crecimiento futuro.

¹ Las proyecciones presentadas en el recuadro 1 no toman en consideración las medidas anunciadas en respuesta a esta desviación (véase el recuadro 2 para una descripción completa de los supuestos fiscales que subyacen a las proyecciones).

Este recuadro actualiza las proyecciones macroeconómicas para 2016 publicadas por el Banco de España en diciembre del pasado año. La actualización incorpora las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) y los efectos de los cambios observados en los supuestos externos entre el 11 de diciembre y el 22 de marzo, fechas de cierre de la recogida de información en el ejercicio precedente y en el actual, respectivamente (véase cuadro 1)¹. Además, por primera vez se publican proyecciones referidas al año 2017.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, la fase expansiva del producto de la economía española continuará el próximo bienio, con un crecimiento del PIB que se situaría en el 2,7 % este año y se desaceleraría gradualmente hasta el 2,3 % en 2017, a medida que pierdan fuerza algunos elementos que, con carácter transitorio, han venido impulsando la actividad en el período reciente, como las recientes bajadas del precio del petróleo y los estímulos presupuestarios introducidos en el último año (véase cuadro 2). En el ámbito de los precios, se estima que, tras registrar un retroceso del 0,1 % en 2016, el IPC podría crecer un 1,6 % el próximo año, reflejando la trayectoria del precio del crudo y un repunte modesto y gradual de la inflación subyacente.

En comparación con las previsiones publicadas en diciembre, los principales cambios en los supuestos externos referidos a 2016

1 La evolución proyectada de los mercados de exportación de España es la recogida en las *proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016* elaboradas por los expertos del BCE con los datos disponibles hasta el 15 de febrero.

incluyen una disminución de unos 5 dólares en el precio del barril de petróleo, según la senda observada en los mercados de contado y de futuros de esta materia prima. El crecimiento de los mercados de las exportaciones españolas se revisa a la baja como consecuencia, principalmente, del deterioro de las perspectivas de evolución de los mercados emergentes, permaneciendo prácticamente sin cambios el crecimiento esperado de las importaciones realizadas por el conjunto de países del área del euro. Por otro lado, se estima que los precios de los competidores se reducirán moderadamente este año con respecto a la proyección efectuada en diciembre, lo que responde, en parte, a la revalorización experimentada desde entonces por el euro frente a una cesta amplia de monedas. Por su parte, el supuesto realizado acerca de la evolución de las cotizaciones bursátiles en este año comporta un descenso cercano al 20 %, reflejando el retroceso observado desde diciembre. Finalmente, el coste de la financiación bancaria recibida por hogares y empresas no financieras será inferior al proyectado en las anteriores previsiones en aproximadamente 0,1 pp, lo que refleja la revisión a la baja de las sendas de tipos de interés del euríbor y de la deuda pública a diez años, de acuerdo con las expectativas implícitas en la curva de rendimientos.

En un contexto de notable incertidumbre acerca del curso futuro de la política presupuestaria, las proyecciones macroeconómicas dependen crucialmente de los supuestos realizados al respecto. El recuadro 2 detalla los supuestos acerca de la política fiscal para el bienio 2016-2017 sobre los que se asienta este ejercicio de proyección.

Frente al ejercicio de diciembre, la previsión de crecimiento del PIB para este año se ve modificada a la baja ligeramente —en

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2015	Proyección actual		Diferencias con proyección de diciembre de 2015	
		2016	2017	2015	2016
Entorno internacional					
Producto mundial	2,9	3,0	3,5	0,0	-0,3
Mercados mundiales	1,8	2,8	4,2	0,3	-0,7
Mercados de exportación de España	2,8	3,1	4,5	0,4	-0,2
Precio del petróleo en dólares (nivel)	52,5	40,2	45,7	-0,1	-5,2
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,11	1,11	0,00	0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (b) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,0	113,4	113,6	0,1	2,6
Índice General de la Bolsa de Madrid (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	107,2	84,6	81,9	-0,2	-16,7
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,0	-0,2	-0,3	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	1,7	1,6	1,9	0,0	-0,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 22.3.2016.

b Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.

una décima—, en un contexto en el que los resultados de la CNTR del cuarto trimestre de 2015 fueron muy similares a los proyectados. Asimismo, la información coyuntural más reciente ha tendido a corroborar las proyecciones realizadas entonces para el primer trimestre, que comportan una leve desaceleración del ritmo de avance del producto al inicio del año. De este modo, la revisión a la baja del crecimiento esperado del PIB en 2016 viene motivada por los cambios en los supuestos externos considerados en su conjunto. En concreto, las principales modificaciones de estos supuestos, con un impacto negativo sobre la actividad, incluyen el empeoramiento del comportamiento esperado de los mercados exteriores, la apreciación del tipo de cambio del euro y el retroceso de las cotizaciones bursátiles. Estos efectos se ven solo parcialmente contrarrestados por las consecuencias positivas para la actividad de la reciente caída de los precios del petróleo y de otras materias primas y de la relajación adicional de las condiciones financieras.

Se espera que la expansión del producto durante el período de proyección siga apoyándose, como viene ocurriendo a lo largo de los dos últimos años, en la pujanza de la demanda nacional.

Por su parte, la demanda exterior neta continuaría realizando una aportación negativa al crecimiento del PIB, aunque de magnitud más reducida que en 2015. Entre los componentes de la demanda nacional, se prevé que el consumo de los hogares mantenga un vigor elevado, apoyado en la prolongación de la fortaleza del proceso de creación de empleo y en los mencionados efectos expansivos de carácter transitorio sobre la renta disponible; en particular, los derivados de la caída del precio del petróleo. El impacto de estos efectos temporales alcanzará su máxima intensidad en el corto plazo, lo que explica la desaceleración de este componente de la demanda a lo largo del período de proyección. En concreto, tras el crecimiento del 2,9 % este año, se proyecta un aumento de este componente de la demanda del 2 % en 2017.

Junto con las condiciones de financiación favorables, la creación de empleo favorecerá también la continuación del proceso de paulatina recuperación de la inversión residencial. En un contexto en el que las necesidades de nuevas viviendas seguirán siendo moderadas, en línea con la evolución demográfica, cabe esperar que el repunte sea gradual, como se desprende también de la evolución reciente de las cifras de visados y de las de compraventas.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2014	2015	Proyección		Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2015	
			2016	2017	2015	2016
PIB	1,4	3,2	2,7	2,3	0,1	-0,1
Consumo privado	1,2	3,1	2,9	2,0	0,0	-0,3
Consumo público	0,0	2,7	1,0	0,5	0,2	0,6
Formación bruta de capital fijo	3,5	6,4	5,0	5,4	0,2	-0,4
Inversión en bienes de equipo	10,5	10,2	8,3	7,3	0,4	-0,3
Inversión en construcción	-0,2	5,3	3,5	4,9	-0,2	-0,7
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,4	4,4	5,2	-0,4	-0,3
Importación de bienes y servicios	6,4	7,5	5,3	5,9	0,0	-0,6
Demanda nacional (contribución al crecimiento) (b)	1,6	3,7	2,9	2,4	0,1	-0,2
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
PIB nominal	1,0	3,8	3,4	3,4	-0,2	-0,3
Deflactor del PIB	-0,4	0,6	0,7	1,0	-0,2	-0,2
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,5	-0,1	1,6	0,0	-0,8
IPSEBENE	0,0	0,6	1,1	1,4	—	—
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	1,1	3,0	2,3	1,9	0,0	-0,1
Tasa de paro (% de la población activa)	24,4	22,1	20,3	18,9	—	—
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,6	2,1	1,9	1,5	0,1	0,3
Capacidad(+)/ necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-5,9	-5,2	-4,4	-3,4	—	—

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
 Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2015.

a Fecha de cierre de las predicciones: 31.3.2016.

b Diferencia, a un decimal, entre el crecimiento del PIB y la contribución de la demanda exterior neta.

La inversión empresarial continuará experimentando aumentos elevados, aunque inferiores a los observados en 2015, dada la suavización del comportamiento expansivo de la demanda final, en un contexto en el que se proyecta que los costes de la financiación ajena permanezcan en niveles muy reducidos. La atenuación del ritmo de avance será más marcada en el caso de las otras construcciones que en el de la inversión en equipo, pues el primero de estos dos agregados se verá afectado adicionalmente por la proyectada ralentización de la inversión pública.

Por lo que respecta a los flujos de intercambios comerciales con el exterior, se prevé que las exportaciones muestren crecimientos relativamente modestos en el corto plazo, inferiores a los proyectados en diciembre, en línea con la moderación del dinamismo de los mercados exteriores y con la apreciación cambiaria del euro, que limita las ganancias de competitividad. En 2017 se estima que las ventas al resto del mundo muestren un comportamiento algo más expansivo. La evolución de las exportaciones por áreas reflejaría no solo las diferencias cíclicas entre ellas, sino también la trayectoria del tipo de cambio frente a las correspondientes monedas. Así, la fortaleza de las exportaciones a Estados Unidos se espera que muestre tanto el vigor de la demanda interna de esa economía como la depreciación cambiaria frente al dólar, mientras que, por el contrario, la debilidad de las que tienen por destino las economías emergentes se deberá no solo a su evolución cíclica menos favorable, sino también a la pérdida de valor de las monedas de estos países. Con respecto a las importaciones, se prevé que se comporten en línea con la demanda final. En particular, el perfil de las compras al exterior seguirá al de las exportaciones, dado que es esta variable la que marca la senda de la demanda final a lo largo del horizonte de proyección. En cualquier caso, no se esperan cambios sustanciales con respecto al patrón observado desde el inicio de la crisis, caracterizado por una limitada sustitución de importaciones por producción nacional.

En 2016 se proyecta que la capacidad de financiación de la nación alcance el 1,9% del PIB. Esta cifra supera en tres décimas a la esperada en diciembre, lo que se explica por el abaratamiento de la factura energética y por el alivio de la carga de intereses asociado a la mejora de las condiciones de financiación exterior. En paralelo a estos factores, se prevén aumentos en los saldos de las balanzas comercial y de rentas con respecto a la proyección anterior. La magnitud del superávit de la cuenta del resto del mundo se moderaría en 2017 al repuntar el precio del crudo, de acuerdo con el supuesto técnico utilizado, basado en las cotizaciones en los mercados de futuros.

El crecimiento del empleo continuará viéndose impulsado por el dinamismo de la actividad, a pesar del leve repunte estimado para los costes laborales como resultado de que el avance esperado en la remuneración es superior al de la productividad de este factor. Se prevé que la creación de puestos de trabajo conduzca a descensos adicionales de la tasa de paro, que se situaría algo por encima del 18% de la población activa al final del horizonte de proyección.

Los precios de consumo mostrarán, bajo los supuestos del ejercicio, tasas de variación negativas hasta el final del verano, lo que daría lugar a un retroceso del 0,1% en el promedio anual. El repunte posterior, fundamentalmente asociado a la estabilización esperada en tasa interanual del precio del petróleo, conduciría a un avance del 1,6% en la media de 2017. Con el trasfondo del comportamiento expansivo del gasto de los hogares y del cierre de la brecha de producción, se espera que el IPSEBENE experimente una aceleración gradual, cuya magnitud sería modesta (véase recuadro 6). El perfil de aceleración de los precios de consumo se observaría también en términos del deflactor del PIB, para el cual se proyectan crecimientos medios del 0,7% y del 1%, respectivamente, en 2016 y 2017.

El gráfico 1 presenta los resultados de un procedimiento estadístico comúnmente utilizado para aproximar la incertidumbre inherente a las proyecciones basado en la construcción de intervalos de confianza, para distintos niveles de probabilidad, a partir de las desviaciones históricas de las proyecciones. Esta aproximación otorgaría una probabilidad inferior al 5% a caídas del PIB hacia el final del horizonte de proyección, mientras que la probabilidad de que el IPSEBENE registre tasas negativas a lo largo del próximo bienio es marginal de acuerdo con las desviaciones en las previsiones pasadas.

Esta metodología proporciona intervalos de confianza simétricos, ignorando que, en cada momento, pueden ser más prevalentes los riesgos en una determinada dirección. En concreto, en esta ocasión, los riesgos en torno al escenario central de crecimiento del producto que se ha descrito presentan un balance más negativo que en diciembre.

En primer lugar, desde el punto de vista del contexto exterior, persisten las incertidumbres acerca de la evolución de la economía global, que son particularmente elevadas en el caso de algunas economías emergentes. Una mayor desaceleración en aquellas que son demandantes de materias primas podría provocar descensos adicionales de los precios de estos bienes, dañando la actividad en los países productores e intensificando las tensiones en algunos mercados financieros, con posibles efectos de arrastre sobre otras economías, incluida la española. Además, el aumento de las tensiones geopolíticas constituye una fuente de riesgo adicional para el entorno internacional.

Por otro lado, en el ámbito interno, la actual situación de incertidumbre política, en relación con el proceso de formación del Gobierno de la nación, introduce dudas acerca del curso futuro de las políticas económicas, que pueden tener un efecto adverso sobre las decisiones de los agentes en el corto plazo. En la medida en que esta incertidumbre abarca ámbitos diferentes, como la política presupuestaria o la agenda de reformas, estimar su impacto macroeconómico y, especialmente, su distribución temporal resulta extraordinariamente complejo. En el terreno fiscal, la desviación del déficit con respecto a los planes presupuestarios observada en 2015 pone en evidencia la necesidad de priorizar la culminación del proceso de consolidación fiscal para mantener la confianza.

La adopción de medidas presupuestarias adicionales a las consideradas en el escenario central de estas proyecciones podría alterar el perfil de crecimiento del producto, comportando costes en el corto plazo y generando beneficios, en términos de las ganancias de confianza correspondientes, que solo se harían totalmente visibles transcurrido un tiempo. Por otra parte, la materialización de los efectos positivos de las reformas estructurales en el funcionamiento de los mercados y las instituciones normalmente conlleva lapsos temporales que pueden llegar a ser amplios. Por ello, resulta conveniente evitar retrasos en la aplicación de las reformas todavía necesarias.

En el terreno de la inflación, los riesgos de desviación también presentan un balance a la baja. En concreto, una desaceleración

más pronunciada de lo anticipado hasta ahora de algunas economías emergentes podría generar un impacto desinflacionario adicional generalizado. Un escenario de estas características es más probable si el reciente empeoramiento en las perspectivas de crecimiento global viene acompañado de depreciaciones cambiarias en estas economías y de retrocesos adicionales en la demanda y los precios de las materias primas. En la dirección opuesta, es probable que las decisiones recientes del BCE contribuyan a un comportamiento más expansivo de los precios de consumo en comparación con el escenario central, a través de su impacto positivo sobre la demanda agregada y la reducción de la probabilidad de que se materialice un escenario deflacionario, con caídas persistentes y generalizadas en los precios.

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y DE INFLACIÓN PARA ESPAÑA

Gráfico 1
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanuales

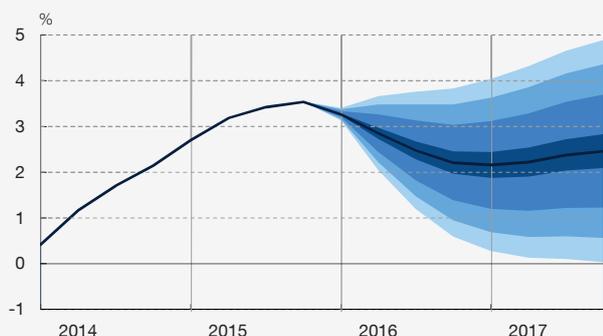
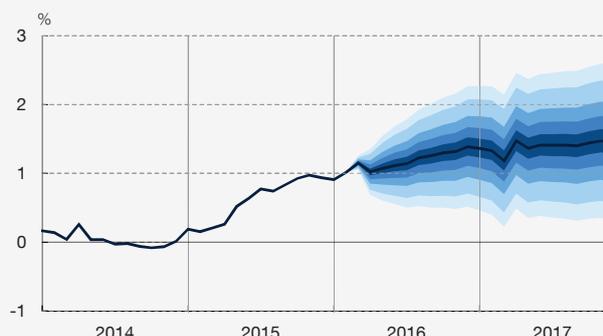


Gráfico 2
IPSEBENE
Tasas de variación interanuales



Probabilidad de que el PIB o el IPSEBENE se sitúen dentro del intervalo (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
Último dato observado: cuarto trimestre de 2015 en el PIB y febrero de 2016 en el IPSEBENE.

a El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20 %, 40 %, 60 %, 80 % y 90 %, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

La elaboración de los supuestos sobre la política fiscal empleados en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas para 2016 descansa sobre las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas Administraciones Públicas para este año y, por ello, son similares a los recogidos en el ejercicio de previsión de diciembre pasado. Para 2017, se tienen en cuenta aquellas que figuran en los planes plurianuales (Programa de Estabilidad) realizados por el Gobierno y cuya adopción se considera probable. La senda de déficit público prevista presenta, en todo caso, diferencias con respecto a los objetivos presupuestarios del Gobierno, derivadas fundamentalmente de que aquella tiene en cuenta la desviación observada en el ejercicio 2015, de 1 pp del PIB, y del diferente escenario macroeconómico, que incide en las previsiones de ingresos públicos y en la dinámica subyacente de algunas partidas de gasto, como la dedicada al pago de prestaciones por desempleo. Asimismo, se realizan estimaciones propias de las tendencias demográficas, con impacto en el gasto en pensiones, y de la carga de intereses de la deuda.

En el contexto actual, no obstante, las dudas sobre el curso de la política fiscal a lo largo del horizonte de proyección son notables. En este sentido, existe incertidumbre acerca de la respuesta que acaben dando las autoridades nacionales a la reciente Recomendación Autónoma de la Comisión Europea, en la que requiere al Reino de España que tome medidas presupuestarias restrictivas adicionales a las incorporadas en los planes presupuestarios.

En cuanto a las principales medidas de política fiscal incorporadas en el ejercicio de proyección, por el lado de los ingresos, cabe mencionar el impacto en 2016 del segundo tramo de la reforma del impuesto sobre sociedades, que entró en vigor el 1 de enero de 2015, así como los efectos retardados de la reforma del IRPF. En el ámbito de los gastos, en el apartado de personal se incorpora para este año el aumento salarial del 1 % aprobado en los Presupuestos Generales del Estado, el abono de la segunda mitad de la paga extraordinaria eliminada en 2012 y el incremento de la tasa media de reposición de efectivos en 2016, hasta el 50 % con carácter general (tasa nula en 2015) y hasta el 100 % para los sectores de sanidad, educación, fuerzas del orden y seguridad, entre otros (del 50 % en 2015). Para 2017 se asumen una revalorización de los salarios de los empleados públicos, en línea con las previ-

siones para la economía de mercado de este Informe, y el mantenimiento de una senda de moderación en las nuevas contrataciones de las AAPP. Con respecto al gasto de la Seguridad Social, se incorpora la revalorización de las pensiones del 0,25 %, tanto en 2016 como en 2017, vinculada a la aplicación de la fórmula de indexación de las pensiones en vigor desde enero de 2014.

Además de estas medidas, los supuestos sobre la política fiscal incorporan el impacto en 2017 sobre el gasto en consumo final de las AAPP que se derivaría de la aplicación de un conjunto de reformas en curso, incluyendo la reforma de la Administración Local y la del conjunto de las AAPP (definidas en el Informe de la Comisión para la Reforma de las Administraciones Públicas —CORA—), así como una cierta contención en el avance de la inversión pública, en línea con las estimaciones oficiales. Adicionalmente, se considera una reducción de las transferencias y subvenciones, así como del gasto en prestaciones por desempleo debido a la dinámica del mercado de trabajo, y de la carga de intereses, por las condiciones financieras más favorables.

Finalmente, es preciso señalar que las medidas anunciadas por el Gobierno el 31 de marzo (esto es, un día antes de la publicación de este Informe), tras la presentación de los datos de las cuentas de las Administraciones Públicas de 2015, no han podido ser consideradas entre los supuestos relativos a la política fiscal que subyacen a este ejercicio.

En conjunto, la aplicación de los supuestos descritos en los párrafos anteriores y del cuadro macroeconómico presentado en este Informe resulta en unas proyecciones de déficit público para 2016 y 2017 del 4,4 % y del 3,4 % del PIB, respectivamente. En el escenario central del Informe, por tanto, el grado de consolidación fiscal y la mejora derivada del saldo de las AAPP en 2016-2017 resultan ser considerablemente inferiores a los que se derivarían del cumplimiento de los objetivos oficiales de déficit, fijados en el 2,8 % del PIB para 2016 y en el 1,4 % del PIB para 2017. En concreto, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo de las AAPP ajustado por el efecto del ciclo económico (véase recuadro 6 para las estimaciones de la brecha de producción), fue de signo expansivo en 2015 (-0,7 pp del PIB) y se espera que pase a ser neutral en el horizonte de proyección.

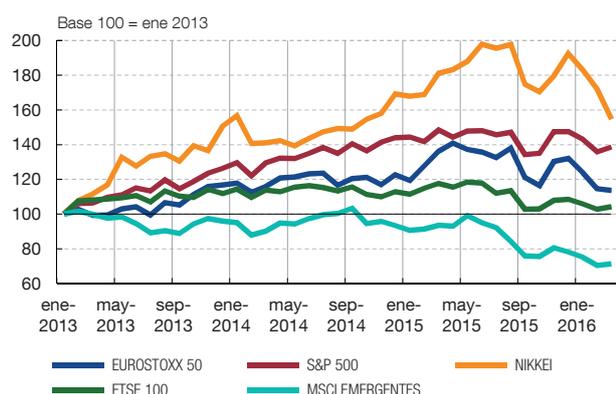
2.1 Entorno exterior del área del euro

Durante los últimos tres meses, el escenario económico internacional se caracterizó por el ritmo moderado de avance de la actividad global y por el retorno de las turbulencias a los mercados financieros. De hecho, en las primeras semanas del año los mercados experimentaron importantes pérdidas, que se recuperaron, en parte, desde mediados de febrero, sin que estas oscilaciones de las variables financieras tuvieran un correlato cercano con la evolución más estable de los indicadores económicos. En efecto, la actividad en las economías avanzadas de fuera del área del euro perdió algo de dinamismo a finales de 2015, lo que se interpretó como un desarrollo transitorio, dados el mantenimiento de una sólida recuperación de los mercados laborales y la mejora en la evolución de los indicadores de alta frecuencia de Estados Unidos en el primer trimestre. En las economías emergentes, continuó la desaceleración gradual de China, pero se confirmó el sostenimiento del crecimiento en Asia emergente y en Europa Central y del Este. En América Latina, los comportamientos fueron heterogéneos, destacando la profundización de la recesión en Brasil en la parte final de 2015, por un lado, y la mejor evolución de México y de Perú, por otro. En este contexto, las tasas de inflación se mantuvieron en niveles muy reducidos en los países desarrollados, con aumentos del componente subyacente, y se mantuvieron o profundizaron las políticas monetarias de corte expansivo. En algunas economías emergentes, las tasas de inflación aumentaron significativamente como consecuencia de las depreciaciones de sus monedas, con lo que algunos bancos centrales (en particular, latinoamericanos) subieron los tipos de interés oficiales durante el trimestre.

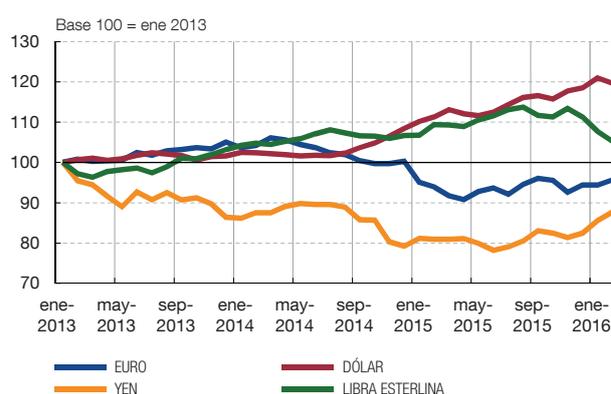
La evolución de los mercados financieros durante el primer trimestre de 2016 fue relativamente más desfavorable en los países desarrollados que en los emergentes, si bien en ambos casos se registraron dos fases diferenciadas (véase gráfico 2). En la primera se registraron pérdidas generalizadas en los mercados bursátiles y aumentó notablemente la aversión al riesgo, por la incertidumbre en torno al crecimiento económico mundial, las dudas sobre la política cambiaria de China y la importante caída del precio del petróleo, que alcanzó mínimos desde 2003. A estos factores globales se unieron otros de carácter idiosincrásico y, en las economías avanzadas, las preocupaciones por la rentabilidad del sector bancario. A partir de mediados de febrero, el aumento del precio del petróleo —hasta sobrepasar, en el caso del barril de *Brent*, los 40 dólares, a raíz de los acuerdos alcanzados por algunos países productores de no incrementar la producción—, la estabilización de la cotización del yuan y la mejora de los datos coyunturales de Estados Unidos introdujeron un tono más positivo, de recuperación de las bolsas y de reducción de la volatilidad y de los diferenciales de tipos de la deuda más arriesgada. A pesar de ello, las bolsas de países desarrollados mantuvieron pérdidas en relación con el inicio del año, particularmente intensas para el índice japonés y los índices bancarios. Las bolsas en las economías emergentes, excepto en el caso de China, registraron ganancias y sus diferenciales soberanos se redujeron, excluyendo Europa emergente. En el mercado de deuda pública, cayeron las rentabilidades del bono soberano estadounidense a diez años, que cerró por debajo del 2 %, y del japonés, que culminó el trimestre con rentabilidades negativas. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció frente al euro, frenando la tendencia observada en trimestres anteriores.

La desaceleración de la actividad en las economías avanzadas de fuera de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2015 fue bastante generalizada (véase gráfico 3). En Estados Unidos, el crecimiento trimestral se situó en el 1,4 % anualizado, debido a la desaceleración del consumo privado y, sobre todo, de la inversión no residencial. Sin embargo,

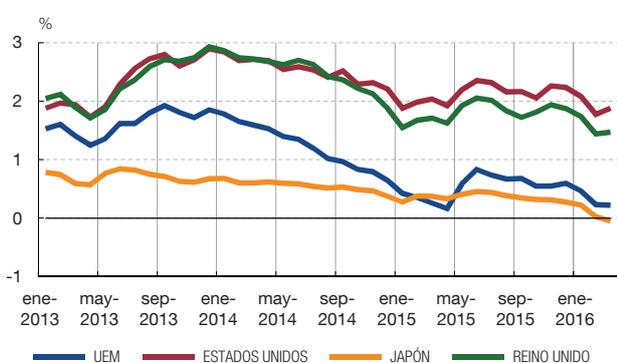
1 ÍNDICES BURSÁTILES



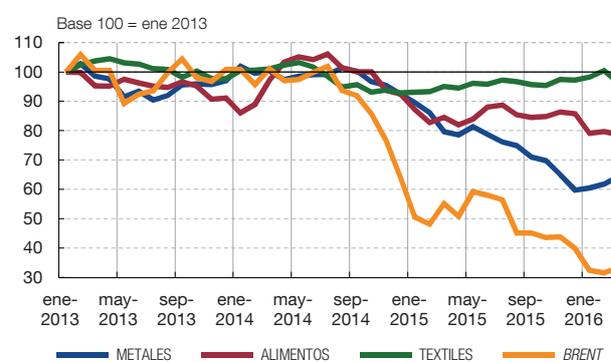
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



4 MATERIAS PRIMAS

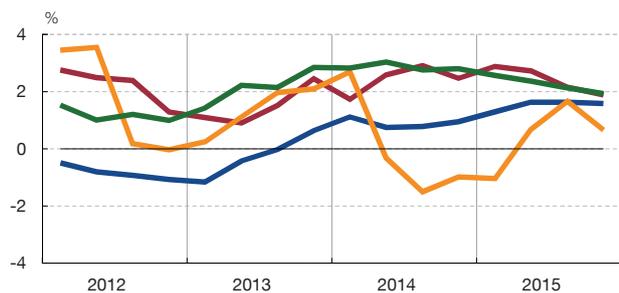


FUENTES: Datastream y Banco de España.

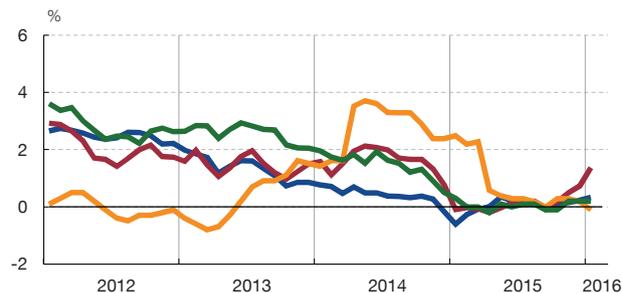
a Rendimientos de la deuda pública a diez años.

los indicadores adelantados para el primer trimestre se han situado en línea con lo esperado. En Reino Unido, la actividad mostró una mayor resistencia (0,5% intertrimestral), si bien la inversión residencial y el sector exterior contribuyeron negativamente al crecimiento. Los indicadores adelantados disponibles apuntan a un menor dinamismo de la actividad, en paralelo al incremento de la incertidumbre asociada al referéndum de junio sobre la permanencia del país en la Unión Europea. En Japón, el PIB del cuarto trimestre se situó en terreno contractivo (-1,1% intertrimestral anualizado) y los indicadores de alta frecuencia de enero mostraron señales pesimistas. Las tasas de inflación, subyacentes y generales, se mantuvieron en niveles muy reducidos en estas economías, si bien evolucionaron de manera heterogénea. En Estados Unidos sorprendió al alza, situándose la tasa subyacente en el 2,3% en términos interanuales en febrero, se mantuvo en Reino Unido (en el 1,2%) y aumentó en Japón (hasta el 0,8%). Por su parte, los salarios nominales continuaron creciendo a tasas moderadas, a pesar de la fortaleza mostrada por los mercados laborales (véase recuadro 3). En este contexto, los bancos centrales mantuvieron o ampliaron el tono expansivo de sus políticas monetarias. La Reserva Federal mantuvo los tipos de interés y mostró un sesgo más acomodaticio que en el trimestre anterior, debido a la preocupación por el impacto de los acontecimientos internacionales en la economía estadounidense. En esta línea, tanto los mercados como los miembros del Comité de Política Monetaria revisaron notablemente a la baja sus expectativas de subidas del tipo de interés oficial. El Banco de Inglaterra mantuvo sin

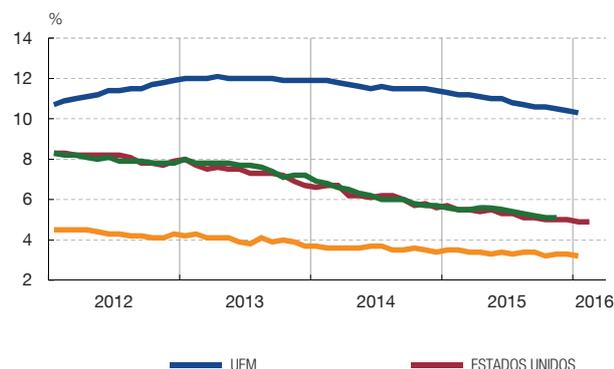
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



2 INFLACIÓN
Tasa interanual



3 TASA DE PARO (a)



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

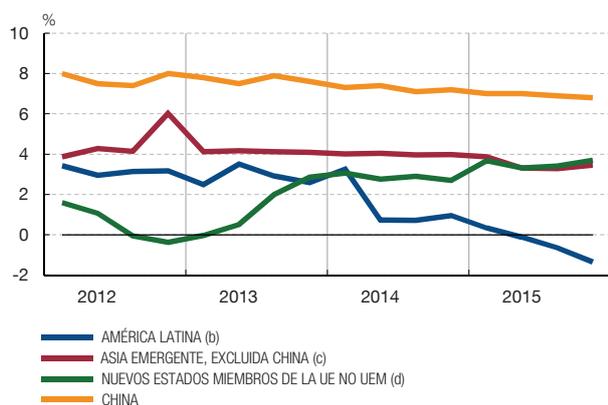
a Porcentaje de la población activa.

cambios los tipos de interés y el programa de adquisición de activos, incorporando novedades con herramientas macroprudenciales. El Banco de Japón introdujo una política de tipos de interés negativos, manteniendo sin cambios los programas de compras de activos, mientras que retrasó el logro del objetivo de inflación hasta la segunda mitad de 2017.

Entre las economías emergentes, China concentró la mayor parte de la atención, por el proceso de reformas que está abordando (véase gráfico 4). El PIB se desaceleró moderadamente en el último tramo de 2015 (6,8 % interanual), en línea con lo previsto, y los indicadores de alta frecuencia disponibles para el primer trimestre de 2016 siguen mostrando señales de debilidad, especialmente en los ámbitos de las manufacturas y de las exportaciones. La tasa de inflación aumentó a lo largo del trimestre (2,3 % interanual), si bien se mantuvo por debajo del objetivo oficial (3 %). En este contexto, las autoridades monetarias redujeron el coeficiente de reservas en 50 puntos básicos (pb) en febrero.

En América Latina, los datos del PIB del cuarto trimestre reflejaron la intensidad de la recesión en Brasil (-1,4 % intertrimestral), con un fuerte ajuste de la demanda interna que no pudo ser compensado por el avance de las exportaciones. En Argentina, Chile, México, Colombia y Perú, sin embargo, el crecimiento del PIB aumentó en 2015, hasta tasas de entre el 2,1 % y el 3,3 %, a pesar de que la actividad tendió a debilitarse en el cuarto trimestre. En Venezuela, el PIB cayó con intensidad en 2015 (-5,7 %). La inflación moderó, en general, su senda ascendente en el trimestre, alcanzando el 7,1 % en enero en los

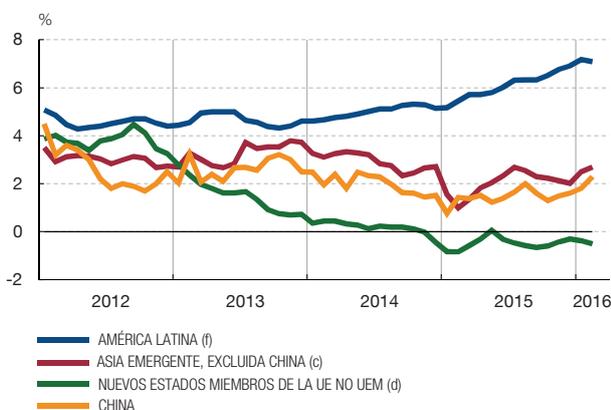
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



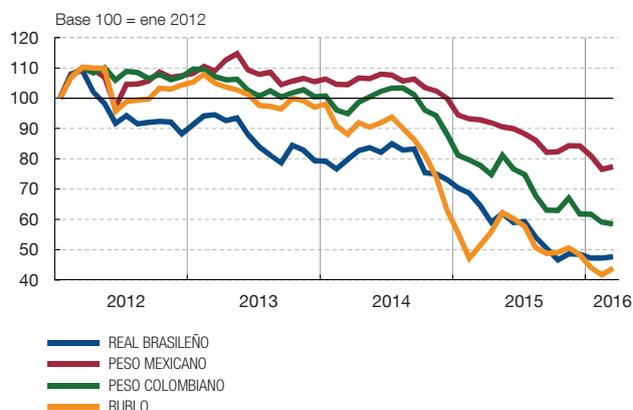
2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



3 PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (g)



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 Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.
- g Una disminución del índice supone depreciación de la moneda local.

países con objetivos de inflación. En este contexto, el Banco de México incrementó de forma inesperada el tipo de interés oficial en 50 pb, mientras que los bancos centrales de Colombia y de Perú elevaron sus tasas en 75 pb y 50 pb, respectivamente, durante el trimestre. En Colombia, México y Chile se anunciaron paquetes de ajuste fiscal ante el bajo precio de las materias primas.

En otras regiones emergentes, cabe destacar que en Asia emergente (excluida China) la actividad económica se desaceleró ligeramente en el cuarto trimestre (5,6 %), debido a la evolución de India, que, aun así, registró un avance del 7,3 % interanual, mientras que la inflación repuntó ligeramente en varias de estas economías. En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el crecimiento se mantuvo robusto, con un ritmo intertrimestral del 0,9 %, mientras que la inflación continuó en terreno negativo (-0,2 % interanual en enero).

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

En el área del euro, la recuperación económica ha perdido cierto vigor en la última parte de 2015 y principios de 2016. En un contexto marcado por la incertidumbre sobre la evolución de las economías emergentes, la debilidad del comercio mundial y diversos episodios de inestabilidad financiera, el crecimiento del área ha continuado apoyándose en el consumo privado y, en los meses más recientes, en el público, mientras que las exportaciones han perdido dinamismo y la inversión productiva no termina de despegar. A principios de marzo, el ejercicio de proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE constató que la aceleración de la actividad económica proyectada meses atrás no se materializará a lo largo de este año. Así, la expectativa de crecimiento para el conjunto del año se revisó a la baja en 0,3 pp, hasta el 1,4 %. Más a medio plazo, el ejercicio sigue anticipando la continuidad de ritmos de crecimiento del PIB relativamente modestos a lo largo de todo el horizonte de proyección, hasta 2018.

En los mercados financieros, las preocupaciones sobre la disminución del ritmo de crecimiento en las economías emergentes y sus potenciales efectos en las economías desarrolladas, que cuentan con escaso margen de respuesta de política económica, dieron lugar a nuevos episodios de volatilidad y de *huida hacia la calidad* en los primeros meses de 2016. El incremento de la aversión al riesgo propició una corrección de los precios de los activos percibidos como menos seguros, que afectó, entre otros, a las bolsas y, en particular, a las cotizaciones de los bancos del área del euro, lastrados por recelos sobre la calidad del activo en algunas jurisdicciones, la incertidumbre acerca de los efectos de algunos elementos regulatorios introducidos recientemente y la baja rentabilidad del sector. La inquietud se extendió también a la deuda soberana de países con peor calificación crediticia, como Portugal. Estos movimientos, junto con la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro a la que dio lugar la ralentización esperada del proceso de normalización de los tipos de interés en Estados Unidos, implicaron un deterioro de las condiciones financieras del área.

Por su parte, la evolución de la inflación continuó sorprendiendo a la baja. Las sorpresas negativas, que afectaron muy especialmente al componente energético, se extendieron en esta ocasión a los componentes menos volátiles del IAPC. Así, este índice volvió a tasas negativas en febrero (-0,2 %), al tiempo que la inflación subyacente ralentizó su ritmo en dos décimas (hasta el 0,8 %) y los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo se deslizaron hacia mínimos históricos. También el BCE recortó significativamente en marzo sus proyecciones de inflación en todo el horizonte del ejercicio hasta niveles netamente alejados de la referencia del 2 %: 0,1 %, 1,3 % y 1,6 % en 2016, 2017 y 2018, respectivamente.

A la vista de los riesgos crecientes de incumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE decidió intensificar el tono expansivo de la política monetaria en su reunión del 10 de marzo. Con esta finalidad, el Consejo aprobó un conjunto extenso de medidas, que incluyó recortes de los tipos de interés oficiales, una ampliación, que se suma a la acordada en diciembre, del Programa de Compra de Activos y un nuevo programa de financiación bancaria a largo plazo (TLTRO II). El paquete de actuaciones, que se detalla en el recuadro 4, deberá contribuir a relajar en mayor medida las condiciones financieras y a estimular la oferta de crédito, con el objetivo último de acelerar la vuelta de la inflación a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Según la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro avanzó un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2015, el mismo ritmo que en el trimestre anterior (véase cuadro 2), de modo

	2014			2015				2016
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	0,1	0,3	0,4	0,6	0,4	0,3	0,3	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,0	0,4	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	
Variación de existencias	0,0	-0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,3	0,1	
Demanda exterior neta	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,3	
Otros indicadores								
Tasa de paro	11,6	11,5	11,5	11,2	11,0	10,7	10,5	10,3
IAPC (tasa interanual)	0,5	0,3	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,2	-0,2
IPSEBENE (tasa interanual)	0,9	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,9	0,8

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

a Información disponible hasta el 31 de marzo de 2016.

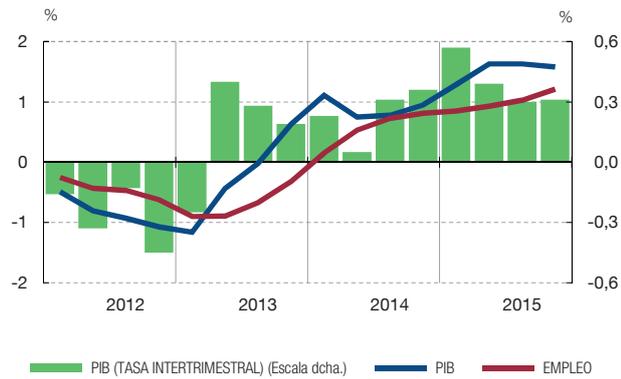
que el crecimiento en el conjunto del año se situó en el 1,5 %. Por componentes, el avance del producto en el tramo final del año se sustentó en la aceleración del consumo público, impulsado por el gasto asociado a la acogida de refugiados en algunos países, y de la formación bruta de capital fijo, debido al avance de la inversión en construcción ante la favorable climatología. Por el contrario, las exportaciones mantuvieron ritmos de crecimiento moderados y el consumo privado disminuyó su dinamismo, destacando especialmente la desaceleración observada en el caso de Francia como consecuencia de los atentados terroristas de París en noviembre. Por países, la desaceleración de la actividad económica tuvo carácter generalizado, si bien persistió cierta heterogeneidad. Así, Alemania y Francia crecieron un 0,3 %, mientras que Italia volvió a moderar su crecimiento, hasta el 0,1 %.

La información coyuntural correspondiente al primer trimestre de 2016 apunta, en general, a una continuación de la recuperación económica, aunque a ritmos todavía moderados (véase gráfico 5). Así, las ventas del comercio minorista, que habían mostrado una fortaleza sostenida en los últimos meses de 2015, aminoraron su crecimiento en enero, en consonancia con el retroceso experimentado por los indicadores de confianza del sector y de los consumidores en los dos primeros meses del año. En el caso de la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva avanzó ligeramente en este trimestre, pero empeoró la valoración de la cartera de pedidos de las empresas, de los destinados tanto al mercado interior como a la exportación.

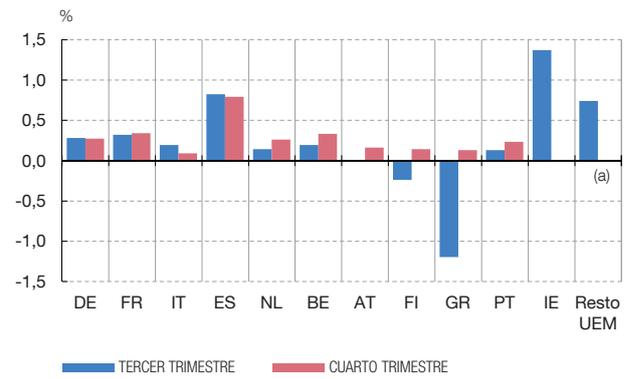
Por el lado de la oferta, tanto los indicadores de confianza empresarial elaborados por la CE como las encuestas realizadas a los directores de compras mostraron sendos retrocesos en la industria y en los servicios en el conjunto del primer trimestre. Sin embargo, la producción industrial, si bien es un indicador sujeto a mucha volatilidad, repuntó en enero, tras la debilidad de los últimos meses de 2015. Por su parte, la tasa de paro descendió hasta el 10,3 %, aunque las expectativas de creación de empleo que se desprenden de las encuestas de la CE empeoraron en todas las ramas de actividad, con la excepción de los servicios.

En conjunto, el riesgo de que se posponga a corto plazo la esperada aceleración de la actividad en el área ha aumentado en los últimos meses, debido a la incidencia de un conjunto

1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual



2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral



3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

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

Descargar

	2016		2017	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (marzo de 2016)	1,4	0,1	1,7	1,3
Comisión Europea (febrero de 2016)	1,7	0,5	1,9	1,5
Fondo Monetario Internacional (enero de 2016)	1,7	—	1,7	—
OCDE (febrero de 2016)	1,4	—	1,7	—
<i>Consensus Forecast</i> (marzo de 2016)	1,5	0,3	1,6	1,4
Eurobarómetro (marzo de 2016)	1,6	0,3	1,7	1,4

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

de factores adversos, entre los que destacan el deterioro de las expectativas de crecimiento global y la debilidad del comercio internacional, la volatilidad de los mercados financieros y la creciente incertidumbre de naturaleza geopolítica. Así, la mayoría de las previsiones publicadas por organismos internacionales y analistas privados en las últimas semanas han revisado a la baja las expectativas de crecimiento del área (véase cuadro 3), que, no obstante, mantienen un perfil de progresiva aceleración. Entre las más recientes, las proyecciones publicadas por el BCE, que incluyen solo parcialmente el efecto de las medidas de política monetaria adoptadas en marzo, situaron el crecimiento del PIB en el 1,4 %, 1,7 % y 1,8 % en 2016, 2017 y 2018, respectivamente.

En el terreno de los precios, a medio plazo, la persistencia de una elevada brecha de producción y el avance moderado de los salarios sugieren una recuperación muy gradual de la inflación para el conjunto del área, según evidencian los indicadores de expectativas de inflación (véase gráfico 6). Este es, de hecho, el escenario central que recogen las previsiones más reciente del BCE, que anticipan valores muy modestos de la inflación en todo el horizonte de proyección: 0,1 % en 2016, 1,3 % en 2017 y 1,6 % en 2018. El conjunto de actuaciones aprobadas por el Consejo de Gobierno del BCE a principios de marzo deberá contribuir a una relajación adicional de las condiciones financieras, apuntalar la recuperación económica del área y acelerar, por tanto, la vuelta de la inflación a tasas compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

En otros ámbitos de la política económica, el Eurogrupo publicó, tras su reunión del 7 de marzo, una evaluación de las perspectivas presupuestarias para 2016 a la luz de las últimas predicciones macroeconómicas publicadas por la CE. Según esta información, el déficit presupuestario de las AAPP del área del euro continúa moderándose, debido en buena medida al crecimiento de la actividad económica, la reducción del desempleo y los menores pagos por intereses de la deuda. En términos estructurales, el tono de la política fiscal del conjunto del área se mantiene prácticamente neutro, si bien se juzga que es algo más expansivo que lo previsto en otoño. El Eurogrupo alertó de que siete países del área del euro presentan riesgos de incumplimiento de los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Entre estos se hallan España y Portugal, ambos actualmente en el componente correctivo del Pacto, que según la CE deberán implementar medidas adicionales para asegurar la corrección del déficit excesivo en el plazo acordado.

En el ámbito de los desequilibrios macroeconómicos, la CE publicó los resultados de los exámenes en profundidad (*in-depth reviews*) realizados a los países de la UE. A pesar de una cierta mejora general, los exámenes constatan la existencia de desequilibrios en doce países, que deberán mantener los esfuerzos para reducir la deuda pública y privada,

1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



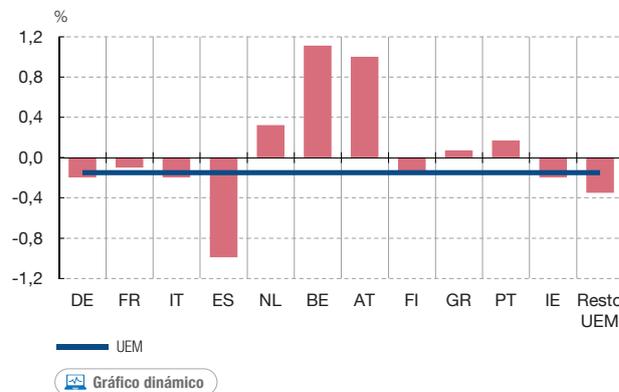
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL
Febrero de 2016



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

Descargar

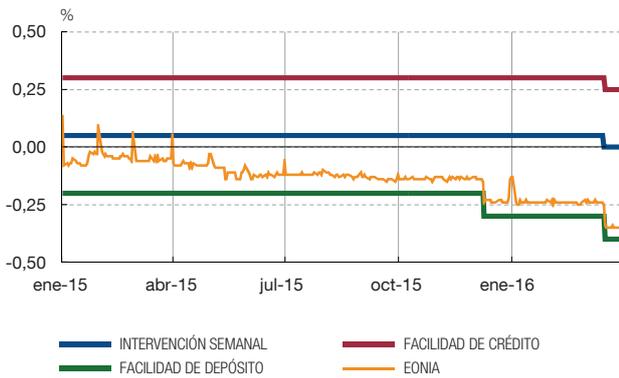
umentar la eficiencia de sus mercados laborales, garantizar la sostenibilidad de los sistemas de seguridad social y mejorar el entorno empresarial. Entre los países del área del euro, la CE calificó los desequilibrios existentes como excesivos en Italia, Francia y Portugal, aunque no inició el correspondiente procedimiento en ninguno de los casos.

Por último, el 31 de marzo está previsto que Chipre, siguiendo los pasos de Irlanda y de Portugal, concluya su programa de asistencia sin necesidad de apoyo financiero adicional.

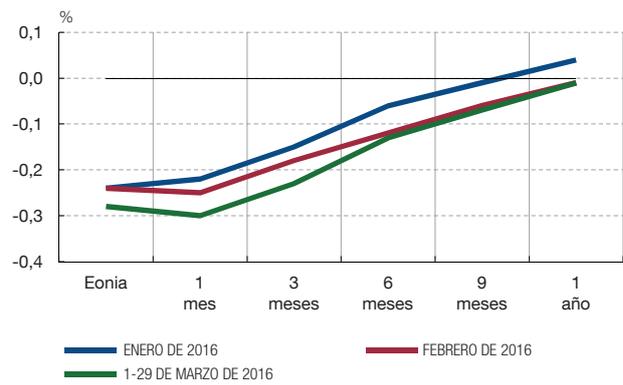
EVOLUCIÓN FINANCIERA
Y POLÍTICA MONETARIA

En un contexto de escaso margen de maniobra de las políticas económicas, la incertidumbre creciente sobre el menor crecimiento global y sus potenciales repercusiones sobre las economías desarrolladas dio lugar a nuevos episodios de volatilidad y huida hacia activos percibidos como seguros, que afectaron a los mercados financieros en los primeros meses de 2016 (véase gráfico 7). El incremento de la aversión al riesgo propició una intensa corrección de las cotizaciones bursátiles, que incidió con especial intensidad en los bancos del área del euro, lastrados por preocupaciones sobre la calidad de su activo, algunas incertidumbres sobre elementos específicos de las regulaciones que han entrado en vigor recientemente y, en general, las pobres perspectivas de rentabilidad del negocio bancario. También se vio afectada de forma particular la deuda soberana de países de peor calificación

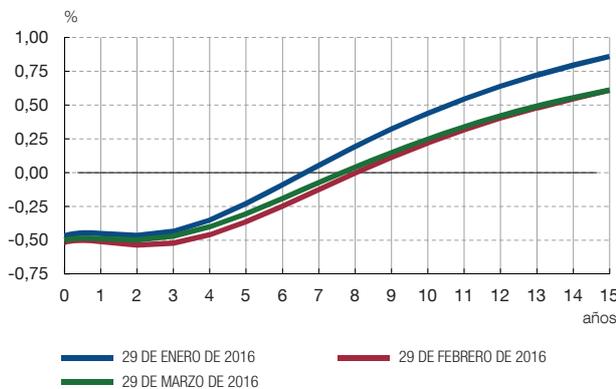
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



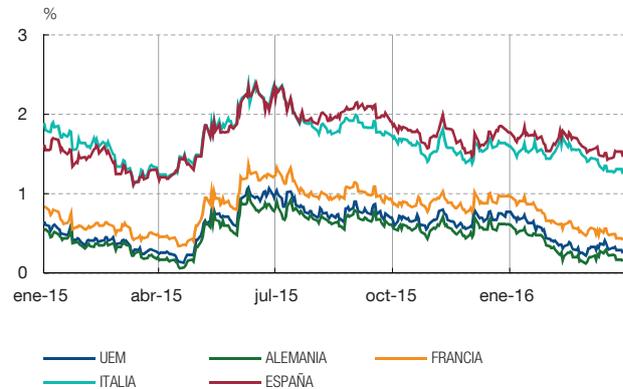
2 MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



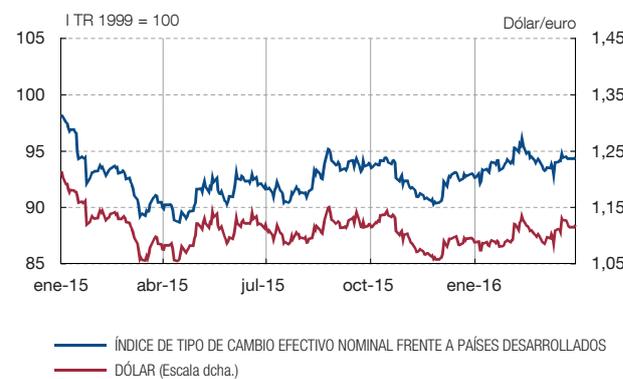
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



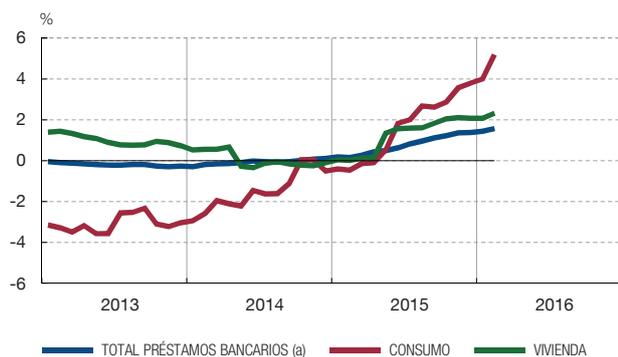
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

crediticia, como Portugal. Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció, impulsado por la percepción de que el ciclo de subidas de tipos oficiales en Estados Unidos puede retrasarse respecto a lo anticipado hace solo unos meses. Todo ello propició un deterioro significativo de las condiciones financieras del área del euro, que solo se interrumpió a raíz de que los mercados comenzaran a anticipar el amplio paquete de medidas de estímulo monetario que el Consejo de Gobierno del BCE adoptaría finalmente en su reunión de principios de marzo (véase recuadro 4).

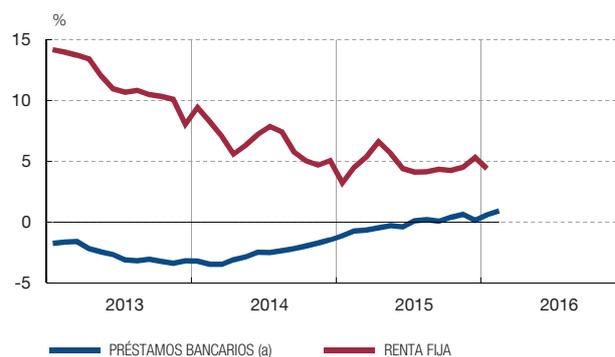
1 HOGARES

Tasas de variación interanual



2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

Durante el trimestre, los mercados de deuda pública vieron recortadas las rentabilidades negociadas, con la excepción de las correspondientes a la deuda pública de Grecia y de Portugal. La rentabilidad del bono alemán a diez años se redujo hasta alcanzar el 0,1 % a la fecha de cierre de este Boletín, algo más de 45 pb por debajo de los valores registrados a finales de 2015. El diferencial con respecto a la deuda americana se amplió en el tramo final del trimestre hasta los 173 pb.

Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció un 1,5 % en relación con los niveles registrados al cierre de 2015 (véase gráfico 7). El euro se fortaleció un 2,8 % frente al dólar, cotizando en el entorno de los 1,12 dólares/euro en el tramo final del trimestre. Desde finales del pasado año, el euro se ha apreciado un 6,9 % frente a la libra, un 3,2 % frente al yuan y un 0,7 % frente al franco suizo, aunque ha retrocedido un 3 % frente al yen.

En los mercados bursátiles se produjo un aumento de la volatilidad a comienzos del año, y, a la fecha de cierre de este Boletín, el índice EUROSTOXX 50 acumulaba una caída del 8 % desde principios de 2016, a pesar de la recuperación de las cotizaciones bursátiles observada desde mediados de febrero.

Por último, el crédito bancario al sector privado evolucionó de forma muy positiva, con una mejora general tanto por sectores como por países. Así, la tasa de variación interanual de los préstamos dirigidos a sociedades no financieros (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) se incrementó en febrero tres décimas, hasta el 0,9 %, y el crecimiento de los préstamos se aceleró dos décimas, hasta el 1,6 % (véase gráfico 8). El agregado monetario amplio M3 mantuvo el mismo ritmo de avance, del 5 % interanual.

Uno de los aspectos de la actual fase de recuperación cíclica en Estados Unidos y Reino Unido que ha suscitado mayor atención es la moderación en el crecimiento de los salarios, incluso en un entorno en el que la tasa de paro se ha reducido sensiblemente. En este recuadro se analizan las posibles causas de este comportamiento, así como sus posibles implicaciones.

Como se puede apreciar en los gráficos 1 y 3, desde el inicio de la crisis los salarios nominales en ambos países han presentado un crecimiento inferior al registrado en ciclos de recuperación precedentes, teniendo en cuenta la reducción que ha experimentado la tasa de paro. Tomando como referencia los precios de producción, el crecimiento de los salarios reales ha sido aún más débil en ambas economías, con descensos en varios momentos desde

que se inició la crisis global. Solo desde finales de 2014, el salario real se ha incrementado a un ritmo similar al promedio de la etapa previa a la crisis. En gran parte, tras esta recuperación subyace un descenso de la inflación a escala global, influida por el retroceso de los precios de las materias primas, que se ha ido propagando a un buen número de economías avanzadas, incluidas las dos analizadas aquí.

Este comportamiento podría obedecer a varias razones, no siempre comunes a estas dos economías. Por un lado, puede reflejar que la tasa de paro ha dejado de ser un indicador suficiente del grado de holgura del mercado de trabajo. En particular, esta puede ser mayor cuando se tiene en cuenta el tipo de empleo creado (aumento del trabajo a tiempo parcial, con una proporción elevada

ESTADOS UNIDOS

Gráfico 1
SALARIOS Y TASA DE PARO EN PERÍODOS DE RECUPERACIÓN (a)

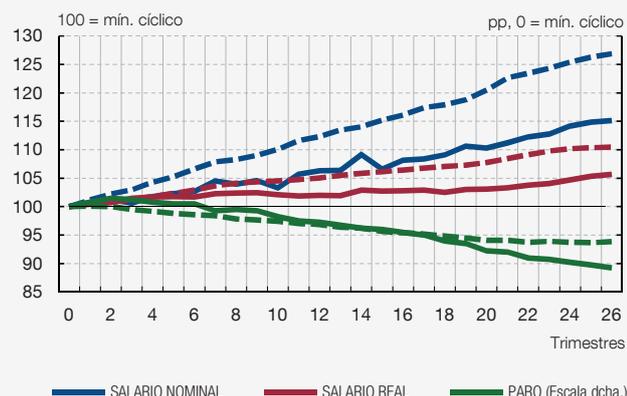


Gráfico 2
PRECIOS, COSTES LABORALES Y MARGEN EMPRESARIAL



REINO UNIDO

Gráfico 3
SALARIOS Y TASA DE PARO EN PERÍODOS DE RECUPERACIÓN (a)

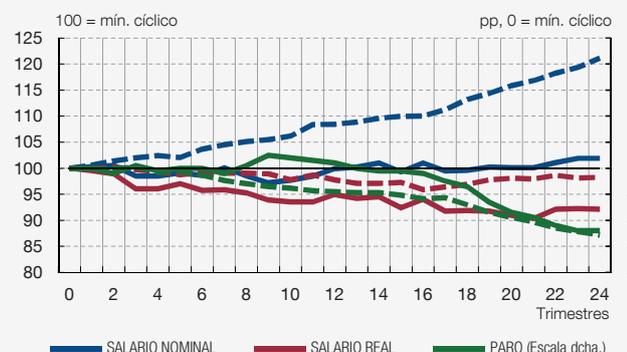
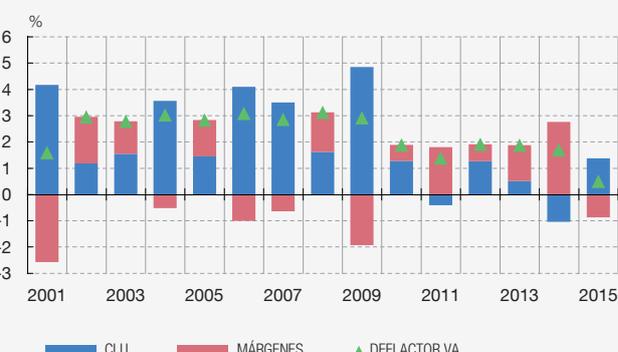


Gráfico 4
PRECIOS, COSTES LABORALES Y MARGEN EMPRESARIAL



FUENTES: Thomson-Reuters Datastream, Bureau of Labor Statistics y ONS.

a Las líneas continuas corresponden a la recuperación iniciada en el tercer trimestre de 2009. Las líneas discontinuas corresponden al promedio de las tres recuperaciones anteriores.

de trabajadores que desearían trabajar a tiempo completo, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido) o el descenso de la tasa de participación (más relevante en Estados Unidos), que indicaría, en parte, un aumento cíclico de la fracción de trabajadores desanimados. El grado de holgura también podría ser mayor como consecuencia de la reducción de la tasa de paro de equilibrio. Sin embargo, los desplazamientos observados en la curva de *Beveridge*¹ en Estados Unidos durante la fase posterior a la crisis parecen rebatir esta posibilidad. Otra hipótesis apuntada por la Reserva Federal para explicar este fenómeno es la conocida como deflación salarial «embalsada», que señala que las dificultades para que los salarios nominales se reduzcan hacen que en las recesiones el grueso del ajuste recaiga sobre el empleo y, así, al iniciarse la recuperación también es el empleo el que aumenta, sin que los salarios suban². Alternativamente, también es posible que la menor presión ejercida sobre los salarios por el descenso de la tasa de paro, en comparación con períodos anteriores, esté relacionada con un reducido grado de rotación de un empleo a otro, en ambos países. También pueden existir efectos composición sectorial para explicar este fenómeno, si el empleo creado se ha materializado, principalmente, en sectores de menores niveles salariales que requieren una cualificación inferior; esta es una de las hipótesis que maneja el Banco de Inglaterra y que sería coherente con el también modesto aumento de la productividad del trabajo. Otro efecto composición se advierte en Estados Unidos, cuando por motivos cíclicos (trabajadores con bajos salarios contratados para desempeñar empleos a tiempo completo) y estructurales (jubilación de los *baby-boomers* con elevados salarios) los incrementos salariales agregados son reducidos³.

- 1 La curva de *Beveridge* recoge la relación que existe entre la tasa de paro de un país y la tasa de puestos de trabajo vacantes. Esta curva se desplaza ante distintas perturbaciones, entre ellas las que afectan a la tasa de paro estructural.
- 2 Obsérvese que este es el fenómeno contrario al *labor hoarding*, por el cual las empresas en situaciones de recesión prefieren retener a sus trabajadores ante las dificultades que pueden tener para contratarlos cuando las circunstancias mejoren.
- 3 M. Daly, B. Hobbijn y B. Pyle (2016), «What's up with wage growth?», *FRBSF Economic Letter*, julio.

La debilidad de los salarios reales podría reflejar, también, la modesta evolución de la productividad del trabajo, que apenas ha crecido desde 2011, una vez que desapareció el efecto positivo sobre esta variable de la destrucción de puestos de trabajo entre 2009 y 2010. De hecho, varias de las explicaciones previas también implican menores ganancias de eficiencia productiva, pero pueden existir motivos adicionales. La productividad del trabajo depende positivamente de la intensidad del capital de la economía (relación capital-trabajo) y de la productividad total de los factores (PTF), que refleja factores como el cambio tecnológico, la calidad del capital humano, la eficiencia y la reasignación de recursos, entre otros. La detención o ralentización del descenso secular que venía mostrando el precio relativo del capital respecto al trabajo podría haber contribuido a un menor dinamismo de la inversión empresarial y, por tanto, al descenso de la ratio capital-trabajo. Además, el bajo crecimiento de la PTF tras la crisis podría señalar el agotamiento de la etapa ligada a la implantación de avances en las tecnologías de la información y las telecomunicaciones (TIC) en amplios sectores de la economía sin que se haya producido la incorporación de una nueva ola de avances tecnológicos a la actividad económica. Con todo, en los años posteriores a la crisis los salarios reales crecieron menos que la productividad, implicando una reducción de los costes laborales unitarios reales y presiones a la baja sobre la inflación.

No obstante, en los trimestres más recientes se ha observado una recuperación del salario real en Reino Unido y, sobre todo, en Estados Unidos, que no se ha visto acompañada de un incremento comparable de la productividad. Ello se ha traducido en una cierta compresión de los márgenes empresariales en ambas economías, especialmente en 2015 (véanse los gráficos 2 y 4, que aproximan los márgenes por el diferencial de crecimiento entre el deflactor del valor añadido y el coste laboral unitario). Resulta difícil calibrar la naturaleza más o menos transitoria de esta situación, pero podría ocurrir que las empresas intenten recuperar el estrechamiento de márgenes que han registrado. Este proceso de reversión puede producirse por diferentes vías, incluyendo un incremento de los precios de los productos, un recorte del empleo que dé lugar a incrementos de la productividad o un mayor grado de moderación salarial.

Como se ha comentado en el texto principal, la constatación de riesgos crecientes de incumplimiento del objetivo de estabilidad de precios condujo al Consejo de Gobierno del BCE a reconsiderar, en su reunión del 10 de marzo, el tono de la política monetaria y a adoptar un conjunto amplio de actuaciones en este sentido. Los acuerdos adoptados son de tres tipos. En primer lugar, el Consejo decidió reducir los tipos de interés oficiales. En segundo, se amplió el Programa de Compra de Activos en varias dimensiones. Y, en tercer lugar, se aprobaron nuevas operaciones de financiación a largo plazo para las entidades bancarias con la intención de reforzar la transmisión de la política monetaria a través del canal crediticio. Considerado en su conjunto, el paquete de medidas —que tendrá efectos sobre el tamaño y la composición del balance del BCE— supone un estímulo monetario adicional significativo.

En relación con los tipos de interés oficiales, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de la facilidad de depósito en 10 pb, situándolo en el -0,40 %, y en 5 pb el de las operaciones principales de financiación y el de la facilidad de crédito, hasta el 0 % y el 0,25 %, respectivamente. Además, el Consejo indicó que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un tiempo prolongado, más allá del horizonte de las adquisiciones previstas bajo el Programa de Compra de Activos. En una situación de exceso de liquidez como la actual, la disminución del tipo de interés de la facilidad de depósito tiene un efecto directo inmediato sobre las rentabilidades de los mercados monetarios, que se sitúan en registros negativos en prácticamente todos sus plazos.

Con respecto al Programa de Compra de Activos, el Consejo de Gobierno lo amplió en varias dimensiones. En primer lugar, se incremen-

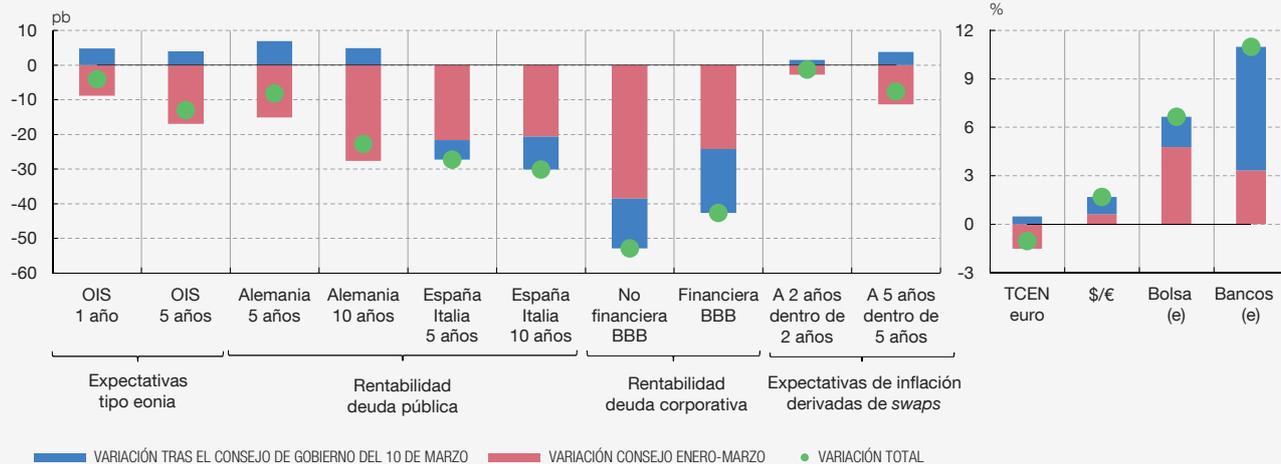
Cuadro 1 PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS DEL BCE

	CBPP3	ABSPP	PSPP	CSPP
Tipo de valores	Covered bonds (a)	Titulizaciones simples	Valores públicos (b)	Bonos corporativos no bancarios
Mercado	Primario/secundario		Secundario	Primario/secundario
Inicio	oct-14	dic-14	mar-15	abr-16
Fin	Al menos, hasta marzo de 2017 (extendido en diciembre de 2015)			
Volumen adquirido (29-feb-16)	158,3 mm	18,57 mm	597,5 mm	—
Cuantía	60 mm de euros mensuales desde marzo de 2015 a marzo de 2016, 80 mm a partir de abril de 2016			

Gráfico 1 BALANCE DEL EUROSISTEMA (c)



Gráfico 2 EVOLUCIÓN RECIENTE DE ALGUNAS VARIABLES FINANCIERAS (d)



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

- a Emisiones de renta fija del tipo de las cédulas hipotecarias en España.
- b Valores públicos emitidos por Administraciones Centrales, agencias e instituciones internacionales establecidas en la zona del euro, y Administraciones Regionales y Locales dentro la zona del euro.
- c Para la extrapolación, el último valor observado del balance se incrementa mensualmente considerando adquisiciones de valores bajo el Programa de Compra de Activos y manteniendo el ritmo observado de reducción de la cartera de valores de los programas inactivos (SMP, CBPP y CBPP2).
- d La barra roja refleja la variación entre el 20 de enero y el 9 de marzo, mientras que la barra azul recoge la variación entre el 9 y el 11 de marzo.
- e «Bolsa» corresponde al índice EUROSTOXX y «Bancos» hace referencia al EUROSTOXX específico para bancos.

ta, a partir de abril, el ritmo de compras mensuales hasta los 80 mm de euros, desde los 60 mm actuales. Esto supone añadir 240 mm de euros a la liquidez que estaba prevista inyectar hasta marzo de 2017, de manera que, durante la vigencia mínima de dos años del Programa, las compras habrán ascendido a un total a 1.740 mm de euros (cerca del 17 % del PIB de la UEM) (véase gráfico 1). Se ajustaron también algunos parámetros adicionales del diseño del Programa para garantizar su correcto funcionamiento, como el límite por emisor y por emisión en las compras de valores emitidos por organismos internacionales y bancos multilaterales de desarrollo admitidos, que aumenta desde el 33 % al 50 %.

Además, las compras periódicas incluirán como activos elegibles del Programa los bonos del sector corporativo no bancario a través de un nuevo programa denominado «CSPP», por sus siglas en inglés. Este programa se pondrá en marcha a finales del segundo trimestre de 2016, añadiéndose a los otros tres programas en curso: CBPP3 y ABSPP, ambos introducidos en 2014, y dirigidos, respectivamente, a *covered bonds* (cédulas hipotecarias) y a titulaciones simples y transparentes respaldadas por préstamos a empresas y familias; y PSPP, con el que desde marzo de 2015 se adquieren bonos de deuda pública (véase cuadro 1). El CSPP contribuirá a reducir el coste de las emisiones de bonos corporativos, reforzando los efectos del Programa sobre las condiciones financieras de la economía. En la medida en que empresas de mayor tamaño desplacen sus decisiones de financiación a los mercados de renta fija, también tendrá un efecto colateral sobre la oferta de préstamos bancarios disponible para las empresas de menor tamaño.

La vigencia mínima del Programa hasta marzo de 2017 se mantuvo inalterada, si bien el Consejo volvió a subrayar que la finalización estará condicionada a que considere que la inflación haya recuperado de forma sostenida una trayectoria compatible con la referencia de medio plazo del 2 %.

Por último, el Consejo anunció una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico de crecimiento del crédito, referidas como TLTRO II, que se celebrarán con periodicidad trimestral a partir de junio de 2016¹.

1 El Consejo ha decidido introducir la posibilidad de un reembolso voluntario adicional para todas las TLTRO vivas en junio de 2016, para permitir el traslado de los fondos en las actuales TLTRO a las TLTRO II. Las dos

Todas las operaciones tendrán un plazo de vencimiento de cuatro años (esto es, junio de 2020 para la primera operación), con la posibilidad de reembolsos voluntarios de manera trimestral al cabo de dos años. El tipo de interés será fijo e igual al de las operaciones principales de financiación vigente en el momento de la adjudicación, y las entidades podrán solicitar hasta un 30 % del valor de su cartera de préstamos elegibles a fecha de 31 de enero. Los préstamos computables serán, como en las TLTRO, los dirigidos al sector privado no financiero de la zona del euro, excluyendo los otorgados a hogares para la adquisición de vivienda. Sin embargo, las TLTRO II tendrán un esquema diferente de incentivos. Las entidades tendrán un valor de referencia para la senda futura de su cartera de préstamos computables, que se calculará, como en el caso de las TLTRO, diferenciando las entidades en proceso de desapalancamiento². No está prevista la amortización forzosa en caso de no alcanzar la referencia. En cambio, si los préstamos concedidos entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018 superan la referencia fijada, el tipo de interés aplicado a los fondos obtenidos a través de las TLTRO II se reducirá durante toda la vida de la operación, pudiendo llegar al tipo de la facilidad de depósito cuando se sobrepase en más de un 2,5 %.

Desde el Consejo de Gobierno de enero, los mercados financieros tuvieron un comportamiento en su conjunto favorable, recogiendo en parte la anticipación de las medidas del BCE y la reacción al anuncio oficial (véase gráfico 2). Las caídas en los tipos de interés sitúan los costes de financiación en niveles muy reducidos, con segmentos amplios de la curva de tipos en terreno negativo. El grado de holgura adquirido por las condiciones de financiación y el mayor dinamismo del crédito deberán contribuir a apuntalar la recuperación económica en el área del euro y, de ese modo, a acelerar la vuelta progresiva de la inflación a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

operaciones pendientes de TLTRO se llevarán a cabo en marzo de 2016 y en junio de 2016, como estaba previsto. El saldo actual en las TLTRO es de unos 430 mm de euros.

2 Concretamente, para las entidades que registraron una financiación neta computable positiva en el período de 12 meses hasta el 31 de enero de 2016, el valor de referencia para la financiación neta será cero. Para las entidades que registraron una financiación neta computable negativa, el valor de referencia será igual a la financiación neta computable en ese período.

3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El crecimiento intertrimestral del PIB en el cuarto trimestre de 2015 fue del 0,8 %, tasa que coincide con la observada en el tercero (véase gráfico 9). Con ello, el año se cerró con un avance del producto del 3,2 %, apoyado en un aumento de la demanda nacional del 3,7 %, mientras que la demanda exterior neta ejerció una aportación negativa de 0,5 pp. El empleo registró un crecimiento elevado, del 3 %, de modo que la productividad aparente del trabajo apenas creció 2 décimas. La fortaleza de la demanda nacional, con su consiguiente impacto expansivo sobre las importaciones, no impidió que la capacidad de financiación de la nación se ampliara hasta el 2,1 % del PIB, lo que se vio favorecido por la repercusión de la caída del precio del petróleo sobre la factura energética, así como por el efecto favorable del retroceso de los costes de financiación sobre el déficit de la balanza de rentas. En el ámbito de las finanzas públicas, el déficit de las Administraciones Públicas del pasado ejercicio fue del 5,2 % del PIB, de modo que se produjo una desviación de 1 pp con respecto al objetivo oficial del 4,2 % del PIB. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre PIB se situó en el 99,2 %, ligeramente por debajo de la registrada en 2014 (99,3 %).

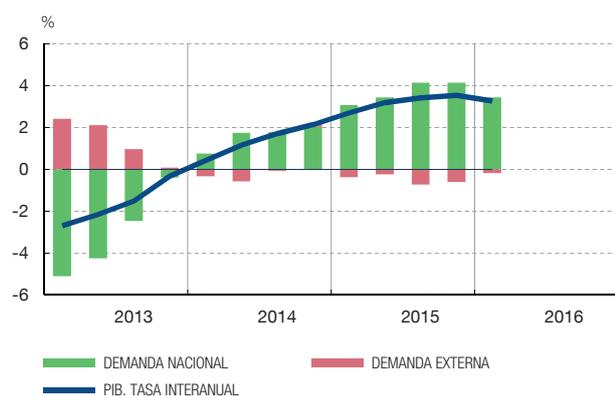
En el trimestre final del año pasado, el ritmo de avance de la demanda interna continuó siendo elevado, si bien experimentó una cierta moderación con relación al trimestre precedente. En concreto, el consumo privado se ralentizó en cuatro décimas en el período octubre-diciembre hasta el 0,7 %, a pesar del impulso sobre las rentas de los hogares procedente de la nueva bajada de precios del petróleo, la devolución parcial de la paga extra que los empleados públicos vieron suprimida en 2012 y la reducción de la imposición sobre la renta introducida en verano. El crecimiento de la inversión fue también algo menor que en el tercer trimestre. Por el contrario, la contribución de la demanda exterior neta, que en el período julio-septiembre había sido negativa, pasó a ser de 0,2 pp en el último trimestre, en un contexto en que las importaciones se desaceleraron con más intensidad que las exportaciones. En tasa interanual, el crecimiento del PIB aumentó en una décima, hasta el 3,5 %. El empleo, por el contrario, se ralentizó en esa misma magnitud, con lo que el ritmo de avance de la productividad se incrementó en 0,2 pp, hasta el 0,5 %.

Según las estimaciones realizadas sobre la base de la información coyuntural más reciente, la expansión del PIB de la economía española habría moderado su intensidad en el tramo inicial de 2016. En concreto, la tasa de crecimiento intertrimestral se habría situado en el primer trimestre en el 0,7 %. El flujo de información disponible apunta a un ligero deterioro de la actividad conforme ha avanzado el trimestre, que habría sido de un orden de magnitud similar al observado en el conjunto del área del euro (véase recuadro 5).

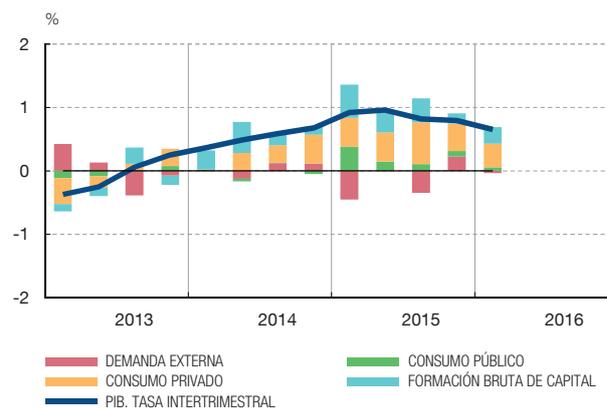
El aumento de la demanda interna habría sido equiparable al del producto, si bien el consumo de los hogares pudo haber experimentado una leve moderación adicional a la observada un trimestre antes. Por su parte, a tenor de la escasa información disponible sobre los flujos de comercio externo, la contribución del saldo neto exterior al avance del producto podría ser, si mantiene la tónica observada en las primeras semanas del año, algo más reducida que la del último trimestre de 2015. Finalmente, el empleo habría seguido mostrando un notable dinamismo, con un incremento intertrimestral del 0,6 %.

Los precios de consumo registraron caídas interanuales en el primer bimestre del año, como reflejo del fuerte retroceso del componente energético, asociado al descenso de los precios

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](#)

del crudo y de la electricidad. En febrero, el ritmo de variación del IPC fue del $-0,8\%$, frente a la tasa nula de diciembre de 2015. La evolución tanto del IPC no energético como del IPSEBENE ha sido mucho más estable. En concreto, ambos indicadores crecieron un 1% en febrero, tasa similar a las que vienen observándose desde el pasado otoño. En los próximos trimestres cabe esperar una cierta aceleración de estos indicadores, a medida que se reduzca el grado de holgura cíclica de la economía (véase recuadro 6).

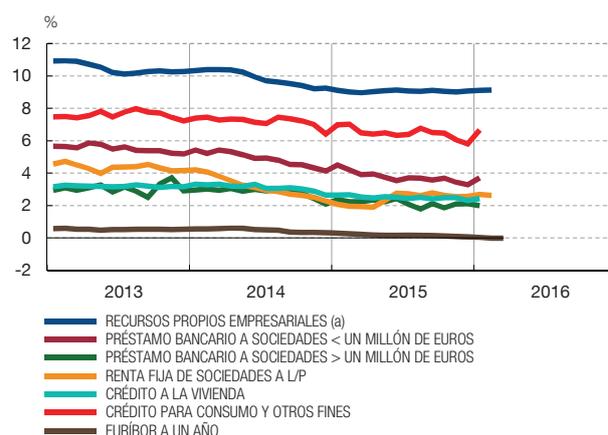
Los mercados financieros españoles se vieron afectados por el episodio de inestabilidad que se registró a nivel internacional entre comienzos de año y mediados de febrero, y que se reflejó en caídas pronunciadas de las cotizaciones de los valores emitidos por las empresas financieras y no financieras que vinieron acompañadas de un repunte de la volatilidad. Desde entonces, se ha observado un tono más positivo. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 acumulaba una pérdida del $7,7\%$ en la parte transcurrida del año, habiendo recuperado un $13,7\%$ desde el momento de máxima caída (véase gráfico 10). Por su parte, las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por las sociedades financieras y no financieras, que se elevaron significativamente durante el primer mes y medio del ejercicio, especialmente en el caso de las de los bancos, se situaban a finales de marzo próximas a los niveles del cierre de 2015. En cambio, las turbulencias en los mercados apenas tuvieron efectos sobre la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo, si bien el diferencial con la referencia alemana repuntó como reflejo del papel de activo refugio de esta última, habiéndose reducido posteriormente hasta situarse en el plazo a diez años en torno a los 130 pb, unos 15 pb por encima de los niveles de principios de año. Finalmente, los tipos de interés interbancarios han seguido descendiendo, situándose el euríbor a un año en terreno negativo ($-0,01\%$), 7 pb por debajo del nivel de finales de 2015.

En principio, no se espera que las turbulencias recientes en los mercados mayoristas tengan un efecto directo a corto plazo sobre el coste del crédito, dado que el grueso de la financiación bancaria se cubre mediante depósitos, cuya rentabilidad tiende a ser más estable. En este sentido, el repunte observado en enero en los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares y sociedades no financieras, tras el descenso que

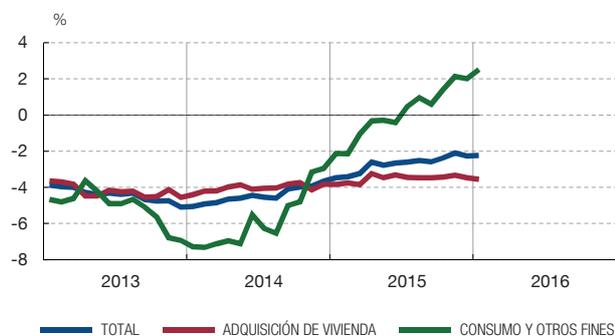
1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



2 COSTE DE FINANCIACIÓN



3 CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES (b)



4 FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES (b)



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

a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

b El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.

c Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

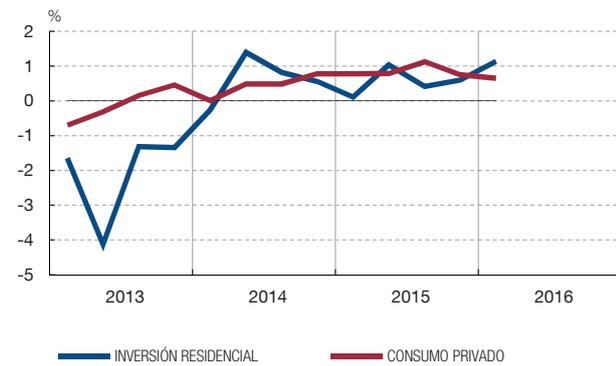
[Descargar](#)

presentaron en el cuarto trimestre de 2015, no parece estar relacionado directamente con estas turbulencias, sino más bien con factores estacionales. El mantenimiento de condiciones de financiación favorables contribuyó a que, durante el período reciente, el volumen de las nuevas operaciones crediticias siguiese aumentando en términos interanuales en la mayoría de los segmentos, aunque a tasas algo menores que en los meses previos. En línea con esta evolución, el ritmo de retroceso del saldo vivo del crédito de empresas y familias siguió desacelerándose entre septiembre y enero. La moderación de los costes de financiación y el retroceso de los pasivos, junto al avance de las rentas, se habrían traducido en un nuevo descenso de los ratios de carga financiera y de endeudamiento de ambos sectores en el cuarto trimestre de 2015. De este modo, el desapalancamiento está descansando progresivamente menos en flujos netos de financiación negativos y en mayor medida en el aumento de las rentas.

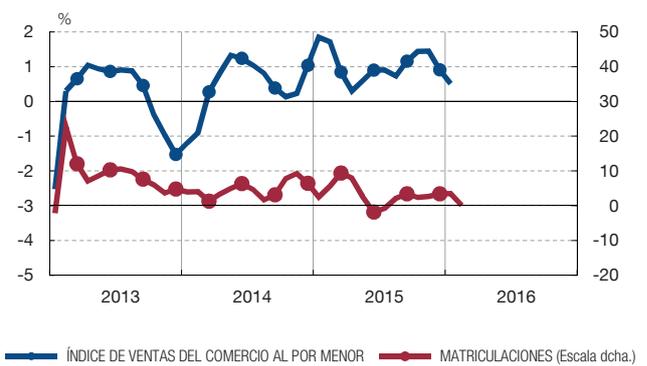
3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares se habría desacelerado ligeramente en el primer trimestre del año, con una tasa de crecimiento que podría cifrarse en torno al 0,6%, una décima por debajo del incremento observado en el cuarto trimestre de 2015 (véase gráfico 11). Entre los indicadores cualitativos, los relativos a la confianza de los consumidores y los comerciantes minoristas mostraron un cierto descenso

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, dividida por su desviación estándar).
- d Suma móvil de doce meses.

[Descargar](#)

en el promedio de enero y marzo en comparación con la media del trimestre precedente. Por su parte, tanto el PMI de bienes de consumo como el de servicios de consumo cayeron en febrero, si bien en el primer caso el nivel medio de enero y febrero se sitúa algo por encima del promedio del último trimestre de 2015, mientras que en el segundo caso ocurre lo contrario. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, tanto el índice del comercio al por menor como el de producción industrial de bienes de consumo se desaceleraron en enero en tasa intertrimestral móvil de tres meses.

Los indicadores disponibles apuntan a que la inversión residencial ha mantenido su trayectoria de recuperación al comienzo de 2016, elevando su ritmo de crecimiento con respecto al observado al final del año, en un contexto en el que los visados de obra nueva han registrado un cierto repunte. Por su parte, según la estadística notarial, las transacciones de vivienda recobraron en enero la tónica de relativa mejora, tras el suave descenso de finales de año, aunque el nivel de operaciones observado (unas 27.000) se situó ligeramente por debajo del promedio mensual de 2015. El incremento de las ventas de viviendas, que continúa centrándose en el segmento de las usadas, se observa tanto en las compras de ciudadanos extranjeros como en las adquisiciones por parte de residentes españoles. Los precios de la vivienda libre, según los datos publicados por el INE, aumentaron

en el cuarto trimestre de 2015 un 4,2 % interanual, si bien retrocedieron un 0,1 % respecto al trimestre anterior. De esta forma, en el conjunto del pasado ejercicio, el precio de la vivienda libre aumentó un 3,6 %, consolidando la pauta de recuperación iniciada el año anterior (véase gráfico 11.4).

Los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito a los hogares repuntaron en enero (muy probablemente, como se ha señalado, por causas estacionales), tanto en el segmento de vivienda como en el de consumo y otros fines, tras el descenso del cuarto trimestre de 2015. En concreto, el coste de los préstamos para adquisición de vivienda se situó en el 2,4 % en enero, nivel similar al registrado en septiembre de 2015, y el de los destinados a consumo y otros fines en el 6,7 %, 17 pb por encima del registro de cuatro meses antes (véase gráfico 10).

Por su parte, la edición de enero de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) muestra que, durante el cuarto trimestre del año pasado, las condiciones de estos préstamos y, en particular, los márgenes aplicados en los créditos ordinarios continuaron suavizándose. Además, la Encuesta evidencia que en ese período se habría producido un incremento de las solicitudes de fondos de los hogares en ambos segmentos. En este contexto, el volumen de las nuevas operaciones, tanto para vivienda como para consumo y otros fines, siguió expandiéndose en tasa interanual, aunque a un ritmo algo menor que en el trimestre previo. En términos de saldos vivos, el descenso interanual de la deuda de las familias siguió moderándose a comienzos del cuarto trimestre de 2015, tendiendo a estabilizarse después. De este modo, el ritmo de caída se situó en enero en el 2,2 % (frente al 2,6 % de septiembre) (véase gráfico 10). El desglose por finalidades revela que el crédito para vivienda siguió cayendo a un ritmo similar al del tercer trimestre (3,5 %), mientras que se intensificó el crecimiento del destinado a consumo y otros fines, cuya tasa interanual se elevó 1,9 pp, hasta situarse en el 2,5 %.

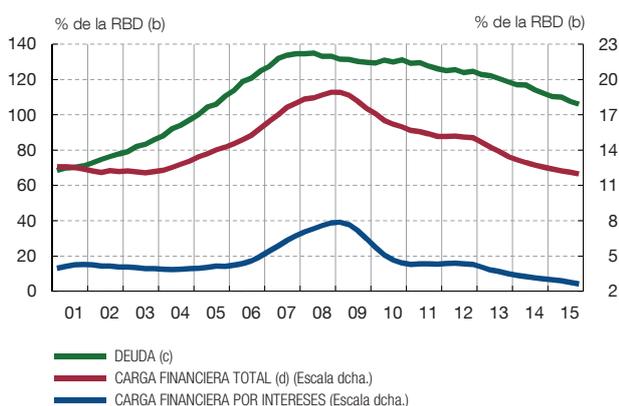
La situación patrimonial de los hogares habría vuelto a mejorar en el cuarto trimestre de 2015. Así, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera en relación con la renta bruta disponible descendieron, favorecidas, en el primer caso, tanto por la disminución del saldo de deuda como por la expansión de las rentas, y, en el segundo caso, también por la reducción del coste medio de los fondos (véase gráfico 12). La riqueza neta de las familias habría aumentado ligeramente como consecuencia de la relativa estabilidad del valor del patrimonio inmobiliario, del retroceso de la deuda y del repunte del valor de los activos financieros.

3.2 La actividad de las empresas

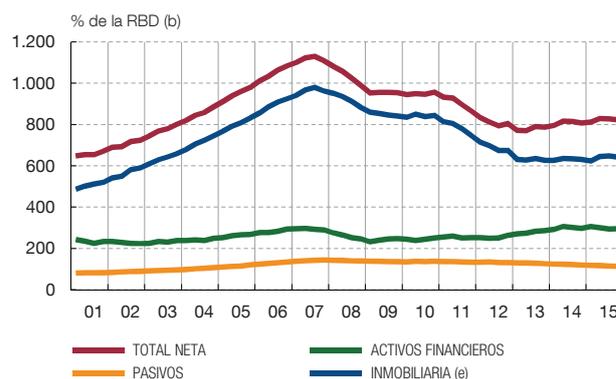
Durante el primer trimestre del año se prolongó el tono expansivo de la actividad empresarial, si bien el ritmo de avance del valor añadido de la economía de mercado se habría desacelerado ligeramente (véase gráfico 13).

Los indicadores relativos a la industria han proporcionado señales un tanto dispares, compatibles con un mantenimiento del dinamismo de la actividad, quizá algo atenuado. Entre los indicadores cualitativos, el PMI de actividad manufacturera inició el año marcando un aumento con respecto al final del año 2015, pero en febrero registró un moderado retroceso, asociado a los componentes de actividad y de carteras de pedidos, mientras que el de ocupación se aceleró. Por su parte, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea retrocedió en los tres primeros meses del año. En cuanto a los indicadores cuantitativos, el ritmo de afiliación a la Seguridad Social se mantuvo estable en el bimestre enero-febrero, a la vez que el empleo de las grandes empresas de las ramas industriales registró una modesta aceleración. Sin embargo, el avance de la producción industrial de las ramas no energéticas, en términos de la tasa calculada sobre la media móvil de tres

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 titulizado 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](#)

meses, se moderó ligeramente en ese mismo período en la mayor parte de sus componentes. Por su parte, la producción de bienes energéticos atenuó algo su debilidad.

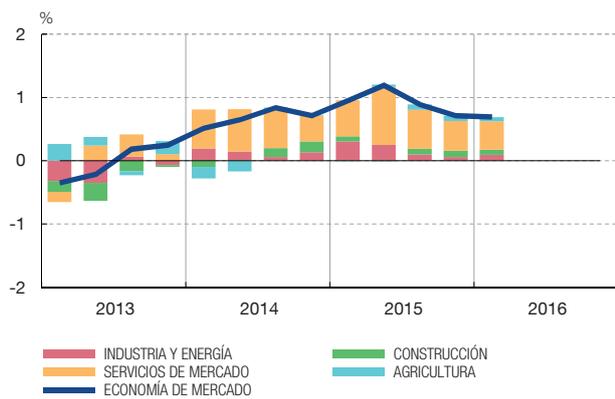
En el caso de los servicios de mercado, la información cualitativa más reciente apunta a una cierta moderación de la actividad al comienzo del año. Así, el índice PMI acusó sendos descensos en enero y febrero, inducidos por la menor pujanza de las carteras de pedidos, mientras que el componente de empleo se mantuvo estable. Por su parte, el indicador de confianza de la rama de servicios de la Comisión Europea se mantuvo prácticamente estable en el primer trimestre del año. Entre los indicadores cuantitativos, las ventas de las grandes empresas de la Agencia Tributaria estabilizaron su ritmo de avance en enero. Por su parte, el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS) inició el año con una ligera desaceleración en términos de la media móvil de tres meses, debida, sobre todo, al menor descenso de las actividades comerciales.

El valor añadido de las empresas del sector de la construcción habría registrado también una leve desaceleración al inicio de 2016. Entre los indicadores contemporáneos, el número de afiliados a la Seguridad Social mantuvo en el período enero-febrero un ritmo de crecimiento similar al del tramo final del pasado año, si bien los indicadores referidos a los consumos intermedios mostraron una cierta desaceleración a comienzos de año. Por tipo de obra, la información más reciente relativa a la concesión de visados de vivienda nueva, correspondiente a diciembre, apunta a una prolongación de la mejora en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil, con datos hasta enero, sigue mostrando una notable atonía. Esta información sugiere que, en el primer trimestre del año en curso, podría haberse prolongado la ralentización de la actividad constructora relacionada con el componente no residencial, lo que se habría visto parcialmente compensado por un mayor avance de la rama residencial.

La escasa información disponible apunta a que la inversión en bienes de equipo habría registrado un nuevo avance en el primer trimestre del año (véase gráfico 13.4). Entre los indicadores cualitativos, el PMI de bienes de equipo mostró una evolución favorable en

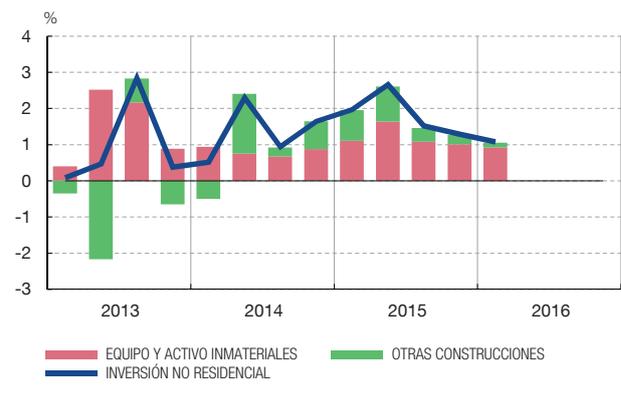
1 VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)

Tasas intertrimestrales y contribuciones



2 INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)

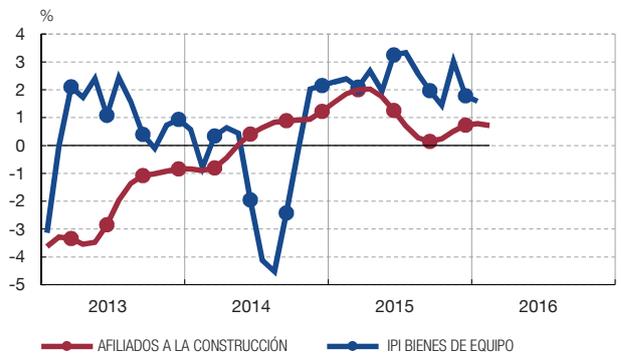
Tasas intertrimestrales y contribuciones



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](#)

los dos primeros meses de 2016, mientras que, por el contrario, la cartera de pedidos exteriores reflejó un cierto deterioro. Por lo que respecta a los indicadores de carácter cuantitativo, con información hasta el mes de enero, en términos de la media móvil de tres meses, el IPI y las importaciones de este tipo de bienes moderaron algo su crecimiento, mientras que las matriculaciones de vehículos de carga mostraron una evolución algo más dinámica.

Con respecto a las condiciones financieras, el tipo de interés de los créditos bancarios a empresas por importes inferiores a un millón de euros, segmento en el que se concentran los préstamos a las pymes, repuntó en el mes de enero, tras el descenso del cuarto trimestre de 2015. Con ello, esta referencia se ha incrementado 13 pb entre septiembre de 2015 y enero de 2016, hasta el 3,7 %, mientras que el tipo de interés aplicado a operaciones de cuantía superior descendió 12 pb, hasta el 2 % (véase gráfico 10). Por su parte, entre septiembre de 2015 y febrero de 2016, el coste de los recursos propios y el de las emisiones de renta fija a corto plazo apenas variaron, mientras que el de las de largo disminuyó 14 pb.

Los resultados de la EPB de enero revelan que las condiciones de los nuevos préstamos y, en particular, los márgenes aplicados a los créditos ordinarios continuaron relajándose

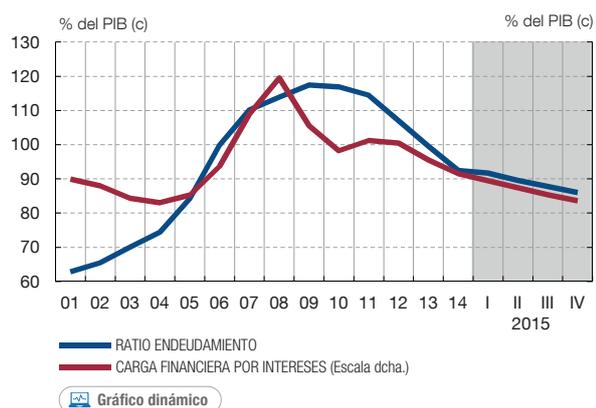
en el cuarto trimestre de 2015, y que la demanda de crédito por parte de las sociedades repuntó, tras no haber registrado cambios tres meses antes. En este contexto, el volumen de nuevas operaciones de crédito para préstamos de menos de un millón de euros continuó creciendo en el último trimestre del año pasado, aunque a tasas interanuales algo inferiores a las observadas durante los trimestres precedentes, mientras que en las de importe superior a esta cifra, cuyo volumen suele presentar una mayor variabilidad, se observó un retroceso en relación con el mismo período de un año antes. En términos de los saldos vivos, el ritmo de caída de los préstamos concedidos por las entidades residentes al sector empresarial siguió moderándose en el período reciente, situándose en enero en el 1,6 % (frente al 2,8 % de septiembre). Por su parte, los valores de renta fija mostraron un menor dinamismo que en el trimestre previo, y, hasta diciembre, el descenso interanual de los préstamos recibidos del exterior se suavizó. La información más reciente del detalle del crédito por finalidades, correspondiente al cierre de 2015, muestra que durante los últimos meses del pasado ejercicio se moderó el ritmo de descenso interanual de esta fuente de financiación en los sectores de la construcción e inmobiliario —si bien siguieron siendo las ramas de actividad en las que la contracción fue mayor, con disminuciones del 11,8 % y del 10,4 %, respectivamente— y se intensificó en el resto de los servicios no financieros (2,5 %, 1,1 pp superior al de septiembre). En la industria, se registró una caída interanual del 1,6 %, frente al crecimiento del 0,5 % observado en el trimestre previo.

La contracción agregada del saldo de crédito ha seguido siendo compatible con la existencia de una proporción creciente de empresas que mantuvieron o elevaron sus niveles de endeudamiento, según la información microeconómica procedente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España. Esta misma fuente apunta que, durante los últimos meses, se habría producido una cierta estabilización de la tasa de aceptación de nuevas solicitudes de préstamos, tras la pauta de ascenso continuado que se venía observando desde mediados de 2013.

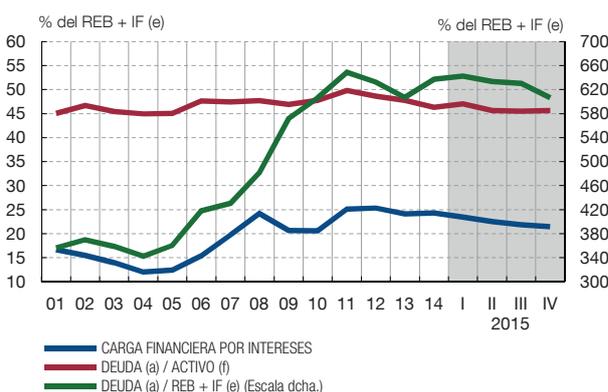
Los últimos datos disponibles apuntan a que en el cuarto trimestre de 2015 ha proseguido la mejoría de la posición patrimonial del sector de sociedades no financieras. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB siguieron reduciéndose, evolución que fue propiciada tanto por el crecimiento del producto como, en menor medida, por el descenso de la deuda, y, en el caso de la carga financiera, también por la caída del coste del saldo vivo de los recursos ajenos (véase gráfico 14).

Finalmente, la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral evidencia que en 2015 se prolongó e intensificó la tendencia de recuperación de la actividad en casi todas las ramas productivas. Así, el resultado económico bruto registró un crecimiento del 9 %, frente a la contracción del 1 % observada un año antes. Esta mejoría de los excedentes se produjo en un contexto de descenso tanto de los ingresos como de los gastos financieros, lo que llevó a que el resultado ordinario neto aumentase un 18,2 % para el conjunto de la muestra (frente a la caída del 14,4 % en 2014). El aumento de los beneficios ordinarios favoreció la mejoría de la rentabilidad en un número creciente de empresas y sectores. No obstante, en términos agregados, esta se redujo levemente, debido principalmente al fuerte descenso de los dividendos recibidos, que afectó a algunas grandes empresas de esta muestra. Por su parte, la caída de los pasivos ajenos se tradujo en disminuciones de las ratios de deuda sobre activos y de carga financiera, evolución que en este segundo caso también se vio favorecida por el aumento de las rentas empresariales. Como resultado de estos desarrollos, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo descendieron en el cuarto trimestre de 2015.

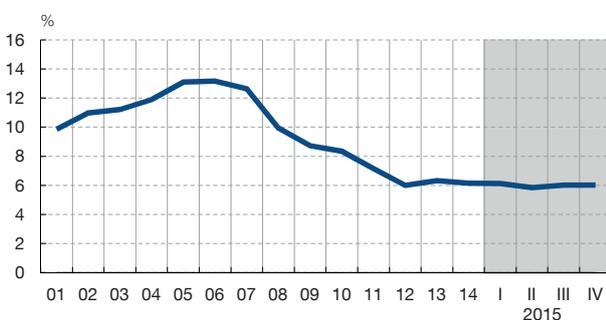
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



2 ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES (d)



3 RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES (d) (g)



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (d) (h)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

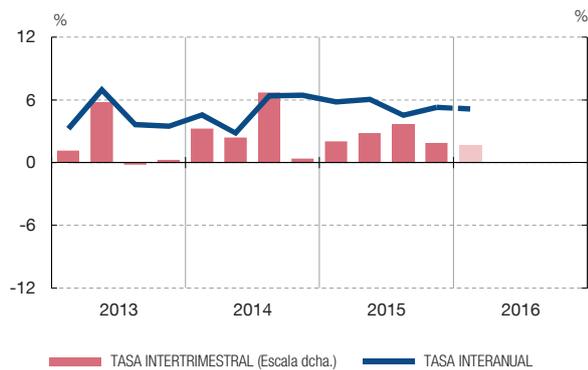
- a Recursos ajenos con coste.
 b El último dato de cada serie es una estimación.
 c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
 d Los indicadores elaborados a partir de la muestra de la Central de Balances se han construido hasta 2013 con la información de la Central de Balances Anual (CBA). Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral (CBT).
 e Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
 f Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
 g Definida como Resultado ordinario neto / Recursos propios medios.
 h Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

[Descargar](#)

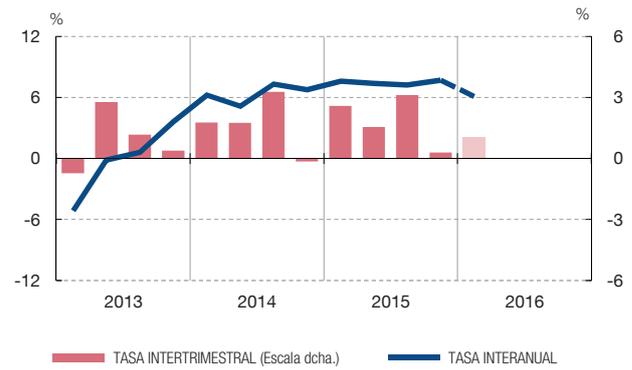
3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

A partir de la información disponible referida únicamente al primer mes del año, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB podría moderarse con respecto a la aportación de 0,2 pp registrada al cierre de 2015 (véase gráfico 15). En enero, las exportaciones reales de bienes crecieron, según los datos de Aduanas, un 3,2 % interanual, tasa algo inferior al 3,7 % registrado en el cuarto trimestre de 2015. Por grupos de productos, sobresalió el dinamismo de las ventas de bienes de equipo. Las exportaciones de bienes de consumo, impulsadas por los alimentos y los automóviles, mostraron también un comportamiento expansivo, mientras que las de bienes intermedios descendieron ligeramente. El comportamiento por áreas geográficas fue divergente, con una aceleración de las ventas destinadas a la UE, mientras que las extracomunitarias pasaron a mostrar tasas negativas. Por su parte, el crecimiento de las importaciones reales de bienes se moderó de modo sustancial en enero hasta el 3 % interanual (7,3 % en el trimestre final de 2015). Por grupos de productos, las compras de bienes de consumo —en particular, duraderos— conservaron ritmos de avance elevados, en contraste con la desaceleración de las importaciones de bienes de capital e intermedios.

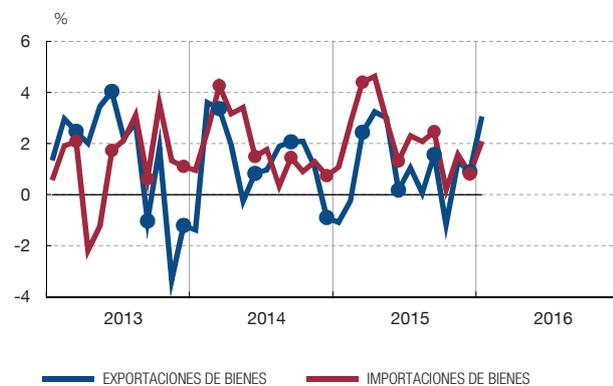
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



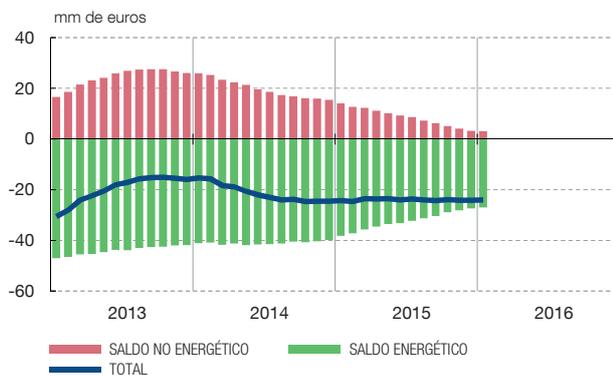
3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



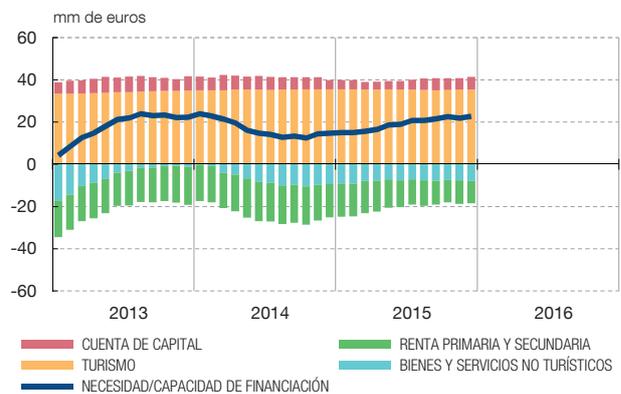
4 INDICADORES DE TURISMO (c)



5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES
Cifras acumuladas de los últimos doce meses



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



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

- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.
- c Tasas de 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

El turismo receptor habría mantenido un tono favorable al inicio del año, de acuerdo con los indicadores disponibles. En particular, las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras registraron en el período enero-febrero avances interanuales del 12,5 % y 10,6 %, respectivamente (frente a las tasas del 9,4 % y del 9,2 % del cuarto trimestre).

Según los datos de avance de la Balanza de Pagos, las balanzas por cuenta corriente y de capital registraron en 2015 un saldo positivo de 22,7 mm de euros, frente a los 14,7 mm de 2014. Este incremento se explica, en primer lugar, por el menor déficit de rentas primarias y secundarias y, también, por el aumento del superávit de bienes y servicios. La reducción del precio del petróleo, que ha aligerado sensiblemente la factura energética, junto con la evolución positiva de las exportaciones, contrarrestó el efecto derivado de la aceleración de las importaciones no energéticas (véase gráfico 15).

Por lo que respecta a los flujos financieros con el exterior, de acuerdo con los datos de la Balanza de Pagos, en el cuarto trimestre de 2015 los pasivos de los agentes residentes (excluyendo al Banco de España) frente al resto del mundo se redujeron por un importe aproximado de unos 22,7 mm de euros, principalmente como consecuencia de transacciones recogidas en la rúbrica *Otras inversiones*². En *Inversiones directas* y en *Inversiones en cartera*, la variación neta de pasivos fue, en cambio, positiva. Por su parte, las adquisiciones netas de activos en el exterior de los residentes, excluido el Banco de España, alcanzaron los 10,8 mm de euros. El desglose por tipo de operaciones evidencia flujos positivos tanto en forma de *Inversiones directas* como de *Otras inversiones*. En cambio, en *Inversiones en cartera* la variación neta de activos fue negativa³.

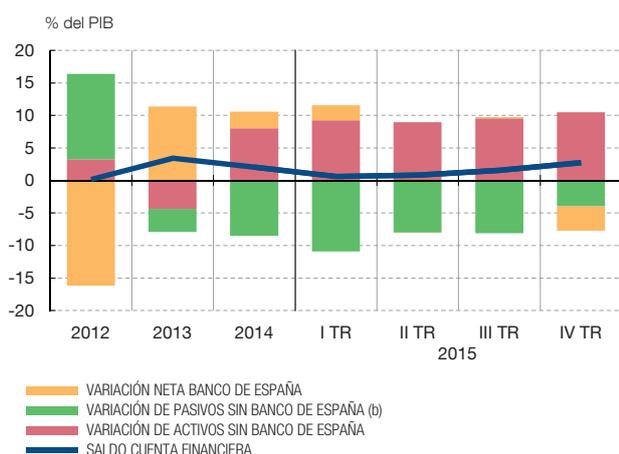
En términos acumulados de doce meses, excluyendo el Banco de España, la inversión de los residentes en el exterior superó a la realizada por los no residentes en España (en un importe equivalente al 6,5 % del PIB), evolución que se ha visto afectada en buena medida por las políticas no convencionales del Eurosistema y por la propia dinámica de endeudamiento del sector bancario. En particular, la mayor liquidez generada por estos programas ha sido aprovechada por algunos agentes endeudados para cancelar deudas, en un contexto en el que mantener volúmenes elevados de liquidez puede tener un coste apreciable debido a los tipos de interés negativos de la facilidad marginal de depósito. Puesto que la economía española en su conjunto es deudora neta, esta cancelación de deudas se traduce en salidas de capitales hacia los países acreedores.

Incluyendo el Banco de España, los flujos netos acumulados anuales de la cuenta financiera también arrojan un saldo acreedor, como contrapartida del superávit exterior, y que se refleja en la reducción del endeudamiento neto de España frente al resto del mundo. Concretamente, la información sobre la posición de inversión internacional muestra que en el tercer trimestre (última información disponible) el saldo deudor de la nación disminuyó 1,7 pp, hasta el 91,9 % del PIB (véase gráfico 16). Este descenso fue resultado de la capacidad de financiación que presentó la nación, que redujo el saldo deudor, y de las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio registradas en este período, que tuvieron un impacto en la dirección opuesta de menor magnitud.

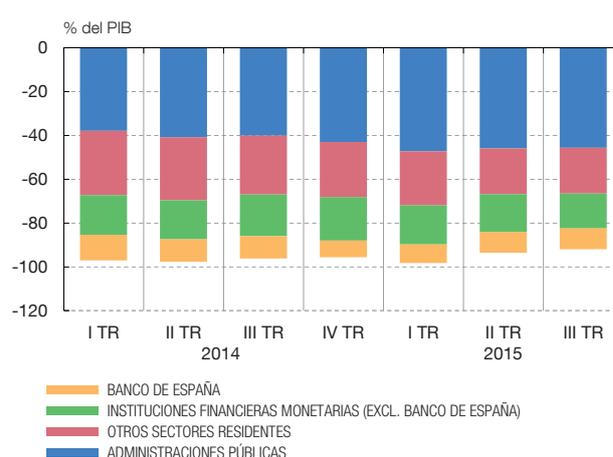
2 El grueso de esta caída de pasivos frente al resto del mundo se explica por la reducción que se produjo en el mes de diciembre de la financiación interbancaria de entidades de crédito españolas intermediada a través de cámaras de contrapartida central. Cabe reseñar que los meses de diciembre, al registrar operaciones vinculadas al cierre del ejercicio, son especialmente erráticos en los balances bancarios.

3 El flujo negativo registrado en la inversión en cartera de los residentes en el resto del mundo se ve condicionado por el vencimiento de parte de los títulos emitidos por el MEDE (por importe de 9,1 mm de euros) en 2012 para la recapitalización del sistema bancario español y que estaban en manos de agentes nacionales.

1 CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTE: Banco de España.

a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.

b Con signo cambiado.



3.4 El mercado de trabajo

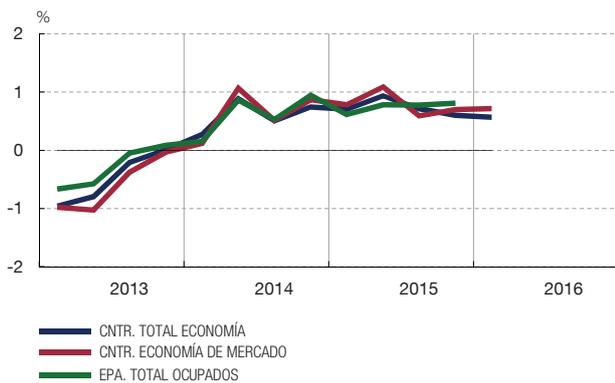
Al inicio de 2016, el empleo mantuvo el tono positivo de los meses anteriores, con un avance mensual de los afiliados en enero y febrero similar al que se viene observando desde el verano pasado, del 0,2 % en términos desestacionalizados. Por ramas de actividad, el ritmo de crecimiento de los afiliados permaneció prácticamente estable en todas ellas, salvo en la agricultura, donde se observó un empeoramiento. En conjunto, esta información apunta a que el empleo del total de la economía, en términos de la CNTR, podría aumentar en el primer trimestre del año a un ritmo análogo al del cuarto trimestre de 2015, en torno a un 0,6 % (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

En cuanto al paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), en los dos primeros meses del ejercicio se mantuvo el ritmo de descenso interanual en el 8 %, tasa análoga a la observada en el último trimestre de 2015. Por su parte, los contratos registrados en el SEPE repuntaron en febrero hasta crecer un 12,3 % en tasa interanual. Los aumentos en los de carácter temporal y en los indefinidos, en dicho mes, fueron, respectivamente, del 12 % y 16 %.

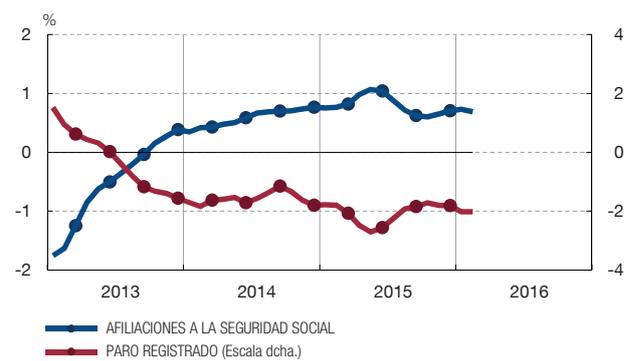
Por lo que se refiere a los salarios, la información relativa a la negociación colectiva, correspondiente a enero y febrero de este año, apunta a una cierta aceleración salarial a comienzos de 2016. El incremento medio de las tarifas se situó en el 1,13 %, superando en tres décimas el aumento pactado para 2015, aunque todavía por debajo del límite superior del 1,5 % contemplado en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado en junio de 2015 por los agentes sociales. Los acuerdos cerrados afectan a más de 3,5 millones de trabajadores, cifra muy elevada en comparación con años anteriores⁴, siendo la mayoría de ellos revisiones de convenios firmados los ejercicios previos. Por otro lado, la retribución bruta media en las grandes empresas mostró una pequeña caída en enero (-0,1 %), aunque este dato podría estar afectado por la devolución de parte de la

4 Este mayor avance en la negociación se deriva de un cambio metodológico en la estadística de convenios. Desde enero de 2016, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social introduce automáticamente las revisiones de aquellos convenios cuyo incremento salarial esté ya acordado y no dependa de una cifra por conocer, mientras que, con anterioridad, los convenios solo eran incorporados a la estadística después de haber sido registrados.

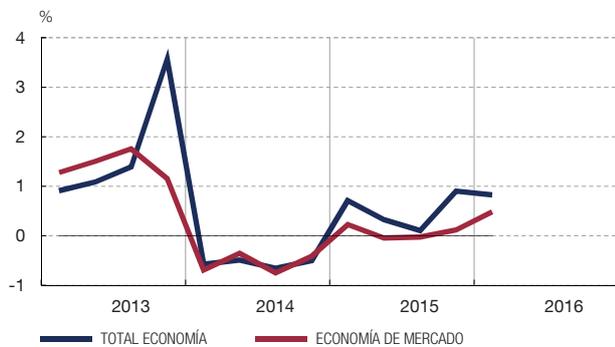
1 EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales (a)



4 INDICADORES DE SALARIOS
Tasas interanuales



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

- a Tasas calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR, medido en términos de empleo equivalente.
- 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 Con información hasta febrero de 2016. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de enero de 2016.

[Descargar](#)

paga extraordinaria de empresas públicas al comienzo de 2015. Según la información de estos indicadores, se estima una cierta estabilización del avance de la remuneración por asalariado de la CNTR en los primeros meses del año, aunque la información de salarios negociados apuntaría a un repunte en las ramas de economía de mercado (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

3.5 La evolución de los precios

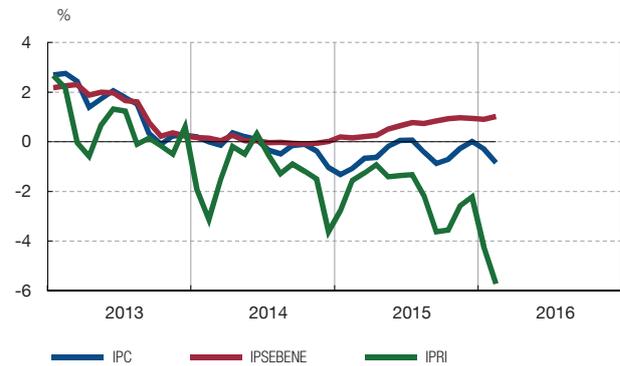
El deflactor de la demanda final habría experimentado una reducción significativa en el primer trimestre del año, debido, principalmente, a una intensificación de la caída de los precios de las importaciones, asociada al descenso del precio del petróleo. Al mismo tiempo, los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, habrían registrado un crecimiento interanual algo inferior al 0,7 % del último trimestre de 2015 (véase gráfico 18).

Por su parte, durante los meses iniciales del año, el IPC ha registrado descensos acusados en su tasa interanual, con una variación del -0,8 % en febrero, frente a la tasa nula de diciembre (véase gráfico 18). Esta evolución ha respondido en gran medida a la trayectoria del componente energético, cuyos precios se redujeron un 14,1 % en febrero,

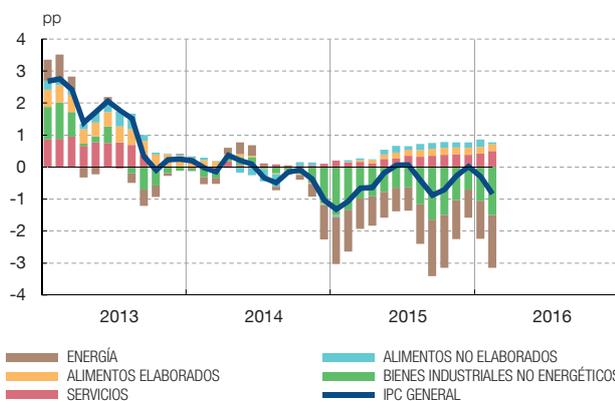
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



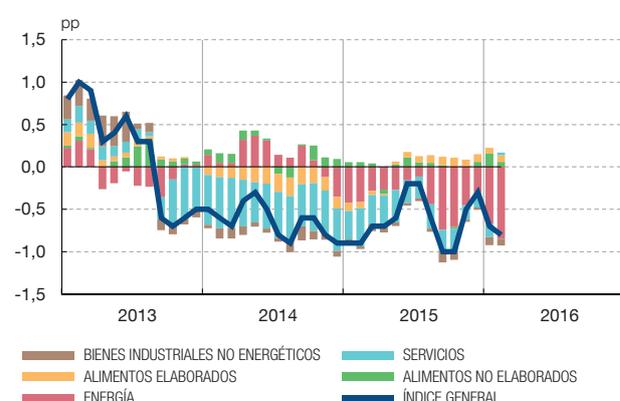
2 INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales



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 interanuales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.



frente al retroceso del 7,5 % de diciembre. La aceleración de la caída del componente energético al principio del año refleja el abaratamiento de los combustibles, ligado a la trayectoria del precio del petróleo en los mercados internacionales, así como los descensos de los precios de la electricidad. Los precios de los alimentos no elaborados se moderaron al inicio del año, aumentando un 0,8 % en febrero, 1,7 pp por debajo de la cifra de finales de 2015.

Por el contrario, el IPSEBENE mostró un ligero incremento de su tasa de variación en febrero, hasta el 1 %, una décima más que a finales de 2015. Esta evolución respondió a la aceleración de los precios de consumo de los servicios, que crecieron un 1,2 % en febrero, 3 décimas más que en diciembre. Por el contrario, los precios de los bienes industriales no energéticos y los de los alimentos elaborados se moderaron una décima, hasta el 0,5 % y el 1,3 %, respectivamente, en un contexto de reducidos avances de los precios de producción nacional de este tipo de bienes y de cierta moderación de sus precios de importación.

Entre diciembre y febrero, la tasa de variación interanual del IAPC disminuyó en 9 décimas en España y en 4 en la UEM, hasta situarse, respectivamente, en el -1 % y -0,2 %. En consecuencia, el diferencial de inflación negativo se amplió en 5 décimas, hasta -0,8 pp. Por

el contrario, en el caso del IPSEBENE, esta brecha aumentó en dos décimas, hasta 0,1 pp, tornándose favorable para el área del euro, como consecuencia, principalmente, del comportamiento divergente del IAPC de los servicios, que se aceleró 2 décimas en España, mientras que en la UEM se ralentizó 0,3 pp.

31.3.2016.

La actividad económica global se ha desenvuelto en el primer trimestre del año en un contexto de aumento de la incertidumbre y de revisiones a la baja de las perspectivas del crecimiento mundial por parte de distintas instituciones de previsión económica. La información coyuntural más reciente sobre la actividad de las economías avanzadas y emergentes ajenas al área del euro, así como sobre la UEM, viene mostrando, con carácter general, una cierta pérdida de dinamismo desde finales del año pasado. Los mercados financieros han registrado, además, turbulencias significativas, vinculadas en parte a las dudas sobre el crecimiento mundial y la capacidad de las políticas económicas para estimular la actividad. La economía española no ha sido completamente inmune a este debilitamiento de las perspectivas. De hecho, los últimos indicadores publicados, referidos tanto al cierre del ejercicio pasado como al trimestre en curso, parecen apuntar a una evolución también algo más negativa. Con el fin de discriminar si esta desaceleración obedece a factores comunes a los presentes en otras economías o bien a elementos idiosincrásicos de la nuestra, este recuadro evalúa si los desarrollos recientes de la actividad en España se han asemejado o no a los observados en el conjunto del área del euro.

La evolución en el muy corto plazo de la actividad económica en una economía puede ser evaluada con la ayuda de modelos de predicción en tiempo real¹, tales como los modelos factoriales dinámicos de que dispone el Banco de España tanto para nuestra economía como para la del área del euro, denominados *Spain-Sting* y *Euro-Sting*, respectivamente. Estos dos modelos son equivalentes en términos metodológicos, aunque están diseñados para la predicción en tiempo real de cada economía particular, a través de la selección de indicadores coyunturales específicos. Estas herramientas han demostrado ser muy útiles a la hora de procesar las señales obtenidas a partir del flujo de un conjunto relativamente amplio de indicadores y combinarlas en una visión conjunta sobre la evolución del crecimiento del PIB en el trimestre en curso. Con cada nueva publicación de datos referidos a un indicador concreto, estos modelos permiten obtener una reevaluación del estado de la economía, medida a través del cambio en la proyección del crecimiento del PIB en el trimestre corriente. No obstante, en general, no es posible identificar unívocamente aspectos concretos de la evolución temporal de un indicador determinado con cambios en la incertidumbre agregada percibida, puesto que, en general, dicha evolución se verá afectada simultáneamente por otros determinantes y perturbaciones.

1 Véanse M. Camacho y G. Pérez Quirós (2009), *Ñ-STING: España short-term indicator of growth*, Documentos de Trabajo, n.º 0912, Banco de España, y M. Camacho y G. Pérez Quirós (2008), «Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB del área del euro (EURO-STING)», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

La comparación de la senda de las proyecciones obtenidas con el *Spain-Sting* y el *Euro-Sting* permite valorar de forma comparada el impacto de la información más reciente sobre la actividad económica en ambas economías. Es importante destacar que, en la interpretación de los resultados de estos modelos, debe otorgarse mayor significación a los cambios en las proyecciones a lo largo del tiempo que a las propias estimaciones puntuales, que no deben interpretarse, con carácter general, como la mejor proyección disponible acerca del crecimiento del PIB. De hecho, en la práctica habitual del Banco de España y de la mayoría de los analistas económicos nacionales e internacionales, para la formulación de la mejor proyección, las cifras proporcionadas por estos modelos concretos se complementan con las procedentes de otras herramientas cuantitativas, así como con información adicional ajena a los modelos.

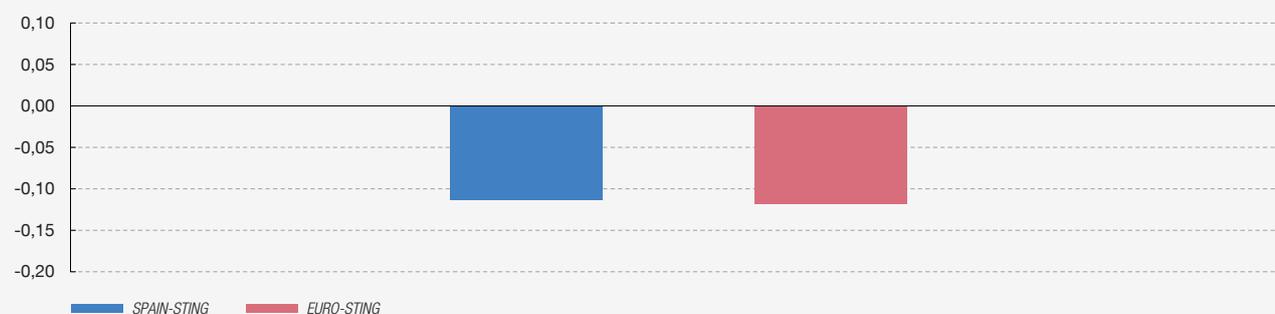
En el cuadro adjunto se presenta, en primer lugar, el conjunto de indicadores publicados desde el principio de este año que intervienen en la estimación de ambos modelos, así como su fecha de publicación y el impacto diferencial que su incorporación ha generado sobre la previsión del PIB en el primer trimestre de 2016, para el área del euro tomada en su conjunto y para España, respectivamente. Se observa que las señales de la gran mayoría de los indicadores sobre la actividad tanto del área del euro como de España publicados desde principios del año han llevado a revisiones a la baja de la estimación del PIB en el trimestre. Por su parte, en el gráfico 1 se observa de manera más directa cómo la nueva información recibida desde el 20 de enero ha llevado a una revisión similar de las previsiones del *Euro-Sting* para el crecimiento intertrimestral del PIB del área del euro en el primer trimestre y de las realizadas para la economía española en el mismo período de tiempo. En efecto, en ambos casos la proyección del crecimiento del PIB se ha reducido aproximadamente en una décima entre el 20 de enero y el 8 de marzo.

De lo anterior se puede concluir que el conjunto de las perturbaciones negativas observadas en los últimos meses ha afectado de manera similar a España y a la zona del euro, lo que podría interpretarse como que el impacto sobre la economía española de los elementos idiosincrásicos, como el aumento de la incertidumbre política, ha sido por el momento limitado. En cualquier caso, la información estadística disponible en la fecha de cierre de este Informe para el primer trimestre del año se refiere solo a los dos primeros meses y a un conjunto limitado de indicadores, por lo que no permite descartar que los elementos de incertidumbre domésticos estén generando, o lo acaben haciendo si persisten en el tiempo, un impacto diferencial sobre la situación económica en España respecto al área del euro.

EL IMPACTO DE LOS ÚLTIMOS INDICADORES SOBRE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO

EURO-STING				SPAIN-STING			
	Fecha de publicación	Período de referencia	Impacto sobre estimación PIB		Fecha de publicación	Período de referencia	Impacto sobre previsión PIB
PMI manufacturas	4.1.2016	dic-15	—	Afiliados a la Seguridad Social	4.1.2016	dic-15	+
PMI servicios	5.1.2016	dic-15	—	PMI compuesto	5.1.2016	dic-15	-
Nuevos pedidos indus.	5.1.2016	nov-15	+	Ventas de grandes empresas	5.1.2016	oct-15	+
Ventas al por menor	6.1.2016	nov-15	-	IPI no energético	6.1.2016	nov-15	+
ESI	7.1.2016	dic-15	+	Importaciones reales	7.1.2016	dic-15	+
Exportaciones	13.1.2016	nov-15	+	Exportaciones reales	13.1.2016	nov-15	+
Producción industrial	13.1.2016	nov-15	-	ESI sin consumidores	13.1.2016	nov-15	+
PMI <i>flash</i> manufacturas	22.1.2016	ene-16	+	Consumo eléctrico industrial	22.1.2016	ene-16	-
PMI <i>flash</i> servicios	22.1.2016	ene-16	+	ESI sin consumidores	22.1.2016	ene-16	-
IFO Alemania	26.1.2016	ene-16	-	Avance PIB IV TR 2015	26.1.2016	ene-16	+
BNB Bélgica	26.1.2016	ene-16	-	Crédito	26.1.2016	ene-16	—
ESI	28.1.2016	ene-16	-	Consumo aparente de cemento	28.1.2016	ene-16	+
PMI manufacturas	1.2.2016	ene-16	—	Afiliados a la Seguridad Social	1.2.2016	ene-16	—
PMI servicios	3.2.2016	ene-16	—	PMI compuesto	3.2.2016	ene-16	+
Ventas al por menor	3.2.2016	dic-15	-	IPI no energético	3.2.2016	dic-15	—
Producción industrial	12.2.2016	dic-15	-	Consumo eléctrico industrial	12.2.2016	dic-15	-
PIB <i>flash</i>	12.2.2016	IV TR 2015	-	Ventas de grandes empresas	12.2.2016	IV TR 2015	-
Exportaciones	15.2.2016	dic-15	-	Importaciones reales	15.2.2016	dic-15	+
PMI <i>flash</i> manufacturas	22.2.2016	feb-16	-	Exportaciones reales	22.2.2016	feb-16	—
PMI <i>flash</i> servicios	22.2.2016	feb-16	-	Consumo aparente de cemento	22.2.2016	feb-16	-
IFO Alemania	23.2.2016	feb-16	-	PIB IV TR 2015	23.2.2016	feb-16	—
BNB Bélgica	23.2.2016	feb-16	-	ESI sin consumidores	23.2.2016	feb-16	-
Nuevos pedidos indus.	26.2.2016	dic-15	-	Crédito	26.2.2016	dic-15	+
ESI	26.2.2016	feb-16	-	Consumo eléctrico industrial	26.2.2016	feb-16	-
PMI manufacturas	3.3.2016	feb-16	—	Afiliados a la Seguridad Social	3.3.2016	feb-16	-
PMI servicios	3.3.2016	feb-16	—	PMI compuesto	3.3.2016	feb-16	-
Ventas al por menor	3.3.2016	ene-16	+	Ventas de grandes empresas	3.3.2016	ene-16	-
PIB segunda estimación	8.3.2016	IV TR 2015	—	IPI no energético	8.3.2016	IV TR 2015	+
Producción industrial	14.3.2016	ene-16	+	Importaciones reales	21.3.2016	ene-16	-
Empleo	16.3.2016	IV TR 2015	+	Exportaciones reales	21.3.2016	ene-16	+

Gráfico 1
PREVISIÓN DE LA TASA INTERTRIMESTRAL DEL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2016. VARIACIÓN ENTRE EL 20 DE ENERO Y EL 23 DE MARZO DE 2016



FUENTE: Banco de España.

Una forma de evaluar la posición cíclica de una economía (y, por tanto, el tono de las políticas aplicadas) viene dada por la estimación del tamaño de la brecha de producción (*output gap*), definida como la diferencia entre el nivel actual de la actividad económica y su nivel potencial (entendido como aquel que es coherente con una inflación estable). Si el producto observado está por debajo del potencial, la brecha de producción es negativa, lo que implica que la economía dispone de recursos productivos ociosos. Por el

contrario, una brecha positiva está asociada a la existencia de riesgos inflacionistas. El principal problema al que se enfrenta la estimación de la brecha de producción es que el nivel del producto potencial (o su tasa de crecimiento) es inobservable, por lo que los cálculos que puedan realizarse están sujetos a un grado de incertidumbre muy elevado. En estos cálculos se utilizan habitualmente diversos métodos estadísticos que intentan aproximar el nivel de PIB potencial como aquel que sería coherente con la ple-

Gráfico 1
ESTIMACIONES Y PROYECCIONES DEL PIB OBSERVADO DEL PIB POTENCIAL (a)

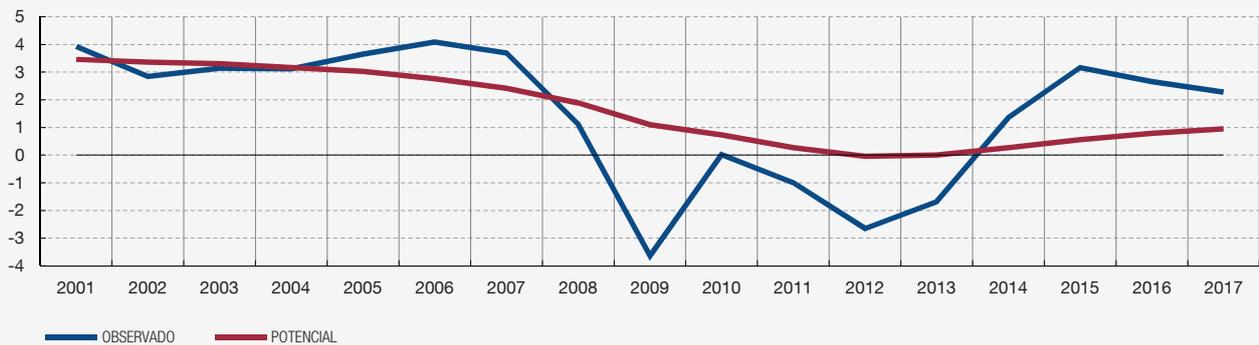
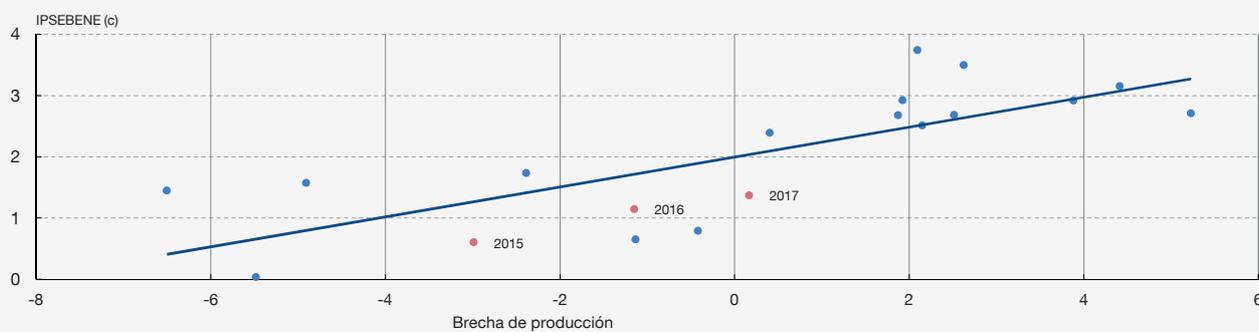


Gráfico 2
ESTIMACIONES Y PROYECCIONES DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN (b)



Gráfico 3
POSICIÓN CÍCLICA E INFLACIÓN ENTRE 1999 Y 2017



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación.
- b Diferencia porcentual entre el nivel del PIB observado y el potencial, en relación con el PIB potencial.
- c Tasa de variación.

na utilización de la fuerza laboral y el stock de capital instalado, y una determinada tasa de crecimiento tecnológico (o de la productividad)¹.

Según las estimaciones propias más recientes, el crecimiento potencial de la economía española se habría ralentizado de manera notable desde 2008, reflejando los efectos de la crisis sobre la acumulación de factores productivos, en especial el empleo². Este impacto negativo sobre el factor trabajo se deriva, fundamentalmente, del fuerte aumento estimado de la tasa de desempleo estructural (o NAIRU, acrónimo en inglés de tasa de empleo no aceleradora de la inflación) y del descenso de la población en edad de trabajar, hasta el -0,3% anual, derivado de las salidas de inmigrantes y del progresivo envejecimiento de la población nacional. Por su parte, el mejor comportamiento de la productividad en los últimos años habría compensado, aunque solo parcialmente, la menor acumulación de factores productivos. Como se ha mencionado, la incertidumbre alrededor de estas estimaciones es elevada, por lo que su interpretación debe realizarse con cautela. Además, estas estimaciones del crecimiento potencial para el corto plazo no deben interpretarse como una previsión del crecimiento del PIB a largo plazo, lo que exige efectuar hipótesis sobre la evolución demográfica futura, la dinámica de la tasa de desempleo estructural y el ritmo de crecimiento de la productividad. Además, exigiría estimar el impacto de las reformas estructurales realizadas.

En términos de la posición cíclica, los cálculos indican que la moderación del crecimiento potencial en la crisis habría sido notable-

mente inferior a la caída observada en el PIB, dando lugar a una acusada brecha de producción negativa, que habría alcanzado su máximo en el año 2013, en el entorno del -6,5% del PIB (véanse gráficos 1 y 2). A partir de 2014, la progresiva recuperación observada en la economía española ha ido reduciendo esta brecha de manera relativamente rápida. Así, se estima que la brecha, que en 2015 era de -3 pp, continuará cerrándose progresivamente a lo largo del horizonte de proyección, hasta hacerse levemente positiva en 2017³.

El patrón de progresivo cierre de la elevada brecha de producción negativa provocada por la crisis explica, junto con otros factores, que las proyecciones descritas en el recuadro 1 incorporen un repunte gradual de la inflación, cuando esta se mide en términos del IPSEBENE (al objeto de aislar el impacto directo de las oscilaciones del precio del petróleo). En efecto, el panel izquierdo del gráfico 3 muestra la existencia de una relación positiva entre la brecha de producción y la tasa de variación anual del IPSEBENE. Los valores negativos de la brecha de producción del gráfico, que se corresponden con los años posteriores al inicio de la crisis en 2008, coinciden con las tasas de inflación más reducidas⁴. En el período de proyección, el cierre progresivo de la brecha de producción favorecería la prevista recuperación del IPSEBENE, cuya tasa de variación se situaría en el 1,4% en el promedio de 2017.

1 Véase, por ejemplo, Havik, Morrow, Orlandi, Planas, Raciborski, Roger, Rossi, Thum-Thysen y Vandermeulen (2014), *The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps*, European Economy Papers, Comisión Europea.

2 La metodología utilizada en el Banco de España para la estimación del producto potencial ha sido actualizada recientemente. 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 Una comparación con otras estimaciones disponibles para la economía española (realizadas por el Ministerio de Economía, la OCDE, el FMI, la Comisión Europea y el BCE) muestra un patrón similar de progresiva mejora de la posición cíclica desde los mínimos estimados en 2013. En algunos casos, no obstante, el ritmo de cierre de la brecha negativa sería menos intenso, de modo que aún mantendría ese signo en 2017.

4 De hecho, en L. J. Álvarez, A. Gómez Loscos y A. Urtasun (2015), «Asimetrías en la relación entre inflación y actividad», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España, pp. 47-53, se muestra cómo la respuesta de la inflación española al ciclo parece ser superior en las fases cíclicas contractivas.

