

El fortalecimiento que la economía mundial viene mostrando desde la segunda mitad de 2016 ha tendido a consolidarse en meses recientes, tanto en términos de actividad como, sobre todo, de comercio. Esta evolución ha venido acompañada de un aumento del grado de sincronía cíclica entre las principales áreas geográficas, lo que abarca, con algunas excepciones, las principales economías avanzadas y emergentes. No obstante, persisten todavía algunas dudas acerca de la intensidad de la recuperación, en un contexto en el que la traslación de la mejora de los indicadores de naturaleza cualitativa a los de carácter cuantitativo sigue siendo incompleta. Con todo ello, la tasa de crecimiento del producto mundial sería este año, según las proyecciones más recientes de los principales organismos internacionales, todavía inferior al promedio del período expansivo anterior a la crisis.

La mejora de las perspectivas de la economía mundial no implica la desaparición de algunas fuentes de riesgo que podrían afectar a la intensidad de la recuperación. En concreto, siguen estando presentes las incertidumbres acerca de las actuaciones de la nueva administración estadounidense en ámbitos tales como el de la política fiscal, la comercial o el de la regulación financiera, sobre el desarrollo del proceso de salida del Reino Unido de la UE o sobre la posibilidad de que la reconducción de los desequilibrios financieros de la economía china no se produzca de una forma ordenada.

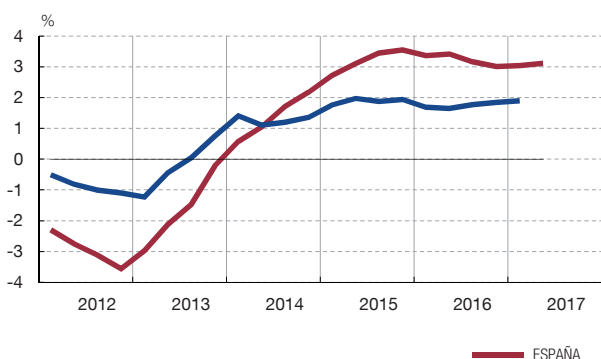
En el ámbito de la inflación, el crecimiento de los precios en las economías desarrolladas continúa, en general, siendo inferior al que resultaría coherente con el cumplimiento de los objetivos de los respectivos bancos centrales, especialmente cuando se descuenta el componente de precios energéticos. A futuro, es previsible que el fortalecimiento de la actividad comporte un cierto impacto inflacionista, como consecuencia de la disminución cíclica del grado de holgura.

En los mercados financieros, se han prolongado, a lo largo del segundo trimestre del año, las alzas en los mercados de deuda y en las bolsas de los países desarrollados, en un contexto de reducida volatilidad, a lo que habrían contribuido las mejores perspectivas de crecimiento económico, el alejamiento de los riesgos de deflación y, en el caso del área del euro, la reducción de las incertidumbres políticas. Esto último se habría visto reflejado también en una compresión de los diferenciales soberanos y en un mejor comportamiento de los mercados bursátiles del área. Los mercados emergentes han experimentado, en general, también una evolución favorable, que habría encontrado soporte en las perspectivas de que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos se desarrolle de forma gradual. Finalmente, el rasgo más destacado de la evolución de los mercados de divisas ha sido la tendencia a la apreciación del tipo de cambio del euro.

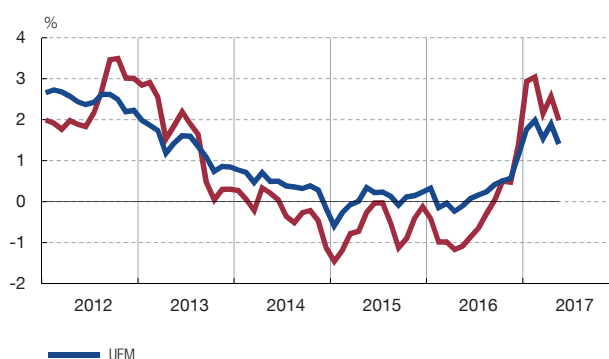
En comparación con los mercados financieros, el grado de volatilidad ha sido algo mayor en el segundo trimestre por lo que respecta al precio del petróleo, que ha evolucionado dentro de un rango relativamente amplio, en respuesta a las distintas noticias acerca del grado de cumplimiento de las cuotas fijadas para los distintos países productores, del volumen de producción no convencional de Estados Unidos o de la evolución de las existencias.

En el área del euro, el crecimiento del producto se aceleró en el primer trimestre del año hasta el 0,6 %, en un contexto en el que la recuperación se ha ido extendiendo a un número creciente de economías. La mejoría afecta además a las perspectivas, como reflejan

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.

las proyecciones más recientes del Eurosistema, que recogen una revisión al alza de una décima en el crecimiento del PIB esperado en cada uno de los tres años del período de proyección comprendido entre 2017 y 2019<sup>1</sup>. En el terreno de la inflación, el IAPC general se ha desacelerado en 0,5 puntos porcentuales (pp) entre febrero y mayo, a medida que lo han hecho los precios energéticos, mientras que el componente subyacente sigue creciendo en torno al 1%. Las proyecciones del Eurosistema contemplan una disminución adicional de la tasa de inflación general hasta el comienzo de 2018, como consecuencia de la ralentización adicional del componente energético. En paralelo, se espera que la inflación subyacente repunte gradualmente, impulsada por una aceleración de los costes laborales, a medida que disminuya la holgura en el mercado de trabajo. No obstante, al final del horizonte de proyección, la inflación se hallará aun relativamente alejada del objetivo de medio plazo, del 2%. Estas perspectivas constituyen uno de los elementos tenidos en cuenta por el Consejo de Gobierno del BCE en su decisión de confirmar el mantenimiento del ritmo actual de compras de activos al menos hasta diciembre de este año. Asimismo, la disminución de los riesgos de deflación que se constata en los últimos meses y la existencia de un balance de riesgos más equilibrado por lo que se refiere a la actividad económica condujeron al Consejo a eliminar la referencia a la posibilidad de reducciones adicionales de los tipos de interés.

En España, el ritmo de avance de la actividad se ha intensificado a lo largo de la primera mitad del año. Concretamente, se estima que el PIB habría crecido un 0,9% en el segundo trimestre, una décima más que en el primero y dos más que en el último de 2016 (véanse gráfico 1 y cuadro 1). La información disponible indica que, tras la pérdida de empuje observada en los primeros meses del año, el consumo privado habría recuperado un mayor vigor durante la primavera, apoyado en la continuación del proceso de generación de puestos de trabajo y en la prolongación de condiciones financieras favorables. La inversión en construcción podría haber acentuado también el tono positivo mostrado en el primer trimestre, de acuerdo con la información procedente de los indicadores contemporáneos. Por el contrario, el gasto en bienes de equipo habría moderado su ritmo de avance, tras mostrar un crecimiento muy elevado al comienzo del año.

<sup>1</sup> Las proyecciones del Eurosistema para el conjunto del área del euro pueden consultarse en este [enlace](#). Las relativas a la economía española, que han sido elaboradas por el personal técnico del Banco de España y constituyen parte integrante de las anteriores, están disponibles en este [otro](#).

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 22 de junio de 2017.

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

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

Por lo que respecta a la evolución de los flujos de comercio exterior en el segundo trimestre, la información disponible es todavía escasa y su interpretación es más complicada que en otras ocasiones, entre otros factores, por las dificultades para identificar adecuadamente el efecto de la Semana Santa en los datos observados. Adicionalmente, las jornadas de huelga de los estibadores portuarios habrían tenido un impacto negativo sobre estos flujos, cuya estimación está sometida a márgenes de error elevados. En todo caso, los datos conocidos parecen apuntar a una cierta desaceleración de exportaciones e importaciones de bienes en los meses de primavera, cuyas magnitudes respectivas, junto con la información disponible acerca del comercio de servicios, apuntan a que, como en los trimestres precedentes, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB habría sido, de nuevo, positiva.

A finales de abril, el Gobierno dio a conocer la Actualización del Programa de Estabilidad, que fija los objetivos de saldo presupuestario para el período 2017-2020. Estos objetivos comportan la reducción del déficit público por debajo de la cota del 3 % del PIB en el año 2018, lo que implicaría la salida de España de la situación de déficit excesivo. El cumplimiento de esta senda de consolidación presupuestaria constituye un elemento clave para reducir la vulnerabilidad de las cuentas públicas ante eventuales perturbaciones futuras.

La tasa de variación interanual de los precios de consumo, que en los meses de enero y febrero había alcanzado un máximo del 3 %, se ha desacelerado con posterioridad, hasta situarse en el 1,9 % en mayo, como consecuencia de los efectos base asociados al componente energético<sup>2</sup>. Como en el área del euro, los ritmos de avance del IPC no energético y del IPSEBENE se han mantenido en el entorno del 1 %, con el trasfondo de las trayectorias opuestas de los precios de los servicios (que han tendido a acelerarse) y de los precios de los bienes industriales no energéticos (que se han ralentizado). No se aprecian, por tanto, señales concluyentes de que el repunte que transitoriamente pudo observarse en el componente energético a partir del verano de 2016 se esté trasladando a los precios de otros bienes y servicios de consumo, ni tampoco de que la reducción del grado de holgura cíclica esté dando lugar a un aumento apreciable de las presiones inflacionistas.

<sup>2</sup> Véase el recuadro 3 ("El repunte reciente de la inflación en España y las perspectivas a corto plazo") del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre 2016, Banco de España.

Este Informe incluye seis recuadros, dedicados, respectivamente, a describir la evolución de la inflación global (recuadro 1), detallar los contenidos del documento que la Comisión Europea dio a conocer en mayo con propuestas para la mejora del funcionamiento de la UEM (recuadro 2), describir la evolución reciente de los flujos de comercio exterior entre España y el Reino Unido (recuadro 3), evaluar la evolución del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta que el BCE realiza con carácter semestral a tales efectos (recuadro 4), detallar la evolución reciente de las cuentas de las Administraciones Públicas y las novedades normativas en este ámbito (recuadro 5) y analizar la senda reciente de algunas medidas del desempleo complementarias de la habitual (recuadro 6).

En la etapa reciente, la trayectoria de los precios de consumo en numerosas áreas geográficas ha venido caracterizada por reducidos ritmos de avance, lo que ha requerido la aplicación de políticas monetarias muy expansivas. Este recuadro analiza, desde una perspectiva descriptiva, la evolución de la inflación a nivel global y de los principales factores determinantes en las economías avanzadas, con el objeto de valorar las perspectivas de esta variable.

Los determinantes de la evolución de los precios de consumo pueden englobarse dentro de dos grandes categorías: externos e internos. Los primeros incluyen el comportamiento de los precios de las materias primas y, en particular, del petróleo, así como los tipos de cambio y los precios de importación que los exportadores de otros países fijan en su moneda nacional. Por su parte, las presiones inflacionistas internas dependen, más allá de elementos estructurales como el grado de competencia en los distintos mercados, del grado de holgura en los mercados de productos y factores, que determinan el comportamiento de los márgenes empresariales y los salarios.

Una proporción elevada de las oscilaciones que han experimentado las tasas de inflación de las distintas economías (tanto avanzadas como emergentes) durante el último año han venido dadas por la senda de los precios de las materias primas, factor que ha tendido a operar en la misma dirección en todas ellas. Otros factores externos y los determinantes internos han afectado de forma menos homogénea a las distintas economías.

Empezando por las economías avanzadas, el alza de los precios energéticos explica el repunte de la tasa de inflación de los precios de consumo observado entre mediados de 2016 y febrero de 2017 (véase gráfico 1). Así, en Estados Unidos y el Reino Unido, la tasa de inflación interanual se ha situado a principios de año por encima del objetivo del 2%<sup>1</sup>, en el área del euro se ha acercado a ese objetivo y en Japón ha abandonado el territorio negativo, aunque aún se encuentra cercana al 0%. No obstante, la evolución más reciente del precio del petróleo ha provocado un cierto retroceso de la tasa de inflación en muchas economías. Por ejemplo, en Estados Unidos la inflación pasó del 2,7% en febrero al 1,9% en mayo<sup>2</sup>, y, en el área del euro, retrocedió del 2% al 1,4% entre esos meses. Solo en el Reino Unido se ha mantenido una tendencia al alza, alcanzando un 2,9% en mayo, como consecuencia, en parte, de la traslación de la depreciación del tipo de cambio de la libra esterlina a los precios de consumo. La inflación subyacente, que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, se ha mantenido en tasas más reducidas —en el entorno del 2% en Estados Unidos y el Reino Unido, alrededor del 1% en el área del euro y en tasas negativas en Japón—, reflejando las escasas presiones inflacionistas internas.

1 Cabe señalar que, en Estados Unidos, el objetivo de inflación de la Reserva Federal se fija respecto al deflactor del consumo privado, que en el mes de abril se situó todavía en el 1,7%.

2 Aunque parte de este descenso se debe también a un cambio metodológico en el ajuste por calidad de los precios de los servicios de telefonía celular.

En las economías emergentes, la evolución de la inflación ha sido más dispar, influida también por los precios de las materias primas y, de forma más relevante, por el distinto comportamiento de los tipos de cambio (véase gráfico 2). De este modo, en algunas economías que habían sufrido severas depreciaciones cambiarias en años precedentes, con importantes aumentos de la inflación, como Brasil o Rusia, la inflación ha tendido a moderarse, en línea con la apreciación más reciente de sus tipos de cambio. Por el contrario, otras economías que han experimentado depreciaciones cambiarias más recientes, como Turquía o México, han visto elevarse sus tasas de inflación. En China, la tasa de inflación de los precios al consumo se muestra contenida en niveles reducidos (alrededor del 1%), influida por la evolución de los precios de los alimentos, al igual que en otras economías emergentes. En todo caso, los agregados regionales muestran una moderación reciente de las tasas de inflación.

Si se analizan las posibles presiones inflacionistas de origen externo en las economías avanzadas, desde mediados de 2016 se aprecia un incremento de los precios de importación, que supone un cambio de tendencia respecto a su trayectoria en los últimos años (véase gráfico 3). Parte de este repunte está ligado también al aumento del precio de las materias primas y, en algunos casos, como el Reino Unido y Japón, a la depreciación del tipo de cambio. Pero otro factor relevante es el aumento del precio de las manufacturas a nivel global y, particularmente, de los productos fabricados en Asia y, sobre todo, China, que estarían presionando al alza el precio de las importaciones de otros países. El incremento de los precios de producción en China, que en año y medio han pasado de caer un 6% interanual a crecer a tasas cercanas al 7%, puede estar relacionado (además de con el mayor coste de los precios de las materias primas) con el proceso de reducción del exceso de capacidad industrial en algunos sectores previamente sobredimensionados. Por lo que se refiere a los precios de las materias primas, y al petróleo en particular, las perspectivas para los próximos años vienen marcadas, principalmente, por los efectos de los acuerdos de recortes de producción de la OPEP y otros países productores, y por la respuesta de la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos, además del menor crecimiento esperado de la demanda, que iría ligado a un aumento de la eficiencia energética y a la sustitución del petróleo por fuentes de energía alternativas. Ambos factores tenderían a compensarse y, actualmente, los futuros descuentan una senda casi plana de precios en los próximos años, en el rango de los 50-56 dólares el barril de Brent.

En cuanto a las presiones inflacionistas de origen interno, los mercados laborales de las principales economías avanzadas han mostrado una notable mejoría en los últimos trimestres y, en algunos casos, se encuentran por debajo de las tasas de paro de equilibrio a largo plazo. Pese a ello, el incremento de los salarios es todavía moderado e inferior al de otros ciclos de recuperación (véase gráfico 4). Incluso en Estados Unidos y el Reino Unido, donde los salarios habían dado muestras de aceleración a lo largo de 2016, en los últimos meses se han moderado de nuevo. En el área del euro crecen alrededor del 1,5%, por debajo del promedio

histórico, y en Japón no terminan de repuntar de forma sostenida y su ritmo de avance vuelve a situarse en el entorno del 0%. Para explicar esta moderación del crecimiento salarial se han señalado

varios factores. Uno de ellos es la posibilidad de que el margen de holgura que hay en el mercado laboral, una vez se tienen en cuenta las tasas de participación o los trabajadores con empleos tem-

Gráfico 1  
ECONOMÍAS AVANZADAS: INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE

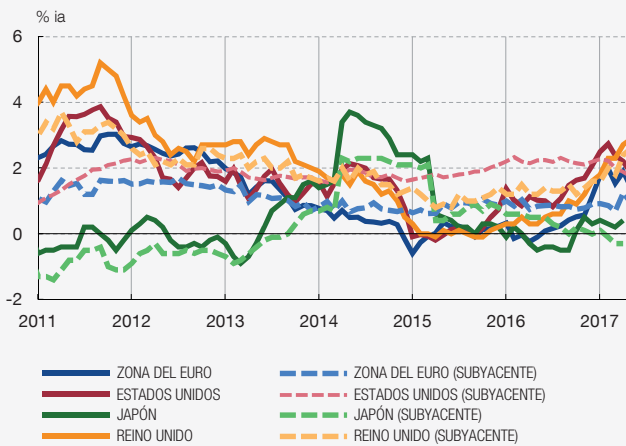


Gráfico 2  
ECONOMÍAS EMERGENTES: INFLACIÓN GENERAL

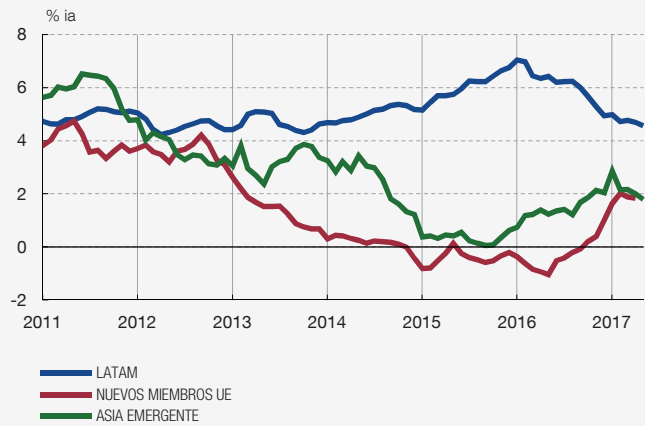


Gráfico 3  
PRECIOS DE IMPORTACIÓN (AVANZADOS) Y PRECIOS INDUSTRIALES (CHINA)

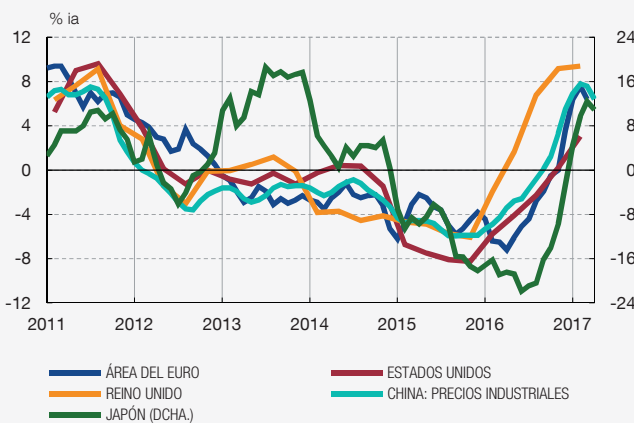


Gráfico 4  
ECONOMÍAS AVANZADAS: SALARIOS

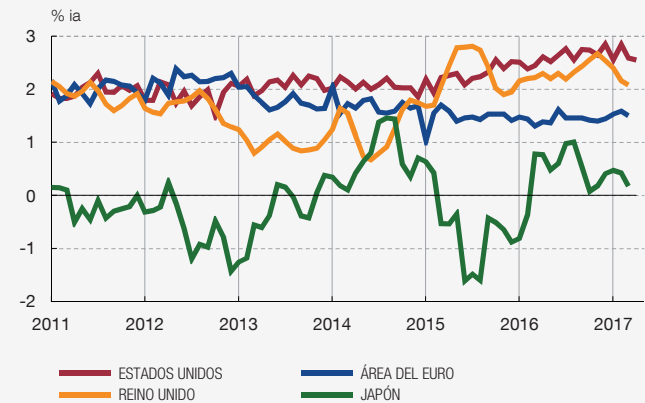


Gráfico 5  
ESTADOS UNIDOS: DESCOMPOSICIÓN DEL DEFLACTOR DEL PIB

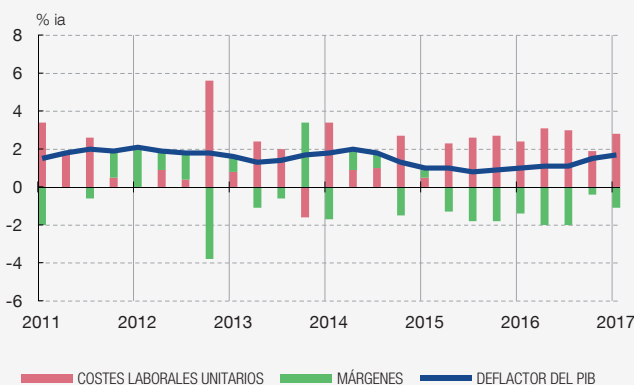
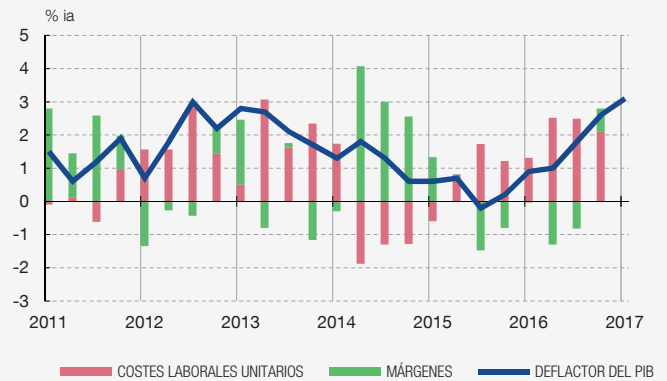


Gráfico 6  
REINO UNIDO: DESCOMPOSICIÓN DEL DEFLACTOR DEL PIB



FUENTE: Datastream.

porales o a tiempo parcial por motivos no deseados, sea mayor que el indicado por la tasa de paro<sup>3</sup>; también se han mencionado la polarización de los mercados laborales, que implica un desplazamiento de una parte importante del empleo de salarios medios hacia puestos de trabajo de menor productividad y salario, y el aumento de empleos de menor cualificación, los efectos de las reformas estructurales en algunas economías, las propias bajas tasas de inflación, que pueden afectar al proceso de formación de salarios, y el débil crecimiento de la productividad.

En este sentido, los incrementos en los costes laborales unitarios (resultado de restar al crecimiento de los salarios los avances de la productividad) de los dos últimos años en Estados Unidos y el Reino Unido no se han trasladado a unos mayores precios (medidos por el deflactor del PIB), debido a la compresión de los márgenes empresariales en ese período (véase gráficos 5 y 6). Es difícil que esta evolución de los márgenes empresariales —que habían aumentado tras la crisis financiera— pueda mantenerse en el tiempo, por lo que las mayores presiones de costes podrían trasladarse a los precios en algún momento. De hecho, se observa un cambio en el comportamiento de los márgenes en Estados Unidos y el Reino Unido desde finales de 2016, e incluso un aumento en el caso del Reino Unido, al aprovechar los productores el mayor

margen frente a la competencia exterior que proporciona la depreciación de la libra<sup>4</sup>.

En sentido contrario, las medidas de expectativas de inflación obtenidas de instrumentos financieros han caído ligeramente, tras el repunte que habían experimentado después de las elecciones presidenciales estadounidenses, lo que muestra que los riesgos de un aumento brusco de la inflación derivados de la implementación de las medidas expansivas propuestas por el nuevo Gobierno de Estados Unidos se perciben ahora como menos intensos. Las expectativas en el área del euro y el Reino Unido también parecen recoger esta nueva percepción sobre la política económica en Estados Unidos, y en Japón las expectativas de inflación siguen siendo bajas.

En resumen, la evolución de los determinantes externos e internos de los precios en las principales economías avanzadas muestra que, por el momento, las presiones inflacionistas se mantienen contenidas, e incluso en algunos países donde el proceso de re-inflación parece encontrarse más avanzado, como en Estados Unidos, surgen dudas sobre su solidez. En otros casos, como el área del euro o Japón, las perspectivas son de una convergencia aún más lenta hacia el objetivo de sus bancos centrales.

3 Véase el recuadro «Medidas alternativas de desempleo para la economía española», en este mismo informe.

4 Véase el recuadro «Evolución reciente del comercio de bienes y servicios turísticos con el Reino Unido», en este mismo informe.

La Comisión Europea publicó el pasado mes de mayo el «Documento de reflexión sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria», que tiene por objeto promover el debate sobre los elementos necesarios para mejorar el funcionamiento de la UEM y su capacidad de ajuste frente a perturbaciones. En el documento, que toma como base el denominado «Informe de los cinco presidentes», publicado en junio de 2015, la Comisión recuerda que el proceso de reformas del entramado institucional de la UEM, nece-

sario para apuntalar sus perspectivas a medio y largo plazo, está lejos de haberse completado. Para seguir avanzando en dicho proceso, el Informe propone un plan de acción centrado en tres áreas —la Unión Financiera, la Económica y Fiscal, y el reforzamiento de la responsabilidad democrática y de las instituciones del área del euro—. Las acciones, como se detalla en el cuadro adjunto, se realizarían en dos etapas: en la primera, que se extendería hasta las elecciones al Parlamento Europeo de 2019, se

Cuadro  
RECOMENDACIONES DEL INFORME

Ámbito	Recomendaciones para la primera etapa (2017-2019)	Recomendaciones para la segunda etapa (2020-2025)
Unión Financiera	Unión Bancaria	Implementación continuada de las iniciativas en el terreno de la Unión del Mercado de Capitales
	Implementación de medidas para la reducción de los riesgos asumidos por el sector financiero	Establecimiento del Sistema Europeo de Garantía de Depósitos
	Estrategia europea para hacer frente a los préstamos dudosos	Transición hacia la emisión de un activo europeo seguro
	Establecimiento de un respaldo ( <i>backstop</i> ) común para el Fondo Único de Resolución	Finalizar las modificaciones en el tratamiento regulatorio de las tenencias por parte del sector financiero de valores de deuda pública
	Decisión sobre las características del Sistema Europeo de Garantía de Depósitos	
	Unión del Mercado de Capitales	
	Culminación de las iniciativas en marcha en este ámbito	
	Revisión de la estructura de las autoridades de supervisión nacionales, como primer paso hacia la creación de un supervisor único europeo del mercado de capitales	
	Inicio de los trabajos para la creación de valores respaldados por deuda soberana de los países del área del euro	
Unión Económica y Fiscal	Fortalecimiento adicional del Semestre Europeo, prestando mayor atención a la dimensión del área del euro en su conjunto y a la asistencia técnica a los Estados miembros por parte de la Unión Europea	Avance en la convergencia de los Estados miembros hacia unas estructuras sociales y económicas más resistentes, vinculado con el acceso a los fondos de la Unión Europea y a la función de estabilización macroeconómica
	Preparación del nuevo marco financiero plurianual de la Unión Europea: mayor vínculo entre las reformas nacionales y la financiación de la Unión Europea	Implementación del nuevo marco financiero plurianual de la Unión Europea, con mayor atención a los incentivos para la aplicación de reformas
	Reflexión sobre la creación de una función de estabilización macroeconómica	Diseño, preparación e implementación de una función de estabilización fiscal
Afianzamiento de la responsabilidad democrática y de las instituciones de la UEM	Fortalecimiento del diálogo con el Parlamento Europeo	Nombramiento de un presidente permanente a tiempo completo del Eurogrupo
	Avance hacia una representación externa única del área del euro	Transformación del Eurogrupo en una formación del Consejo
	Realizar una propuesta para la integración del <i>Fiscal Compact</i> en el marco legal de la Unión Europea	Representación externa unificada del área del euro
		Integración de los tratados gubernamentales existentes en el marco legal de la Unión Europea
		Creación de un Tesoro del área del euro
	Creación de un Fondo Monetario Europeo	

FUENTE: Banco de España.



perseguiría, fundamentalmente, completar iniciativas que ya están en marcha —parte de las cuales deberían haberse concluido en 2017—; para la segunda etapa, hasta 2025, se presenta un conjunto todavía relativamente abierto de propuestas ambiciosas.

En el ámbito de la Unión Financiera, las propuestas de la Comisión persiguen aumentar la integración financiera, fortalecer los mecanismos privados para compartir riesgos y debilitar los vínculos entre el riesgo bancario y el soberano. En primer lugar, el documento recuerda la necesidad de completar la Unión Bancaria mediante la introducción de los elementos que faltan: i) el establecimiento de un respaldo financiero común para el Fondo Único de Resolución (FUR) que le dote de credibilidad sobre su capacidad para afrontar situaciones de crisis graves —por ejemplo, a través de una línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)—, y ii) la creación de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos que, en caso de crisis bancarias, ofrezca confianza a los depositantes. Además, para debilitar el vínculo soberano-bancario, la Comisión sugiere la creación de activos financieros respaldados por deuda pública del conjunto de los países de la zona del euro, que a corto plazo no conllevaría mutualización de riesgos pero que, eventualmente, podría dar lugar a un instrumento común de deuda. Finalmente, el Informe anima a culminar con celeridad las iniciativas que están en marcha en el ámbito de la Unión del Mercado de Capitales, que tienen como objetivo permitir una mayor diversificación de las fuentes de financiación del sector privado, evitando así su excesiva dependencia del sistema bancario, y fortalecer los mecanismos privados de reparto de los riesgos. Por último, se propugna la aprobación de un marco europeo sobre insolvencias y una estrategia común para aligerar la carga que aún suponen los préstamos impagados en los balances del sector bancario.

En el terreno de la Unión Económica y Fiscal, las propuestas de la Comisión persiguen impulsar el proceso de convergencia económica y social de los países del área del euro, de modo que sus economías se hagan más resistentes a las perturbaciones y se garantice la estabilidad de la UEM en el largo plazo. Para propiciar dicha convergencia, la Comisión propone reforzar la coordinación de las políticas económicas en el marco del Semestre Europeo, otorgando mayor relevancia a la dimensión del área del euro en

su conjunto. Además, señala la posibilidad, ya contemplada en el «Informe de los cinco presidentes», de otorgar un carácter más formal y vinculante a dicho proceso de convergencia, con el establecimiento de unos «estándares» en aspectos relevantes —como la calidad del gasto público, la inversión en educación y formación, la apertura de los mercados de productos y servicios, y la eficacia y justicia de los sistemas impositivos y de prestaciones sociales—, y reforzar el vínculo entre el grado de avance en las reformas nacionales y el volumen de financiación recibida del presupuesto de la UE.

También se plantea la creación de una función de estabilización macroeconómica para la zona del euro, con acceso restringido a aquellos países que alcancen unos progresos mínimos en la convergencia estructural. Dicha función se constituiría en un mecanismo de estabilización de carácter supranacional que complementaría la acción de los estabilizadores de los presupuestos nacionales. La CE sugiere distintas alternativas de diseño, como un sistema europeo de seguro de desempleo o de protección de las inversiones<sup>1</sup>. Más a largo plazo, se considera la posibilidad de crear un Tesoro Europeo —que se responsabilizaría de la supervisión económica y presupuestaria en la zona del euro, la coordinación de la emisión del activo europeo seguro y la gestión de la función de estabilización macroeconómica— y de un Fondo Monetario Europeo —que asumiría las actuales misiones del MEDE—, a las que se podría incorporar el futuro mecanismo de respaldo financiero común del FUR.

Por último, el Informe plantea recomendaciones en el ámbito del afianzamiento de la responsabilidad democrática en la UEM y del fortalecimiento de sus instituciones, que conduzcan progresivamente a una mayor integración política en el área. En este sentido, se plantea la conveniencia de fortalecer la capacidad de supervisión del Parlamento Europeo, así como la integración de los tratados intergubernamentales vigentes en el marco legal de la UE.

<sup>1</sup> En el capítulo 4 del Informe Anual del Banco de España correspondiente al año 2016 se discuten diversas alternativas para el diseño de este tipo de fondos y se muestra cómo, con contribuciones relativamente moderadas, habrían alcanzado una capacidad de estabilización de perturbaciones asimétricas similar a la existente en Estados Unidos.

La publicación de este Informe trimestral coincide aproximadamente con el primer aniversario del referéndum en el que los ciudadanos británicos decidieron la salida de su país de la Unión Europea (*brexit*), cuyo inicio formal tuvo lugar el pasado 29 de marzo. Este recuadro describe la evolución de los flujos de comercio de bienes y de las exportaciones de servicios turísticos que ha habido desde entonces, con el objetivo de discernir los posibles efectos del resultado de la consulta sobre esas variables. El impacto podría haber discurrido por diversos canales. En primer lugar, los efectos del referéndum fueron inmediatos sobre un conjunto de variables financieras, dado lo inesperado del resultado. Sin embargo, la mayor parte de esos efectos se desvanecieron posteriormente con relativa rapidez, con la excepción del que resulta más relevante desde el punto de vista de los flujos de comercio exterior: una depreciación significativa de la libra (en torno al 10 % frente al dólar y al euro), que, con ciertas oscilaciones, se ha mantenido hasta la fecha.

En segundo lugar, por lo que respecta a los efectos reales, los distintos analistas privados e instituciones internacionales recortaron

sus proyecciones sobre el crecimiento de la economía británica tanto en el corto como en el medio plazo. En concreto, frente a las proyecciones previas al referéndum de que la economía crecería por encima del 2 % en 2017, esa tasa fue rebajada hasta menos del 1 % en los meses posteriores a la consulta (véase gráfico 1). Sin embargo, transcurrido un año desde la votación, la actividad económica del Reino Unido ha resistido mejor de lo esperado, lo que, en buena medida, se habría debido a la política monetaria expansiva aplicada por el Banco de Inglaterra. De este modo, no solo el PIB conservó un ritmo de avance sólido en 2016, del 1,8 %, sino que, además, las revisiones más recientes de las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2017 han sido al alza, hasta situarse en el entorno del 2 %, como se muestra en el gráfico 1.

A más largo plazo, una reducción del grado de integración del Reino Unido dentro de los mercados europeos, en mayor o menor medida en función de la modalidad que finalmente pueda adoptar la relación comercial entre ambas áreas, conduciría a una disminución de los flujos comerciales. En efecto, el nuevo régimen puede adoptar la

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES SOBRE LA ECONOMÍA DEL REINO UNIDO

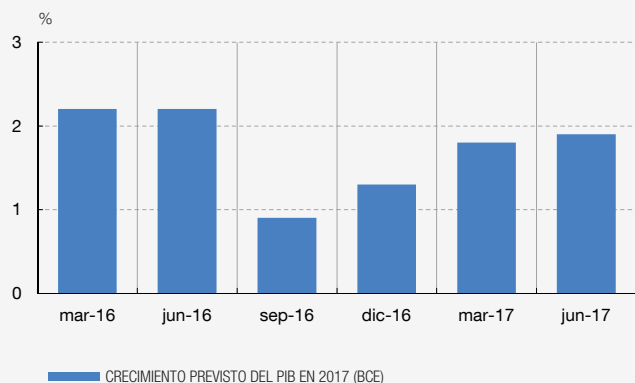


Gráfico 2  
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS AL REINO UNIDO. 2016

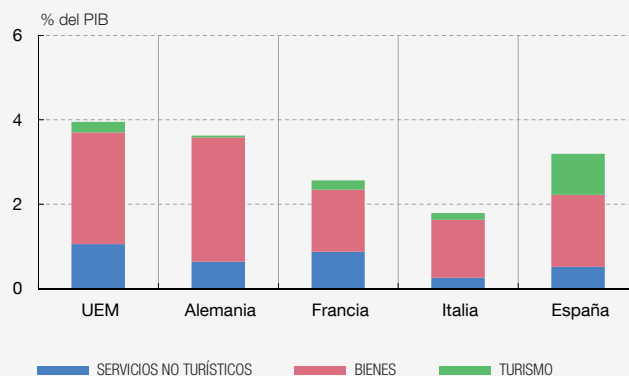


Gráfico 3  
EXPORTACIONES NOMINALES DE BIENES DE ESPAÑA  
Tasas de variación interanual

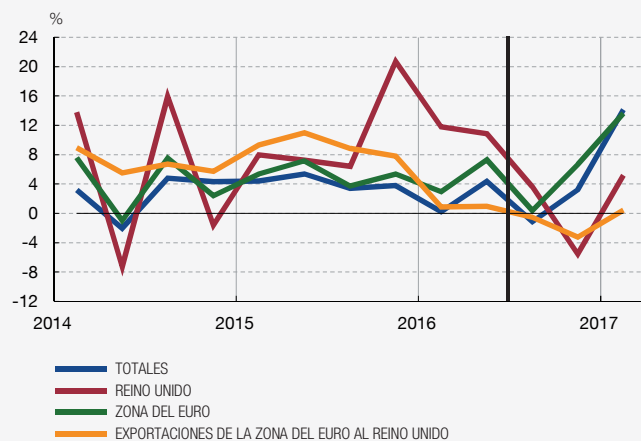
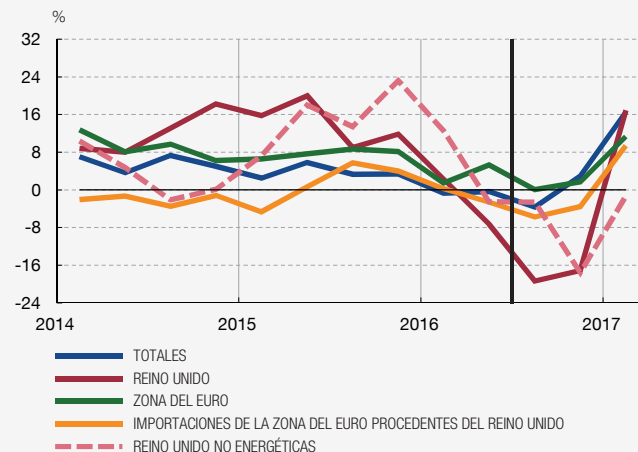


Gráfico 4  
IMPORTACIONES NOMINALES DE BIENES DE ESPAÑA  
Tasas de variación interanual



FUENTES: Ministerio de Economía y Competitividad, Banco de España, Eurostat y Banco Central Europeo.

forma de un área de cooperación económica, de un tratado bilateral de comercio o del sometimiento al marco general de la Organización Mundial del Comercio, pero cualquiera de esos escenarios se traducirá, probablemente, en un aumento de las barreras comerciales arancelarias y no arancelarias, que afectará de forma distinta a cada país europeo en función de la composición de su comercio con el Reino Unido por tipo de bienes y del tratamiento concreto que cada uno de estos reciba en el futuro (véase gráfico 2)<sup>1</sup>.

En este contexto, transcurrido un año desde el referéndum, parece razonable pensar que los efectos del *brexít* sobre los flujos comer-

ciales entre España y el Reino Unido en este período hayan venido determinados principalmente por la depreciación de la libra, dado que, como se ha indicado, por el momento la demanda nacional de la economía británica no se ha visto afectada significativamente. Asimismo, es probable que el grueso de los efectos ligados a la incertidumbre acerca del nuevo marco legal que determinará las relaciones comerciales entre el Reino Unido y la UE no se haya manifestado aún, aunque no cabe descartar que esa incertidumbre haya llevado a que algunas potenciales nuevas relaciones comerciales de empresas concretas no hayan llegado a materializarse.

Los efectos de la depreciación de la libra frente al euro sobre los precios de las exportaciones españolas en esta última moneda y sobre las cantidades exportadas no son obvios. Si el exportador español mantiene el precio en libras, protegerá su cuota de mer-

1 Para una descripción más detallada sobre la exposición de la economía española al Reino Unido, véase recuadro 5 del Informe trimestral de la economía española, septiembre de 2016, Banco de España.

Gráfico 5  
PRECIOS DE EXPORTACIONES DE BIENES (EN EUROS)  
Tasas de variación interanual

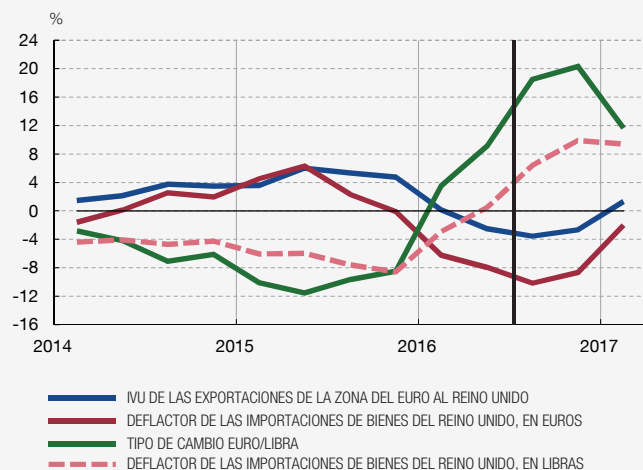


Gráfico 6  
PRECIOS DE IMPORTACIONES DE BIENES (EN EUROS)  
Tasas de variación interanual

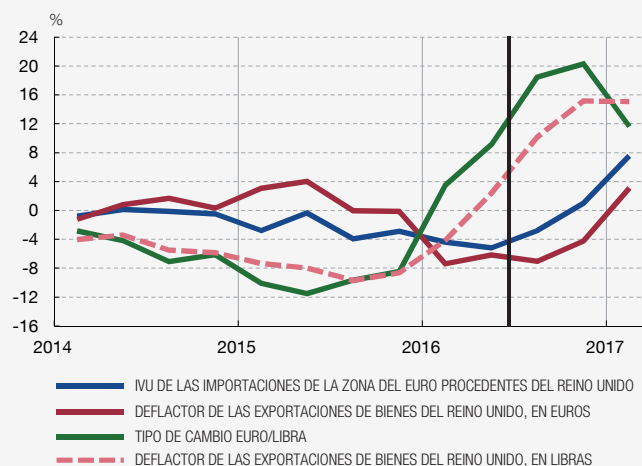


Gráfico 7  
EXPORTACIONES REALES DE BIENES DE ESPAÑA  
Tasas de variación interanual

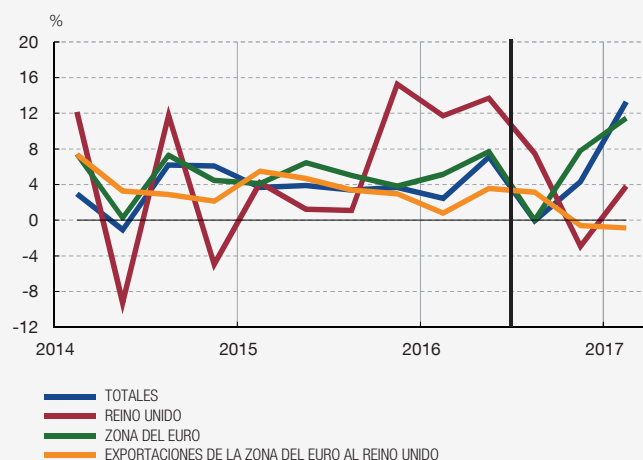
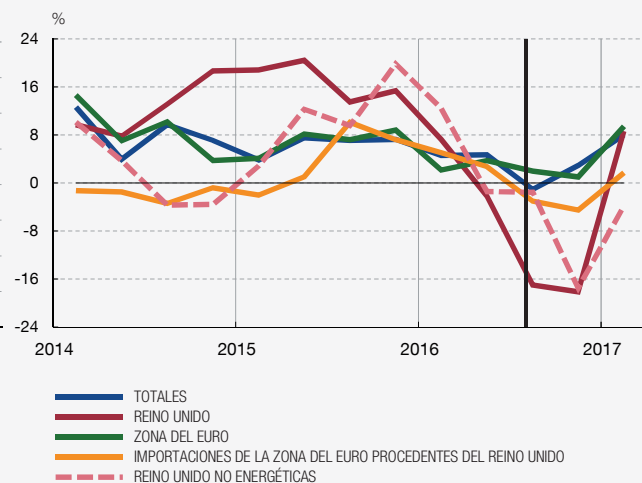


Gráfico 8  
IMPORTACIONES REALES DE BIENES DE ESPAÑA  
Tasas de variación interanual



FUENTES: Ministerio de Economía y Competitividad, Banco de España, Eurostat y Banco Central Europeo.

cado, pero verá reducidos sus ingresos en euros; si, por el contrario, opta por mantener el precio en euros, el encarecimiento del producto exportado cuando el precio se mide en libras conducirá a una pérdida de cuota tanto mayor cuanto menor sea su poder de mercado. En cualquier caso, se observará una disminución del valor nominal de las exportaciones, y las proporciones en que esa reducción se reparta entre precios y cantidades dependerán de la política de fijación de precios del exportador (en último término, determinada por la estructura concreta de cada mercado).

Los datos de Aduanas permiten analizar la evolución temporal del valor de las exportaciones nominales de España al Reino Unido, pero no el desglose entre cantidades y precios. En el período previo al referéndum, las ventas de nuestro país al Reino Unido crecieron a tasas muy elevadas (véase gráfico 3). En concreto, los aumentos correspondientes a 2015 y a la primera mitad de 2016 fueron del 10,4 % y del 11,3 %, respectivamente, frente al 6,4 % y el 5,7 % de las exportaciones dirigidas al conjunto de la UE en los mismos períodos. A partir del referéndum, la brecha positiva entre las tasas de avance de las ventas al Reino Unido y al conjunto de la UE ha cambiado de signo. Así, por ejemplo, las tasas respectivas fueron del -1,1 % y el 2,5 % en la segunda mitad de 2016, y del -0,9 % y el 8,8 % en el primer cuatrimestre de 2017.

Para aproximar la traslación de estos datos nominales a volúmenes puede utilizarse como deflactor el índice de valor unitario (IVU) de las exportaciones realizadas por la zona del euro al Reino Unido. Al igual que el deflactor de las importaciones del Reino Unido en euros, este índice reflejó, a lo largo de 2016, la depreciación del tipo de cambio de la libra (véase gráfico 5). Por tanto, los exportadores del área del euro habrían recortado sus precios en euros, si bien la rebaja no habría sido suficiente para compensar la depreciación cambiaria, de modo que las exportaciones de la UEM al Reino Unido se habrían encarecido. En efecto, cuando se deflacta el valor nominal de las exportaciones de España al Reino Unido haciendo uso de ese IVU, se obtiene una aproximación al flujo en términos reales que apunta a una caída significativa a partir de la segunda mitad de 2016 (véase gráfico 7).

Por lo que respecta a las importaciones españolas de bienes procedentes del Reino Unido, la depreciación cambiaria no debería afectar significativamente al flujo en términos nominales medido en euros. Si el exportador británico opta por mantener el precio en libras, tendrá lugar un abaratamiento en euros, que tenderá a verse compensado por un aumento de la cantidad exportada. Si, por el contrario, mantiene el precio en euros (aumentando sus ingresos en libras), el volumen no debería verse afectado (y, por tanto, tampoco la magnitud nominal). En la práctica, sin embargo, las importaciones procedentes del Reino Unido han tenido un comportamiento relativo menos favorable que las que tienen su origen en el conjunto de la UE. Así, por ejemplo, mientras que en 2015 las importaciones del Reino Unido y de la UE crecieron un 13,8 % y un 8,9 %, respectivamente, las correspondientes tasas de la segunda mitad de 2016 fueron un -18,2 % y un 0,9 %. Hay que tener en cuenta, no obstante, que esta evolución está muy influenciada por el componente de importacio-

nes energéticas, que se desplomaron en términos nominales en 2016, debido no solo a la depreciación de la libra, sino también a la fuerte caída de los precios del crudo (véase gráfico 4). Los datos referidos al primer cuatrimestre de 2017 han mostrado un repunte de las compras procedentes del Reino Unido, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 8,2 % (6,9 % para el conjunto de importaciones procedentes de la Unión Europea), evolución en parte relacionada con el incremento de las importaciones energéticas, favorecidas por los mayores precios del crudo al inicio del año<sup>2</sup>.

La evolución en términos reales de las importaciones de bienes procedentes del Reino Unido reflejaría también un significativo descenso en la segunda mitad de 2016 (véanse gráficos 6 y 8). Esta evolución apuntaría a que los exportadores británicos habrían optado por no trasladar la depreciación de la libra a un abaratamiento de sus precios en esa moneda, sino que, en su lugar, habrían tendido a mantener el precio en euros (aumentando sus márgenes). Pero, más allá de la evolución de la competitividad precio, es posible que la incertidumbre sobre el nuevo marco comercial con el Reino Unido haya afectado a la baja a las importaciones procedentes de este país, si bien aún es pronto para extraer conclusiones en este sentido.

Finalmente, en el ámbito turístico, en 2016 entraron en España 17,8 millones de turistas procedentes del Reino Unido, un 12,5 % más que en el año anterior, consolidándose como nuestro primer mercado emisor de turistas, con una cuota del 23,6 % en las llegadas totales de turistas foráneos. El gasto total realizado por los turistas británicos aumentó también a un ritmo notable en 2016, cifrado en el 12,8 %, hasta alcanzar los 16 mm de euros (20,9 % del ingreso total). Asimismo, se observaron ligeros incrementos del gasto medio diario y del gasto medio por turista (3,6 % y 0,3 %, respectivamente). Esta favorable evolución del turismo procedente del Reino Unido, a pesar de la notable depreciación que experimentó la libra frente al euro (en el promedio de 2016 se debilitó un 12,9 %), habría descansado, fundamentalmente, en el creciente atractivo de España como destino refugio, en un clima de fuerte inseguridad en algunos destinos competidores relevantes. A comienzos del ejercicio actual, los indicadores turísticos del mercado británico han prolongado la tónica de elevado dinamismo del año anterior, superando de nuevo los registros anteriores. Así, en el primer cuatrimestre de 2017, las llegadas de turistas británicos crecieron un 9,6 %, en tasa interanual, al tiempo que su gasto total aumentó en mayor medida, un 13,9 % interanual, gracias al incremento que experimentó el gasto medio diario (5,9 %).

En suma, por lo que respecta al comercio de bienes, el año transcurrido desde el referéndum ha venido marcado por una evolución más débil de los flujos nominales de comercio español frente al Reino Unido que frente al resto de los países europeos, que, especialmente en el caso de las importaciones, no se puede explicar totalmente por los desarrollos del tipo de cambio. Por otro lado, el turismo sigue mostrando un notable dinamismo, a pesar de la depreciación reciente de la libra.

2 Las importaciones de bienes no energéticos han seguido mostrando una notable debilidad, con una caída del 1,3 %.

NOTA: Este recuadro fue publicado en la web del Banco de España con fecha 27 de junio de 2017.

El BCE publicó, el pasado 24 de mayo, los resultados de la decimo-sexta edición de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre octubre de 2016 y marzo de 2017. En ella se pregunta a las empresas encuestadas, fundamentalmente pymes, sobre la evolución, en los últimos seis meses, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran, en conjunto, una prolongación de la tendencia de mejora de su situación económica. Así, el número de empresas que declararon un aumento de las ventas volvió a superar, por sexta vez consecutiva, al de las que señalaron lo contrario, siendo la diferencia relativa entre ambos grupos (porcentaje neto) del 22 %, algo superior tanto a lo registrado seis meses antes como a lo observado en la UEM (19 % en ambos casos; véase gráfico 1). En términos de los beneficios, la evolución fue algo menos favorable debido al aumento de los costes, tanto laborales como de otro tipo, circunstancia reportada por una proporción neta elevada de pymes de la muestra (45 % y 57 %, respectivamente, frente al 49 % y 50 % en la UEM). De este modo, el porcentaje de las que informaron de un incremento de las ganancias superó en 3 pp al de las que contestaron lo contrario, 1 pp más que en la edición anterior. En el área del euro, dicho diferencial fue prácticamente nulo.

Al ser preguntadas por su principal preocupación, la falta de clientes fue la señalada por un mayor porcentaje de pymes, tanto en España como en el conjunto de la UEM (29 % y 26 %, respectivamente; véase gráfico 2). En contraposición, el acceso a la financiación volvió a ser, de entre todos los factores incluidos en esta pregunta, el citado por un menor número de compañías, un 9 % de ellas tanto en España como en la UEM, porcentaje similar al de seis meses antes y valor mínimo registrado en ambas áreas desde el comienzo de la encuesta, en 2009.

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios creció unos 6 pp, hasta situarse en un 36 % (véase gráfico 3), cifra también superior a la registrada en la UEM (32 %). Por su parte, la disponibilidad de financiación bancaria continuó mejorando (véase gráfico 4). Así, en términos netos, el 28 % de las pymes españolas se pronunció en este sentido, 2 pp más que en la encuesta previa, y 16 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM. Además, las empresas encuestadas percibieron un impacto positivo sobre la disponibilidad de financiación de la evolución favorable de la mayoría de los factores que afectan a la oferta crediticia. En concreto, en términos netos, el 32 % informó de una incidencia positiva sobre las condiciones de acceso al crédito derivada de la mejora de la situación específica de la compañía (11 pp más que seis meses antes), un 31 % percibió una mayor disposición de las entidades a otorgar préstamos (cifra similar a la registrada en la edición previa de la encuesta), y un 28 % indicó una influencia positiva asociada a las mejores perspectivas macroeconómicas (12 pp más que el semestre anterior).

Asimismo, el porcentaje de pymes españolas cuyas peticiones de financiación bancaria fueron rechazadas apenas varió, situándose en el 6 %, cifra similar a la registrada en el conjunto de la UEM. El indicador más amplio, basado en la percepción de las empresas acerca de las dificultades para obtener préstamos bancarios<sup>1</sup>, mostró una nueva mejoría. Así, las dificultades afectaron a un 9 % de estas compañías, dato ligeramente menor que el de la UEM (10 %) y que continúa la tendencia descendente que se viene reflejando en los últimos años, desde los elevados niveles alcanzados en 2013 (véase gráfico 5).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje neto de empresas que informó de un descenso en los tipos de interés fue del 11 %, dato muy inferior al de la edición anterior (30 %; véase gráfico 6). Por otro lado, la proporción neta de compañías que señaló un aumento en la cuantía de los préstamos y una extensión de su plazo de vencimiento siguió siendo positiva (10 % y 5 %, respectivamente). En cambio, un 3 % de las pymes españolas, en términos netos, percibieron un endurecimiento en las garantías requeridas, y un 8 %, en otras condiciones de los préstamos, aunque ese endurecimiento continuó moderándose respecto al registrado en los semestres anteriores.

Por último, esta edición de la encuesta también incluye dos preguntas *ad hoc* sobre cuál es el nivel adecuado de endeudamiento y cuáles son sus principales determinantes. Así, un 42 % de las pymes españolas indicó que considera apropiado su nivel actual de endeudamiento, mientras que el mismo porcentaje de ellas señaló que querría reducirlo y solo un 5 % manifestó que desearía aumentarlo. En cuanto a los factores fundamentales para determinar el nivel adecuado de endeudamiento, un 24 % de las pymes destacó mantener la capacidad de endeudarse más en el futuro como el más relevante, mientras que el 18 % señaló que era preservar la calificación crediticia de la empresa y un 16 % resaltó el riesgo de hacer frente a dificultades financieras.

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre octubre de 2016 y marzo de 2017, el acceso de las pymes españolas a la financiación externa continuó mejorando. En un contexto de progresivo fortalecimiento de su situación económica y financiera, estas empresas informaron, en conjunto, de que durante dicho período detectaron un incremento en la disponibilidad de financiación bancaria, favorecido por una mayor disposición de las entidades a conceder préstamos en condiciones de financiación más favorables. Finalmente, la encuesta también refleja que las pymes de nuestro país anticipaban una evolución positiva de su acceso a la financiación bancaria entre abril y septiembre de 2017.

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

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

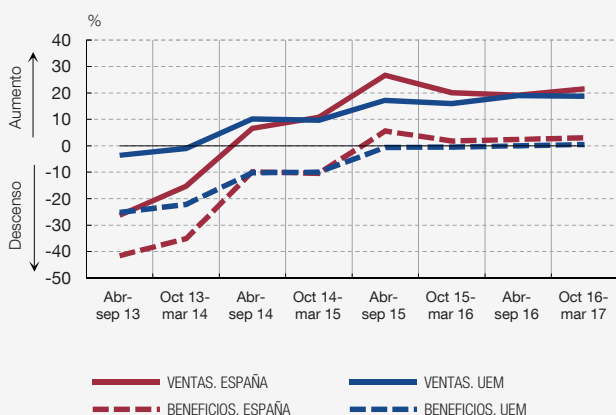


Gráfico 2  
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD. OCTUBRE DE 2016-MARZO DE 2017

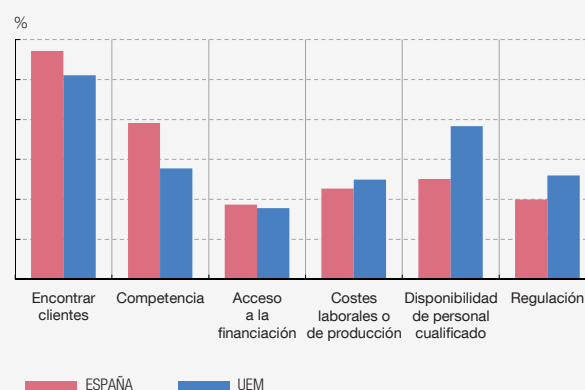


Gráfico 3  
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS



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

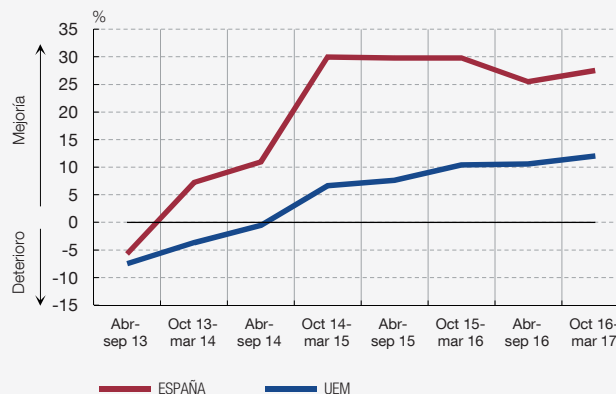


Gráfico 5  
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)

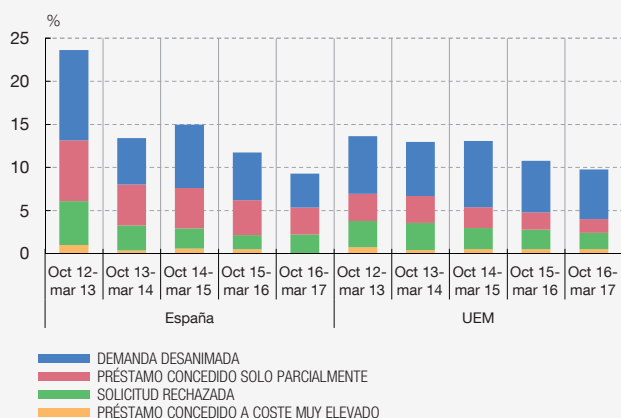
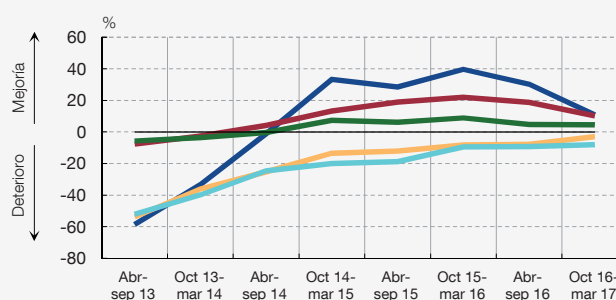


Gráfico 6  
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (d)



FUENTE: Banco Central Europeo.

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

NOTA: Este recuadro fue publicado en la web del Banco de España con fecha 26 de junio de 2017.

Las cifras publicadas a fecha de cierre de este informe<sup>1</sup> sobre la actuación de las Administraciones Públicas (AAPP) en términos de la Contabilidad Nacional (CN), relativas al primer trimestre de este año, se refieren al conjunto de la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social (véase cuadro adjunto). De acuerdo con esta fuente, el conjunto de estos subsectores registró en enero-marzo un déficit del 0,5 % del PIB, dos décimas inferior al del mismo período de 2016.

1 22 de junio de 2017.

Por componentes, los ingresos consolidados de las AAPP (excluyendo las corporaciones locales, CCLL) se incrementaron en los tres primeros meses del año un 3,4 % en tasa interanual, frente al retroceso del 1,2 % registrado en el mismo período del año 2016, debido al dinamismo de la recaudación impositiva y de las cotizaciones sociales. La información más reciente, referida al mes de mayo, sobre la recaudación de los impuestos compartidos por el Estado, las CCAA y las CCLL, muestra una continuación de la fortaleza de los ingresos en el comienzo del segundo trimestre. No obstante, cabe señalar que parte de este buen comportamiento

Cuadro  
EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)

	Millones de euros		Tasas de variación interanual		
	Ene-dic 2016	Ene-dic 2016	Ene-mar 2016	Ene-mar 2017	Objetivos oficiales 2017
1 Recursos totales (b)	375.325	1,6	-1,2	3,4	5,6
Impuestos sobre producción e importaciones	104.125	1,6	-0,7	3,8	5,4
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	102.775	1,9	-10,3	3,5	7,7
Cotizaciones sociales	136.047	3,1	1,8	5,2	4,6
Otros recursos (b)	32.378	-5,1	17,1	-9,4	0,6
2 Empleos totales (b)	419.510	0,5	-0,6	0,5	2,0
Remuneración de asalariados	99.519	2,0	0,0	1,6	1,9
Otros gastos en consumo final (c)	64.557	-1,1	0,7	3,7	-2,1
Prestaciones sociales (no en especie)	173.453	2,1	1,5	1,5	2,3
Intereses efectivos pagados	30.781	-5,4	-5,8	-9,8	2,7
Subvenciones	10.013	-8,9	-38,0	37,2	2,3
Otros empleos y transferencias corrientes (b)	16.005	7,5	-9,8	-24,0	—
Formación bruta de capital	16.644	-19,6	-9,7	1,4	10,3
Otros gastos de capital (b)	8.538	57,2	—	37,4	—
	Millones de euros		En porcentaje del PIB nominal anual (e)		
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Ene-dic 2016	Ene-dic 2016	Ene-mar 2016	Ene-mar 2017	Objetivos oficiales 2017
3 Agregado consolidado (3 = 3.1 + 3.2 + 3.3)	-57.659	-5,2	-0,8	-0,5	-3,1
3.1 Administración Central	-30.408	-2,7	-0,8	-0,5	-1,1
3.2 Fondos de la Seguridad Social	-18.096	-1,6	0,2	0,1	-1,4
3.3 Administración Regional	-9.155	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6
4 Corporaciones Locales	7.083	0,6	0,1	—	0,0
5 Total AAPP (5 = 3 + 4)	-50.576	-4,5	-0,7	—	-3,1
Pro memoria					
Ayudas a instituciones financieras (d)	-2.389	-0,2	0,0	0,0	—
Deuda pública (PDE)	1.106.952	99,4	101,2	100,4	98,8

FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Programa de Estabilidad (2017-2020).

- a Los datos de ingresos y gastos se refieren a las cuentas del agregado consolidado de Administración Central, Administración Regional y Fondos de la Seguridad Social. No se incluyen, por tanto, las CCLL, dado que no se dispone de información mensual.
- b Consolidado de las transferencias a otras AAPP (CCLL).
- c Incluye consumos intermedios y transferencias sociales en especie de productores de mercado.
- d Transferencias de capital concedidas a instituciones financieras.
- e Para 2017 se toma el PIB nominal anual previsto en el Programa de Estabilidad (2017-2020). En el caso de la deuda, el PIB a precios de mercado se ha elaborado a partir de la serie oficial de la CN trimestral que publica el INE agregando los últimos cuatro trimestres para cada fecha de referencia.

observado en la recaudación de los impuestos directos se debe al efecto base asociado al cambio de la normativa relativa a los pagos mínimos a cuenta del impuesto de sociedades, que entró en vigor en octubre de 2016<sup>2</sup>. La norma afectaba a los pagos del conjunto del año, que por ello se concentraron en el último trimestre. De esta manera, el impacto positivo observado sobre la recaudación en enero-mayo debido a esta medida irá mitigándose a lo largo del año, hasta neutralizarse en el último trimestre de 2017, momento en el cual la comparación interanual será homogénea. Por su parte, el gasto de las AAPP (excluyendo las CCLL) presentó un avance interanual del 0,5 % hasta marzo, frente a la caída registrada en el mismo período del año anterior, del 0,6 %. Los aumentos de las principales partidas fueron moderados, con la excepción del gasto en consumo público no salarial, que creció cerca de un 4 % en el primer trimestre, mientras que los pagos por intereses de la deuda pública intensificaron su perfil de reducción.

El endeudamiento de las AAPP subió 1,1 pp del PIB en el primer trimestre de 2017, hasta el 100,4 %, ya que la expansión del producto solo compensó parcialmente el incremento de la deuda del sector (véanse gráficos 1 y 2). Sin embargo, este aumento se debió en gran medida a una concentración de emisiones de deuda en el primer trimestre, que se compensó parcialmente en el mes de abril, cuando, según el indicador adelantado de la deuda, se produjeron emisiones netas negativas. A pesar de ello, la reducción de los costes medios de financiación permitió que la carga financiera asociada, en porcentaje del PIB, continuase descendiendo,

hasta situarse en el 2,8 %. El desglose por instrumentos muestra que la fuente más importante de financiación de las AAPP en el primer trimestre del año siguieron siendo los valores a largo plazo. Por tenedores, los principales compradores netos de títulos emitidos por el Estado durante este período fueron el Banco de España (en el contexto del programa de compras de activos del Eurosisistema) y, en una cuantía menor, los no residentes.

Por otro lado, debe recordarse que, a finales de abril, el Gobierno español remitió a la Comisión Europea la Actualización del Programa de Estabilidad (APE), que establece las principales líneas de la política presupuestaria para el período 2017-2020. La APE incorpora el objetivo de déficit del conjunto de las AAPP para 2017 del 3,1 % del PIB, en línea con las recomendaciones del Consejo Europeo de agosto de 2016. El cumplimiento de este objetivo exigiría una mejora del déficit público de 1,4 pp del PIB este año, que, de acuerdo con las estimaciones contenidas en la APE, se conseguiría por la combinación de la favorable evolución cíclica prevista y el tono restrictivo de la política fiscal, con una variación del saldo estructural primario de las AAPP de 0,5 pp del PIB. El Programa también presenta objetivos de déficit público de medio plazo, que sitúa en el 2,2 %, 1,3 % y 0,5 % del PIB en 2018, 2019 y 2020, respectivamente. Esta senda es coherente con el compromiso de salida de la situación de «déficit excesivo» fijado en el Procedimiento de Déficit Excesivo (déficit superior al 3 % del PIB) en el año 2018.

En cuanto a su composición, la mejora del saldo de las AAPP proyectada para el conjunto de 2017 se debe, según la APE, tanto a una reducción de la ratio de gasto público sobre el PIB, de 0,9 pp,

2 Real Decreto-ley 2/2016, de 30 de septiembre.

EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Gráfico 1  
FINANCIACIÓN BRUTA.  
TASA INTERANUAL Y CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS

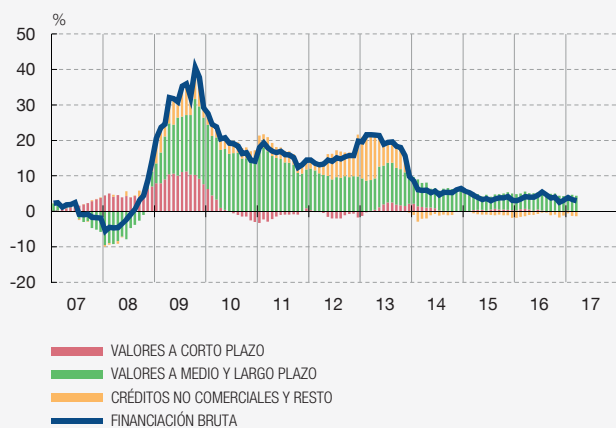
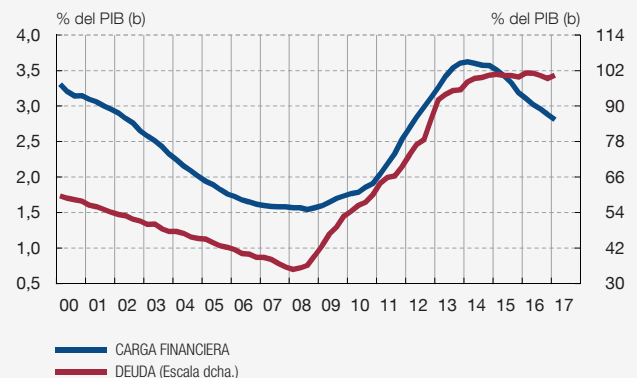


Gráfico 2  
CARGA FINANCIERA POR INTERESES (a) Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

- a Datos acumulados de cuatro trimestres.
- b El PIB a precios de mercado se ha elaborado a partir de la serie oficial de la CN trimestral que publica el INE agregando los últimos cuatro trimestres para cada fecha de referencia.



como a un aumento del peso de los ingresos públicos en el producto, de 0,5 pp. La APE presenta una senda de contención del gasto, basada en las medidas incorporadas en los presupuestos de las distintas AAPP para este año, así como en los ahorros derivados de las reformas puestas en marcha en años anteriores (en particular, la reforma de la Administración Local y las medidas adicionales vinculadas al desarrollo del informe CORA). Asimismo, el Programa asume una continuación de la caída de los pagos por intereses, vinculada a las favorables condiciones de financiación, y del gasto en prestaciones por desempleo, por la prolongación de la fase de recuperación de la economía, así como una cierta moderación del gasto en pensiones, que refleja la aplicación del nuevo índice de revalorización. Por otra parte, la APE incorpora los planes plurianuales de empleo público anunciados en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado, que tienen por objeto reducir la temporalidad en el sector de las AAPP. En cuanto a la inversión pública, el Programa asume un mantenimiento de su peso en el PIB en el medio plazo. No obstante, si se corrige el impacto de varios efectos transitorios, la ratio de inversión pública sobre el PIB prolongaría la tendencia a la baja que viene presentando desde el máximo registrado en 2009. Con respecto a la evolución de los ingresos, el aumento de su peso sobre el PIB que proyecta la APE para 2017 se basa en gran parte en los efectos positivos esperados de las medidas aprobadas el 2 de diciembre de 2016, consistentes en la ampliación de la base imponible del impuesto de sociedades, el incremento de los gravámenes sobre las bebidas alcohólicas y el tabaco<sup>3</sup>, y el aumento de las bases máximas de cotización<sup>4</sup>, entre otras.

La senda de la ratio de la deuda pública sobre el PIB que presenta la APE supone una prolongación de la trayectoria descendente iniciada en 2015, de manera que esta ratio pasaría a situarse en el 98,8 %, 97,6 %, 95,4 % y 92,5 % del PIB en 2017, 2018, 2019 y 2020, respectivamente, frente al 99,4 % registrado el año pasado. Este descenso se sustentaría en el fuerte crecimiento económico previsto, así como en la mejora de las cuentas públicas, que per-

mitiría registrar una situación de superávit público primario a partir del año 2018, frente al déficit primario del 1,7 % registrado en 2016.

Las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, publicadas el 13 de junio<sup>5</sup>, presentan una previsión del déficit de las AAPP del 3,2 %, 2,6 % y 2,2 % del PIB, para 2017, 2018 y 2019, respectivamente. Esta previsión se ha realizado sobre la base del cuadro macroeconómico que se presenta en dicho informe, de los planes presupuestarios más recientes, descritos en los párrafos anteriores, y de los datos disponibles relativos a la evolución de los ingresos y gastos públicos hasta la fecha de cierre del ejercicio de previsión (23 de mayo de 2017)<sup>6</sup>. No obstante, cabe mencionar que esta previsión no incorpora una serie de factores de carácter transitorio recogidos en el Programa de Estabilidad, pero que no se han concretado todavía, relativos a los posibles costes adicionales de las ayudas a entidades financieras en 2017 y a la responsabilidad patrimonial derivada de los procedimientos judiciales de las ocho autopistas de peaje que se encuentran en concurso de acreedores, que se estima puede hacerse efectiva en el período 2017-2018.

<sup>5</sup> Véase este [enlace](#).

<sup>6</sup> En concreto, las proyecciones incluidas en dicho informe sobre las variables de política fiscal para 2017-2019 se basan en tres elementos. En primer lugar, se asume que aquellas partidas del presupuesto sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan por su tamaño las compras o la inversión pública— evolucionan en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía española en el medio plazo y las medidas anunciadas en el Programa de Estabilidad. En segundo lugar, se supone que las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP evolucionan, en ausencia de medidas, de acuerdo con sus determinantes habituales. En concreto, en el caso de los ingresos públicos, al margen de la incorporación de los cambios normativos aprobados a finales del año pasado, se supone que estos crecen en línea con sus bases fiscales, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Lo mismo sucede con aquellas partidas menos discrecionales de gasto, como la relacionada con las pensiones —cuya evolución viene determinada esencialmente por la fórmula de revalorización establecida en la legislación y el envejecimiento de la población—, el subsidio de desempleo —que depende principalmente de la evolución del paro— y la carga de intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—. Finalmente, estas previsiones incluyen una valoración del impacto de los datos de corto plazo disponibles relativos a la evolución de los ingresos y gastos públicos hasta la fecha de cierre de este informe.

<sup>3</sup> Real Decreto-ley 3/2016, por el que se adoptan medidas en el ámbito tributario dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y otras medidas urgentes en materia social.

<sup>4</sup> Asimismo, se aprobó el aumento del salario mínimo interprofesional (Real Decreto 742/2016), lo que repercute en un incremento de la base mínima de cotización del 8 %.

A la hora de medir el desempleo o, de modo más general, el grado de utilización del factor trabajo de una economía, se pueden utilizar diferentes criterios para valorar, en primer lugar, si los individuos que no tienen un empleo deben ser considerados o bien como desempleados o bien como inactivos, y, en segundo lugar, cuántos de los trabajadores con jornada parcial desearían trabajar más horas.

En el primer caso, la definición oficial que se utiliza en España y en el resto de los países europeos —siguiendo los criterios de Eurostat—, así como en los demás países desarrollados, para caracterizar a una persona como desempleada sigue los criterios de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), según los cuales se consideran desempleadas las personas que, en el momento en que son encuestadas, afirman desear trabajar, estar disponibles para hacerlo en un plazo de dos semanas y haber buscado trabajo de manera activa en las últimas cuatro. No obstante, se podría considerar, especialmente en períodos de crisis, que esta definición es demasiado estricta a la hora de valorar el tamaño de la población desempleada, en la medida en que algunas de las personas con ánimo de trabajar y disponibles para hacerlo pueden no buscar empleo porque piensan que no van a encontrarlo, dada la desfavorable situación económica. Este colectivo podría pasar a formar parte con cierta inmediatez de la población activa ante un cambio en la situación económica que mejorara sus perspectivas de encontrar un empleo.

En principio, para determinados análisis de la situación del mercado de trabajo, podría resultar útil relajar los criterios bajo los cuales se define la situación de parado. En particular, se pueden calcular tres medidas alternativas de desempleo. En la primera de ellas, se añade en el colectivo de desempleados a aquellos individuos inactivos cuyo motivo para no buscar un empleo es pensar que no lo van a encontrar, a quienes se suele denominar «desanimados». En segundo lugar, además de estos inactivos desanimados, puede incluirse en la definición de desempleados a todos aquellos inactivos que, aunque no buscan un empleo por cualquier otro motivo, están disponibles y desean encontrar un empleo. Finalmente, se puede añadir, además, a aquellos individuos que, aunque están buscando un empleo, no están disponibles, por cualquier razón, para incorporarse inmediatamente a un nuevo empleo.

Con respecto a los trabajadores a tiempo parcial, se puede argumentar también que en una medición de los recursos ociosos del mercado de trabajo debería incluirse el denominado «grupo de subempleados», es decir, aquellos que se encuentran trabajando actualmente a tiempo parcial pero que desearían trabajar más horas. No obstante, en la construcción e interpretación de la definición más amplia de desempleo que incluye este colectivo, hay que tener en cuenta que estos trabajadores solo están disponibles para aumentar la oferta de trabajo de forma parcial.

Diversas instituciones, como la OCDE o el Departamento de Trabajo de Estados Unidos, utilizan habitualmente estas medidas al-

ternativas del desempleo para realizar un seguimiento del grado de utilización del factor trabajo<sup>1</sup>. En el gráfico 1 se presenta la evolución reciente de la tasa de paro de la economía española utilizando la definición oficial y las cuatro alternativas anteriores. Lógicamente, a medida que se van incluyendo colectivos adicionales, los hipotéticos niveles de infrautilización de la fuerza laboral aumentan. El gráfico 2, que presenta la diferencia entre la tasa de paro oficial y las distintas alternativas a lo largo del tiempo, revela que la evolución de las tres primeras definiciones de desempleo, cuando se incluyen los diferentes colectivos de inactivos, ha sido relativamente similar en los últimos años. Ello sugiere que la valoración de la situación cíclica del mercado laboral español no tiene por qué cambiar necesariamente de manera significativa cuando se consideran definiciones menos estrictas de desempleo que incluyen a inactivos con una vinculación más débil con el mercado laboral.

No obstante, cuando se tiene en cuenta el colectivo de trabajadores subempleados, la medida de infrautilización del trabajo aumenta considerablemente entre 2008 y 2014, ampliándose la brecha a lo largo de este período respecto a la definición oficial. En particular, mientras que, según la definición oficial, el aumento de la tasa de paro fue de 19 pp entre el segundo trimestre de 2007 y el primero de 2013, cuando esta alcanzó su máximo, en el 26,9%, este incremento se elevó hasta los 23,1 pp en la métrica que también incluye a los subempleados que desearían trabajar más horas, superando el 35% en el punto más elevado de esta serie<sup>2</sup>. El descenso desde los máximos alcanzados a principios de 2013 hasta finales de 2016 ha superado los 8 pp en las cuatro primeras definiciones consideradas, siendo algo menor para el colectivo de subempleados.

El mayor aumento del paro cuando se consideran los trabajadores subempleados se explica por el incremento del empleo a tiempo parcial en la economía española en este período, desde el 11,7% a finales de 2006 hasta el 15,3% a finales de 2016, y, sobre todo, por el aumento de los trabajadores que manifiestan que trabajan a tiempo parcial involuntariamente, es decir, que querían encontrar un trabajo a tiempo completo. Este grupo de individuos ha pasado de representar en torno al 30% de los trabajadores a tiempo parcial a superar el 60% (véase gráfico 3).

En cuanto a los factores que pueden explicar este aumento, en el gráfico 4 se presenta la evolución de los trabajadores que en un trimestre encuentran un empleo a tiempo parcial involuntario. En primer lugar, se observa que, a partir de 2008, se incrementan notablemente las entradas al empleo a tiempo parcial involuntario no solo desde una situación previa de paro, sino también desde una

1 El recuadro 3 del *Boletín Económico 3/2017* del BCE analiza esta cuestión para el área del euro.

2 Los aumentos cuando utilizamos las diferentes alternativas de activos fueron similares al observado bajo la definición oficial (de 19,4 pp y 19,8 pp, respectivamente, según incluyamos a los trabajadores desanimados o a todos los disponibles).

situación previa de empleo a tiempo completo, sugiriendo que, con la llegada de la crisis, las empresas redujeron su demanda de trabajo y una cierta mayor proporción de los puestos de trabajo pasaron a ser a tiempo parcial, a pesar de que quienes los ocupan de-

seaban trabajar más horas. En segundo lugar, también aumentan las entradas a un empleo a tiempo parcial involuntario desde el empleo a tiempo parcial por otros motivos, lo que indicaría que algunos trabajadores que antes de 2008 no querían o no podían

Gráfico 1  
DEFINICIONES ALTERNATIVAS DE LA TASA DE PARO

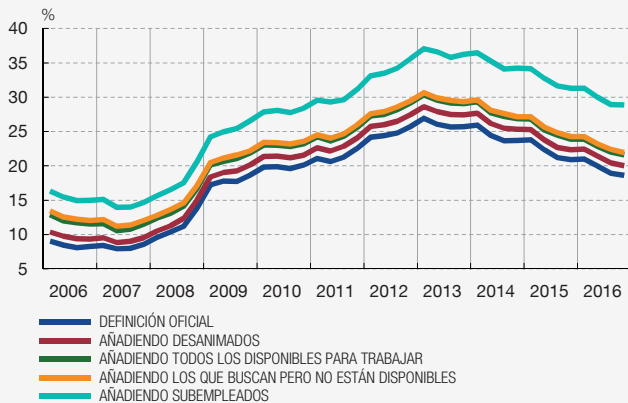


Gráfico 2  
DIFERENCIA ENTRE LA TASA DE PARO ALTERNATIVA Y LA OFICIAL COMO CONSECUENCIA DE INCLUIR A CADA UNO DE LOS DIFERENTES COLECTIVOS

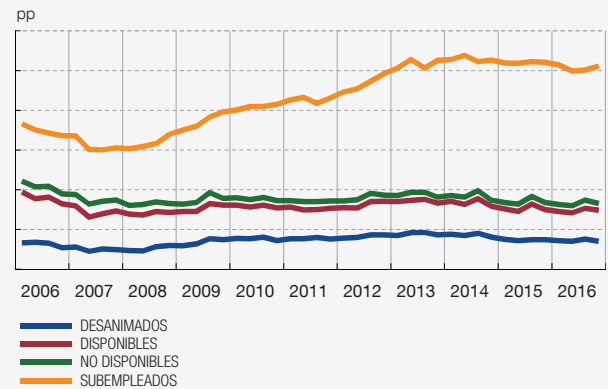


Gráfico 3  
TRABAJADORES A TIEMPO PARCIAL QUE DESEARÍAN TRABAJAR A TIEMPO COMPLETO

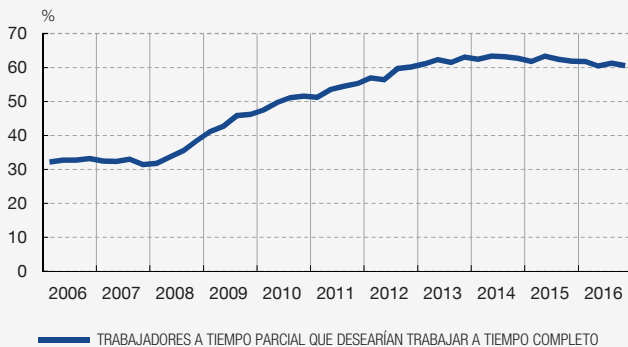


Gráfico 4  
ENTRADAS AL EMPLEO A TIEMPO PARCIAL INVOLUNTARIO POR ORIGEN (% EMPLEO TOTAL)

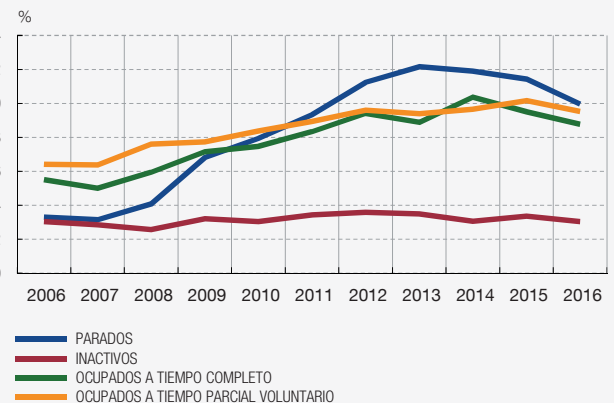


Gráfico 5  
PROBABILIDAD DE ENCONTRAR UN EMPLEO POR TIPO DE PARADO/INACTIVO

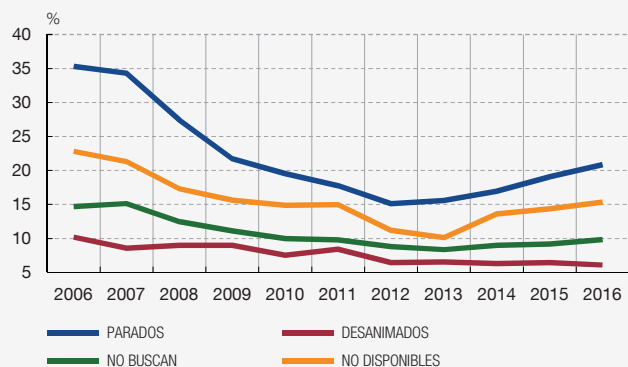
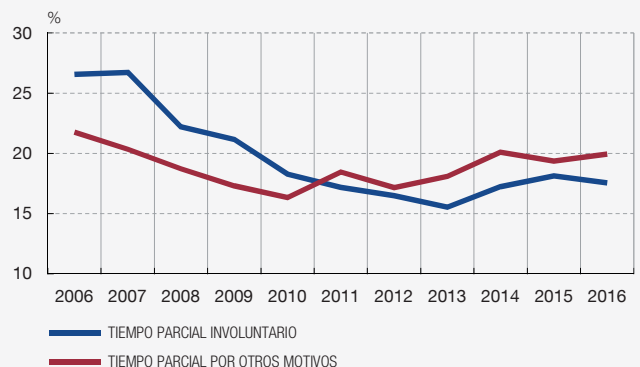


Gráfico 6  
PROBABILIDAD DE PASAR A UN CONTRATO A TIEMPO COMPLETO SEGÚN TIPO DE PARCIALIDAD



FUENTE: Microdatos de la EPA (INE).

trabajar más horas, estaban dispuestos a hacerlo a partir de dicho año<sup>3</sup>. La evolución más reciente de estas entradas, en la que no se observa una vuelta a los niveles previos a la crisis, podría indicar que parte del aumento del volumen de trabajo a tiempo parcial se habría convertido en permanente en el mercado laboral español. De no ser así, uno esperaría que en un momento de recuperación se incrementaran inicialmente las horas trabajadas por cada individuo y posteriormente el empleo, cosa que no ha sucedido.

Las reformas legales aprobadas a lo largo de este período han podido desempeñar un papel en estos desarrollos. Por ejemplo, en la reforma de 2012 se introdujo la posibilidad de realizar horas extraordinarias en los contratos a tiempo parcial y el Real Decreto-ley 16/2013 introdujo flexibilidad adicional en el uso de estos contratos por parte de las empresas, fomentando así la demanda de este tipo de empleos.

La valoración de las diferentes definiciones de desempleo de acuerdo con su capacidad relativa para reflejar con fidelidad la situación del mercado de trabajo debe tener en cuenta que, según se relajan los criterios para incluir los diferentes colectivos, su relación con el mercado laboral va siendo cada vez más débil y, por tanto, su correspondiente probabilidad de encontrar un empleo puede ser más reducida. En concreto, como se muestra en el gráfico 5, los datos de la EPA indican que la probabilidad de encontrar un empleo en el trimestre siguiente es muy superior para el colectivo de desempleados definidos según los criterios oficiales, mientras que el resto de los colectivos considerados como potenciales trabajadores presentan una probabilidad de encontrar un empleo notablemente más reducida.

Esta última circunstancia se observa, de hecho, a lo largo de todo el período analizado, de modo que la recuperación del empleo

<sup>3</sup> Aunque se desconocen los motivos, esto podría deberse, por ejemplo, al deseo de trabajar más horas en un contexto de crisis en el que el cónyuge ha perdido su empleo.

en los tres últimos años no ha aumentado la probabilidad de que las personas pertenecientes a los colectivos de inactivos desanimados o de quienes no buscan un empleo por otro motivo encuentren un puesto de trabajo. Ello ha provocado un incremento en la diferencia entre la probabilidad de encontrar empleo de un individuo incluido en estos grupos y la de que lo encuentren quienes están incluidos en la definición de desempleo oficial.

En cuanto a los subempleados, en el gráfico 6 se observa una acusada reducción de la probabilidad de pasar a un empleo a tiempo completo desde una situación de empleo a tiempo parcial involuntario. Así, según los últimos datos de la EPA, esta probabilidad se situó en el 17,5 % en 2016, algo por debajo de la observada entre aquellos con un contrato a tiempo parcial por otros motivos (20 %) <sup>4</sup>, cuando antes de la crisis la probabilidad de pasar a un empleo a tiempo completo era superior entre aquellos con contrato a tiempo parcial involuntario. Durante los últimos años esta probabilidad no se ha incrementado para el colectivo con contrato a tiempo parcial involuntario, lo que vuelve a incidir en la posibilidad de un cambio más permanente en la demanda de trabajo a tiempo parcial.

En definitiva, la inclusión como desempleados de diferentes colectivos de inactivos o la consideración de trabajadores subempleados elevan la tasa de paro, pero no cambian de forma significativa la visión sobre la posición cíclica de la economía. Asimismo, todo parece indicar que el reciente incremento de trabajadores con contrato a tiempo parcial involuntario tiene un componente estructural que no parece estar revirtiendo en la recuperación. En todo caso, conviene tener presente que estas medidas alternativas no pueden reemplazar las utilizadas habitualmente, que han sido construidas por las instituciones internacionales haciendo uso de los más estrictos controles de calidad estadística.

<sup>4</sup> Entre los que se encuentran asistir a actividades de formación, cuidado de familiares u otras obligaciones, o no desear un trabajo a jornada completa.

NOTA: Este recuadro fue publicado en la web del Banco de España con fecha 28 de junio de 2017.

### 2.1 Entorno exterior del área del euro

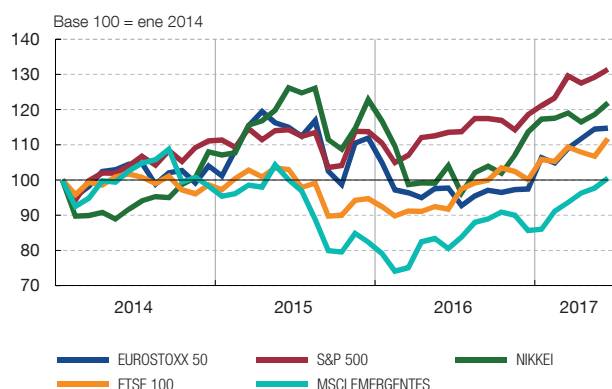
En el período transcurrido del segundo trimestre de 2017, la situación económica y financiera internacional ha mantenido la pauta de mejora gradual del trimestre anterior, en un contexto de cierta moderación de la elevada incertidumbre política percibida al comienzo del año. Sin embargo, persisten las dudas sobre la implementación efectiva de las medidas anunciadas por la nueva administración en Estados Unidos, sobre las negociaciones en torno al *brexit* y sobre algunos procesos electorales pendientes en Europa, que podrían afectar a las expectativas de crecimiento. Además, la inflación continúa mostrando un crecimiento moderado, reflejado en la trayectoria del componente subyacente. En las economías emergentes, por su parte, el comportamiento continúa siendo favorable, aunque se han agudizado algunos riesgos idiosincrásicos, en especial los relacionados con el aumento del crédito en China, la situación política en Brasil y el empeoramiento de algunos desequilibrios macroeconómicos en Turquía.

En los mercados financieros de los países desarrollados la tónica ha sido favorable (véase gráfico 2), destacando la disminución de las volatilidades implícitas y el aumento progresivo del apetito por el riesgo, una situación que se mantuvo tras la decisión de elevar los tipos de interés de la Reserva Federal. En Estados Unidos, las bolsas alcanzaron máximos históricos y en Europa máximos anuales, en este último caso como consecuencia de la reacción favorable a las elecciones en Francia. En los mercados de renta fija, el bono a diez años de Estados Unidos se situó en su mínimo anual. En el mercado de divisas, destacó la notable depreciación del dólar, cuyo tipo de cambio efectivo nominal ha descendido casi un 5 % desde principios de año y ha vuelto al nivel previo a las elecciones presidenciales, un movimiento vinculado a la rebaja de las expectativas sobre las políticas del nuevo Gobierno. La libra, por su parte, se depreció cerca de un 2 % tras conocerse el resultado de las elecciones anticipadas del 8 de junio, que arrojaron un panorama de mayor incertidumbre, especialmente en relación con la negociación del *brexit*.

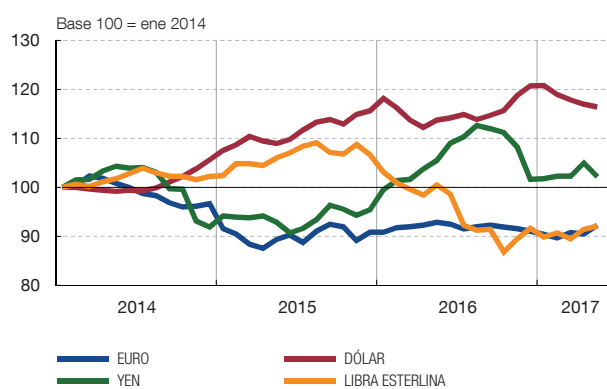
En los mercados emergentes, la tendencia fue alcista, con dos notables excepciones. Por una parte, la bolsa china, en un contexto de modesta retirada de los estímulos introducidos durante el pasado año. Por otra, la bolsa de Brasil, donde el aumento de la inestabilidad política llevó a una fuerte depreciación del real, y también del peso argentino, siendo Argentina uno de los más importantes socios comerciales de Brasil. Entre las notas positivas, destaca el caso de México, cuya moneda se ha apreciado un 15 % desde principios de año, revirtiendo toda la depreciación que experimentó desde noviembre, como consecuencia, principalmente, de unas expectativas menos sombrías sobre su relación comercial con Estados Unidos. Por último, las entradas de capitales hacia las economías emergentes continuaron siendo importantes, tanto en renta variable como en renta fija.

Los precios de las materias primas aumentaron ligeramente en el trimestre, si bien este comportamiento oculta una importante divergencia entre el alza de los alimentos y el retroceso de los metales y del petróleo. En el caso del petróleo, la disminución de los precios se ha producido a pesar de que, en su reunión de mayo, los miembros de la OPEP, junto con otros productores, llegaron al acuerdo de extender los recortes de producción —de cerca del 2 % del total mundial— hasta el primer trimestre de 2018. Esto sugiere que la OPEP tiene una capacidad cada vez más limitada para controlar los precios del petróleo, en un entorno de aumento de la producción no convencional en Estados Unidos y de perspectivas de una suave desaceleración de la demanda.

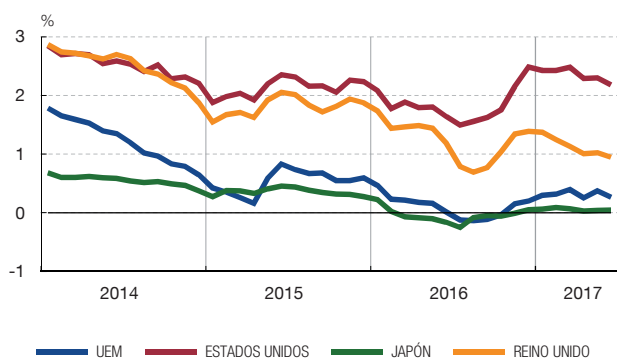
1 ÍNDICES BURSÁTILES



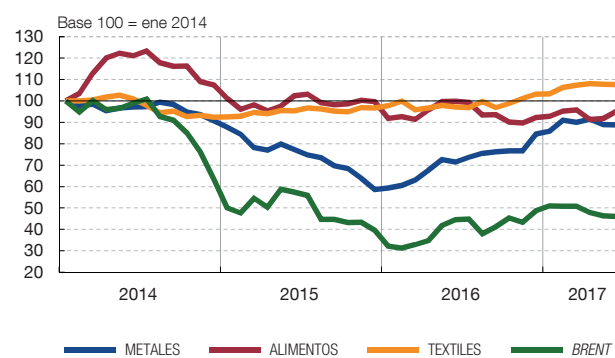
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



4 MATERIAS PRIMAS



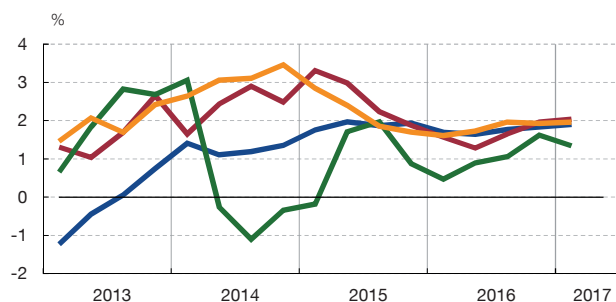
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

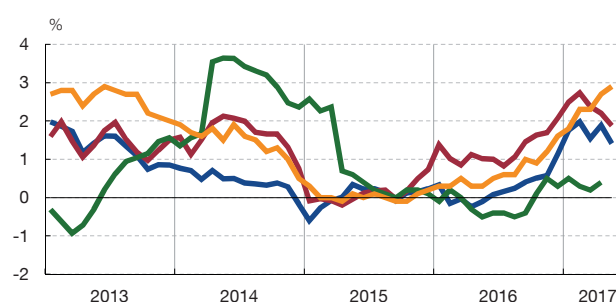
La gradual recuperación de la actividad en las economías avanzadas se frenó en el primer trimestre de 2017 (véase gráfico 3). El crecimiento intertrimestral en Estados Unidos y en el Reino Unido se debilitó en ese período (al 1,2% en tasa intertrimestral anualizada en el primer caso, y al 0,2% en tasa intertrimestral en el segundo), aunque en ambos la tasa interanual se mantuvo en torno al 2%. La principal nota negativa provino de la reducida aportación del consumo privado, a pesar del buen tono del mercado de trabajo, en ambos casos. En Japón, por su parte, el crecimiento de la actividad en el primer trimestre se revisó a la baja hasta el 1% en tasa intertrimestral anualizada. Los indicadores adelantados del segundo trimestre apuntan a un mayor dinamismo en los tres países, si bien en Estados Unidos la percepción de un crecimiento robusto en el segundo trimestre se ha rebajado, en un contexto de incertidumbre sobre el alcance del esperado impulso fiscal, ante las dificultades que está encontrando la administración Trump para su aprobación en las Cámaras.

La tasa de inflación, por su parte se ralentizó en el último trimestre en Estados Unidos y se situó en el 1,9% interanual en mayo, en línea con un menor dinamismo del componente subyacente; las expectativas de inflación también se redujeron (véase recuadro 1). En el Reino Unido, en cambio, la inflación aumentó con cierta rapidez, hasta el 2,9% interanual en mayo, por encima de lo esperado, reflejando el efecto de la depreciación de la libra. En Japón, aunque la tasa de inflación general repuntó recientemente por el aumento

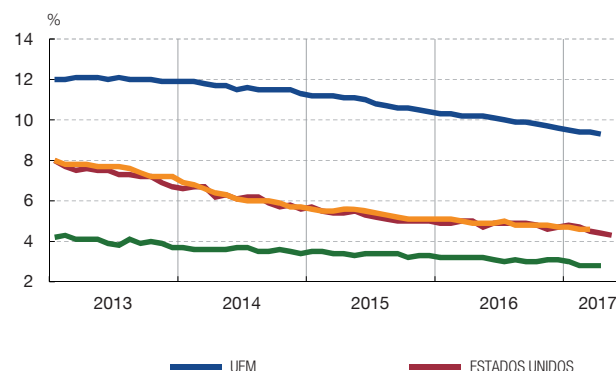
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



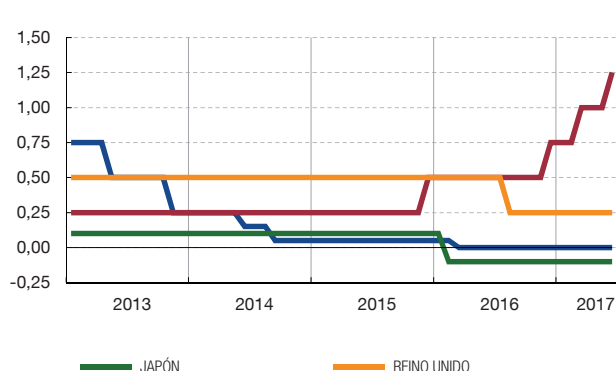
2 INFLACIÓN  
Tasa interanual



3 TASA DE PARO (a)



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

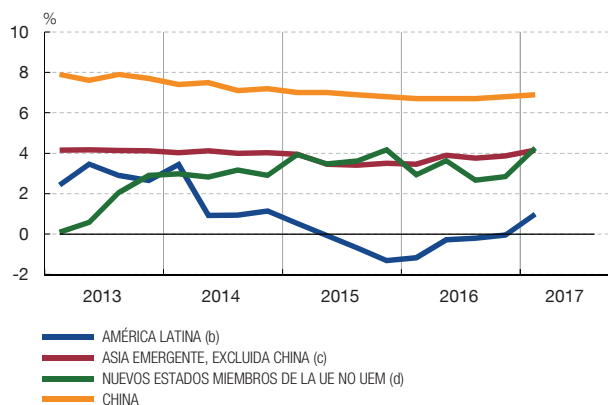
a Porcentaje de la población activa.

de los precios de la energía, el componente subyacente siguió en territorio negativo. En este contexto, la política monetaria de los bancos centrales de Japón y del Reino Unido se mantuvo sin cambios significativos, mientras que, como se ha señalado antes, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal elevó en 25 puntos básicos (pb) el rango objetivo para el tipo de interés de los fondos federales en la reunión del 14 de junio, dejándolo situado en 1 %-1,25 %, en un movimiento ampliamente anticipado por los mercados. Además, en el comunicado de la decisión se detalló el proceso de reducción del balance de la Reserva Federal, cuyo comienzo está previsto para este año si las condiciones económicas evolucionan como se anticipa<sup>1</sup>.

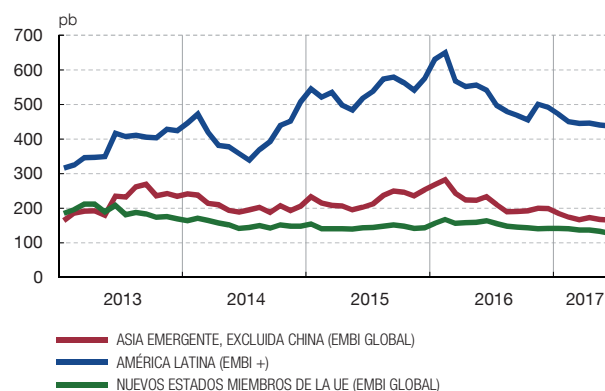
La evolución de la actividad de las economías emergentes en el primer trimestre fue favorable, especialmente en el caso de China, donde el crecimiento de la actividad se cifró en el 6,9 % interanual (véase gráfico 4). Sin embargo, en el segundo trimestre se espera una ralentización, dada la moderación que apuntan los indicadores adelantados, relacionada

1 En concreto, el FOMC indicó su intención de reducir gradualmente las tenencias de valores de la Reserva Federal disminuyendo la reinversión de los pagos de principal que reciba: dichos pagos solo se reinvertirán en la medida en que excedan determinados límites. Para los pagos de principal por vencimientos de bonos del Tesoro, el Comité anticipa un límite inicial de 6 mm de dólares mensuales. Este límite aumentará en 6 mm de dólares, a intervalos de tres meses, durante los siguientes doce meses, hasta alcanzar 30 mm mensuales. Para los pagos de principal que la Fed reciba de sus tenencias de deuda de agencia y de valores respaldados por hipotecas (MBS), el Comité anticipa un límite inicial de 4 mm de dólares por mes. Este límite aumentará en 4 mm, a intervalos de tres meses, durante los siguientes doce meses, hasta alcanzar 20 mm mensuales.

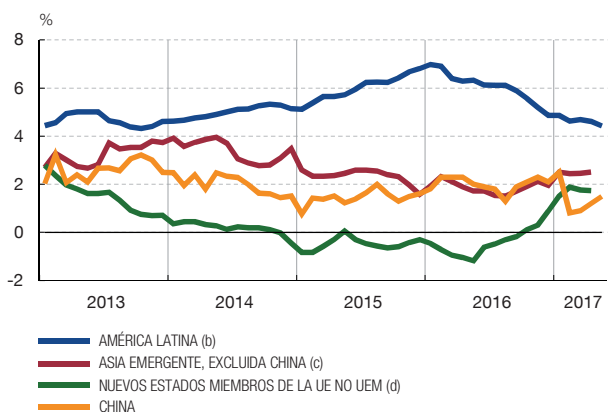
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



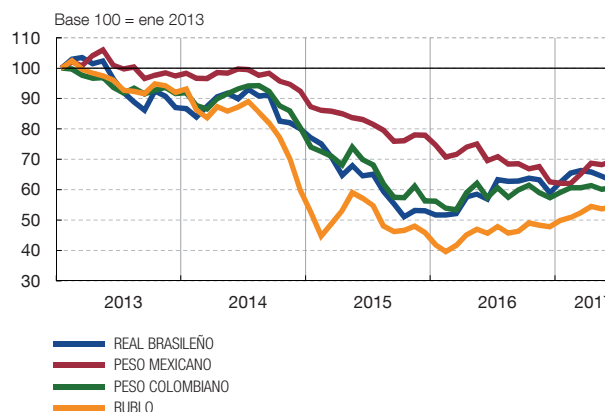
2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



3 PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (f)



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

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

con la retirada de algunos estímulos fiscales y el endurecimiento de las condiciones de financiación. En concreto, se han activado una serie de medidas —como el incremento de los costes de la financiación mayorista y el endurecimiento de la regulación macroprudencial—, con el objetivo de ralentizar el crecimiento del crédito. No obstante, persisten dudas sobre su efectividad, ante la posible desviación de la demanda hacia nuevos segmentos en el sector bancario «en la sombra»<sup>2</sup>. En el resto de Asia emergente, destacó la ralentización del crecimiento en la India, donde el PIB se desaceleró hasta el 6,1 % interanual (tras el 7 % previo) en el primer trimestre, probablemente debido a los efectos derivados de la escasez de liquidez tras la eliminación de las principales denominaciones de billetes.

2 El sector bancario en la sombra incluye entidades y actividades (total o parcialmente) fuera del sistema bancario ordinario que proporcionan liquidez y crédito, con un elevado nivel de riesgo, al incorporar cadenas de intermediación extremadamente complicadas, bajo nivel de transparencia, estructuras legales opacas y, en ocasiones, una gestión deficiente.



En América Latina, los datos de actividad del primer trimestre de 2017 mostraron signos positivos, marcados principalmente por la mejoría en Brasil, que creció un 1 % intertrimestral, la primera cifra positiva tras dos años de recesión. El crecimiento se vio impulsado por la actividad agrícola, mientras que la industria y los servicios mantuvieron un tono de menor dinamismo; por el lado del gasto, la variación de existencias presentó una importante contribución positiva. Por su parte, México registró un crecimiento del 0,7 % intertrimestral, a pesar de las dudas acerca de una posible caída brusca al inicio del año. En el lado negativo, cabe señalar el crecimiento débil en Chile, Colombia y Perú. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a un segundo trimestre con crecimiento estable en México y con menor ritmo de actividad en Brasil —lastrado por la inestabilidad política derivada de los escándalos de corrupción—. La inflación, por su parte, se mantuvo estable en la región, aunque con tendencias divergentes. Por un lado, la inflación en México repuntó hasta el 6,2 % interanual en mayo, como consecuencia de la depreciación del peso y del alza de precios regulados, mientras que se mantuvo en niveles bajos en Chile y se redujo en Colombia, Perú y Brasil, donde se situó por debajo del objetivo del 4,5 % por primera vez desde 2009. En este contexto, la política monetaria se endureció en México, con dos incrementos consecutivos de 25 pb, hasta el 6,75 %, mientras que los tipos de interés se redujeron en Brasil, Colombia, Chile y Perú. Por último, en Argentina, el banco central aumentó los tipos de interés en 150 pb, debido a la resistencia de la inflación a bajar hasta alcanzar la senda prefijada en el primer trimestre del año.

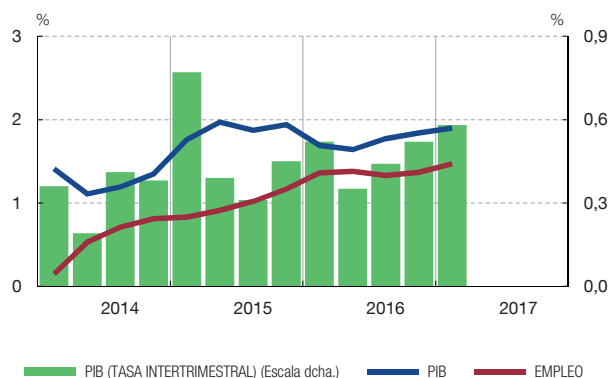
En otras regiones, destaca la evolución en Turquía, con un crecimiento del 5,1 % interanual, derivado del estímulo fiscal introducido el pasado diciembre, que ha impulsado la demanda interna a través de una aceleración del crédito, en un contexto de elevada inflación (11,7 % en mayo). En Rusia, por su parte, el crecimiento de la actividad en el primer trimestre se situó en el 0,5 % interanual, aunque se espera cierta mejora en el segundo trimestre, mientras que la inflación se redujo hasta el 4,1 % interanual en mayo, lo que permitió que los tipos oficiales se recortaran en 100 pb en el trimestre, hasta el 9 %.

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

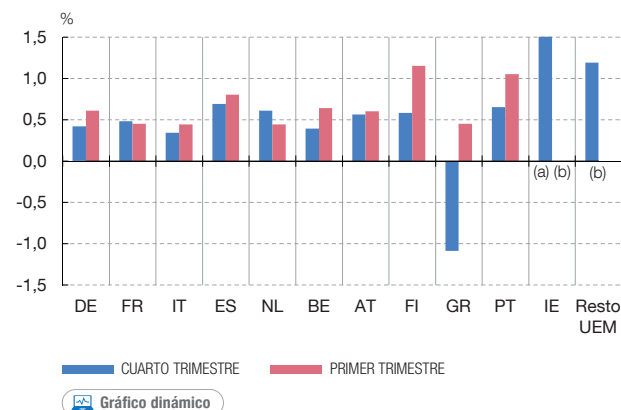
En el área del euro, la recuperación siguió cobrando fuerza en el segundo trimestre, impulsada por la persistencia de unas condiciones de financiación muy favorables, la mejoría del comercio mundial y la disipación de algunos riesgos de naturaleza política (véase gráfico 5). No obstante, los elevados niveles de endeudamiento público y privado que todavía persisten en algunos casos contribuyen a frenar la expansión, al tiempo que se mantienen las incertidumbres en ámbitos importantes, tales como la política económica en Estados Unidos, la negociación para la salida del Reino Unido de la UE y el crecimiento de algunas economías emergentes. En este contexto, las principales instituciones internacionales y organismos privados han revisado al alza sus previsiones a corto plazo, aunque en general han mantenido, con escasos cambios, el escenario de medio plazo. Las predicciones disponibles más recientes, correspondientes al ejercicio de junio del Euro-sistema, sitúan el crecimiento esperado para 2017 en el 1,9 %, con una ligera desaceleración en los dos años siguientes (1,8 % en 2018 y 1,7 % en 2019).

Tras la volatilidad que afectó a la evolución de los precios de consumo en los primeros meses del año y que vino asociada al componente energético y a ciertos efectos calendario, el IAPC aumentó en mayo un 1,4 % (véase gráfico 6). Por su parte, la inflación subyacente se situó en el 1 %, nivel similar al observado en los tres últimos años y todavía alejado de la referencia del 2 %. La moderación de las negociaciones salariales, la flexión a la baja de los precios del petróleo y la apreciación del euro no permiten anticipar tensiones inflacionistas en un horizonte de medio plazo. En este sentido, el ejercicio de

1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasa interanual



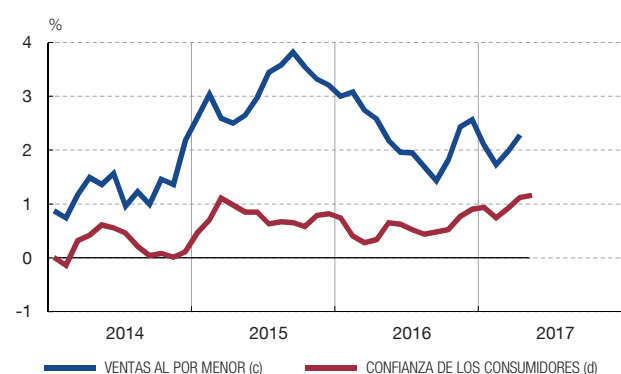
2 PIB POR PAÍSES  
Tasa intertrimestral



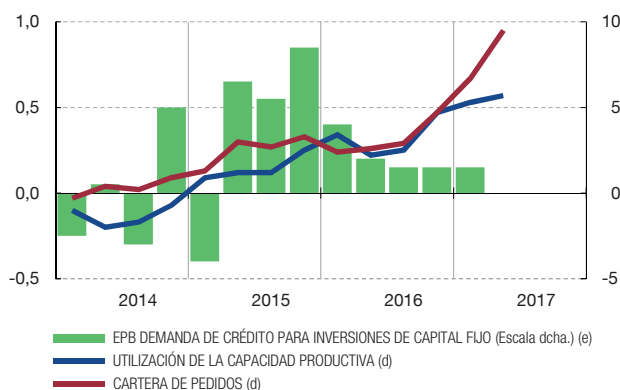
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



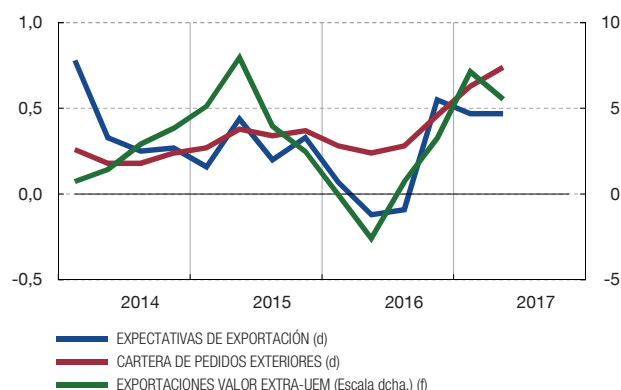
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

- a Se limita la escala del eje para no distorsionar el gráfico con el dato de Irlanda del cuarto trimestre, que es 2,5%.
- b Dato no disponible para el primer trimestre.
- c Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.
- d Series normalizadas para el período representado.
- e Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- f Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

Descargar

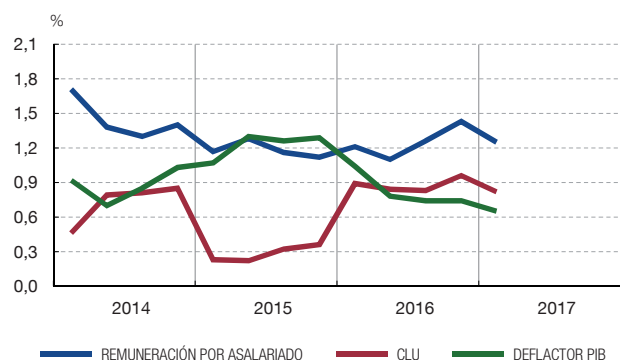
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



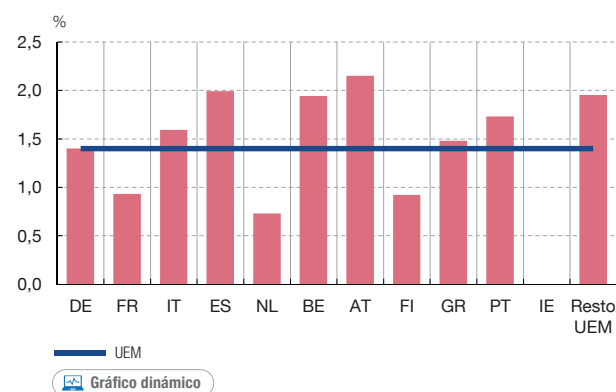
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL  
Mayo de 2017



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

[Descargar](#)

proyecciones de junio del Eurosistema incorporó una ligera revisión a la baja de las previsiones de las tasas de inflación esperadas para los años 2017-2019, situándolas en el 1,5 %, 1,3 % y 1,6 %, respectivamente. Por su parte, se espera que la inflación subyacente aumente gradualmente, hasta alcanzar el 1,7 % en 2019, en un contexto en el que la continuidad de la recuperación irá reduciendo progresivamente la brecha de producción aún existente.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de junio, decidió mantener inalterados los tipos de interés de referencia y señaló que estos continuarán en los niveles actuales durante un período prolongado que excede el horizonte del programa de adquisición de activos (APP). En relación con este último, el Consejo confirmó que se mantendrá el ritmo actual de 60 mm de euros netos mensuales hasta diciembre de 2017 o más allá, si fuera necesario, hasta que se observe un ajuste sostenido de la inflación hasta valores más coherentes con el objetivo de medio plazo. Además, el Consejo reiteró la necesidad de que, en las circunstancias actuales, las restantes políticas económicas contribuyan más decididamente a reforzar el crecimiento económico. Por su parte, la Comisión Europea publicó un documento de reflexión sobre los elementos necesarios para aumentar la solidez de la arquitectura institucional de la UEM (véase recuadro 2).

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

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

a Información disponible hasta el 22 de junio de 2017.

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

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

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Según la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro creció en el primer trimestre de 2017 un 0,6 %, una décima más que a finales del año anterior (véase cuadro 2). El avance interanual fue del 1,9 %, frente al 1,8 % en el cuarto trimestre de 2016. Por componentes, el avance del producto se sustentó de nuevo en el consumo, tanto privado como público, y también en la formación bruta de capital fijo. Por su parte, la demanda exterior neta tuvo una aportación prácticamente nula, tras el registro negativo del trimestre anterior. Por países, el crecimiento fue generalizado, pero algo desigual. Así, mientras que la actividad se aceleró en Alemania, España e Italia, hasta el 0,6 %, el 0,8 % y el 0,4 %, respectivamente, Francia creció a un ritmo menor (un 0,4 %). Por su parte, el empleo siguió mostrando una gran fortaleza, aumentando en el primer trimestre del año a la misma tasa que registró al cierre de 2016, un 0,4 % intertrimestral.

La información coyuntural disponible, relativa al segundo trimestre de ejercicio en curso, apunta, en general, al mantenimiento de la pujanza de la actividad (véase gráfico 5). Así, los indicadores de confianza empresarial elaborados por la Comisión Europea (CE) y las encuestas realizadas a los directores de compras (PMI) prolongaron hasta mayo el repunte iniciado en otoño de 2016, tanto en la industria como en los servicios. Asimismo, la confianza de los consumidores y las expectativas de creación de empleo reflejadas en las encuestas elaboradas por la CE han evolucionado de forma favorable. En el ámbito de la demanda exterior, tanto la valoración de la cartera de pedidos de exportación como las expectativas de exportación anticipan un buen comportamiento de este componente en los próximos trimestres.

No obstante, los indicadores de carácter cuantitativo disponibles, con información más retrasada, arrojan, en general, resultados algo más moderados. Así, las ventas minoristas y las matriculaciones crecieron a un ritmo algo menor en abril y mayo. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial, con información hasta abril, se aceleró ligeramente, aunque debido exclusivamente al componente energético. Por su parte, la tasa de paro disminuyó dos décimas en abril, hasta situarse en el 9,3 %.

En resumen, la información más reciente confirma el afianzamiento de la recuperación en el área del euro. El crecimiento económico continúa descansando en la expansión del consumo privado, sustentada en la orientación expansiva de la política monetaria, las mejoras del mercado laboral y el mantenimiento de los precios del petróleo en niveles reducidos. En los

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

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

meses recientes, se aprecian también un mayor avance de las exportaciones del área del euro, a pesar de la apreciación del euro, y un fortalecimiento de la inversión. A medio plazo, no se vislumbra, sin embargo, una aceleración del crecimiento, según ilustra el último ejercicio de proyecciones del Eurosistema (véase cuadro 3).

En el ámbito de los precios, tras la volatilidad registrada en los primeros meses del año, la inflación general se situó en mayo en el 1,4 %, mientras que la inflación subyacente volvió en dicho mes a valores en el entorno del 1 %, sin que se aprecie un cambio de tendencia en los componentes más estables. El descenso del precio del petróleo y la apreciación del tipo de cambio del euro en lo que va de año están atenuando las presiones inflacionistas que provenían del exterior, lo que, unido al avance moderado de los costes laborales unitarios, ayuda a explicar la persistencia de las bajas tasas de inflación. En este sentido, las últimas previsiones del BCE revisan a la baja los valores de inflación esperados para el período 2017-2019, hasta el 1,5 %, el 1,3 % y el 1,6 %, respectivamente.

En relación con las finanzas públicas, tanto las previsiones de primavera de la Comisión Europea como las estimaciones publicadas más recientemente por el BCE apuntan a una paulatina reducción del déficit presupuestario de la zona del euro en 2017, que se prolongará en los próximos años, apoyada en la expansión de la actividad económica, la reducción de las tasas de desempleo y la contención de los pagos por intereses. Las estimaciones del saldo estructural sugieren que el tono de la política fiscal será prácticamente neutral en 2017, al igual que en los dos años anteriores.

En el ámbito del Semestre Europeo de 2017, el ECOFIN de 16 de junio aprobó las recomendaciones de política económica y fiscal específicas para los países de la UE. En particular, en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) se aprobó el cierre del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) de Croacia y Portugal, lo que reduce a cuatro el número de países de la UE con PDE abierto (Francia, Grecia, España y Reino Unido).

En el ámbito de las reformas, los informes previos realizados por la Comisión valoraron positivamente las medidas acometidas en el último año en los sistemas impositivos, en el mercado de trabajo y en las políticas sociales (en particular, en aspectos como la reducción de la pobreza, la inclusión social y el cuidado de niños). Por el contrario, las áreas de menor progreso fueron las de competencia en los servicios y mejora del entorno empresarial. Finalmente, la CE constató que prosigue la corrección de los desequilibrios macroeconómicos. Este proceso, no obstante, se está llevando a cabo de forma asimétrica, de modo que los progresos se han concentrado en los países con mayores déficits exteriores.

Respecto al tercer programa de asistencia a Grecia, el pasado 15 de junio el Eurogrupo alcanzó un acuerdo sobre el conjunto de medidas y reformas necesarias para concluir la segunda evaluación. Entre ellas, se acordó la senda fiscal a medio plazo para este país, pero quedaron por determinar algunos detalles relativos a la sostenibilidad de su deuda, como el alcance de las medidas para aliviar su volumen. Con respecto a la participación del FMI, se llegó a un acuerdo según el cual este organismo se compromete a aportar recursos, a condición de que se verifique que el programa sigue su curso con éxito y de que haya consenso acerca de las medidas de alivio de la deuda.

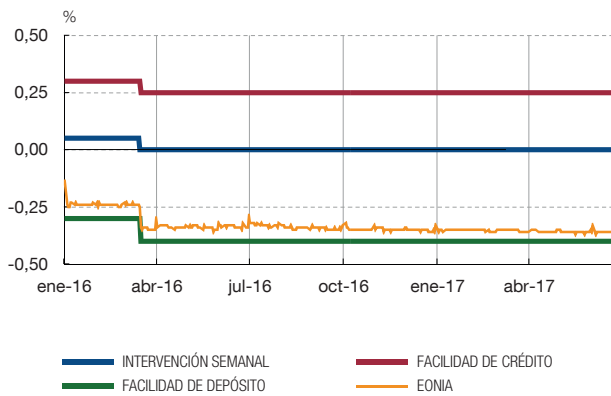
La marcha de los mercados financieros en el período abril-junio se caracterizó por una reducida volatilidad, en un contexto en el que se dispararon importantes fuentes de incertidumbre que condicionaban su evolución (véase gráfico 7). En particular, la evolución de los mercados de deuda soberana ha estado supeditada al calendario electoral, con una disminución generalizada de los diferenciales frente a Alemania de la deuda soberana a diez años tras las elecciones francesas. En los mercados bursátiles continuó la tendencia ligeramente alcista, en consonancia con los buenos datos sobre la evolución económica. El sector bancario no se sumó, sin embargo, a esta tendencia general y mostró un retroceso desde principios de mayo, condicionado por la situación específica de algunos bancos del área. Por su parte, en el mercado de divisas se observó una apreciación significativa del tipo de cambio efectivo nominal del euro, en un contexto de incertidumbre sobre el curso de las políticas económicas estadounidenses y de depreciación de la libra esterlina, acentuada tras los resultados electorales en el Reino Unido. Finalmente, las favorables condiciones de financiación del sector privado no financiero (empresas y hogares) se mantuvieron sin cambios.

En un entorno de tasas moderadas de inflación subyacente —que, en general, constituye un buen predictor de la inflación general a medio plazo—, el Consejo de Gobierno del BCE de junio mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales (en el 0 % para las operaciones principales de financiación y en el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente, para las facilidades marginales de crédito y depósito) y el diseño del programa de compra de activos (APP), confirmando que las adquisiciones continuarán al ritmo actual de 60 mm mensuales hasta el final de diciembre de 2017 o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que se observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que la haga compatible con el objetivo de medio plazo. En cuanto a las orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria, el Consejo espera que los tipos se mantengan en los niveles actuales durante un período prolongado, que se extenderá más allá del horizonte de sus compras netas de activos bajo el APP. La significativa disminución de los riesgos de deflación que viene constatándose desde hace algunos meses y la existencia de un balance de riesgos más equilibrado en lo que se refiere a la actividad económica llevaron a que el Consejo eliminase la referencia a la posibilidad de reducciones adicionales de los tipos de interés.

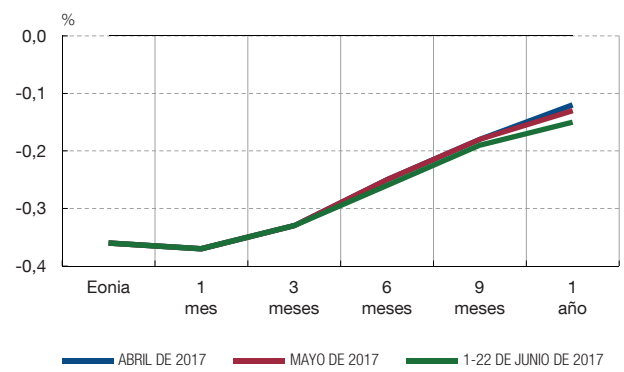
Respecto a las medidas de estímulo monetario, el pasado 29 de marzo tuvo lugar la cuarta y última operación de TLTRO-II, en la que se otorgó una financiación de 233 mm de euros, la más elevada de todas las operaciones de este programa. La elevada cuantía de los fondos adjudicados en esta última operación refleja, fundamentalmente, el atractivo precio de esta fuente de financiación para las entidades. En total, el saldo vivo de los fondos obtenidos en el contexto de las TLTRO (incluidas las cuantías pendientes de reembolso de las TLTRO-I) ascendía, al final de marzo de 2017, a 761 mm de euros.

Las decisiones tomadas en el último Consejo de política monetaria del BCE apenas tuvieron reflejo en los mercados. Las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública han permanecido estables prácticamente en todos los plazos (véase gráfico 7.3). En particular,

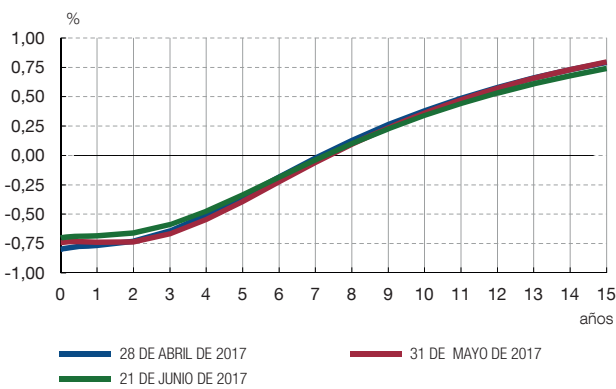
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



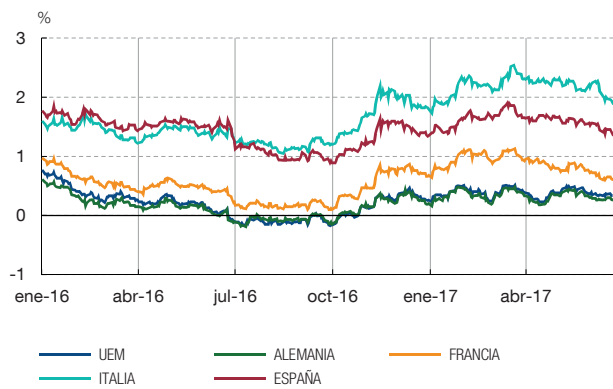
2 MERCADO INTERBANCARIO  
Media mensual



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



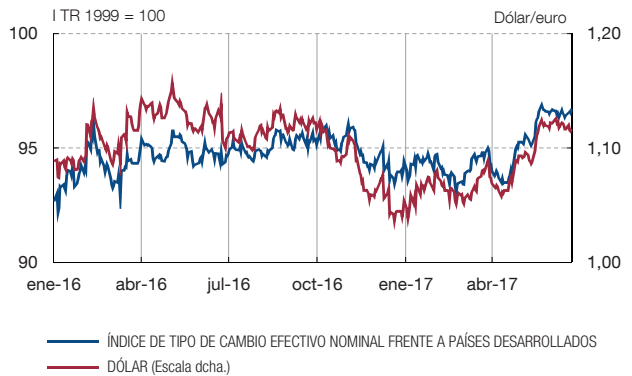
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO

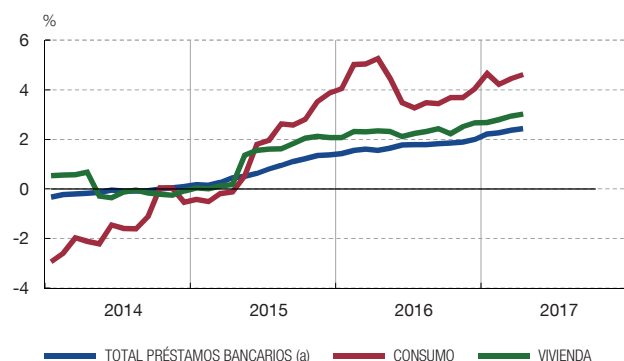


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

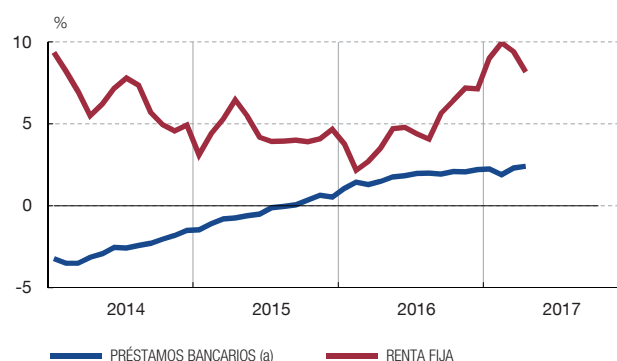
## 1 HOGARES

Tasas de variación interanual



## 2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.



la rentabilidad del bono alemán a diez años se situaba en el 0,27 % a fecha de cierre de este Boletín y el diferencial de rentabilidad de la deuda estadounidense a diez años con respecto al *Bund* se mantenía en torno a los 190 pb, ligeramente por debajo de los niveles alcanzados a finales de marzo. Por su parte, el diferencial soberano de Francia se redujo tras las elecciones presidenciales, hasta alcanzar los 35 pb al cierre de este Boletín (nivel similar al de finales del año 2016). Asimismo, en Italia, el diferencial soberano ha continuado descendiendo, tras el repunte de comienzos de junio, y se situaba a finales de mes en 161 pb.

En los mercados bursátiles, el índice Eurostoxx 50 anotó en el conjunto del trimestre una ligera subida en torno al 1,6 %, de manera que la revalorización desde principio de año se aproxima al 8 %. No obstante, las cotizaciones del sector bancario registraron un descenso desde comienzos de mayo, lo que no impidió que, en el conjunto del trimestre, aumentaran un 1,1 %.

En el mercado de divisas, lo más destacable fue la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro, de un 3,2 % en el segundo trimestre, después de una relativa estabilidad desde comienzos de año (véase gráfico 7.6). Por monedas, la apreciación del euro fue bastante generalizada. En particular, la moneda única se apreció un 4,5 % frente al dólar, cotizando, al cierre de este Boletín, a 1,12 dólares, nivel similar al registrado en junio del año pasado, antes de la celebración del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE.

Los préstamos a empresas no financieras y a familias mantuvieron su senda de recuperación en abril, hasta tasas del 2,4 % en ambos casos, reflejando una ligera aceleración por lo que respecta a los concedidos a las sociedades y una estabilización en ritmos similares a los del mes precedente de los otorgados a los hogares (véase gráfico 8). La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en la zona del euro del primer trimestre de 2017 sugiere que el crecimiento del crédito está respaldado por una mejora de las condiciones de concesión del este y por el incremento de la demanda en todos los segmentos. En relación con los agregados monetarios, M3 mantuvo su trayectoria de crecimiento robusto, con un avance en abril análogo al registrado en el último año y medio, en torno a un 5 %. El agregado más estrecho, M1, aumentó un 9,2 % en tasa interanual, continuando la senda de suave aceleración iniciada en el último trimestre de 2016.



### 3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

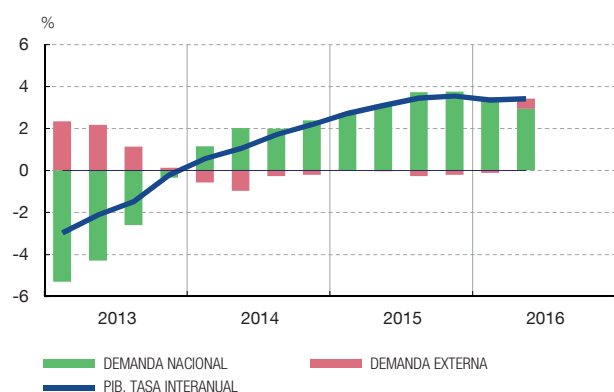
El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se aceleró en 0,1 pp en el primer trimestre del año, hasta el 0,8 % (véase gráfico 9). Esta intensificación del ritmo de avance del producto se correspondió con un aumento de la contribución de la demanda exterior neta de una décima, hasta 0,2 pp, en un contexto en que tanto las exportaciones como las importaciones mostraron un comportamiento muy expansivo, con incrementos del 4 % y del 3,8 %, respectivamente. Por su parte, la demanda nacional creció un 0,6 %. Aunque esta tasa es coincidente con la del cuarto trimestre de 2016, la composición presenta algunas diferencias con la observada en ese período. En concreto, el consumo de los hogares pareció acusar el impacto del repunte transitorio de la inflación sobre la capacidad de compra de estos agentes, desacelerándose hasta el 0,4 %, que es la tasa más reducida desde el tercer trimestre de 2014. Por el contrario, tras la debilidad mostrada en el segundo semestre del pasado año, posiblemente asociada a los cambios normativos en el impuesto sobre sociedades, la inversión en bienes de equipo creció un 3 % en el primer trimestre. Por su parte, dentro de la inversión en construcción, se acentuó el patrón mostrado en trimestres previos de mayor fortaleza del componente residencial frente al resto. Finalmente, el consumo público avanzó un 0,3 %, tasa ligeramente superior a la observada en el promedio de los cuatro trimestres de 2016. En tasa interanual, el PIB creció en el primer trimestre del año un 3 %, tasa coincidente con la registrada en el trimestre precedente, mientras que el empleo se desaceleró en dos décimas, hasta el 2,5 %.

Por lo que respecta al segundo trimestre de 2017, la información coyuntural más reciente sugiere que el PIB podría haber experimentado una pequeña aceleración adicional, hasta aumentar un 0,9 %. En particular, los indicadores relativos al consumo privado sugieren que este componente habría recuperado un mayor dinamismo en los meses de primavera, mientras que la inversión en equipo seguiría mostrando una notable pujanza, aunque algo inferior a un trimestre antes. La información relativa al sector exterior, bastante incompleta por el momento, sugiere una prolongación del comportamiento expansivo de los flujos comerciales, con una contribución neta al crecimiento del producto que habría sido de nuevo positiva, como viene ocurriendo desde el primer trimestre de 2016.

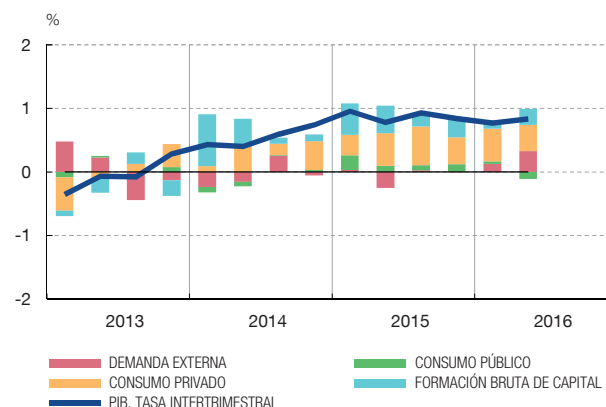
Los precios de consumo, cuya tasa de variación interanual había repuntado hasta el 3 % en los meses de enero y febrero, se han desacelerado significativamente con posterioridad, hasta una tasa del 1,9 % en mayo. Esta evolución se explica por la notable desaceleración del componente energético, de casi 10 pp entre enero y mayo, como consecuencia de la evolución del precio del petróleo y del abaratamiento de la electricidad. El IPC no energético y el IPSEBENE crecieron en mayo un 1 % y un 1,1 %, respectivamente, en ambos casos una décima menos que en enero, en un contexto en que la aceleración del componente de servicios se vio compensada por la evolución de signo opuesto de los precios de los bienes industriales no energéticos.

Durante la parte transcurrida del segundo trimestre, la volatilidad de los mercados financieros nacionales ha continuado en niveles muy reducidos, los tipos de interés de los valores de renta fija han disminuido y los de activos de renta variable han seguido, en conjunto, revalorizándose, en línea con lo ocurrido en el resto de la UEM. Así, a fecha de cierre de este Boletín, el IBEX-35 se situaba un 2,4 % por encima de los niveles de finales de marzo, evolución más favorable que la del EUROSTOXX 50, que en ese mismo período registró una ganancia del 1,6 % (véase gráfico 10). En los mercados de deuda pública, la

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](#)

rentabilidad del bono español a diez años se ha reducido en 29 pb con respecto a marzo, hasta el 1,4 %. Dado que, en este período, el tipo equivalente alemán ha disminuido en menor medida que el nacional, el diferencial entre ambos se ha estrechado, situándose en los 108 pb al cierre de este Informe. Por su parte, las primas de riesgo crediticio de los activos emitidos por el sector privado se han reducido, tanto en el caso de las sociedades financieras como en el de las no financieras. Por último, en el mercado interbancario, los tipos de interés no han mostrado variaciones significativas, de forma que el euríbor a un año se mantiene en registros negativos (-0,16 %).

El coste de la financiación bancaria del sector privado permanece en niveles reducidos, lo que ha seguido favoreciendo el avance del volumen de nuevas operaciones en la mayor parte de los segmentos, que han crecido a mayor ritmo que durante el segundo semestre de 2016. Esta evolución se ha traducido en una moderación de la caída del saldo de crédito a hogares y en que el concedido a las sociedades pasase a mostrar tasas de avance interanuales positivas por primera vez desde mediados de 2009. Finalmente, en el primer trimestre del año la situación patrimonial del sector privado habría continuado reforzándose, con descensos de los ratios de endeudamiento y de la carga financiera, en un contexto en el que sus rentas habrían aumentado, sus deudas se habrían reducido (solo en el caso de los hogares) y el coste medio de estas se habría mantenido estable.

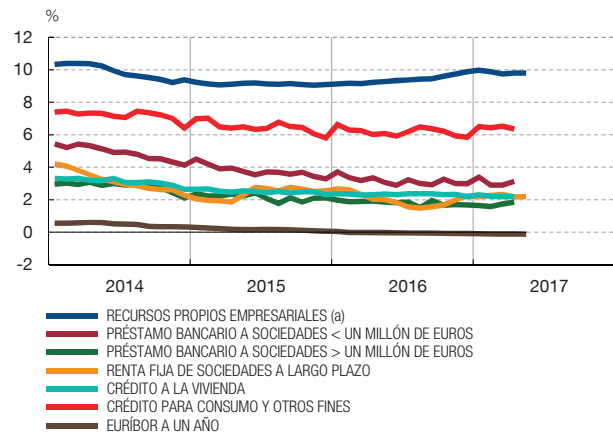
### 3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

Sobre la base de la información más reciente, el crecimiento del gasto en consumo de los hogares se habría situado en el 0,7 % en el segundo trimestre, frente al 0,4 % registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 11). A pesar de esta aceleración, el consumo habría mostrado una evolución más moderada entre enero y junio de este año que en la segunda mitad de 2016, en un contexto en el que el repunte de la inflación podría haber afectado a las decisiones de gasto de aquellos hogares con menor capacidad para acomodar el incremento de los precios energéticos. Los indicadores cualitativos han mostrado, con datos hasta mayo y con carácter general, una evolución favorable, destacando el repunte en la confianza de los consumidores y del sector servicios. También los indicadores cuantitativos registraron una evolución positiva, con avances con respecto al trimestre anterior en los afiliados a la Seguridad Social, y en los índices de comercio al por menor y de producción

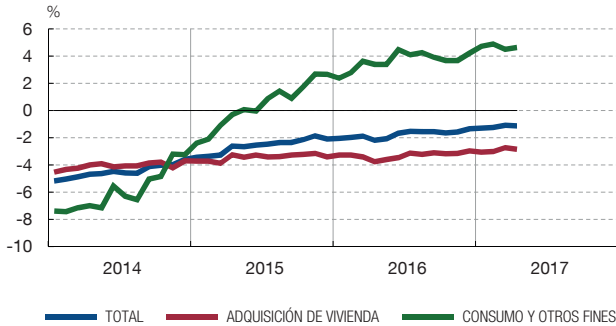
1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



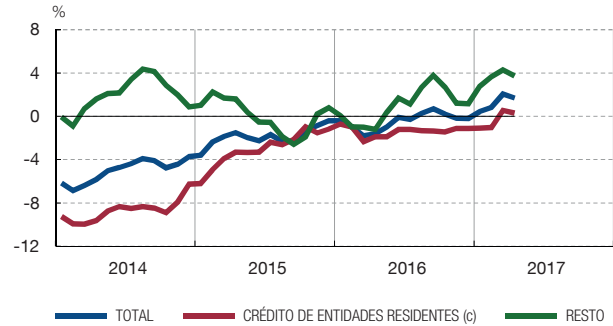
2 COSTE DE FINANCIACIÓN



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.

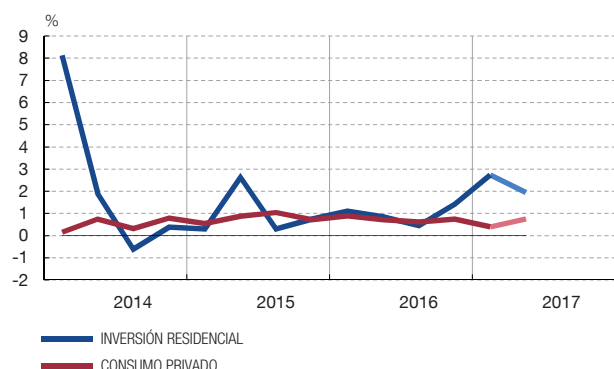
Descargar

industrial de bienes de consumo. En sentido contrario, no obstante, la matriculación de vehículos particulares mostró un empeoramiento respecto al primer trimestre del año.

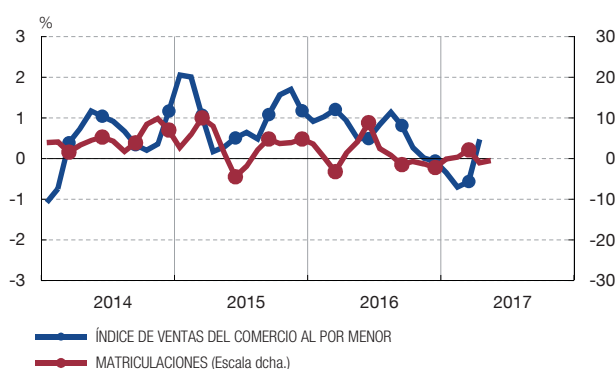
En el caso de la inversión en vivienda, la información disponible apunta a una moderación en el avance de este componente en el segundo trimestre de 2017, tras su aceleración en el primero, como se refleja, por el lado de la demanda, en el menor crecimiento del número de compraventas de viviendas. Por tipo de obra, la información más reciente relativa a la concesión de visados y a la licitación oficial adelanta un comportamiento más favorable de la vivienda que de las otras construcciones. Por su lado, los precios de la vivienda libre, según los datos publicados por el INE, aceleraron su ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año hasta una tasa interanual del 5,3 %, desde el 4,5 % anterior. Tanto los precios de la vivienda nueva como los de la usada contribuyeron a esta evolución.

En la parte transcurrida de 2017, los costes de financiación de los hogares se han mantenido en niveles reducidos. Así, el tipo de interés medio de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda se situaba en abril en torno a sus registros mínimos

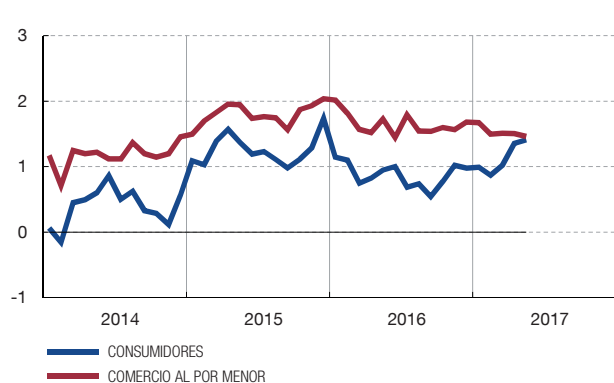
1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



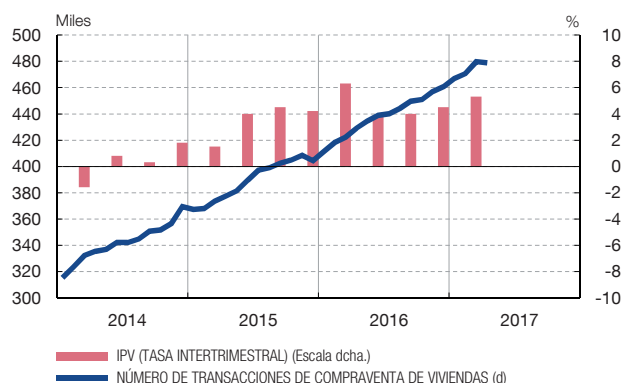
2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (c)



4 PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



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

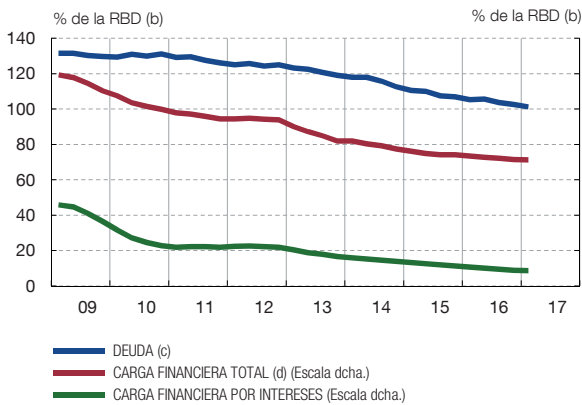
- a Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador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



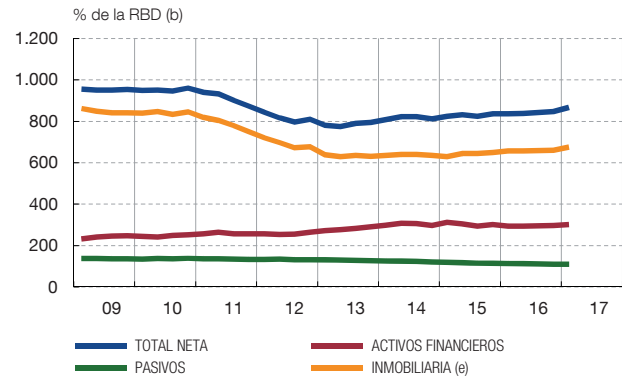
históricos (en el 2,2%). Por su parte, el tipo aplicado a los préstamos para consumo y otros fines se situaba en esa misma fecha en el 6,3% (véase gráfico 10).

En cuanto a los volúmenes de crédito, después de la moderación experimentada en el segundo semestre de 2016, el ritmo de avance de las nuevas operaciones de los hogares ha repuntado en la parte transcurrida de este año, aunque en abril (último dato disponible) el crecimiento perdió algo de intensidad. La información procedente de la última edición de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) sugiere que el mayor dinamismo de los nuevos préstamos a hogares en el primer trimestre del año obedeció tanto a un cierto incremento de la demanda como, en el caso del crédito para consumo y otros fines, también a una relajación de los criterios de oferta (mientras que las condiciones aplicadas a la concesión de préstamos para adquisición de vivienda no variaron). El retroceso interanual del saldo de la deuda de los hogares se ha moderado, hasta situarse en abril en el 1,1%, frente a la tasa del -1,3% de diciembre del pasado año (véase gráfico 10). Por finalidades, la contracción del crédito para compra de vivienda se situó en abril en el 2,9%, una décima menos que en diciembre de 2016, mientras que el crédito para consumo y otros fines intensificó su ritmo de avance entre esas fechas en cuatro décimas, hasta el 4,6%.

## 1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



## 2 RIQUEZA



[Gráfico dinámico](#)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

[Descargar](#)

Por último, el descenso del saldo de deuda, junto con el crecimiento de las rentas, habría permitido que la ratio de endeudamiento de las familias se hubiese vuelto a reducir en el primer trimestre de 2017, situándose ligeramente por encima del 100 % de la renta bruta disponible (RBD). Esta evolución, unida al mantenimiento del coste medio de los fondos, se habría traducido en un nuevo retroceso de la carga financiera asociada (véase gráfico 12). Por su parte, la riqueza financiera neta del sector habría vuelto a aumentar en este período, impulsada por la revalorización de los activos (sobre todo, de los inmobiliarios) y, en menor medida, por la disminución de los pasivos.

### 3.2 La actividad de las empresas

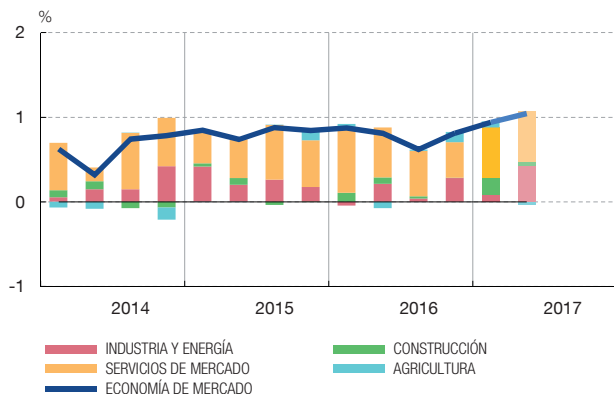
La actividad empresarial, aproximada por el valor añadido de la economía de mercado, habría continuado aumentando su ritmo de expansión en el segundo trimestre, apoyada principalmente en las actividades de industria y energía y en los servicios de mercado (véase gráfico 13).

Por ramas de actividad, la información contemporánea disponible permite entrever un crecimiento del valor añadido de la industria y la energía en el segundo trimestre mayor que el experimentado tanto en el primero como a lo largo del año pasado. La mejora se concentra en los indicadores cuantitativos, mientras que los cualitativos mostraron señales contradictorias. Entre estos últimos, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea continuó registrando síntomas de debilitamiento, aunque mejoró la percepción sobre la cartera de pedidos, mientras que el PMI de manufacturas prolongó su tono favorable en el período más reciente.

Por su parte, la información más reciente relativa a la rama de los servicios de mercado apunta a un ritmo de expansión de la actividad de este sector en el segundo trimestre similar al observado en el período enero-marzo. Entre los indicadores cualitativos, el indicador de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea mostró una clara recuperación respecto al trimestre anterior, en consonancia con las señales positivas del PMI de servicios. En cuanto a los indicadores cuantitativos, el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS) se aceleró en

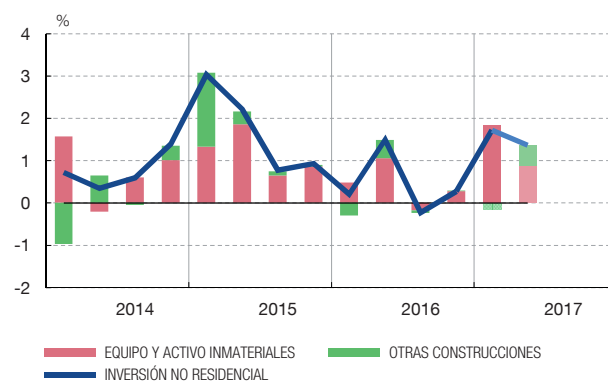
1 VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)

Tasas intertrimestrales y contribuciones

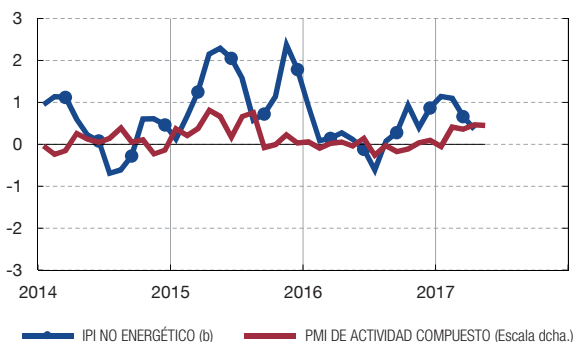


2 INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)

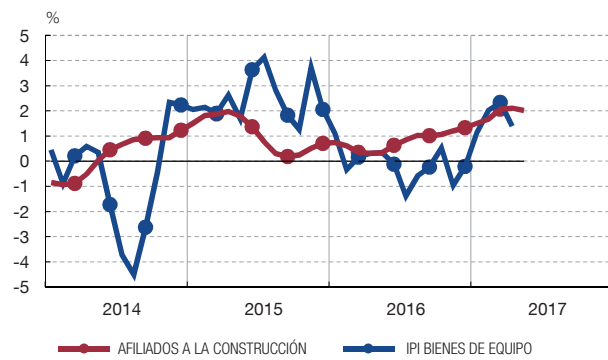
Tasas intertrimestrales y contribuciones



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

abril en tasa interanual (calculada sobre la serie corregida de estacionalidad y efectos calendario), con un dinamismo generalizado por ramas, destacando las actividades de comercio mayorista y actividades profesionales. Por el contrario, las ventas de las grandes empresas de servicios no financieros de la Agencia Tributaria redujeron su ritmo de crecimiento (en términos interanuales) respecto a lo observado en el primer trimestre del año, si bien siguen mostrando un notable dinamismo. Por su parte, la última información disponible refleja un incremento en el ritmo de aumento de los afiliados a la Seguridad Social en esta rama de actividad.

Por último, el valor añadido de la rama de la construcción habría continuado su expansión en el segundo trimestre, si bien a un ritmo menor que en el precedente. Entre los indicadores referidos a los consumos intermedios, aunque la producción industrial de minerales no metálicos mantuvo un fuerte dinamismo, el consumo aparente de cemento se desaceleró significativamente, con datos, en ambos casos, hasta abril. Por su parte, el número de afiliados a la Seguridad Social en esta rama productiva también mostró una ligera desaceleración.

La inversión en bienes de equipo habría crecido en el entorno del 1,5% en el segundo trimestre, tras el fuerte incremento —del 3%— observado en el período enero-marzo. El fuerte

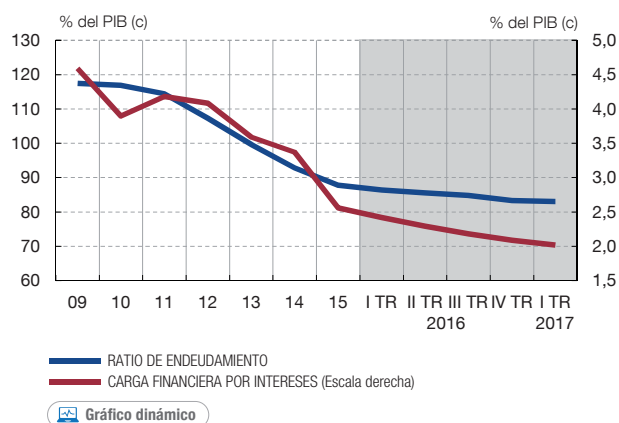
dinamismo observado al inicio del año podría estar asociado a la materialización de decisiones de inversión que se habrían pospuesto en el último tramo de 2016, debido en parte al anuncio y posterior aprobación de varios cambios normativos que afectaron al impuesto sobre sociedades. La pérdida de vigor de la inversión empresarial que se estima para el segundo trimestre se sustenta, principalmente, en la evolución observada de los indicadores de carácter cuantitativo, con menores crecimientos del IPI, las importaciones reales de equipo y las matriculaciones de vehículos de carga. Por su parte, los indicadores cualitativos muestran señales mixtas. Por un lado, se observa un empeoramiento de la confianza industrial agregada, en contraste con la mejoría del indicador de la cartera de pedidos del exterior. Por otro lado, en cuanto a los indicadores referidos directamente a la industria de bienes de equipo, el PMI habría mejorado en el trimestre, mientras que, por el contrario, se observa un empeoramiento del indicador del clima industrial.

Al igual que en el caso de los hogares, los tipos de interés medios de las nuevas operaciones de crédito a las sociedades no financieras se han mantenido en niveles históricamente reducidos, situándose en abril en el 3,1 %, en el caso de las de importe inferior al millón de euros, y en el 1,9 %, en las de volumen superior (véase gráfico 10). El coste de los recursos propios y el de las emisiones de renta fija a largo plazo apenas variaron entre diciembre de 2016 y mayo de este año, por lo que siguen establecidos en niveles relativamente bajos, especialmente en el segundo caso.

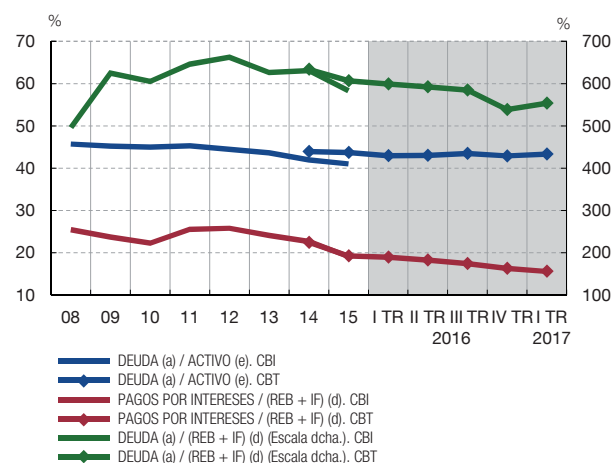
En este contexto, el volumen de nuevas operaciones crediticias por cuantías inferiores al millón de euros, segmento que suele recoger las operaciones de crédito dirigidas a las pymes, siguió aumentando y mostró un mayor dinamismo que durante la segunda mitad del pasado año, mientras que los préstamos concedidos por importes superiores al millón de euros han pasado a reflejar, durante los dos últimos meses para los que existe información (marzo y abril), tasas de crecimiento interanuales positivas, tras las caídas continuadas que se venían observando desde finales de 2015. Esta evolución ha permitido que, en términos de los saldos vivos, los créditos a sociedades no financieras hayan pasado a presentar tasas de avance ligeramente positivas, del 0,3 % en abril, por primera vez desde mediados de 2009, frente al retroceso del 1,1 % que mostraban a finales de 2016 (véase gráfico 10). Asimismo, los valores de renta fija siguieron registrando un notable dinamismo, incluyendo las emisiones realizadas por filiales en el exterior, situándose su tasa de avance en el 9,8 % en abril. Por otra parte, en línea con el avance del saldo agregado de crédito, la información procedente de la Central de Riesgos revela que la proporción de empresas que mantuvo o incrementó sus niveles de endeudamiento se elevó en el primer trimestre. Esta misma fuente muestra que la tasa de aceptación de nuevos préstamos apenas varió en este período con respecto a la registrada en diciembre. El desglose del crédito por finalidades, disponible hasta el primer trimestre de 2017, muestra una moderación del ritmo de descenso interanual de esta fuente de financiación en la construcción y en los servicios inmobiliarios en este período, si bien siguieron siendo las ramas de actividad en las que la contracción fue mayor (del 9,6 % y del 8,7 %, respectivamente). También se atenuó el retroceso de los préstamos bancarios concedidos a la industria, hasta el 2 %, mientras que en el sector de servicios no inmobiliarios ni financieros apenas varió, situándose en el 0,5 %.

De acuerdo con los resultados de la EPB de abril, la demanda de créditos por parte de las empresas se incrementó en el primer trimestre del año, impulsada por la procedente de las pymes, al tiempo que los criterios de aprobación de préstamos a sociedades se endurecieron ligeramente. Los resultados de la última edición de la Encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas, que cubren el período comprendido entre octubre de 2016 y marzo de 2017, también evidencian un repunte en las solicitudes

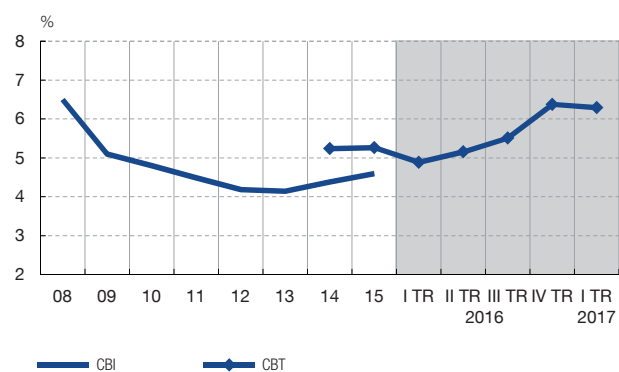
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



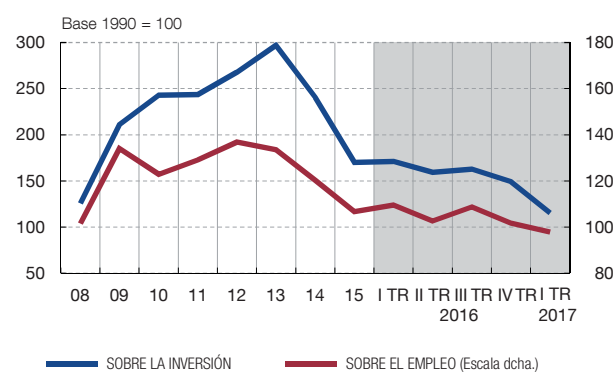
2 ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



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



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

[Descargar](#)

de préstamos de las pymes españolas. Esta evolución habría venido acompañada de una nueva mejora en la percepción de estas empresas sobre su acceso a la financiación externa. Concretamente, el 28 % de ellas, en términos netos, informó de una mejora en la disponibilidad de financiación, 2 pp más que en la encuesta previa, y 16 pp por encima del porcentaje registrado por sus homólogas del conjunto del área del euro (véase recuadro 4).

Por último, la posición patrimonial de las sociedades no financieras habría seguido mejorando en los tres primeros meses de 2017. En particular, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera habrían continuado reduciéndose en ese período, como reflejo de un avance del PIB superior al de los pasivos del sector y, en el caso de la carga financiera, también por la estabilidad del coste medio del saldo vivo de los recursos ajenos (véase gráfico 14). De acuerdo con la muestra de sociedades que colaboran con la Central de Balances



Trimestral (CBT)<sup>1</sup>, la actividad productiva de estas avanzó a un ritmo moderado en los tres primeros meses de 2017 (el valor añadido bruto generado creció un 1,1 %, tasa similar a la registrada en el mismo período de 2016). No obstante, esta evolución se ha visto influida por el comportamiento desfavorable de algunas sociedades grandes, concentradas sobre todo en el sector energético, lo que, en términos agregados, atenuó el avance que ha prevaído en la mayoría de compañías, que para la empresa mediana se situó en el 3,9 %. La expansión de la actividad, junto con el positivo comportamiento de los gastos e ingresos financieros, favoreció, que los beneficios ordinarios de las empresas de la CBT crecieran con intensidad (su resultado ordinario neto aumentó un 10,9 % en los tres primeros meses de 2017 en relación con el mismo período de 2016), lo que se tradujo en un nuevo aumento de sus niveles agregados de rentabilidad ordinaria. Este incremento, unido a la caída de la carga financiera y las escasas variaciones registradas en el endeudamiento, se reflejó en una reducción de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo.

### 3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

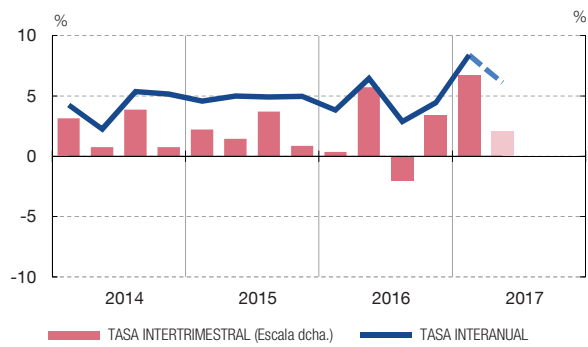
La escasa información disponible del segundo trimestre, relativa únicamente al mes de abril, tiende a apuntar hacia una ligera disminución de la contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, que en los tres primeros meses del año se situó en 0,2 pp. Esta evolución tendría lugar en un contexto de moderación de los intercambios comerciales de bienes y servicios con el exterior, tras el fuerte repunte del período enero-marzo, que obedece, en gran medida, al efecto calendario de la Semana Santa, que en este año se celebró en abril, mientras que en 2016 tuvo lugar en marzo, aspecto que, en el segundo trimestre, incidiría a la baja en el comercio de bienes y al alza en el de servicios. También en términos interanuales, las transacciones comerciales con el resto del mundo registrarían una disminución de su ritmo de expansión en el segundo trimestre (véase gráfico 15).

En concreto, los datos de Aduanas de abril arrojaron caídas interanuales de los flujos interanuales de exportaciones e importaciones en términos reales de un 2,7 % y un 4,4 %, respectivamente. La consideración conjunta de las tasas de los meses de marzo y abril, a modo de procedimiento sencillo para corregir por el mencionado efecto calendario, arroja avances medios del 6,2 % en el caso de las ventas al resto del mundo y del 1,2 % en el de las compras procedentes del exterior, lo que subraya la evolución favorable del comercio exterior de bienes en el período reciente. Entre las exportaciones, destaca, dentro de los datos de abril, la fortaleza de las de bienes energéticos, mientras que, por el contrario, el debilitamiento más acusado se produjo en el caso de los bienes de consumo duradero. Desde el punto de vista del desglose geográfico, las ventas extracomunitarias mostraron un mayor sostenimiento que las destinadas a la UE. En la vertiente importadora, el comportamiento tanto por grupos de bienes como por grandes áreas geográficas de destino fue similar al del caso de las exportaciones.

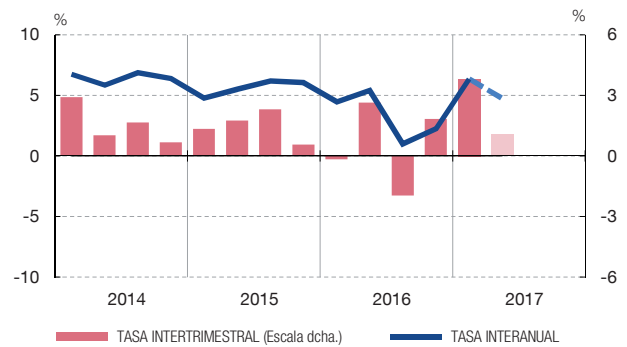
De acuerdo con la información más reciente, correspondiente al bimestre marzo-abril, el turismo receptor habría seguido progresando a un ritmo vigoroso, favorecido por la mejora de la situación económica en nuestros principales mercados europeos, así como por el clima de inestabilidad geopolítica que continúa dominando en algunos destinos competidores. En concreto, los indicadores de pernoctaciones hoteleras y de llegadas de turistas extranjeros continuaron registrando ritmos de crecimiento interanual sólidos, destacando la pujanza que muestran los mercados emisores tradicionales, principalmente el Reino Unido, Alemania e Italia y, de forma menos intensa, Francia, así como el dinamismo de

<sup>1</sup> Véase el artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2017», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.

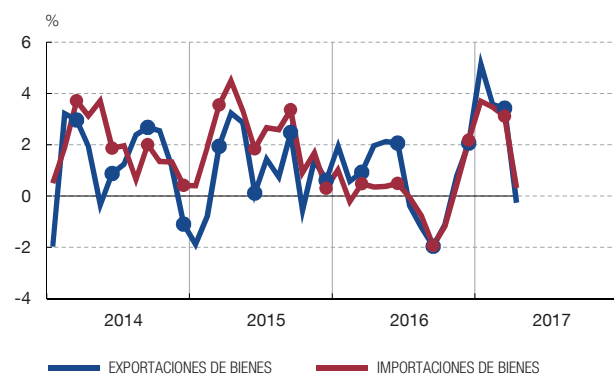
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



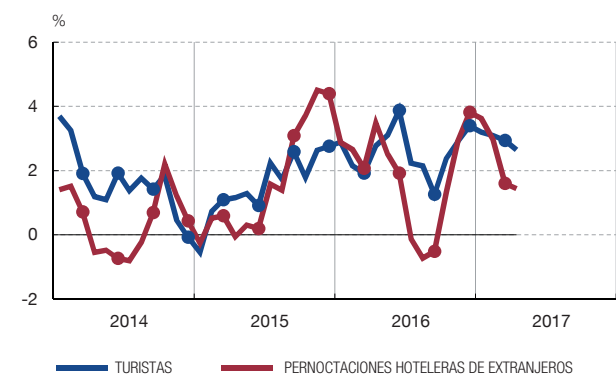
2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



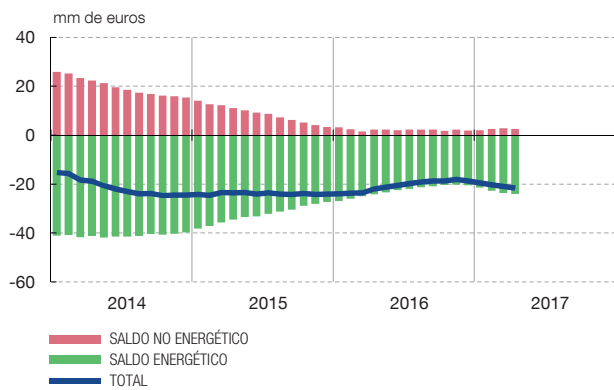
3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



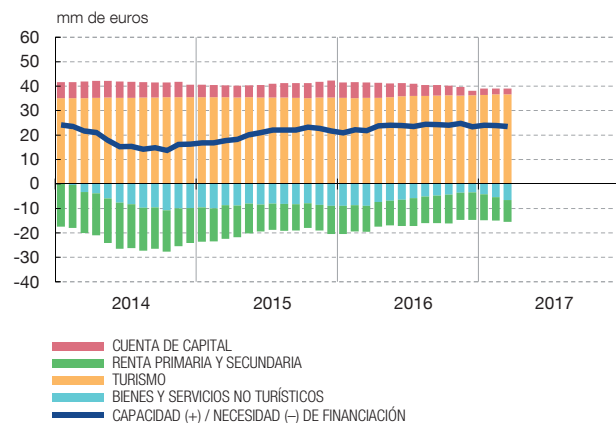
4 INDICADORES DE TURISMO (c)



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



6 DESGLOSE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (d)  
Cifras acumuladas de los últimos doce meses

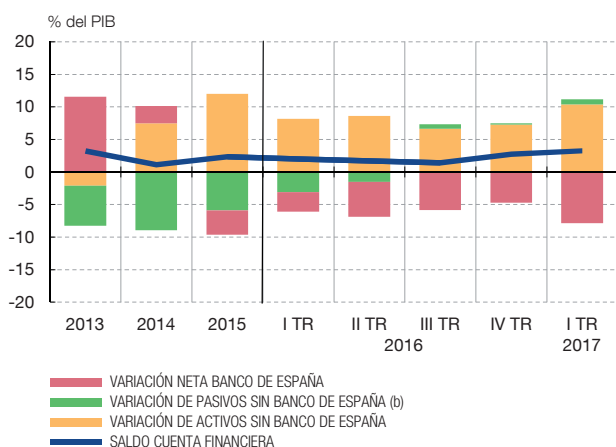


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, y Banco de España.

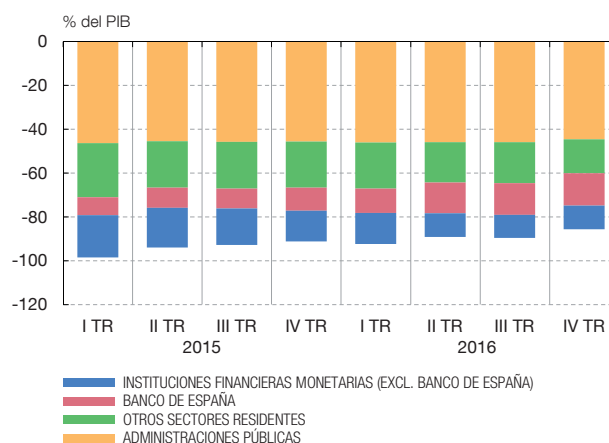
- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.
- c Tasas de variación de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- d Datos conforme al sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*.

[Descargar](#)

1 CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (c)



FUENTE: Banco de España.

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



otros mercados menos relevantes, como Estados Unidos y Rusia. Asimismo, el gasto nominal de los turistas habría prolongado su tónica alcista, con sendos avances tanto del gasto medio diario como, en menor medida, del gasto medio por turista.

La información sobre los flujos financieros con el exterior de la Balanza de Pagos relativa al primer trimestre de 2017 muestra que en este período los agentes no residentes incrementaron sus tenencias de activos emitidos por residentes por un importe de 10,3 mm de euros, inversiones que se concentraron en las rúbricas de inversiones directas (10,1 mm) y, en menor medida, en cartera (1,7 mm), mientras que las otras inversiones fueron negativas (1,6 mm). Por su parte, los residentes, excluyendo el Banco de España, aumentaron sus posiciones en el exterior por importe de 55,1 mm, siendo positivos los importes registrados en todas las rúbricas, aunque más elevados en las inversiones en cartera (31,8 mm), que en las otras inversiones (12,5 mm) y en las inversiones directas (10,8 mm). Esto, unido a una variación neta negativa de las operaciones vinculadas a derivados financieros (1,7 mm), llevó a que la cuenta financiera, excluido el Banco de España, volviese a arrojar un saldo positivo, que alcanzó los 43,2 mm de euros. Atendiendo al desglose sectorial, los flujos netos asociados a los activos y pasivos frente al resto del mundo fueron positivos para las otras instituciones financieras monetarias y los otros sectores residentes (de 26,5 mm y 21,3 mm, respectivamente), en línea con la capacidad de financiación que presentan, mientras que, en cambio, las AAPP captaron fondos del exterior en términos netos (2,9 mm), reflejo de su necesidad de financiación. El saldo neto de la cuenta financiera, excluido el Banco de España, superó la capacidad de financiación de la economía española, lo que se reflejó en un nuevo incremento de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo (de 43,2 mm). En términos acumulados de doce meses, las operaciones financieras netas con el resto del mundo, incluyendo el Banco de España, presentaron un saldo positivo, por un importe equivalente al 3,3 % del PIB (véase gráfico 16.1), como resultado de una inversión en el exterior de los residentes superior a la realizada por los agentes foráneos en la economía española.

En cuanto a la posición de inversión internacional, la última información disponible muestra que en el cuarto trimestre de 2016 la posición deudora neta de la economía se redujo en 35,8 mm de euros con respecto a tres meses antes, de tal manera que, en términos del PIB, el porcentaje se situó en el 85,7 %, 4 pp menos que en septiembre (véase gráfico 16.2). Esta disminución de la posición deudora frente al exterior obedeció tanto a las transacciones financieras netas positivas acumuladas en el período (19,2 mm de euros) como al impacto favorable de los otros flujos (16,6 mm), fundamentalmente como resultado de la importante revalorización que presentaron los activos foráneos en manos de los inversores residentes como consecuencia de las variaciones en el tipo de cambio. Por su parte, la deuda externa bruta de la nación se redujo 3,8 pp en relación con el PIB, hasta el 167,5 %.

### 3.4 El mercado de trabajo

En línea con la expansión de la actividad, el empleo habría mostrado mayor dinamismo en el segundo trimestre, a tenor de los últimos indicadores publicados. En concreto, las afiliaciones a la Seguridad Social registraron en mayo un crecimiento del 1,0 % en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses de la serie desestacionalizada, una décima por encima del ritmo de avance del primer trimestre de 2017. Por ramas de actividad, se observó un repunte del ritmo de crecimiento del empleo en la agricultura y en el agregado de servicios de mercado, mientras que, en el resto de ramas, el aumento de la cifra de afiliados mantuvo una tónica de relativa estabilidad. Esta información apunta a que el empleo, en términos de la CNTR<sup>2</sup>, continuaría acelerándose en el segundo trimestre, hasta experimentar un crecimiento intertrimestral del 0,9 %, frente al 0,7 % observado en el período enero-marzo. En el caso de la economía de mercado, el empleo también elevaría algo más su ritmo de avance, hasta el entorno del 1 % (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

El número de parados registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) prolongó hasta mayo la senda descendente que viene mostrando, con una disminución del 3,3 % en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses de la serie desestacionalizada<sup>3</sup>. Por su parte, los contratos registrados en el SEPE mantuvieron, dentro de su volatilidad habitual, una gran fortaleza hasta mayo, con un incremento acumulado hasta ese mes del 11,6 % interanual. Esta tónica reflejó principalmente la evolución de los contratos temporales, ya que los de carácter indefinido moderaron su dinamismo. Como resultado, el peso de los contratos indefinidos sobre el total descendió hasta el 8,2 %, en contraste con la trayectoria ascendente mostrada en trimestres pasados, lo que se tradujo igualmente en un leve descenso en relación con el mismo período del año anterior.

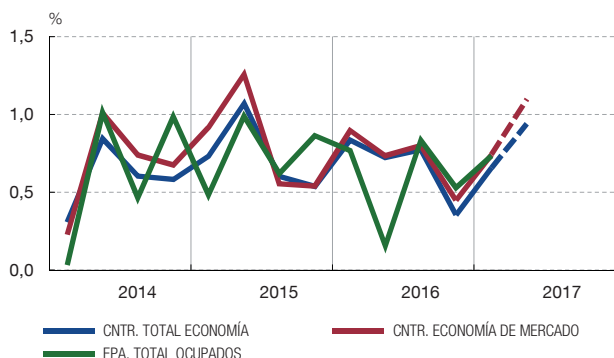
En cuanto a los salarios, la información referida a los convenios colectivos registrados entre enero y mayo reveló un incremento de las tarifas salariales para 2017 del 1,3 %, dos décimas superior a la subida pactada para 2016. De los asalariados con convenio ya cerrado, algo menos de 4.500.000 trabajadores, la mayor parte tiene un convenio plurianual firmado en años anteriores, como es habitual en estas fechas. El aumento salarial negociado para 2017 en este tipo de convenios se situó en el 1,2 %, mientras que el incremento de las tarifas ascendió hasta el 1,5 % en los convenios firmados en el año en curso, si bien estos últimos engloban una cifra aún poco representativa de trabajadores (538.000). Esta evolución tuvo lugar en un contexto en el que sigue sin firmarse un acuerdo entre los

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

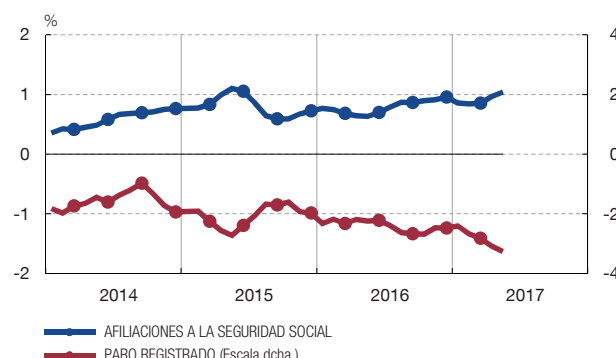
3 En el recuadro 6 se analiza cómo la utilización de definiciones alternativas de desempleo podría ayudar en la estimación del grado de utilización del factor trabajo en el período más reciente.

1 EMPLEO

Tasas intertrimestrales (a)

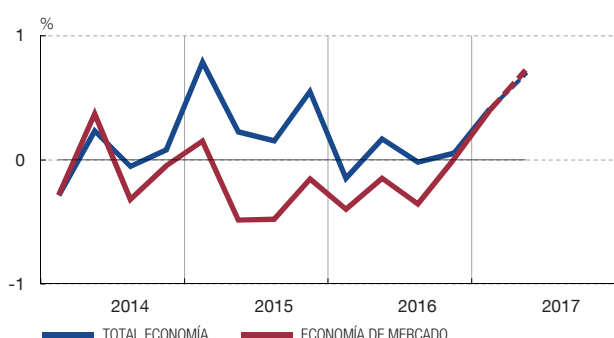


2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



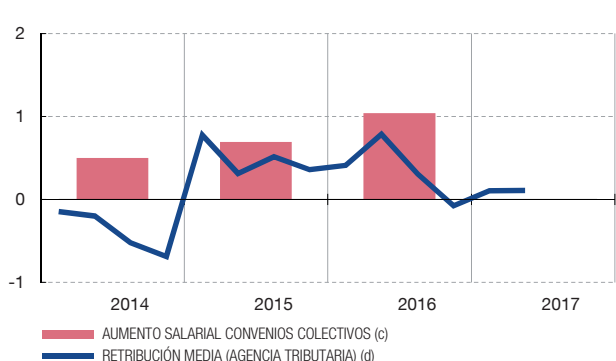
3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO

Tasas interanuales (a)



4 INDICADORES DE SALARIOS

Tasas interanuales



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

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

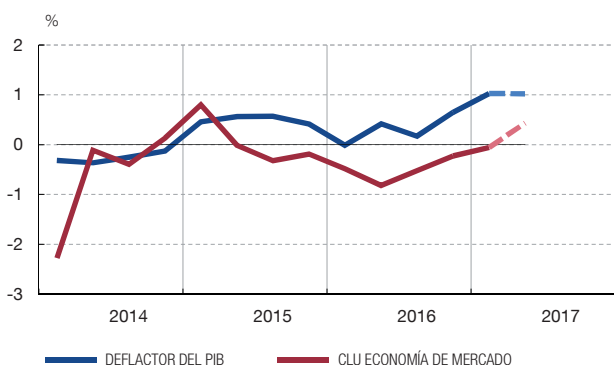


agentes sociales con recomendaciones salariales para el presente ejercicio. Por lo que respecta a otros indicadores de la remuneración de los trabajadores, la retribución bruta media en las grandes empresas continuó mostrando en abril un avance muy moderado (del 0,1 %), en línea con el observado en el primer trimestre. Por su parte, la remuneración por asalariado de la CNTR, en términos desestacionalizados, experimentó un crecimiento del 0,4 % interanual en el primer trimestre, tanto en el total de la economía como en las ramas de mercado, tras los avances prácticamente nulos registrados en el período precedente. En el segundo trimestre se prevé que estas variables prolonguen los moderados ritmos de expansión observados en los trimestres previos, hasta alcanzar tasas en el entorno del 0,7 % (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

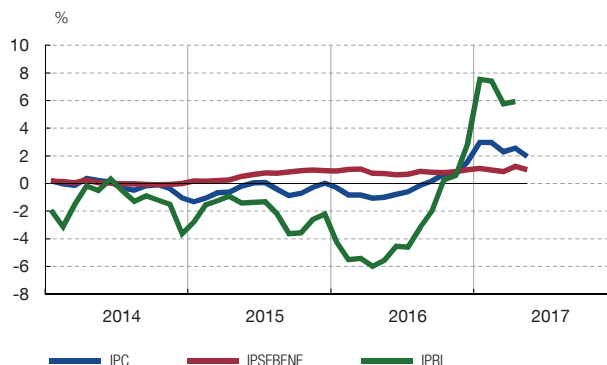
3.5 La evolución de los precios

En el segundo trimestre de 2017 se prevé que el deflactor de las importaciones experimente una desaceleración, en línea con la evolución interanual del precio del petróleo. Frente a ello, los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, habrían mantenido una evolución más estable, acorde con la evolución contenida de los costes (véase gráfico 18.1).

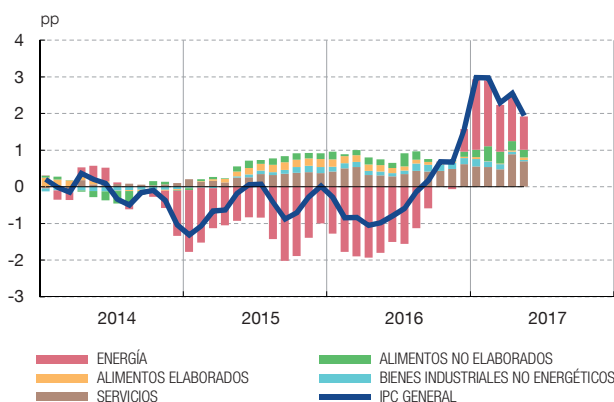
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



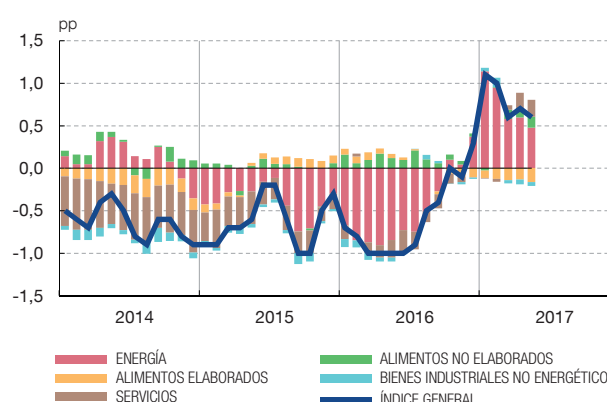
2 INDICADORES DE PRECIOS  
Tasas interanuales



3 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



4 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



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

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



La tasa de variación interanual del IPC se situó en mayo en el 1,9 %, siete décimas menos que en abril. Este descenso obedece, en parte, a la reversión del repunte transitorio observado en abril como consecuencia del calendario de la Semana Santa. Por componentes, la disminución de la inflación fue más intensa en el componente energético, que se desaceleró hasta una tasa interanual del 3 %, sobre todo por los precios de combustibles y carburantes<sup>4</sup> (véase gráfico 18.2).

Por su parte, el IPSEBENE se desaceleró en dos décimas, hasta el 1 %. Dentro de este último indicador, los precios de los servicios se desaceleraron en mayo hasta el 1,7 %, una vez desaparecido el efecto de la Semana Santa. No obstante, esa tasa es superior a la observada en el primer trimestre. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos avanzaron muy ligeramente, con una tasa interanual del 0,1 %, y se moderó el incremento de los precios de los alimentos no elaborados, hasta el 2,8 %, destacando la desaceleración de los precios de las hortalizas frescas, en contraste con su incremento en el trimestre anterior. Por el contrario, los precios de los alimentos elaborados aumentaron

4 Véase el artículo analítico «El efecto de las fluctuaciones del precio de petróleo sobre la inflación española», Boletín Económico 2/2017, Banco de España.

ligeramente su ritmo de variación interanual, hasta un 0,4 %, destacando la continuación de la aceleración de los precios del aceite de oliva (véase gráfico 18.3).

En mayo, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) disminuyó seis décimas su tasa de variación interanual, hasta el 2 %. Por su parte, la tasa de inflación para el conjunto de la UEM descendió en 0,5 pp, hasta el 1,4 %, lo que ha situado el diferencial en 0,6 pp, una décima menos que en abril (véase gráfico 18.4).

22.6.2017.