

BOLETÍN ECONÓMICO

2/2018

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosisistema





## ÍNDICE

### Informe trimestral de la economía española

- 1 Principales mensajes 5
- 2 Entorno exterior de la economía española 30
- 3 La economía española 41

#### Recuadros

- Recuadro 1 Una estimación del impacto de las recientes medidas proteccionistas 9
- Recuadro 2 La desaceleración de la actividad económica en el área del euro: ¿factores permanentes o transitorios? 11
- Recuadro 3 El impacto de un incremento del precio del petróleo sobre la economía española 13
- Recuadro 4 Las medidas proteccionistas no arancelarias y las exportaciones españolas 16
- Recuadro 5 El tono de la política fiscal en 2018 y medidas recientes 19
- Recuadro 6 Efectos distributivos de la reforma del IRPF incluida en los Presupuestos Generales del Estado para 2018 22
- Recuadro 7 La sensibilidad de las rentas de las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares españoles ante aumentos en los tipos de interés 25
- Recuadro 8 Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE 28

#### Artículos analíticos 57

#### Notas económicas 61

#### Publicaciones del Banco de España 63

#### Siglas, abreviaturas y signos utilizados 64



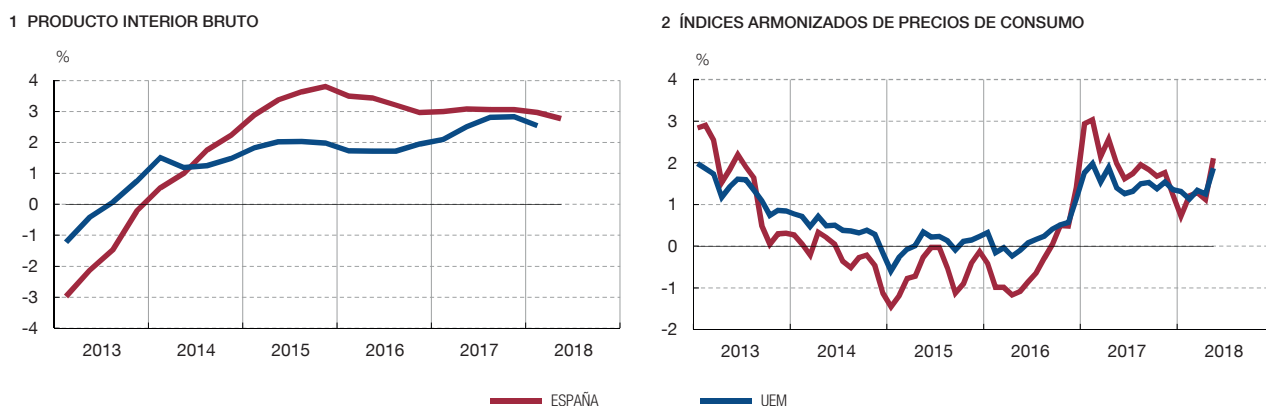
En los primeros meses del año, la actividad y el comercio mundiales experimentaron algunas señales de pérdida de impulso, concentradas sobre todo en las economías desarrolladas y que, al menos en parte, obedecieron a causas de naturaleza transitoria. Más allá de estos desarrollos, diversos factores continúan apoyando unas perspectivas favorables, sustentadas, en particular, en la persistencia de condiciones financieras holgadas. Además, en las economías emergentes productoras de materias primas, el alza de precios de estos bienes está proporcionando un elemento de soporte adicional.

Este panorama predominantemente positivo se está viendo enturbiado, no obstante, en los últimos meses, por una serie de factores de riesgo. Entre estas fuentes de incertidumbre, ha ganado preeminencia la posibilidad de que las relaciones comerciales internacionales se vean alteradas de modo significativo por los sucesivos anuncios por parte de las autoridades de Estados Unidos de aumentos de los aranceles aplicados a sus importaciones, así como por las subsiguientes respuestas de otros países. Además, algunos rasgos de la evolución de los mercados financieros en el segundo trimestre han servido de recordatorio de la existencia de otras fuentes de riesgo adicionales. Por un lado, el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, en un contexto de cierto repunte de las presiones inflacionistas en esa economía, se ha traducido en una apreciación generalizada del dólar, que está siendo particularmente acusada frente a las economías emergentes más vulnerables, algunas de las cuales han sufrido importantes salidas de capitales. Por otro lado, las incertidumbres políticas en Italia tensionaron, a finales de mayo, los mercados de deuda soberana del área del euro, poniendo de relieve las carencias que aún subsisten en el diseño institucional de la Unión Económica y Monetaria.

Las tasas de inflación han comenzado a reflejar el alza de precios del petróleo. No obstante, con la excepción ya mencionada de Estados Unidos, siguen sin advertirse señales concluyentes de un repunte sostenido de la inflación subyacente, aunque se espera que esta se acelere gradualmente a medida que se intensifique la reducción en el grado de holgura a nivel global.

El área del euro fue una de las regiones en las que la pérdida de dinamismo al comienzo del año fue más notoria. En el primer trimestre, el PIB creció un 0,4 % intertrimestral, tres décimas menos que en cualquiera de los cuatro trimestres de 2017. A la hora de explicar esta desaceleración, se han identificado algunos factores de naturaleza puramente transitoria, pero también parece haber un cierto papel explicativo para otros de carácter más permanente, como los efectos desfasados sobre los flujos de comercio exterior de la apreciación del tipo de cambio que se observó a lo largo de 2017 (véase recuadro 2). Como reflejo de esta evolución más reciente, las últimas proyecciones del Eurosistema, que fueron presentadas al Consejo de Gobierno del BCE del 14 de junio, recogen una revisión a la baja de tres décimas del crecimiento del PIB esperado para 2018, hasta el 2,1 %, manteniendo sin apenas cambios las tasas de los dos años siguientes, en el 1,9 % y el 1,7 %, respectivamente<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Las proyecciones para el área del euro elaboradas por el Eurosistema pueden consultarse en [este enlace](#), mientras que las referidas a España, que se encuentran integradas en las anteriores y que fueron elaboradas por el personal de la Dirección General de Economía y Estadística del Banco de España, están disponibles en [este otro](#).



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

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

La inflación del área del euro, medida por el IAPC, repuntó significativamente en mayo, impulsada por los precios de los alimentos no elaborados y, en particular, por los de los bienes energéticos, que reflejaron el alza del precio del petróleo y la depreciación del euro en el período más reciente. Sin embargo, el indicador que excluye estos dos componentes más volátiles ha mostrado una evolución mucho más estable, con una tasa del 1,3% en ese mes, no muy diferente de la que ha venido registrando desde el verano de 2017. Por el contrario, los salarios han prolongado el mayor dinamismo observado en trimestres precedentes, lo que, dado el contexto de crecimiento sostenido de la actividad por encima de la tasa potencial, sugiere que la inflación pueda emprender en los próximos trimestres una senda ascendente que la sitúe de forma sostenida en las proximidades del nivel que constituye el objetivo de la política monetaria, esto es, cercana al 2%, aunque por debajo de esa cota. Así lo recogen las proyecciones del Eurosistema, que prevén que los indicadores de inflación general y subyacente crezcan, respectivamente, un 1,7% y un 1,9% en 2020.

El Consejo de Gobierno concluyó, así, que el progreso hacia un ajuste sostenido de la inflación ha sido sustancial hasta el momento. Con las expectativas de inflación firmemente ancladas, la fortaleza subyacente de la economía del área y la continuación del elevado grado de acomodación monetaria sustentan la confianza en que la convergencia sostenida de la inflación al objetivo se mantendrá incluso tras la finalización de las compras de activos. En consecuencia, el Consejo de Gobierno del BCE del 14 de junio decidió comenzar un proceso de normalización de la política monetaria, que incluye la finalización de las compras netas de activos en diciembre de este año. Al mismo tiempo, al objeto de preservar un grado de acomodación monetaria que asegure que no se interrumpa el ajuste de la tasa de inflación, el Consejo anunció el mantenimiento, por un período de tiempo prolongado, del tamaño de su cartera de activos en el nivel que se alcanzará en diciembre (mediante la reinversión de aquellos que vayan venciendo) y de los tipos de interés oficiales en sus niveles actuales (hasta al menos durante el verano de 2019)<sup>2</sup>.

En España, donde no se ha observado la desaceleración descrita para el conjunto del área, se estima que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB durante el segundo trimestre del año habría sido, como en el primero, del 0,7% (véanse gráfico 1 y cuadro 1).

2 Para un mayor detalle, véase epígrafe 2.

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 25 de junio de 2018.

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

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

El dinamismo de la actividad habría continuado sustentándose en la fortaleza de la demanda interna, dentro de la cual el consumo privado habría mantenido ritmos elevados de avance, en un contexto en que la mejora sostenida del empleo sigue apoyando las rentas de los hogares y, por tanto, su gasto. No obstante, en el tramo final del trimestre podría haberse producido un cierto debilitamiento del consumo, como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo que se deriva del repunte de la inflación. Por su parte, la inversión en equipo se habría recuperado en el segundo trimestre, tras la debilidad del primero, como sugieren, en particular, el índice de producción industrial de estos bienes, las positivas expectativas de rentabilidad y de demanda y las favorables condiciones financieras vigentes.

La escasa información disponible acerca de la evolución de los flujos de comercio exterior en el segundo trimestre apunta a una prolongación de la atonía observada en el primero. Junto a los indicios de menor fortaleza del comercio global en el tramo transcurrido del año, este comportamiento podría explicarse, en parte, de acuerdo con los modelos disponibles, por los efectos desfasados de la apreciación del tipo de cambio ocurrida en 2017, que habría tendido a contener el avance no solo de las exportaciones, sino también, dado su elevado contenido importador, de las compras al resto del mundo.

En el medio plazo, las proyecciones más recientes publicadas por el Banco de España<sup>3</sup> apuntan a una prolongación de la fase alcista del ciclo, en un contexto en que se espera el mantenimiento del tono expansivo de las políticas de demanda y de la trayectoria favorable de la economía mundial. El crecimiento del PIB tendería, no obstante, a moderarse en los próximos años como consecuencia del alza reciente del precio del petróleo, una contención gradual de los ritmos esperados de avance de los mercados exteriores y un cierto atemperamiento del impulso expansivo procedente de la política monetaria. En concreto, tras avanzar un 2,7 % este año, el PIB crecería un 2,4 % y un 2,1 % en 2019 y 2020, respectivamente. Junto a los riesgos relativos al entorno exterior que se han descrito, este escenario favorable está sometido a las incertidumbres acerca del curso futuro de

<sup>3</sup> Véase *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2018*.

las políticas económicas domésticas, que se derivan de un contexto en que la configuración de fuerzas parlamentarias puede dificultar la conformación de mayorías que impulsen la actividad legislativa.

Con respecto a los precios de consumo, se ha observado, como en el conjunto del área del euro, un repunte significativo en mayo vinculado a los componentes más volátiles, mientras que, por el contrario, la inflación subyacente ha continuado mostrando un perfil más estable. Dentro de este último agregado, el crecimiento de los precios sigue siendo más elevado en el componente de servicios que en el de bienes industriales no energéticos, más directamente influido por los efectos de la pasada apreciación del euro. Por su parte, los salarios siguen mostrando tasas de avance reducidas, en consonancia con los modestos ritmos de crecimiento de la productividad y los precios.

El Informe contiene ocho recuadros: una descripción de los aumentos recientes de aranceles a la importación en diversas áreas geográficas y una evaluación de sus efectos, un análisis del peso relativo de los factores transitorios y más persistentes a la hora de explicar la desaceleración reciente de la actividad del área del euro, una valoración de las consecuencias de las subidas de precios del petróleo sobre la economía española, un análisis de los efectos de las barreras comerciales no arancelarias sobre las exportaciones de España, una descripción de los desarrollos más recientes en materia de política presupuestaria en nuestro país, una estimación de los efectos distributivos de la reforma del IRPF recogida en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado, una evaluación de la sensibilidad de las rentas de los agentes públicos y privados españoles ante hipotéticos aumentos de los tipos de interés, y un análisis de la evolución reciente del acceso de las pymes a la financiación externa.



Durante el primer año del mandato del presidente Trump se tomaron pocas decisiones que implicaran la adopción de medidas proteccionistas, a pesar del énfasis que estas cuestiones recibieron durante la campaña electoral<sup>1</sup>. Sin embargo, desde marzo de este año, la Administración estadounidense se ha mostrado mucho más activa en este ámbito, adoptando disposiciones con un marcado sesgo proteccionista.

La primera acción significativa en este sentido, tomada en marzo de 2018, consistió en elevar las tarifas arancelarias a las importaciones estadounidenses de acero y aluminio hasta, respectivamente, el 25 % y el 10 %. De estos aranceles quedaron exentos, mediante acuerdos bilaterales, Corea del Sur, Argentina, Australia y Brasil. China, uno de los países afectados, adoptó medidas de represalia aplicables a importaciones procedentes de Estados Unidos por valor de 3 mm de dólares. Por su parte, Canadá, México y la Unión Europea (UE) recibieron una exención temporal, cuya revocación, el 1 de junio, propició el anuncio por parte de sus autoridades de medidas de represalia, que recaen sobre un volumen de importaciones de Estados Unidos por importe de 23 mm de dólares. Aunque las cifras de estas medidas puedan parecer elevadas, existe un cierto consenso que apunta a que su impacto directo será relativamente pequeño, ya que el peso de los bienes afectados dentro de los flujos comerciales totales es, por el momento, reducido (véase gráfico 1)<sup>2</sup>. Sin embargo, el impacto indirecto de los aranceles podría resultar más acusado, entre otros motivos, porque, al aplicarse a bienes intermedios utilizados como insumos en el proceso productivo, podrían afectar a la configuración de las cadenas globales de producción.

A mediados de junio, las tensiones comerciales subieron de intensidad cuando la Presidencia de Estados Unidos anunció la imposición de aranceles del 25 % a las importaciones por valor de 50 mm de dólares de 1.100 productos provenientes de China. La medida ha sido justificada por una supuesta apropiación ilícita de propiedad intelectual estadounidense por parte de empresas chinas<sup>3</sup>. Las autoridades de este país respondieron anunciando medidas de represalia por un valor equivalente mediante la introduc-

ción de aranceles del 25 % a más de 650 productos estadounidenses<sup>4</sup>.

En el gráfico 2, las barras azules muestran el desglose sectorial de las exportaciones bilaterales de Estados Unidos y China (en porcentaje de los flujos comerciales bilaterales totales), y las barras rojas, la parte de estas exportaciones que se vería afectada por los nuevos aranceles. Conjuntamente, estas medidas (aplicadas a flujos comerciales por un valor total de 100 mm de dólares) cubrirían alrededor del 15 % de los flujos comerciales bilaterales. Dentro de cada sector, los nuevos aranceles del 25 % supondrían una significativa elevación con respecto a las tarifas vigentes en la actualidad (los rombos, en el gráfico 2), sobre todo en el caso de las tarifas a las que se enfrentarían los exportadores chinos.

Para estimar el impacto de esta escalada de medidas proteccionistas sobre el PIB y la inflación de diversas economías, se han realizado dos ejercicios de simulación con el modelo macroeconómico global NiGEM. En el primero de ellos, se simulan los efectos de esta elevación reciente hasta el 25 % de los aranceles aplicados a importaciones valoradas en 100 mm de dólares (50 mm en cada sentido del comercio bilateral entre China y Estados Unidos). En un segundo escenario, se simulan igualmente aranceles del 25 % sobre importaciones chinas procedentes de Estados Unidos por 50 mm de dólares, pero el montante afectado en la dirección opuesta es muy superior, de 150 mm de dólares<sup>5</sup>. Los resultados indican que la economía de Estados Unidos sería la más afectada (véase gráfico 3). En concreto, su PIB, al cabo de cuatro años, sería 0,2 pp inferior al del escenario base en la primera simulación, y más de 0,5 pp en la segunda. Los efectos negativos sobre China serían menores, pues los aranceles afectarían a una proporción menor de sus exportaciones totales. Entre los terceros países, el impacto sería mayor en Canadá y en México, dada su estrecha relación comercial con Estados Unidos, y algo inferior en el área del euro, Japón y el resto de Asia. Además, puesto que los aranceles más elevados empujarían al alza el nivel de precios, se prevén aumentos de la tasa de inflación en todas las economías, como se muestra en el gráfico 4<sup>6</sup>. Estas estimaciones podrían ser una cota inferior a los efectos totales, dado que se basan en simulaciones que consideran solamente el canal comercial, pero no otros adicionales, como un posible impacto negativo sobre la confianza o la generación de tensiones en los mercados financieros, que podrían resultar en costes de financiación más elevados.

A futuro, la incertidumbre acerca de las medidas adicionales que puedan ser adoptadas es elevada. Por lo que respecta a la relación bilateral entre Estados Unidos y China, tras las decisiones más recientes, el escenario más probable ha dejado de ser el de un acuerdo entre las

1 Las medidas adoptadas durante el primer año de mandato asumieron principalmente la forma de órdenes ejecutivas orientadas a incrementar las compras de bienes y servicios estadounidenses (como la orden *Buy American, Hire American*, de abril de 2017, dirigida a la Administración Pública), o bien a investigar la efectividad y las consecuencias de los acuerdos comerciales internacionales de los que Estados Unidos forma parte.

2 En concreto, las importaciones estadounidenses de acero y aluminio objeto de los nuevos aranceles y las exportaciones de este país afectadas por las medidas de represalia suponen, respectivamente, solo el 1,8 % y el 1,7 % de los totales de importaciones y exportaciones de ese país. En términos del impacto sobre el PIB de Estados Unidos, Barclays (2018), *The Trade-Offs of Free Trade*, estima que los nuevos aranceles al aluminio y al acero podrían reducirlo en algo menos de 0,2 pp en el corto plazo, en tanto que Sposi y Virdi (2018), «Steeling the U.S. Economy for the Impact of Tariffs», *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter*, estiman una reducción de 0,25 pp en el largo plazo.

3 Las nuevas medidas afectarían a las importaciones de bienes de alta tecnología, como productos electrónicos y químicos, piezas de aviones, medicamentos y maquinaria.

4 Los productos afectados incluyen la soja (entre otros productos agrícolas), automóviles, productos químicos y aviones.

5 La razón es que la Presidencia de Estados Unidos ha amenazado con imponer aranceles sobre un flujo adicional de 100 mm de dólares de importaciones procedentes de China si este país materializa sus represalias, como efectivamente ha ocurrido.

6 En las simulaciones se asume que las autoridades monetarias responden a las restricciones comerciales modificando los tipos de interés en función del aumento de la inflación y la reducción de la actividad.

dos economías, como parecía desprenderse del principio de acuerdo alcanzado en mayo, que incluía un compromiso por parte de China de aumentar las compras de bienes y servicios estadounidenses.

También es incierto el futuro de las relaciones comerciales entre Estados Unidos y otras economías, pues tanto la Unión Europea como México y Canadá se han declarado dispuestos a responder a las posibles medidas proteccionistas de la Administración de Estados Unidos, como las que podrían resultar de la investigación iniciada a mediados de mayo por el Departamento de Comercio de ese país para determinar si las importaciones de vehículos constituyen una amenaza para la seguridad nacional. Los resultados de esta investigación podrían dar lugar a la imposición de aranceles elevados sobre estas importaciones, lo que afectaría especialmente a la UE (y, en particular, a

Alemania y a Italia) y a Japón. Canadá y México también se verían muy afectados tanto de modo directo como a través de los efectos sobre el curso de la renegociación de los términos del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés) que se inició con el comienzo de la actual Presidencia de Estados Unidos. Así, en las circunstancias actuales, no es descartable una escalada adicional en la adopción de medidas proteccionistas, lo que representa un riesgo para la evolución del comercio y la actividad globales<sup>7</sup>.

7 BCE, *Boletín Económico*, mayo de 2018, recuadro 1 («Implications of rising trade tensions for the global economy»), contiene simulaciones de escenarios de generalización de las medidas proteccionistas, en los que Estados Unidos impondría aranceles significativos a las importaciones provenientes de todos los países y estos responderían con medidas de represalia equivalentes, lo que tendría un impacto acusado sobre la actividad global.

Gráfico 1  
FLUJOS COMERCIALES DE EEUU AFECTADOS POR ARANCELES A LOS METALES Y REPRESALIAS (2017)

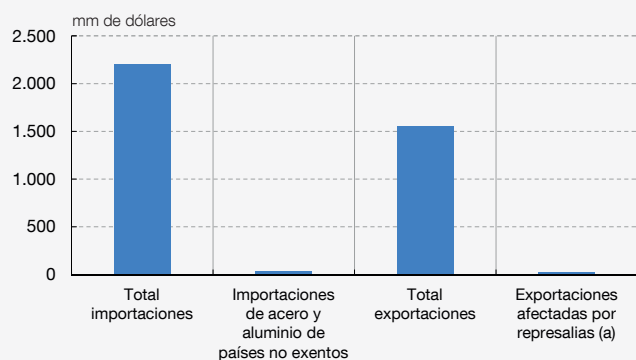


Gráfico 2  
EXPORTACIONES BILATERALES POR SECTOR Y ARANCELES PROMEDIO (b)

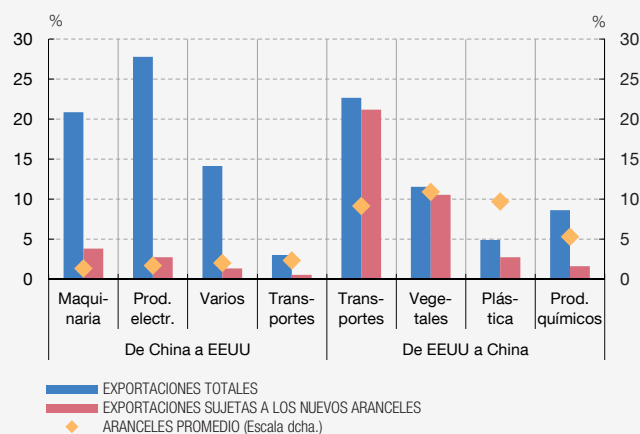


Gráfico 3  
IMPACTO EN EL PIB DE LOS ARANCELES ANUNCIADOS POR EEUU Y CHINA (c)

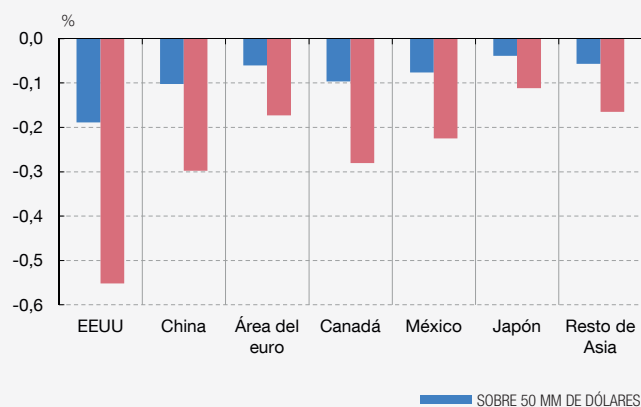
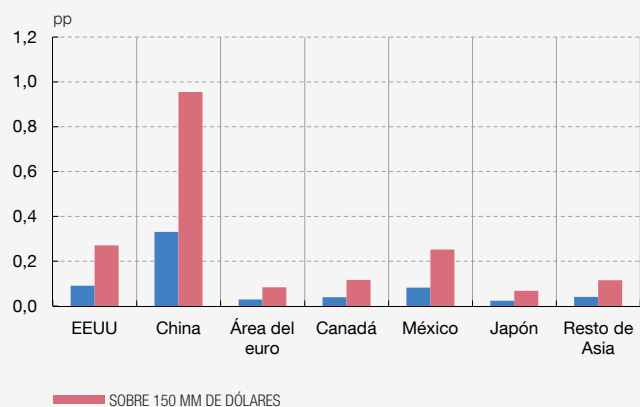


Gráfico 4  
IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN DE LOS ARANCELES ANUNCIADOS POR EEUU Y CHINA (c)



FUENTES: US Census Bureau, FMI Dots, Peterson Institute for International Economics, US International Trade Commission, Organización Mundial del Comercio y simulaciones propias a través de NiGEM.

- a Por China, Canadá, México y la Unión Europea.
- b Exportaciones de cada sector: porcentaje de las exportaciones de cada país.
- c Desviación máxima respecto al escenario base.

La actividad económica en el área del euro registró una notable desaceleración en el primer trimestre de 2018, tras mostrar un elevado dinamismo a lo largo de 2017. Como se aprecia en el gráfico 1, las previsiones del ejercicio de marzo del BCE proyectaban un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,7 %, muy por encima del 0,4 % finalmente observado. Este debilitamiento inesperado de la actividad ya fue anticipado por los sucesivos indicadores publicados antes de darse a conocer el dato de Contabilidad Nacional<sup>1</sup>, según refleja el índice de sorpresas económicas elaborado por Citigroup (véase gráfico 2)<sup>2</sup>. Además, las sorpresas tuvieron un carácter generalizado por países.

La información disponible apunta a la incidencia tanto de factores de naturaleza transitoria como de otros de carácter más persistente a la hora de explicar la desaceleración del producto. Por lo que respecta a los elementos transitorios, se han venido señalando cuatro circunstancias que podrían haber afectado al desarrollo de la actividad durante el primer trimestre. En primer lugar, la existencia de condiciones climatológicas más adversas de lo habitual podría haber frenado la producción y la demanda<sup>3</sup>. Sin embargo, cabe destacar que el valor añadido en la construcción, uno de los sectores donde se suelen percibir con mayor intensidad los efectos del mal tiempo, mantuvo un comportamiento expansivo en el primer trimestre del año, con una tasa de avance intertrimestral del 0,7 % en el conjunto del área. En segundo lugar, en el caso concreto de la economía germana, este invierno tuvo lugar una

- 1 La estimación preliminar del PIB del primer trimestre para el área del euro se publicó el 2 de mayo de 2018.
- 2 El índice de sorpresas económicas del Citigroup del gráfico 2 se construye a partir de las diferencias entre el dato publicado para cada indicador y la previsión de consenso de Bloomberg para este.

- 3 En particular, en los meses de febrero y marzo se registraron temperaturas inusualmente bajas.

Gráfico 1  
CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB  
Primer trimestre de 2008

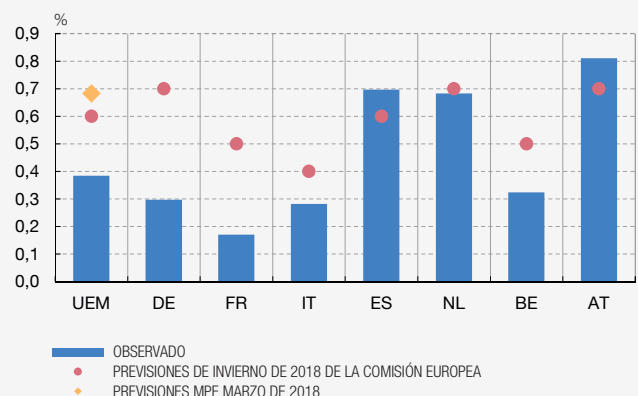


Gráfico 2  
ÍNDICE DE SORPRESAS DEL CITIGROUP PARA LA UEM Y EEUU



Gráfico 3  
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES  
2017

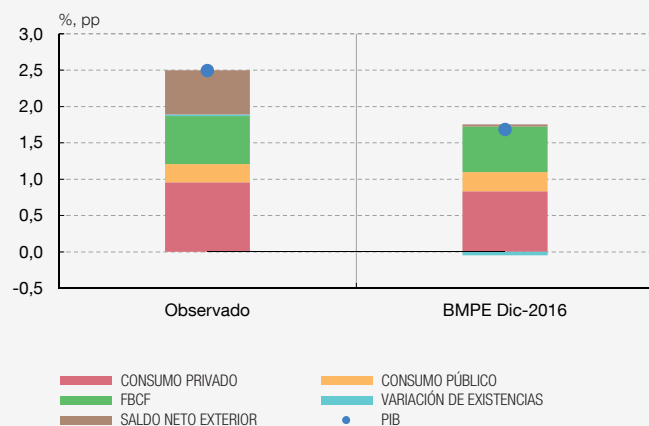
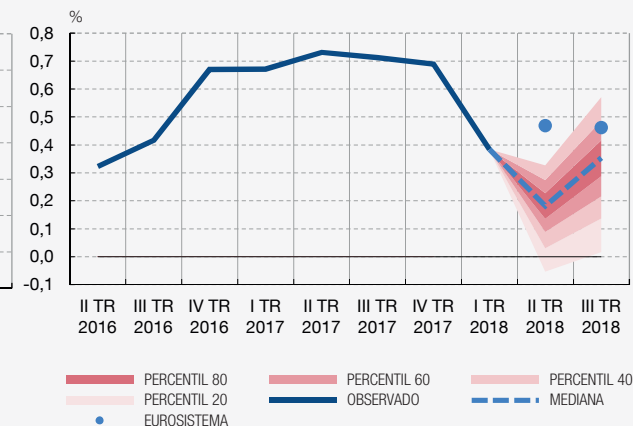


Gráfico 4  
PREVISIÓN CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB  
EURO-STING. 22 de junio de 2018



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo, Banco de España y Citigroup.

epidemia de gripe más intensa y duradera de lo habitual, lo que habría aumentado el absentismo laboral durante los meses de febrero y marzo de 2018. Además, a todo ello cabría añadir la incidencia de varias jornadas de huelga en algunos sectores relevantes<sup>4</sup>. Por último, el retroceso del consumo público en el primer trimestre en Alemania podría explicarse por un retraso en las compras de bienes y servicios causado por la tardía formación del nuevo Gobierno. El impacto negativo de este conjunto de factores sobre la actividad económica resulta difícil de cuantificar. En cualquier caso, al tratarse todos ellos de fenómenos asociados a países y sectores específicos, no parece que puedan justificar por sí solos la intensidad y el carácter generalizado de la desaceleración observada.

Ello lleva a pensar en la probable presencia de factores de carácter más persistente y comunes a toda el área a la hora de explicar la reciente pérdida de dinamismo. En este sentido, un rasgo destacable es la intensa ralentización en términos intertrimestrales (y, en algunos casos, incluso descensos) que mostraron las exportaciones en la mayoría de los países de la UEM durante el primer trimestre de 2018. Este comportamiento podría reflejar una reversión del ritmo de avance de esta variable hacia cotas más acordes con el momento cíclico de la economía mundial, después de haber registrado crecimientos excepcionalmente altos a lo largo del año pasado, y especialmente en su segunda mitad, cuando explicó la totalidad de la sorpresa positiva que se registró en la actividad económica en el conjunto del año (véase gráfico 3). Tampoco se puede descartar que los efectos desfasados de la apreciación del tipo de cambio observada a lo largo del pasado año y la desaceleración que, como sugieren algunos indicadores, podría estar experimentando el comercio mundial al inicio de 2018 estuvieran

teniendo un impacto negativo sobre las exportaciones. Además, la información más reciente que proporcionan los indicadores adelantados relacionados con las ventas al exterior (como la cartera de pedidos o las expectativas de exportación) sugiere que la moderación de esta variable se habría prolongado en el segundo trimestre del año.

En todo caso, más allá del origen de la pérdida de intensidad de la actividad desde el punto de vista de los componentes de demanda, la información disponible para el segundo trimestre de este año anticipa, en general, un crecimiento del PIB inferior al observado a lo largo de 2017 y sugiere la existencia de riesgos a la baja en relación con la tasa del 0,5 % prevista en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de junio. De hecho, el modelo EURO-STING del Banco de España<sup>5</sup>, que permite estimar en tiempo real el crecimiento a corto plazo del área a partir de la información que aporta un conjunto amplio de indicadores, apunta a que la tasa de avance del PIB en el segundo trimestre de 2018 podría situarse en niveles similares a los del primero (véase gráfico 4).

Con todo, los fundamentos económicos del área del euro continúan siendo robustos, lo que permite anticipar la continuación a medio plazo de la actual fase expansiva, a tasas todavía superiores al crecimiento potencial de la economía, si bien más moderadas que las observadas durante 2017. En este sentido, el avance de la actividad seguirá impulsado por una política monetaria que continúa siendo muy acomodaticia, por unas condiciones financieras favorables, que sustentan el incremento del crédito al sector privado, y por un mercado laboral en expansión, que seguirá apuntalando la confianza de hogares y empresas a la hora de tomar sus decisiones de consumo e inversión.

4 En concreto, se registraron conflictos laborales en Alemania (en el sector metalúrgico, en el mes de enero) y en Francia (en el sector del transporte, en marzo).

5 Véase M. Camacho y G. Pérez-Quirós (2008), *Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of euro area Growth*, Documentos de Trabajo, n.º 0807, Banco de España.

El precio del barril de petróleo *Brent* ha aumentado en torno a un 70 % desde junio de 2017 hasta mayo, cuando alcanzó una cotización próxima a los 80 dólares, que es el valor más elevado desde el otoño de 2014, si bien ha caído en las últimas semanas, hasta situarse algo por debajo de los 75 dólares. En este recuadro, se estima el impacto macroeconómico sobre distintas economías de un encarecimiento del crudo con origen en factores de oferta y se discute hasta qué punto el tamaño del efecto estimado para España podría haber disminuido en el período más reciente.

Al igual que en cualquier otro mercado, la formación de precios, en el caso del petróleo, se ve influenciada por factores tanto de demanda como de oferta. Los factores de oferta que afectan a los precios del petróleo incluyen, entre otros, las posibles tensiones geopolíticas en las zonas productoras, la actuación estratégica de los productores o la aparición de nuevas tecnologías de exploración y extracción de crudo, mientras que la demanda viene determinada, sobre todo, por la evolución de la actividad mundial y, más a largo plazo, por las mejoras en la eficiencia energética. Una elevación del precio del petróleo comporta efectos macroeconómicos negativos para los países importadores, pues conlleva una transferencia de renta hacia los países productores, de modo que se reduce la capacidad de gasto de familias y empresas. Sin embargo, esos efectos tienden a ser más

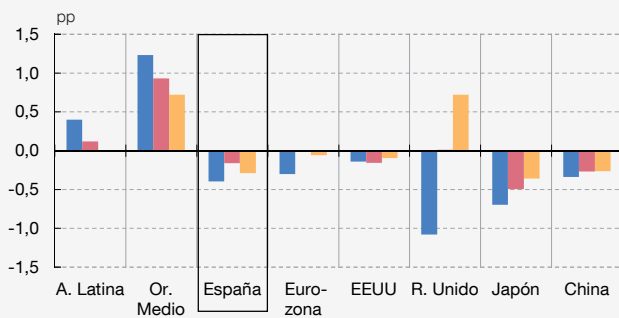
adversos si el aumento de precios se deriva de una perturbación de oferta que si responde a un incremento de la demanda global de esta materia prima, en cuyo caso el menor gasto interno puede verse compensado por un aumento de las exportaciones.

En la práctica, cualquier análisis de las contribuciones respectivas de los factores de oferta y de demanda a la evolución del precio del petróleo está sometido a un grado de incertidumbre muy elevado. No obstante, existe un cierto consenso en que el encarecimiento del segundo semestre del año pasado respondió fundamentalmente al aumento de la demanda generado por el repunte sincronizado de la actividad económica y el comercio mundiales. Sin embargo, los factores de oferta habrían desempeñado un papel más relevante en las subidas de precios de la primera mitad de 2018, como consecuencia del elevado grado de cumplimiento de los acuerdos entre los países productores, del acelerado retroceso de la producción en Venezuela y de las crecientes tensiones geopolíticas, exacerbadas, en las últimas semanas, por la reimposición de sanciones a Irán por parte de Estados Unidos.

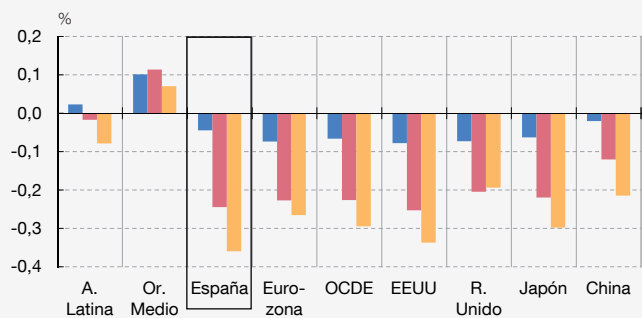
Dado que las consecuencias de un aumento de precios del petróleo para los países importadores son más severas cuando este se debe a factores de oferta, y dado que la evidencia de que el incremento

Gráfico 1  
DESVIACIONES SOBRE EL ESCENARIO CENTRAL

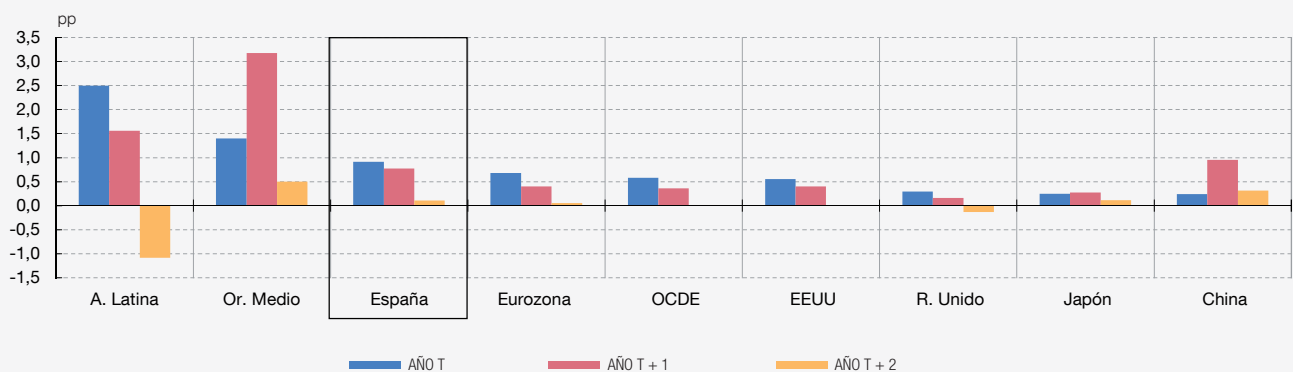
1 DESVIACIÓN ANUAL DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE SOBRE PIB (%) SOBRE EL ESCENARIO CENTRAL



2 DESVIACIÓN ANUAL DEL PIB SOBRE EL ESCENARIO CENTRAL



3 DESVIACIÓN ANUAL DE LA INFLACIÓN SOBRE EL ESCENARIO CENTRAL



FUENTES: Banco de España y NIGEM.

del primer semestre de 2018 podría responder predominantemente a elementos de esta naturaleza, tiene interés centrarse en las repercusiones de este tipo de perturbaciones. Para ello, se han simulado, con el modelo macroeconómico global NiGEM<sup>1</sup>, los efectos sobre el PIB, los precios de consumo y el saldo por cuenta corriente de las distintas regiones mundiales de un incremento de 10 dólares del precio del barril de Brent (equivalente a un aumento porcentual del 15 % respecto a un nivel de partida de 65 dólares).

El impacto por economías es heterogéneo, en función de factores tales como la condición de país productor o importador, la intensi-

dad del uso de los derivados del petróleo en el consumo, la estructura impositiva y la respuesta de la política monetaria. Como cabría esperar, el signo de los efectos sobre la actividad y el saldo exterior es positivo en los países exportadores y negativo en los importadores (véase gráfico 1). El impacto sobre la inflación es siempre positivo, siendo más pronunciado en los países productores, pues al incremento de costes, que también se observa en los importadores, hay que añadirle el efecto expansivo sobre la demanda interna<sup>2</sup>.

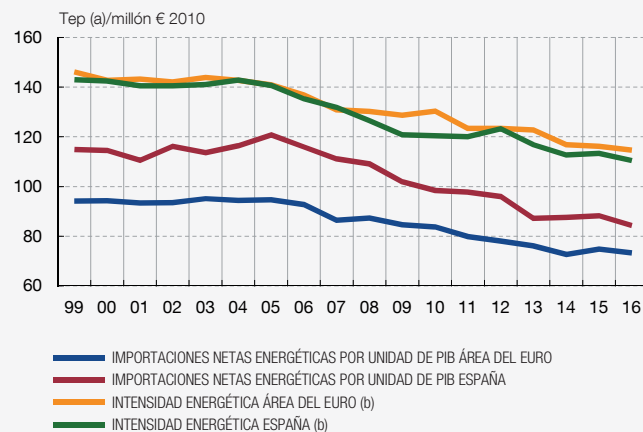
Destaca, por su magnitud comparativamente mayor, el impacto sobre la economía española, que se explica por su elevada intensidad importadora de productos energéticos y, en particular, de petróleo. En particular, el saldo por cuenta corriente de España

1 El modelo se especifica como un conjunto de ecuaciones de corrección del error, donde la dinámica está gobernada por la demanda en el corto plazo y la oferta va cobrando un papel creciente con posterioridad. Como supuestos técnicos, se considera que los tipos de cambio nominales se mantienen inalterados y las expectativas son adaptativas.

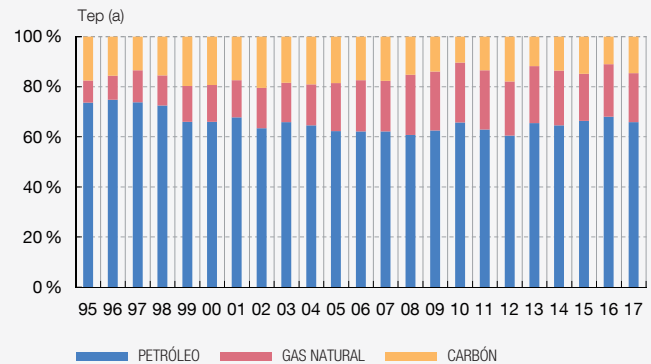
2 El incremento de costes tiende, no obstante, a ser relativamente menor en los países productores, dado que, con frecuencia, el uso de derivados del petróleo está subsidiado.

Gráfico 2  
IMPORTACIONES ENERGÉTICAS

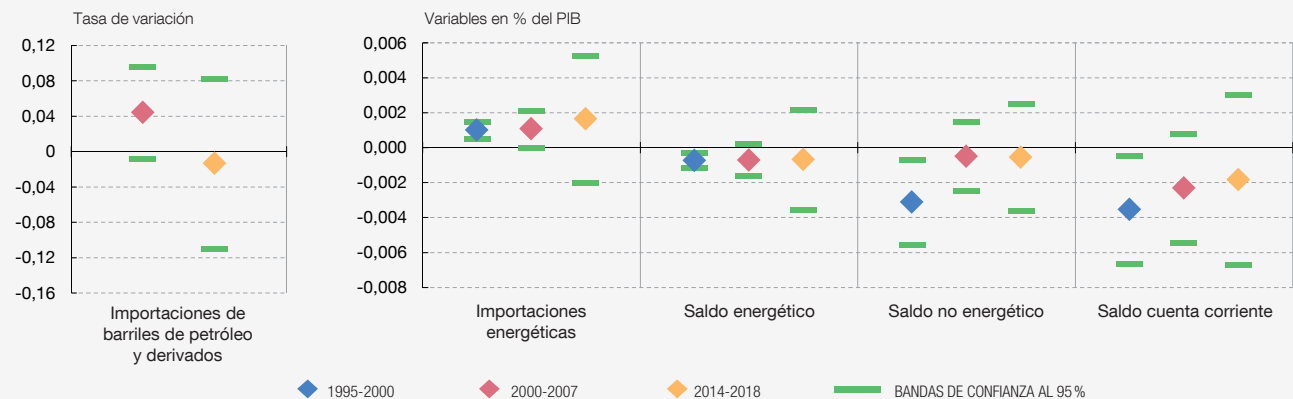
1 IMPORTACIONES NETAS ENERGÉTICAS POR UNIDAD DE PIB Y GRADO DE INTENSIDAD ENERGÉTICA



2 COMPOSICIÓN DE LAS IMPORTACIONES ENERGÉTICAS



3 IMPACTO DE LA VARIACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN EUROS



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tep = Tonelada equivalente de petróleo.

b Grado de intensidad energética = Consumo interno de energía/PIB.

experimenta un empeoramiento de aproximadamente 0,3 pp de PIB, que además muestra un grado elevado de persistencia. La pérdida estimada de PIB en España sería de -0,2 pp en promedio en los tres años posteriores a la perturbación, magnitud algo mayor que la del resto de los importadores, y la inflación aumentaría también algo más en España (0,9 pp en el primer año).

Estos impactos estimados a partir del modelo deberían interpretarse como una cota superior, por dos motivos. En primer lugar, porque, en la práctica, cabe pensar que cualquier subida de precios del petróleo va a incorporar no solo elementos de oferta, sino también de demanda. En este sentido, las simulaciones realizadas con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) arrojan efectos algo menores, lo que es coherente con el hecho de que las elasticidades estimadas en este modelo promedian los efectos del conjunto de las perturbaciones de demanda y de oferta observadas históricamente<sup>3</sup>. En segundo lugar, porque existen indicios de que, en los últimos años, las economías importadoras han reducido su dependencia del petróleo. En efecto, como se observa en el gráfico 2.1, tanto el consumo de energía como las importaciones netas energéticas, en ambos casos por unidad de PIB, han venido disminuyendo, aproximadamente desde 2005, en el conjunto del área del euro, y, en particular, en España, donde las importaciones netas por unidad de PIB siguen siendo, no obstante, comparativamente mayores. Entre los factores que explicarían esta evolución se encuentran la mejora de la eficiencia energética —impulsada por los cambios tecnológicos—, la mejora del parque de fuentes primarias renovables y los cambios en la estructura de la economía —en particular, la terciarización—<sup>4</sup>. Asimismo, aunque sigue

constituyendo la principal fuente de energía primaria importada, el petróleo ha ido perdiendo peso en el total (véase gráfico 2.2)<sup>5</sup>.

Todos estos desarrollos habrían podido contribuir a debilitar algo la relación negativa entre los movimientos del precio del crudo y la balanza de bienes energéticos. La cuestión relevante es si, además, podrían haber dado origen a una menor sensibilidad del saldo de bienes no energéticos a las oscilaciones del precio del petróleo, dada la menor presencia de los derivados de esta materia prima dentro de la estructura de costes de la producción, aspecto que se vería reforzado por la disminución de la sensibilidad de los salarios a las fluctuaciones del precio del petróleo en años recientes documentada en la literatura<sup>6</sup>. Si ello fuera así, cabría esperar que una subida del precio del petróleo tuviera consecuencias algo menos adversas sobre la competitividad exterior de la economía que en el pasado.

El gráfico 2.3 presenta los resultados de un contraste tentativo de la hipótesis de la disminución, a lo largo del tiempo, de la sensibilidad de los diferentes componentes de la balanza de bienes y servicios de España, así como del saldo por cuenta corriente en su conjunto, a la evolución del precio del petróleo<sup>7</sup>. En particular, esta herramienta apuntaría a que, mientras que entre 1995 y 2000 un incremento del 10 % del precio del petróleo producía un empeoramiento del déficit por cuenta corriente de entre 0,3 pp y 0,4 pp, el efecto se habría reducido a 0,2 pp en el período 2014-2018. En todo caso, esta evidencia es muy preliminar, por lo que debe ser considerada con las debidas cautelas, a expensas de su confirmación a través de análisis complementarios.

3 En concreto, frente a las cifras presentadas en el ejercicio realizado con el NiGEM, el empeoramiento del saldo por cuenta corriente sería de 0,2 pp de PIB (en lugar de 0,3 pp), la pérdida estimada de PIB sería de algo más de una décima en promedio en los tres años posteriores a la perturbación (en lugar de dos), y el aumento de la inflación sería de 6 décimas (en vez de 9). Para una evaluación, con estas elasticidades, del papel del descenso de los precios del petróleo observado entre mediados de 2014 y finales de 2015 a la hora de explicar las sorpresas al alza en el crecimiento del PIB español a lo largo del período 2014-2016, puede consultarse el recuadro 1.2 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

4 Así, por ejemplo, el consumo final de energía por unidad de valor añadido en el sector del transporte, principal demandante de derivados del petróleo, se ha reducido en los últimos años. Además, es de esperar que este recorte se intensifique en los próximos años, a medida que se modernice el parque de vehículos (en 2016, solo el 21 % de los vehículos en circulación tenía cinco o menos años de antigüedad, mientras que

en 2005 este porcentaje ascendía al 42 %). Respecto a la terciarización de la economía, la participación de los servicios en el VAB de la economía ha pasado de representar el 67 % en 2005 a alcanzar el 74 % en 2017.

5 En el caso de España, ello ha ocurrido a expensas del gas natural (véase recuadro 3.1, del capítulo 3, «El proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente», del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España).

6 Véanse Blanchard y Galí (2007), *The macroeconomic effects of oil shocks: why are the 2000s so different from the 1970s?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 13368, y, para el caso de España, Álvarez, Sánchez y Urtasun (2017), «El efecto de las fluctuaciones del precio del petróleo sobre la inflación española», *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.

7 En concreto, se estiman, con datos mensuales y ventanas de cinco años, regresiones bivariantes de los distintos componentes de la balanza de bienes y servicios como ratio del PIB sobre el crecimiento interanual del precio del petróleo.

La forma más común de política proteccionista consiste en el establecimiento de impuestos o aranceles a la importación. El impacto negativo de los aranceles sobre los flujos comerciales y el bienestar económico ha sido ampliamente analizado en la literatura económica<sup>1</sup>. Recientemente, este tipo de medidas ha cobrado

protagonismo debido a anuncios tales como la introducción de aranceles a la importación de acero y aluminio en Estados Unidos<sup>2</sup>. En principio, el impacto directo de esta decisión será relati-

1 Véase, por ejemplo, A. Lileeva y D. Trefler (2010), «Improved Access to Foreign Markets Raises Plant-level Productivity for Some Plants», *Quarterly Journal of Economics*, pp. 1051-1099.

2 El pasado 8 de marzo, el Departamento de Comercio de Estados Unidos impuso aranceles a la importación de acero y aluminio (del 25 % y del 10 %, respectivamente), de los cuales quedaron inicialmente eximidas las exportaciones de la Unión Europea (UE), Canadá y México. No obstante, a finales de mayo se anunció la suspensión, a partir del 1 de junio, de tal exención.

Gráfico 1  
MEDIDAS NO ARANCELARIAS ADOPTADAS POR PAÍSES DEL G-20 ENTRE 2009 Y 2017

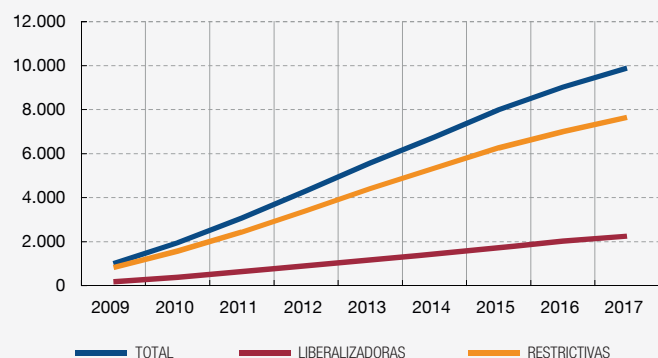


Gráfico 2  
NUEVAS BARRERAS NO ARANCELARIAS (2009-2017)

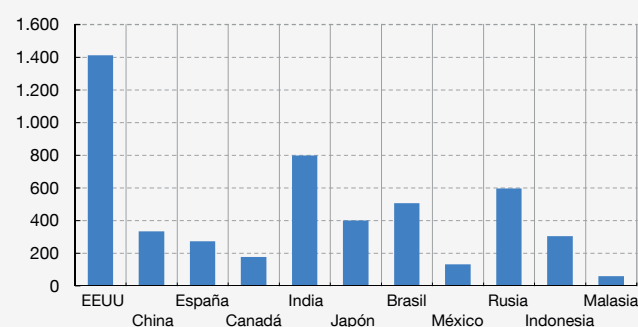


Gráfico 3  
NÚMERO DE NUEVAS BARRERAS NO ARANCELARIAS (2009-2017)

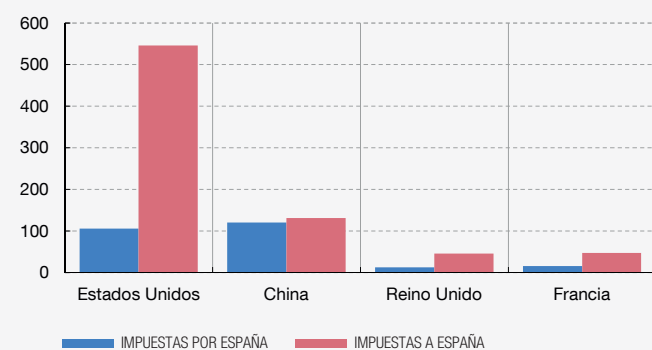


Gráfico 4  
BARRERAS NO ARANCELARIAS IMPUESTAS POR ESTADOS UNIDOS A ESPAÑA ENTRE 2009 Y 2017

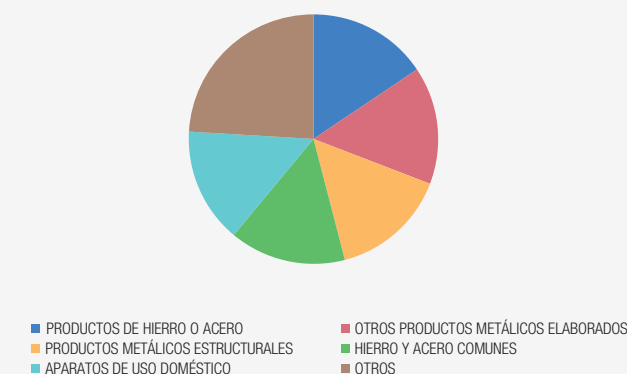
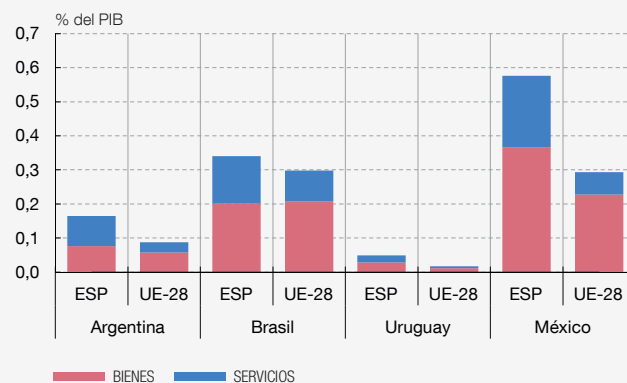


Gráfico 5  
EXPORTACIONES CONTRAFACUALES SIN BARRERAS NO ARANCELARIAS



Gráfico 6  
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS A MERCOSUR Y A MÉXICO (2016)



FUENTES: Banco de España, Eurostat y *Global Trade Alert Project*.



vamente reducido. No obstante, las consecuencias sobre el comercio y la actividad económica mundiales podrían llegar a ser muy severas si la medida desencadenara sucesivas rondas de medidas de represalia mutua entre los distintos países afectados.

En este recuadro, sin embargo, se llama la atención sobre otro tipo de políticas proteccionistas, no arancelarias, cuya utilización es menos transparente y que han sido objeto de un volumen menor de análisis en la literatura económica. El recurso a este proteccionismo no arancelario por parte de diferentes países desarrollados en los últimos años ha sido elevado. A continuación se analiza el aumento reciente en el número de barreras no arancelarias, con el objetivo de arrojar luz acerca de las posibles consecuencias de esta forma de proteccionismo sobre la evolución de las exportaciones españolas.

Las barreras no arancelarias pueden tomar formas muy diversas, que, a modo de ejemplo, pueden incluir ayudas financieras a la industria nacional, la introducción de condiciones en los proyectos de licitación pública que conduzcan al establecimiento de limitaciones efectivas a los competidores extranjeros o la exigencia de requisitos fitosanitarios que han de cumplir los productos importados. El gráfico 1 muestra el aumento en el número de medidas no arancelarias de carácter proteccionista tomadas por las economías desarrolladas, que en algunos casos han podido obedecer a un intento de paliar los efectos de la crisis financiera global sobre sus industrias nacionales<sup>3</sup>. Cabe destacar que Estados Unidos se ha mostrado especialmente activo en el uso de este tipo de medidas, como se puede apreciar en el gráfico 2. Así, mientras que tanto China como España han introducido desde 2009 en torno a 300 barreras comerciales no arancelarias, Estados Unidos ha implementado, en ese mismo período, más de 1.400 nuevas medidas proteccionistas de esa misma naturaleza.

Por lo que respecta a las importaciones procedentes de España, Estados Unidos ha impuesto desde 2009 un total de 546 medidas restrictivas (véase gráfico 3). Por el contrario, las ventas de productos españoles a otros destinos han enfrentado, en términos generales, un número más reducido de nuevas barreras no arancelarias. Así, a modo de ejemplo, China ha implementado en ese mismo período, 131 nuevas medidas proteccionistas que afectan a las exportaciones españolas. Desde una perspectiva sectorial, los productos más protegidos por Estados Unidos a través de este tipo de medidas son los relacionados con la rama de la metalurgia (véase gráfico 4), que ha sido identificada en ese país como una de las más afectadas por la competencia internacional. A modo de ilustración, el paquete de expansión fiscal «American Recovery and Reinvestment Act of 2009» imponía la condición de que todos los productos de acero y aluminio utilizados bajo el paraguas del programa fuesen de fabricación estadounidense.

3 La fuente de la información sobre medidas no arancelarias es el *Global Trade Alert Project*: <https://www.globaltradealert.org/>. Ante la dificultad de asignar un valor monetario a dichas restricciones, su contabilización se basa en el número de medidas adoptadas, independientemente del valor de las importaciones afectadas por cada medida.

Este mismo requisito ha vuelto a ser impuesto más recientemente en otras disposiciones, como la denominada «New York Buy American Act», de 2017, del Estado de Nueva York, o la licitación pública para la instalación de sistemas de seguridad en el transporte ferroviario del Departamento de Transporte, en 2018.

Con el objetivo de cuantificar el posible impacto de este tipo de proteccionismo sobre las exportaciones españolas, se ha utilizado, por un lado, la recopilación de medidas no arancelarias del *Global Trade Alert Project* para cada combinación de producto, país y año<sup>4</sup> y, por otro lado, la información microeconómica a escala de empresa, producto, país y año, procedente de los registros de transacciones con el exterior del Banco de España entre 2009 y 2013. A partir de esta información se puede comparar la evolución de las exportaciones de un determinado producto realizadas por una empresa a dos países distintos: uno en el que se implanta una restricción no arancelaria a las importaciones de dicho producto y otro en el que ello no tiene lugar.

Los resultados indican que el crecimiento de las exportaciones destinadas al país que impone una barrera no arancelaria es 3,1 puntos porcentuales (pp) inferior al de las exportaciones de la misma empresa y el mismo producto destinadas al resto de países. Este efecto negativo es económicamente relevante, teniendo en cuenta que el crecimiento anual medio de las exportaciones observadas en el mencionado período 2009-2013 es del 6,5%<sup>5</sup>. De hecho, el gráfico 5 muestra cómo, en ausencia de la imposición de nuevas barreras no arancelarias, el crecimiento anual agregado de las exportaciones españolas en términos nominales podría haber sido en torno al 14%, frente al 11% observado<sup>6</sup>.

Cabe mencionar que los diferentes acuerdos comerciales de nueva generación que la UE viene negociando en el período más reciente con diferentes socios comerciales tienden a promover la reducción tanto de las barreras no arancelarias al comercio de bienes como, en general, de todo tipo de obstáculos que limitan el movimiento de bienes, servicios, personas y flujos de inversión, sin dejar de incorporar disposiciones relativas al medio ambiente, los mercados laborales o los derechos de la propiedad intelectual<sup>7</sup>. En este sentido, como contrapeso al impacto del incremento de las medidas no arancelarias en determinados mercados desarrollados, las negociaciones abiertas entre la UE y otros destinos de América Latina, como Mercosur o México, podrían, en caso de culminar en acuerdos plenos de libre comercio, beneficiar especialmente a las empresas españolas, dada su experiencia en

4 Véase la nota 2 a pie de página.

5 Nótese que esta tasa se refiere al crecimiento anual medio sin ponderar de los flujos empresa-país-producto en términos nominales. Al tratarse de una media no ponderada, no coincide con el crecimiento anual agregado.

6 El lector interesado en más detalles sobre este análisis puede consultar el Documento de Trabajo, n.º 1814 del Banco de España, *The costs of trade protectionism: evidence from Spanish firms and non-tariff measures*.

7 Para más detalles sobre este tipo de acuerdos en general y sobre el acuerdo con Canadá (CETA) en particular, véase el artículo analítico del Banco de España «Los acuerdos comerciales de nueva generación de la UE: el tratado CETA».

algunos sectores con un elevado potencial de crecimiento en estos países, como el de la obra pública, y su mayor cercanía cultural, que se ve ya reflejada en su mayor exposición comercial a esas áreas en comparación con el resto de la UE (véase gráfico 6). A modo de ilustración, en el primer año transcurrido desde la ad-

hesión de Ecuador al acuerdo de libre comercio de la UE con Colombia y Perú, en enero de 2017, las exportaciones españolas de bienes a dicho país han aumentado un 47 %, frente a un crecimiento del 4,8 % en el caso de las exportaciones de Alemania, Francia e Italia.

---

La última década ha estado marcada por un proceso de reducción del déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas, desde el máximo del 11 % del PIB registrado en 2009 hasta el 3,1 % del ejercicio 2017. En paralelo, además, la deuda de las AAPP comenzó a reducirse ligeramente, al hilo del proceso de recuperación económica, a partir de 2014, año en el que marcó un máximo de 100,4 % del PIB, frente al 98,3 % del año pasado<sup>1</sup>. El mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas es una condición necesaria para la estabilidad macroeconómica y la adecuada provisión de los servicios públicos, dado que, en particular, proporciona márgenes de maniobra para la actuación de la política fiscal ante situaciones adversas y reduce su vulnerabilidad ante posibles cambios del sentimiento inversor en los mercados.

En este contexto, los presupuestos y planes de las distintas AAPP para 2018 permitirían, en agregado, una nueva reducción de los desequilibrios presupuestarios en este año, de acuerdo con las estimaciones oficiales. En concreto, el objetivo oficial de déficit público se sitúa en el 2,2 % del PIB, lo que supondría una mejora de 0,9 pp, que reflejaría, principalmente, una caída de la ratio de gasto público sobre el PIB. Por su parte, la previsión oficial de deuda de las AAPP se ha establecido en el 97 % del PIB, lo que, de cumplirse, permitiría una reducción de 1,3 pp del endeudamiento público. En este escenario, el déficit público se situaría por debajo del 3 % del PIB, el límite que fija el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para abandonar la situación de «déficit excesivo», cuyo plazo de superación, en el caso de las AAPP españolas, finaliza, precisamente, este año<sup>2</sup>.

Según la Actualización del Programa de Estabilidad 2018-2021 (APE), remitido a la Comisión Europea a finales de abril, en el marco del llamado Semestre Europeo, el déficit estructural de las AAPP mejoraría solo marginalmente en 2018, en 0,1 pp, y se mantendría por encima del 2 %<sup>3</sup>. De este modo, este año no se avanzaría en el necesario proceso de mejora estructural de las cuentas públicas, en un contexto en el que, según la APE, la brecha de producción de la economía española sería positiva por primera vez desde el año 2008.

El carácter prácticamente neutral de la política fiscal en 2018, según las estimaciones de la APE<sup>4</sup>, viene determinado por una serie de medi-

das presupuestarias de aumento del gasto público y de reducciones impositivas que se han incorporado en los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social para 2018 (PGE), que compensarían el tono generalizado de moderación del gasto en otras partidas. Entre las actuaciones legislativas de carácter más expansivo, en términos comparados, destacan las relativas a pensiones, empleo y salarios públicos y al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), que se detallan a continuación.

En lo que respecta a las pensiones, los PGE para 2018 establecen una subida general del 1,6 % (tanto en 2018 como en 2019), un incremento del 3 % para las pensiones mínimas y las de carácter no contributivo en 2018, y un aumento de la base reguladora de la pensión de viudedad del 52 % al 56 % en 2018, y al 60 % en 2019 (véase gráfico 1). Estas medidas supondrán, en conjunto, un aumento del gasto de las AAPP estimado en aproximadamente 0,2 pp del PIB en el ejercicio en curso, y otros 0,2 puntos adicionales en el próximo, con respecto a la revalorización del 0,25 % que resultaría de la aplicación del Índice de Revalorización (IR). Por otro lado, los PGE retrasan a 2023 la aplicación del Factor de Sostenibilidad (FS), inicialmente prevista para 2019. Estos dos mecanismos de carácter automático (IR y FS) fueron aprobados en la Ley 23/2013, que entró en vigor en enero de 2014, con el objetivo de garantizar la sostenibilidad del sistema a largo plazo. Así, el IR liga el crecimiento anual de las pensiones a la evolución relativa de gastos e ingresos del sistema y se ha aplicado entre 2014 y 2017, mientras que el FS ajusta la pensión de entrada de los nuevos pensionistas teniendo en cuenta su esperanza de vida en ese momento. Según la APE, se pretende contrarrestar en parte este incremento del gasto con la introducción de un nuevo impuesto sobre los servicios digitales, que está aún pendiente de definir.

En relación con los salarios públicos, los PGE para 2018 recogen el acuerdo entre el Gobierno y los principales sindicatos del sector, firmado el pasado mes de marzo, para el período 2018-2020<sup>5</sup>, con aumentos pactados superiores al 1 % de 2017. En concreto, según el acuerdo, la subida salarial se compondría de incrementos fijos del 1,5 %, 2,25 % y 2 %, en 2018, 2019 y 2020, respectivamente, y aumentos adicionales condicionados al crecimiento del PIB y al cumplimiento del objetivo de estabilidad en 2020 (véase gráfico 2)<sup>6</sup>. Además, se acuerdan fondos adicionales (del 0,4 %, 0,25 % y 0,3 % de la masa salarial, en cada uno de los años respectivos) para cubrir homologaciones retributivas de algunos cuerpos y aportaciones a planes de pensiones, entre otros conceptos<sup>7</sup>. Por

1 Véase M. Delgado, B. García y L. Zubimendi (2018), «La evolución de la deuda pública en España en 2017», Notas Económicas, 7 de junio de 2018, Banco de España.

2 Las AAPP españolas se encuentran actualmente sujetas a un Procedimiento de Déficit Excesivo desde el año 2009, bajo el llamado «componente correctivo» del PEC, con plazo de cumplimiento en 2018. El Consejo de la Unión Europea actualizó en agosto de 2016 el objetivo de déficit de las AAPP españolas para 2018, fijándolo en el 2,2 % del PIB. Asimismo, estableció que las AAPP tendrían que realizar un esfuerzo estructural (esto es, una mejora del saldo público estructural) acumulado en el período 2016-2018, de 0,6 puntos porcentuales del PIB en términos acumulados.

3 Según otras estimaciones, la cifra superaría sensiblemente el 2 %. Así, por ejemplo, según las previsiones de mayo de la Comisión Europea, el déficit estructural sería del 3,3 %.

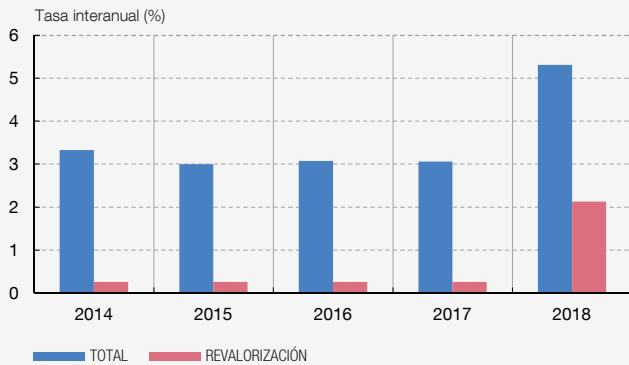
4 El tono de la política fiscal en 2018, según la Comisión Europea (previsiones de mayo), sería ligeramente expansivo.

5 Véase [II Acuerdo Gobierno-sindicatos para la mejora del empleo público y las condiciones de trabajo](#).

6 En concreto, los salarios se incrementarían, con efectos de 1 de julio de cada año, en un 0,25 %, 0,25 % y 1 % adicionales, en 2018, 2019 y 2020, respectivamente, condicionados a la consecución de un crecimiento del PIB en el año previo del 3,1 %, 2,5 % y 2,5 %, respectivamente. Asimismo, el cumplimiento del objetivo de déficit público de las AAPP del 0,5 % del PIB en 2020 derivaría en una subida suplementaria del 0,55 % en dicho año.

7 En 2018, esto incluye tanto el 0,2 % previsto en el acuerdo de marzo con los sindicatos como el aumento adicional equivalente incorporado en los Presupuestos Generales del Estado para equiparación de sueldos en las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad.

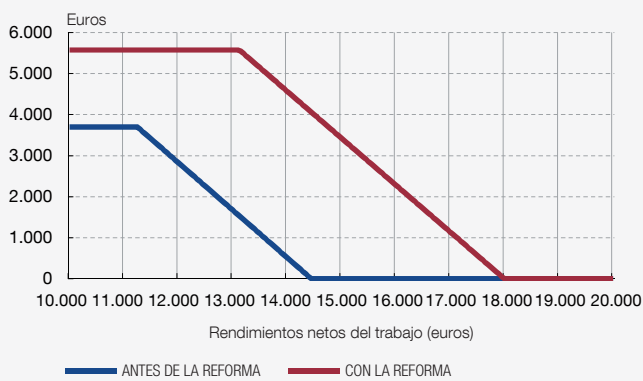
**Gráfico 1**  
CRECIMIENTO DEL GASTO EN PENSIONES CONTRIBUTIVAS (a)



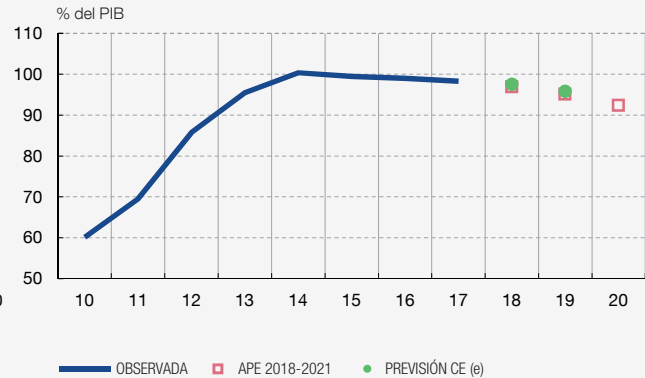
**Gráfico 2**  
SUBIDA NEGOCIADA DE LOS SALARIOS PÚBLICOS (b)



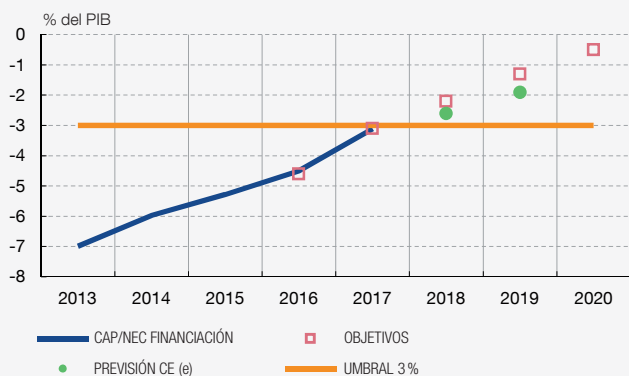
**Gráfico 3**  
REDUCCIÓN POR RENTAS DEL TRABAJO EN EL IRPF (d)



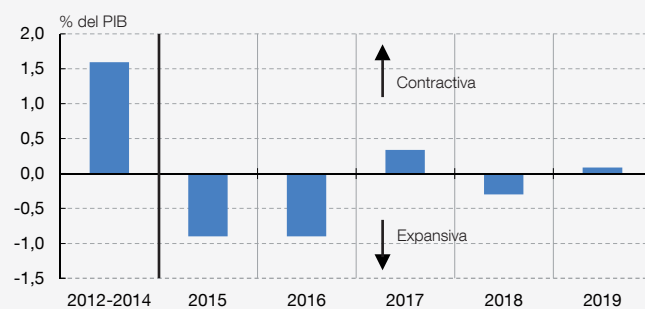
**Gráfico 4**  
DEUDA DE LAS AAPP ESPAÑOLAS



**Gráfico 5**  
CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS AAPP ESPAÑOLAS



**Gráfico 6**  
TONO DE LA POLÍTICA FISCAL EN ESPAÑA (e) (f)



FUENTES: Comisión Europea, Intervención General de la Administración del Estado, Presupuestos Generales del Estado 2018, Actualización del Programa de Estabilidad 2018-2021 y Banco de España.

- a En 2018, estimación propia a partir de la información de los PGE-2018 y de la APE 2018-2021.
- b Incluye fondos adicionales para homologaciones retributivas y otros gastos.
- c Incorpora ya la subida de 2018 condicionada al crecimiento del PIB de 2017, al haber sido este igual al mínimo requerido, del 3,1 %.
- d El gráfico muestra la reducción de la base imponible del IRPF, correspondiente a cada nivel de rendimientos netos del trabajo del contribuyente. La reducción máxima pasa de 3.700 a 5.575 euros, y se hace cero para rentas netas de 18.000 euros, frente a los 14.450 euros de antes de la reforma.
- e Previsiones del informe de primavera de la Comisión, que no tienen en cuenta la subida general de las pensiones en 2018 y 2019, acordada posteriormente a la publicación de dicho informe. Para 2018, la CE estima un impacto de la subida adicional de 0,1 puntos porcentuales del PIB.
- f Variación en el saldo estructural (ajustado de efectos cíclicos) estimado con la metodología de la CE.

su parte, el acuerdo incluye también una ampliación de la política de contratación de los últimos dos años, con una elevación de la tasa de reposición en determinados sectores —que, en conjunto, supondría elevar esta en unos 10 pp, hasta el 90 %<sup>8</sup>— y medidas adicionales en materia de jornada laboral y temporalidad.

Finalmente, los PGE también modifican la Ley del IRPF, para elevar de 12.000 a 14.000 euros brutos el límite que determina la obligación de declarar, incrementando significativamente la reducción para rentas del trabajo inferiores a 18.000 euros (véase gráfico 3). Asimismo, se introducen nuevas deducciones por gastos de guardería y por cónyuge discapacitado, y se amplían las relativas a familias numerosas. El Gobierno evalúa el coste recaudatorio de estas medidas en cerca de dos décimas de PIB, entre 2018 y 2019<sup>9</sup>.

El cumplimiento del objetivo del 2,2 % del PIB de déficit de las AAPP en 2018 exigirá una ejecución muy estricta del gasto, así como la materialización del aumento de los ingresos públicos que proyectan los PGE. En este sentido, cualquier desviación de estas condiciones plantea riesgos de incumplimiento. En particular, cabe resaltar que la Comisión Europea (CE), en su opinión sobre los PGE publicada el 23 de mayo<sup>10</sup>, prevé que el déficit público en

España este año se sitúe en el 2,7 %, cinco décimas por encima del objetivo del 2,2 % establecido (véase gráfico 5)<sup>11</sup>. Esta disminución del saldo deficitario de las AAPP, según la CE, se debería en su totalidad al efecto del crecimiento económico, ya que las medidas adoptadas en el Presupuesto conllevarían, según la CE, un incremento del déficit estructural de en torno a 0,3 pp del PIB (véase gráfico 6). A pesar de esta desviación, la CE opina que los presupuestos revisados se ajustan, en líneas generales, a los requerimientos del PEC, ya que, de acuerdo con las previsiones de la Comisión, el déficit excesivo se corregirá en plazo (esto es, en 2018).

De producirse efectivamente la salida de la situación de déficit excesivo en el ejercicio en curso, España entraría en el denominado «brazo preventivo» del PEC, dentro del cual deberían continuar produciéndose avances en el proceso de mejora de las finanzas públicas. En ese sentido, la Recomendación de la Comisión Europea al Consejo de la UE de 23 de mayo de 2018 solicita al Gobierno español garantizar que la tasa máxima de crecimiento del gasto público primario neto no exceda del 0,6 % en 2019, lo que se corresponde con una mejora del saldo público estructural de 0,65 pp del PIB, dada la previsión macroeconómica de la Comisión. Por su parte, de acuerdo con la regla de deuda pública, según la cual esta debe disminuir anualmente en una veinteaava parte de la diferencia con el objetivo del 60 % del PIB, en este mismo ejercicio debería reducirse la ratio de endeudamiento público sobre el PIB en 1,9 pp.

8 El acuerdo fija la tasa de reposición en el 100 % para todos los sectores si se cumplen los objetivos de estabilidad, pudiendo además aumentar hasta un 8 % adicional (10 % para las Corporaciones Locales, CCLL) en algunos de ellos. En el caso de que no se cumplan los objetivos, la tasa se fija en el 100 % para los sectores prioritarios y en el 75 % para el resto, pudiendo además aumentar un 5 % para determinados sectores. Además, las CCLL que hayan tenido que prestar más servicios en algún año del período 2013-2017 pueden aumentar la tasa en un 5 % adicional. Finalmente, la tasa de reposición se fija en el 115 % para los Cuerpos y Fuerzas de Seguridad.

9 El recuadro 6 simula los efectos de estas medidas impositivas sobre la renta de distintos grupos de contribuyentes.

10 *Commission Opinion of 23.5.2018 on the updated Draft Budgetary Plan of Spain.*

11 La previsión de primavera de la Comisión Europea anticipaba un déficit en 2018 del 2,6 % del PIB, sin tener en cuenta el impacto de la subida general de las pensiones en un 1,6 %, que se aprobó más tarde. El impacto estimado de esta medida sería de un 0,1 % del PIB adicional. En este mismo sentido, las *últimas proyecciones del Banco de España*, publicadas el 15 de junio, prevén un déficit del 2,7 % del PIB en 2018.

La Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2018 establece una serie de medidas encaminadas a disminuir la tributación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) de los trabajadores con rentas comprendidas entre los 12.000 y los 18.000 euros, así como de algunos grupos de contribuyentes con determinadas circunstancias personales, entre los que se incluyen aquellos que soportan mayores cargas familiares, tales como las mujeres trabajadoras, las familias numerosas y las personas con discapacidad.

El Banco de España ha desarrollado recientemente varios modelos de microsimulación que permiten evaluar los efectos de las reformas fiscales sobre las rentas de distintos grupos de contribuyentes<sup>1</sup>. Los modelos de este tipo simulan la incidencia de los cambios impositivos sobre una muestra representativa de la población total de contribuyentes, por lo que son especialmente apropiados para identificar en qué medida pueden verse modificadas las obligaciones fiscales de distintos grupos de individuos.

En este recuadro se presentan los efectos de los cambios referentes al IRPF que incluye la Ley de Presupuestos Generales del Estado sobre distintos grupos de contribuyentes, en función de características tales como su nivel de renta o su edad, haciendo uso de las mencionadas herramientas de microsimulación.

En el caso del IRPF, de acuerdo con las medidas incluidas en la ley, se han simulado los siguientes cambios<sup>2</sup>.

- Elevación del umbral de tributación de 12.000 a 14.000 euros.

1 Véase, O. Bover, J. M. Casado, E. García-Miralles, J. M. Labeaga y R. Ramos (2017), *Microsimulation tools for the evaluation of fiscal policy reforms at the Banco de España*, Documentos Ocasionales, n.º 1707, Banco de España.  
 2 Los datos del modelo corresponden a la Muestra IRPF 2014 IEF-AEAT (Declarantes), que consiste en una muestra aleatoria de algo más de dos millones de declaraciones anónimas del IRPF del año 2014.

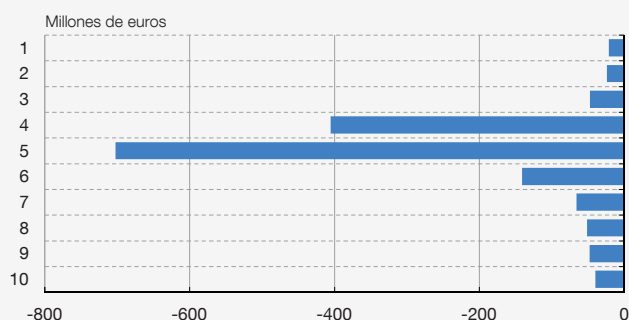
- Aumento del importe de la reducción en la base por obtención de rendimientos del trabajo para los salarios brutos comprendidos entre 14.000 y 18.000 euros<sup>3</sup>.
- Introducción de una nueva deducción en la cuota de 1.200 euros por cónyuge con discapacidad.
- Ampliación, en 600 euros, de la deducción por familia numerosa por cada uno de los hijos que exceda del número mínimo exigido para que dicha familia haya adquirido la condición de familia numerosa de categoría general o especial.

El modelo de microsimulación estima que unos 3,1 millones de contribuyentes se beneficiarían de la reforma directamente, al obtener una rebaja fiscal media de, aproximadamente, 500 euros<sup>4</sup>.

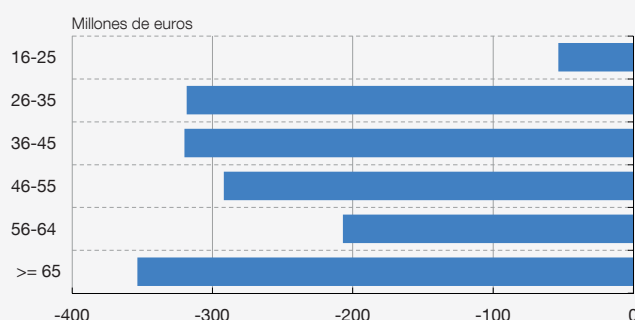
3 El importe máximo de la deducción pasa a ser de 5.575 euros y es aplicable hasta rentas laborales brutas de 14.000 euros (esto es, el nuevo umbral de tributación), siempre que las rentas distintas de las procedentes del trabajo no superen los 6.500 euros. En la práctica, otros elementos de la estructura del impuesto aseguran que, en ese caso, la cuota sea cero. Para rentas superiores a 14.000 euros, la reducción decae linealmente, hasta hacerse cero para unos ingresos laborales brutos de 18.000 euros. Con anterioridad a la reforma, la cuantía máxima de la reducción, de 3.700 euros, era aplicable hasta el umbral de tributación entonces vigente, de 12.000 euros brutos (con un mecanismo análogo de disminución lineal de la mencionada reducción, hasta llegar a anularse para rentas laborales brutas de, aproximadamente, 15.400 euros).  
 4 En términos agregados, el modelo de microsimulación estima que el coste total de la rebaja fiscal es algo superior a los 1.500 millones de euros. En la presentación del Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado, se estima que la rebaja fiscal asciende a unos 2.200 millones de euros. Existen tres motivos que justificarían la desviación de la estimación del modelo con respecto a la estimación oficial. En primer lugar, el modelo no tiene en cuenta la nueva deducción por gastos de guardería, ya que esta variable no se recoge en la declaración del IRPF. En segundo lugar, al utilizar datos de 2014, el modelo hace uso de una distribución de rentas que está desfasada con respecto a la existente en la actualidad. Esto puede ser especialmente importante en la estimación del coste asociado al incremento en la reducción por obtención de rendimientos

Gráfico 1  
SIMULACIÓN DE LA REBAJA FISCAL DEL IRPF

1 REBAJA DEL IRPF: CAMBIO EN LA RECAUDACIÓN POR DECILAS DE RENTA



2 REBAJA DEL IRPF: CAMBIO EN LA RECAUDACIÓN POR GRUPOS DE EDAD



FUENTE: Modelo de microsimulación del IRPF del Banco de España.

Las decilas de la distribución de renta más beneficiadas por la reforma son la cuarta y la quinta, ya que en ellas se concentran los trabajadores con ingresos brutos de entre 12.000 y 18.000 euros (véanse gráfico 1.1 y cuadro 1). En concreto, 2,3 millones de contribuyentes verían disminuida su cuota impositiva en el IRPF en una cuantía media de unos 480 euros. Por grupos de edad, casi

el 21 % de los contribuyentes menores de 35 años pasarían a pagar menos impuestos en el IRPF (unos 0,8 millones de declarantes), con una rebaja media de algo menos de 450 euros. Por su parte, el 16 % de los mayores de 65 años (unos 0,6 millones de contribuyentes) verían reducida su cuota del IRPF en un importe medio cercano a los 600 euros (véanse gráfico 1.2 y cuadro 2). Hay que señalar que no existen contribuyentes cuya cuota del IRPF aumente como consecuencia de la reforma.

del trabajo, en tanto en cuanto cabe esperar que la creación de empleo observada desde el año 2014 haya hecho que aumente el número de beneficiarios de dicha medida. En tercer lugar, el modelo estima las reducciones en la cuota en base a datos sociodemográficos de 2014.

En todo caso, cabe destacar que el análisis realizado se desarrolla en un contexto de equilibrio parcial, por lo que no incorpora

**Cuadro 1**  
**REBAJA DEL IRPF: VARIACIÓN DEL IMPUESTO POR DECILAS DE RENTA**

Decilas	Total			Aumenta su renta			Disminuye su renta			No varía su renta	
	Población (millones)	Variación (millones de euros)	Variación (euros)	Número (millones)	Porcentaje sobre total	Aumento medio (euros)	Número (millones)	Porcentaje sobre total	Reducción media (euros)	Número (millones)	Porcentaje sobre total
1	1,9	21	10,8	0,0	1,1	946,5	0,0	0,0	0,0	1,9	98,9
2	1,9	24	12,3	0,0	1,2	1.027,6	0,0	0,0	0,0	1,9	98,8
3	1,9	47	24,1	0,2	8,6	281,5	0,0	0,0	0,0	1,8	91,4
4	1,9	405	208,0	0,9	43,9	473,9	0,0	0,0	0,0	1,1	56,1
5	1,9	702	360,2	1,4	73,7	489,0	0,0	0,0	0,0	0,5	26,3
6	1,9	141	72,3	0,4	21,6	335,2	0,0	0,0	0,0	1,5	78,4
7	1,9	66	33,8	0,1	4,0	855,4	0,0	0,0	0,0	1,9	96,0
8	1,9	51	26,3	0,0	2,4	1.102,6	0,0	0,0	0,0	1,9	97,6
9	1,9	47	24,4	0,0	2,2	1.094,6	0,0	0,0	0,0	1,9	97,8
10	1,9	39	20,3	0,0	2,0	990,5	0,0	0,0	0,0	1,9	98,0
<b>TOTAL</b>	<b>19,5</b>	<b>1.544</b>	<b>79,3</b>	<b>3,1</b>	<b>16,1</b>	<b>493,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>—</b>	<b>16,3</b>	<b>83,9</b>

FUENTE: Modelo de microsimulación del IRPF del Banco de España.

**Cuadro 2**  
**REBAJA DEL IRPF: VARIACIÓN DEL IMPUESTO POR GRUPOS DE EDAD**

Grupos de edad	Total			Aumenta su renta			Disminuye su renta			No varía su renta	
	Población (millones)	Variación (millones de euros)	Variación (euros)	Número (millones)	Porcentaje sobre total	Aumento medio (euros)	Número (millones)	Porcentaje sobre total	Reducción media (euros)	Número (millones)	Porcentaje sobre total
16-25	0,6	53	87,6	0,1	18,5	474,6	0,0	0,0	0,0	0,5	81,5
26-35	3,5	318	92,2	0,7	21,3	433,6	0,0	0,0	0,0	2,7	78,7
36-45	4,8	320	66,6	0,7	15,4	432,5	0,0	0,0	0,0	4,1	84,6
46-55	4,1	292	72,0	0,6	14,2	507,8	0,0	0,0	0,0	3,5	85,8
56-64	2,7	207	76,7	0,4	13,2	579,0	0,0	0,0	0,0	2,3	86,8
>= 65	3,8	353	92,0	0,6	15,9	578,6	0,0	0,0	0,0	3,2	84,1
<b>TOTAL</b>	<b>19,5</b>	<b>1.544</b>	<b>79,3</b>	<b>3,1</b>	<b>16,1</b>	<b>493,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>—</b>	<b>16,3</b>	<b>83,9</b>

FUENTE: Modelo de microsimulación del IRPF del Banco de España.

cualquier posible efecto de las modificaciones impositivas sobre las decisiones económicas de los agentes. En particular, los cambios en la imposición sobre las rentas laborales afectan, en principio, a las decisiones de oferta de trabajo de las personas, pudiendo dar lugar a que, como consecuencia del aumento de los ingresos salariales netos de impuestos, haya individuos inactivos que decidan pasar a formar parte de la fuerza laboral o personas ya ocupadas que opten por aumentar el número de

horas trabajadas. Presumiblemente, todos estos efectos serán modestos, dado el reducido tamaño de las medidas adoptadas. Finalmente, la metodología empleada no capta el hecho de que, en un horizonte temporal más dilatado, la financiación de las medidas ahora adoptadas requeriría, bien reducciones de gasto, bien la obtención de recursos adicionales, lo que afectaría, probablemente de manera desigual, a las rentas netas de los diversos grupos de contribuyentes.

---



En este recuadro se analiza el impacto que una hipotética subida de los tipos de interés de mercado tendría sobre las rentas de las AAPP, las sociedades no financieras (SNF) y los hogares españoles<sup>1</sup>. Para ello se considera un horizonte de tres años (2018-2020), partiendo de los datos observados hasta marzo de 2018, y se evalúan un escenario base y otros tres alternativos, que incluyen diversas situaciones hipotéticas de aumentos de los tipos de interés. En los ejercicios se considera el impacto tanto sobre los ingresos por intereses como sobre los pagos por el mismo concepto asociados, respectivamente, a los activos financieros y a los pasivos de los distintos sectores.

El escenario base contempla una subida gradual y moderada de los tipos de interés de mercado conforme a las expectativas im-

plicitas en las curvas de rentabilidad. Este marco coincide con las proyecciones centrales del último escenario macroeconómico publicado por el Banco de España<sup>2</sup>. Los escenarios alternativos contemplan aumentos en los tipos de interés de mercado, a título meramente ilustrativo, de 100 puntos básicos (pb) por encima de los niveles del escenario central. En el primer escenario alternativo, la subida se limita a las rentabilidades hasta un plazo de un año; en el segundo, al tramo medio y largo de la curva; y el tercero considera un desplazamiento al alza toda la curva de tipos de interés. Con el fin de simplificar el ejercicio, en estos tres escenarios se supone que las variables macrofinancieras, como

1 Este recuadro es una actualización del recuadro 1.3 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

2 Véanse las «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2018».

Gráfico 1  
AAPP. CARGA NETA (a)

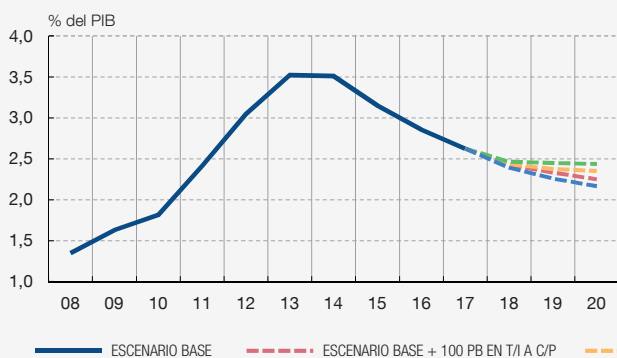


Gráfico 2  
SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CARGA NETA (a)

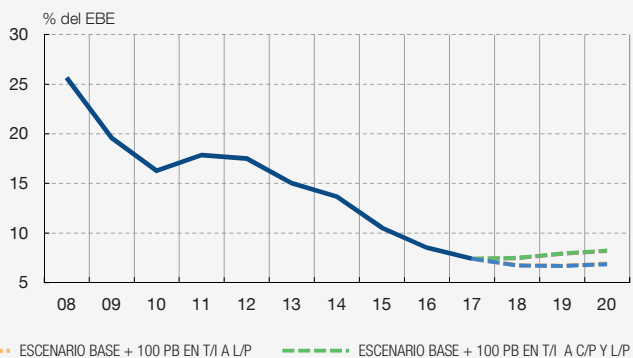
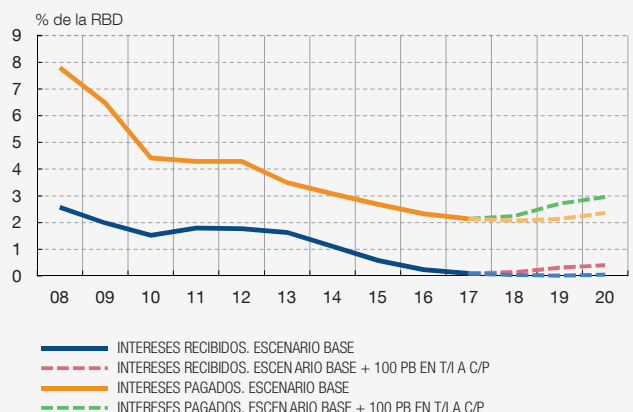


Gráfico 3  
HOGARES. CARGA NETA (a)



Gráfico 4  
HOGARES. GASTOS E INGRESOS FINANCIEROS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Intereses pagados por financiación recibida menos los cobrados por depósitos.

el PIB y el volumen de deudas o de activos, no se ven afectadas por la perturbación en los tipos de interés, de manera que los niveles de estas variables se mantienen en los mismos valores del escenario central.

Para simular el impacto que los incrementos en los tipos de interés de mercado tendrían sobre las rentas de los agentes económicos, se ha estimado la evolución de las variables fundamentales a lo largo del horizonte de previsión bajo los distintos escenarios contemplados. Así, por un lado, se han estimado los saldos de determinadas partidas de activos financieros —depósitos a la vista y a plazo— y de pasivos —crédito y valores de renta fija— y, por otro lado, los tipos de interés vinculados a estos instrumentos. En concreto, para determinar el impacto sobre la remuneración media de los depósitos y el coste de los saldos de crédito de los hogares y las empresas, se han utilizado ecuaciones estimadas con información histórica que miden la traslación habitual desde los tipos de mercado a estas rentabilidades. En el caso de las emisiones de deuda de las AAPP y las empresas, se han tenido en cuenta el calendario de vencimientos de la deuda viva y las necesidades futuras de financiación. Asimismo, se ha supuesto que, en las nuevas emisiones, la proporción entre valores a corto y a largo plazo será la misma que el Tesoro fijó para el año 2018, en el caso de las AAPP, y la observada en marzo de 2018, en el de las SNF.

En los gráficos 1 a 3 se presentan los resultados de las simulaciones para cada uno de los tres sectores analizados. En el caso de las AAPP, dado el predominio de la financiación a largo plazo y a tipo fijo, el impacto del aumento de los tipos de interés en la carga financiera neta (diferencia entre los pagos y los ingresos por intereses) es gradual y, comparativamente, más acusado cuando la subida se concentra en el tramo largo de la curva. La elevada inercia de los pagos por intereses en este sector, vinculada con el largo plazo de los pasivos contraídos, hace que la carga financiera neta no aumente a lo largo del horizonte de tres años simulado bajo un escenario de incremento moderado de los tipos de interés como el contemplado bajo el escenario base, y que tampoco lo haga en los escenarios alternativos. En cuanto al efecto de las perturbaciones, los resultados de las simulaciones muestran que un incremento de 100 pb en los tipos de interés a corto plazo se traduciría en una carga financiera neta que, al final del horizonte de previsión (finales de 2020), sería 0,1 puntos porcentuales (pp) más elevada en relación con el PIB que en el escenario base, mientras que un aumento de la misma cuantía en los tipos de interés a largo plazo implicaría un aumento de aquella de 0,2 pp. En un escenario en el que ambos tipos se incrementaran simultáneamente, los pagos netos por intereses de las AAPP se elevarían en 0,3 pp del PIB en comparación con el escenario base. Estos efectos son sustancialmente mayores que los que se estimaban hace unos años, con anterioridad al notable aumento registrado por el endeudamiento de las AAPP, que ha acrecentado la sensibilidad del saldo a las variaciones en los

tipos de interés. El tamaño del efecto es relevante, en la medida en que, como se puso de manifiesto con ocasión de la publicación de las proyecciones más recientes del Banco de España<sup>3</sup>, la intensidad prevista del proceso de consolidación presupuestaria a lo largo del período 2018-2020 es, dado el favorable contexto cíclico esperado, modesta.

Por su parte, como se observa en el gráfico 2, la carga financiera neta del sector empresarial es más sensible a incrementos en el tramo corto de la curva de rentabilidades, lo que refleja el predominio de financiación con vencimiento próximo y a tipo variable. Esta misma característica hace que la traslación de los movimientos en los tipos de interés del mercado a los costes medios de los saldos se produzca de manera más rápida que en el caso de las AAPP. Incluso en el escenario base, que, como se ha señalado, contempla aumentos moderados y graduales en los tipos de interés, la carga financiera neta se acabaría situando por encima del nivel registrado en marzo de 2018, lo que indica que el margen de bajada de los costes medios de financiación ya se habría agotado. Las simulaciones muestran que una subida de 100 pb en los tipos de interés de corto plazo daría lugar a un incremento en la carga financiera neta del sector de 1,4 pp en relación con su excedente bruto de explotación (EBE) al final del horizonte de previsión, en comparación con el escenario base. En el caso de una subida de los tipos de interés a largo plazo, la carga financiera neta apenas se incrementaría en 5 pb. Combinando las dos perturbaciones, el impacto neto sería algo inferior a 1,5 pp (esto es, aproximadamente, un 0,35 % del PIB). Estos efectos son cuantitativamente elevados, pero más moderados que los que se estimaban justo antes de la última crisis, como consecuencia del notable desendeudamiento de este sector durante los últimos años.

Por último, en el caso de las familias, dados el predominio de la financiación a tipo de interés variable y la duración corta de los depósitos, los gastos e ingresos financieros están fundamentalmente ligados a las variaciones en los tipos de interés de corto plazo y son prácticamente insensibles a los cambios en el tramo largo de la curva de rentabilidades. Concretamente, el impacto asociado a una subida de 100 pb en los tipos de interés a corto plazo sobre los pagos por los intereses de las deudas contraídas se estima en 0,6 pp de la renta bruta disponible (RBD) al final del horizonte considerado (véase gráfico 3). El impacto en términos netos es más moderado: de algo menos de 0,2 pp de la RBD, ya que, para el conjunto del sector, los mayores pagos por los intereses de las deudas contraídas se ven en gran parte compensados por el aumento de la remuneración de los depósitos del sector (casi 0,5 pp de la RBD) (véase

3 «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2018».

gráfico 4). Al igual que en el caso de las empresas, se observa cómo, incluso en el escenario que contempla una subida gradual y moderada de los tipos de interés (escenario base), tanto la carga financiera bruta como la neta tienden a elevarse a lo largo del horizonte de previsión, lo que sugiere que el recorrido a la baja de estas dos variables ya se habría agotado. Por otra parte, de nuevo de forma similar a lo que ocurría con las empresas, el notable endeudamiento de las familias durante los últimos años, junto con la trayectoria creciente de sus depósitos, ha contribuido a que se modere sustancialmente el efecto renta negativo asociado a aumentos en los tipos de interés.

En conclusión, los resultados de este recuadro muestran en qué medida se verían negativamente afectadas por incrementos en los tipos de interés las rentas de los tres sectores considerados, siendo el efecto diferente para cada uno de ellos. En el caso de las AAPP, el impacto es comparativamente más lento y se produce fundamentalmente como consecuencia de incrementos en las rentabilidades a medio y a largo plazo. Por el contrario, para las familias y las empresas los efectos son mucho más rápidos y tienen lugar principalmente a causa de la elevación de los tipos de interés de corto plazo. Entre estos dos sectores, el que se vería comparativamente más afectado por estas perturbaciones sería el empresarial, dado su mayor endeudamiento neto.

El BCE publicó, el pasado 4 de junio, los resultados de la decimotercera 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 2017 y marzo de 2018. 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 evolución positiva de su situación económica y financiera, aunque evidenciando algunos síntomas de cierta desaceleración. Así, el número de empresas que declararon un aumento de las ventas volvió a superar, por octava vez consecutiva, al de las que señalaron lo contrario, siendo la diferencia entre ambos grupos (porcentaje neto) del 20 %, inferior tanto al dato de la encuesta previa (26 %) como al registrado para el conjunto del área del euro (24 %) (véase gráfico 1). Los costes, tanto laborales como de otro tipo, aumentaron para una proporción neta elevada de pymes de la muestra (48 % y 54 %, respectivamente, frente al 50 % y 54 % en la UEM). Ello determinó una evolución de los beneficios algo menos favorable que la de las ventas. Concretamente, el porcentaje de empresas que informaron de un incremento de esta variable superó en 4 puntos porcentuales (pp) al de las que contestaron lo contrario, dato idéntico al obtenido para el conjunto del área del euro y 3 pp por debajo del de la edición anterior.

Al ser preguntadas por su principal fuente de preocupación, la falta de clientes fue la señalada por un mayor porcentaje de pymes españolas (25 %) (véase gráfico 2), mientras que en el conjunto de la UEM el problema mencionado con mayor frecuencia fue, por primera vez en la encuesta, la escasez de mano de obra cualificada (24 %). 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 8 % de ellas, tanto en España como en la UEM, porcentaje que es apenas 1 pp superior al de seis meses antes).

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios creció unos 2 pp, hasta situarse en un 29 % (véase gráfico 3), cifra ligeramente inferior a la registrada en la UEM (30 %), y que se sitúa próxima a los valores más reducidos observados durante los últimos años. Por su parte, el acceso a la financiación bancaria continuó mejorando (véase gráfico 4). Así, en términos netos, el 24 % de las pymes españolas informó de una mejoría en este aspecto, 1 pp más que en la encuesta previa

y 10 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM. Además, las empresas encuestadas observaron una evolución positiva en la mayoría de factores que afectan a la oferta crediticia. En concreto, en términos netos, un 33 % de las empresas españolas pequeñas y medianas percibió una mayor disposición de las entidades a otorgar préstamos (cifra similar a la registrada en la edición previa de la encuesta), un 25 % informó de una mejora de su situación específica (5 pp menos que seis meses antes) y un 24 % indicó una mejoría de las perspectivas económicas generales (porcentaje idéntico al registrado en el período inmediatamente anterior).

El porcentaje de pymes cuyas peticiones de financiación fueron rechazadas aumentó ligeramente (en 1 pp), hasta situarse en el 5 %, cifra también algo superior a la registrada en el conjunto de la UEM (4 %). Sin embargo, el indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios<sup>1</sup> muestra una ligera mejoría, con un descenso de 1 pp en la proporción de compañías con este tipo de dificultades —hasta el 8 %—, dato muy parecido al de la UEM (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 positivo, por séptima vez consecutiva, aunque presentó un nivel reducido (6 %) y ligeramente inferior —en 1 pp— al de la edición anterior (véase gráfico 6). También siguió siendo positiva la proporción neta de compañías que señaló un aumento en la cuantía de los préstamos (11 %, 5 pp menos que seis meses antes). En cambio, las pymes españolas percibieron, en conjunto, una ligera reducción de los plazos de vencimiento, así como un endurecimiento en las garantías requeridas y en otras condiciones de los préstamos.

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre octubre de 2017 y marzo de 2018, el acceso de las pymes españolas a la financiación externa continuó mejorando, en un contexto en el que la situación económica y financiera de estas empresas mantuvo una evolución positiva, aunque con algunos síntomas de cierta desaceleración. La encuesta también refleja que las pymes de nuestro país anticipaban, en el momento de ser preguntadas, una evolución positiva de su acceso a la financiación bancaria entre abril y septiembre de este año.

<sup>1</sup> 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 DE LOS BENEFICIOS (a)

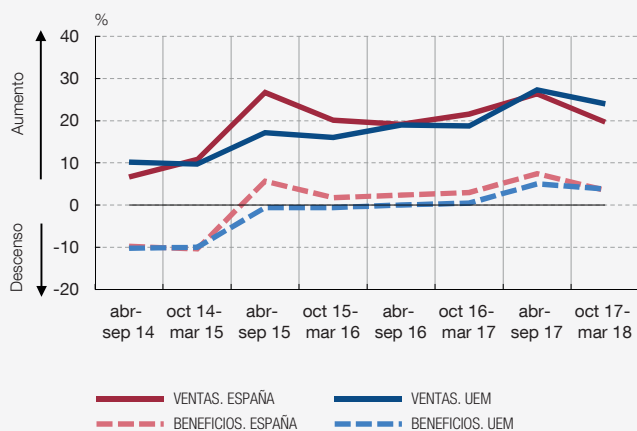


Gráfico 2  
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD.  
OCTUBRE DE 2017-MARZO DE 2018

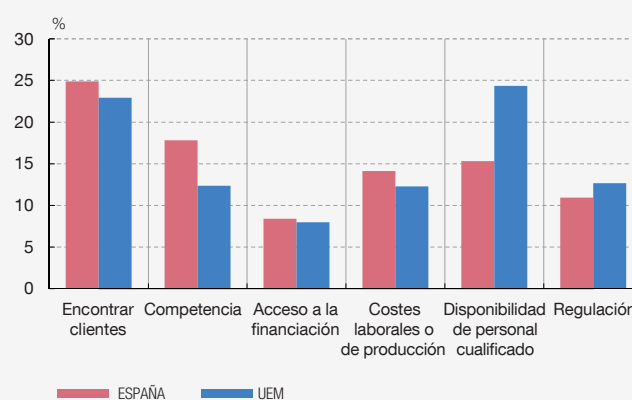


Gráfico 3  
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS

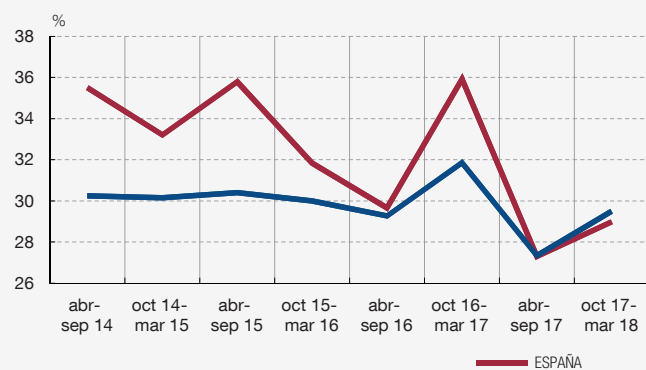


Gráfico 4  
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

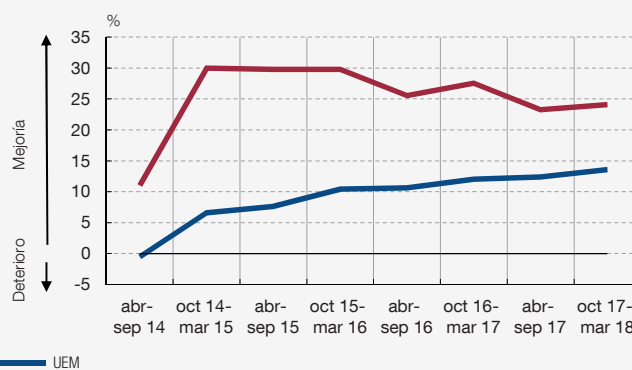


Gráfico 5  
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)

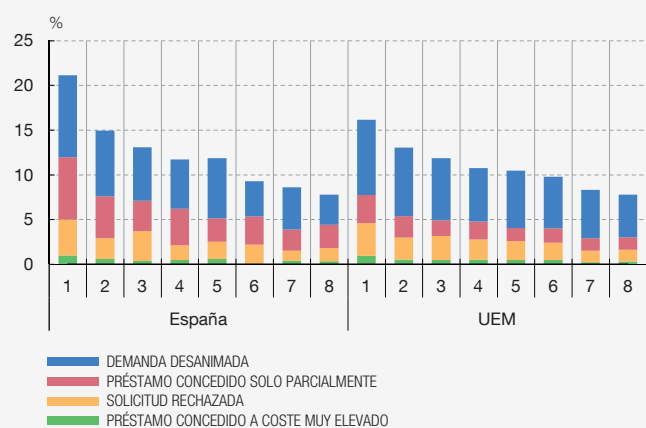
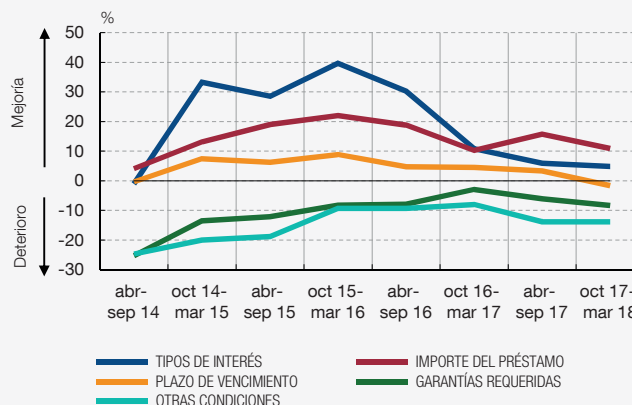


Gráfico 6  
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (d)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de empresas que señalan un aumento menos el de las que señalan un 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). Los números en el eje horizontal representan las rondas de la encuesta, correspondiendo el «1» al período abril-septiembre de 2014 y el «8» al período octubre de 2017-marzo de 2018.  
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 aquellas.

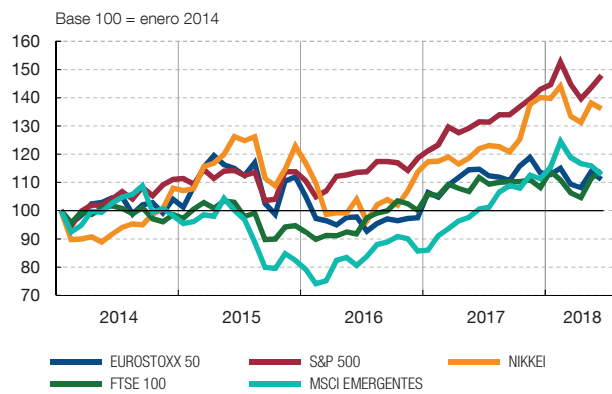
### 2.1 Entorno exterior del área del euro

En el primer trimestre de 2018, la actividad global se desaceleró, apreciándose cierta divergencia entre el debilitamiento de las economías avanzadas —de menor intensidad en Estados Unidos— y el comportamiento de las emergentes, con un crecimiento, en general, algo más robusto. La desaceleración de la actividad en las economías avanzadas parece haber continuado en el segundo trimestre, a juzgar por los indicadores de mayor frecuencia, con la excepción, de nuevo, de Estados Unidos, donde se espera un fuerte repunte del crecimiento. En todo caso, las perspectivas económicas mundiales han sido revisadas ligeramente a la baja en las últimas semanas, en un contexto de riesgos crecientes derivados de la incertidumbre sobre las relaciones comerciales globales y las tensiones financieras que están surgiendo en algunas economías emergentes. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles moderados en la mayoría de las regiones. En Estados Unidos, la inflación ha repuntado con mayor intensidad, lo que ha impulsado el aumento de los tipos de interés a corto y largo plazo en esa economía y la fuerte apreciación del dólar frente a la mayoría de las monedas. Todo ello ha tenido un impacto significativo en las condiciones financieras de las economías emergentes con mayores vulnerabilidades.

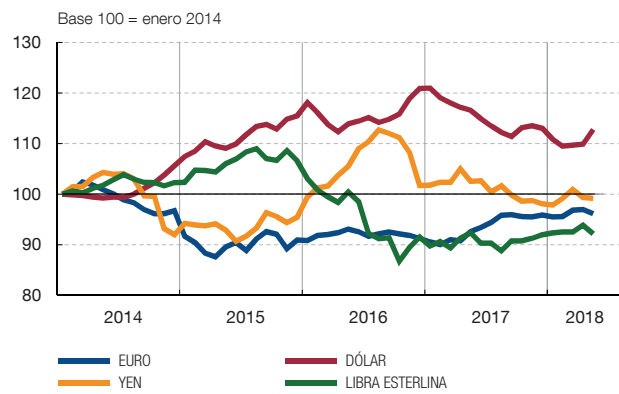
En los mercados financieros internacionales se observó una evolución dispar, con ganancias bursátiles en los mercados desarrollados, en un contexto de baja volatilidad, y un deterioro de los mercados de las economías emergentes. Los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos aumentaron hasta superar el 3 %, reflejando finalmente la normalización monetaria y las mejores perspectivas de crecimiento de esta economía, si bien posteriormente retrocedieron por debajo de ese nivel, en parte por las tensiones políticas en la zona del euro, a finales de mayo, que propiciaron movimientos de huida hacia la calidad. Por otro lado, el dólar se apreció de forma generalizada, especialmente frente a las monedas de economías emergentes. Las divisas más debilitadas fueron las de América Latina (sobre todo, el peso argentino) y la lira turca (véase gráfico 4.4). Las vulnerabilidades de estas dos economías —con una elevada inflación, cuantiosos déficits por cuenta corriente y una alta deuda externa con vencimientos a corto plazo en el caso turco— propiciaron las presiones depreciatorias sobre sus tipos de cambio y forzaron la reacción de las autoridades económicas, con aumentos sustanciales de los tipos de interés y, en el caso de Argentina, con la solicitud de apoyo financiero al FMI. La incertidumbre en torno a las políticas comerciales y la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos (véase recuadro 1), junto con algunos factores políticos globales y otros idiosincrásicos, como las elecciones en Brasil, México y Turquía, contribuyeron también a generar tensiones financieras sobre las economías emergentes. En este contexto, se produjeron importantes salidas de capitales, en especial de los mercados de deuda, lo que llevó a algunos bancos centrales a intervenir en los mercados de divisas para reducir la volatilidad cambiaria (Brasil, Hong Kong) o a elevar también los tipos oficiales (Indonesia).

El índice agregado de precios de las materias primas aumentó un 3,2 % en el último trimestre, debido al efecto combinado del encarecimiento de la energía y de los metales industriales, que compensaron el abaratamiento de las materias primas agrícolas. El precio del barril de *Brent* aumentó un 18 % en el trimestre, llegando a alcanzar los 80 dólares, por la abrupta caída de la producción en Venezuela, la reimposición de las sanciones de Estados Unidos a Irán y la restricción de la oferta de la OPEP y sus socios, en un entorno de relativo dinamismo de la demanda mundial. La corrección a la baja de las últimas semanas,

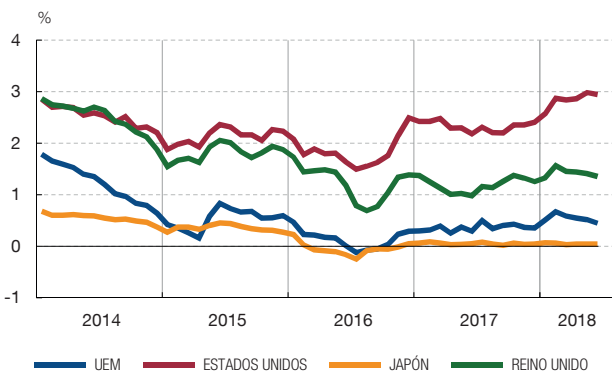
1 ÍNDICES BURSÁTILES



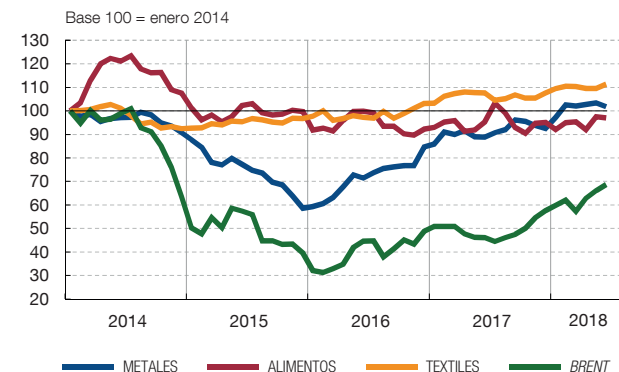
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



4 MATERIAS PRIMAS



FUENTES: Datastream y Banco de España.

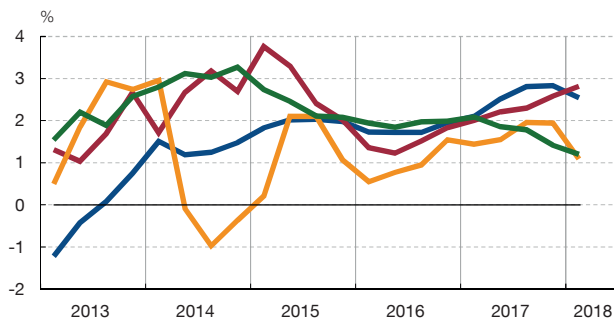
- a Un aumento del índice supone una apreciación de la moneda.
- b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

hasta los 75 dólares por barril, parece estar relacionada con las perspectivas de aumento de la producción tanto en los países de la OPEP como en Estados Unidos.

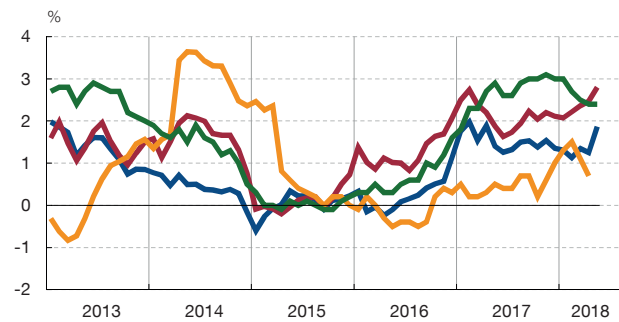
En las economías avanzadas, los datos de crecimiento del PIB correspondientes al primer trimestre de 2018 mostraron una desaceleración de la actividad, que pudo tener algún componente transitorio (meteorología adversa, huelgas en algunos países), si bien los indicadores de alta frecuencia más recientes señalan que dicha ralentización puede ser más persistente en algunas economías<sup>4</sup>. Este no es el caso de Estados Unidos, donde, tras registrarse una moderación del PIB en el primer trimestre (del 2,9% al 2,2%, en tasa trimestral anualizada), se espera un repunte importante en el segundo, apoyado por los efectos expansivos de la reforma fiscal. En Japón, el PIB del primer trimestre se contrajo un 0,1%, en tasa intertrimestral, por la debilidad del consumo privado, y en el Reino Unido el PIB aumentó solo un 0,1% intertrimestral, lo que supone una fuerte desaceleración respecto al trimestre anterior (0,4%), por la aportación negativa de la demanda externa y, en menor medida, por la ralentización adicional del consumo de los hogares. El comportamiento de la inflación en estas economías también fue divergente. En Estados Unidos, la tasa de inflación alcanzó el 2,8% interanual en mayo, y la subyacente el 2,2% interanual,

4 Para el caso del área del euro, véase el recuadro 2.

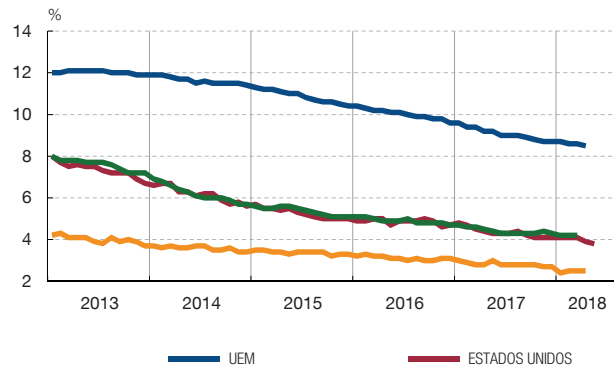
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



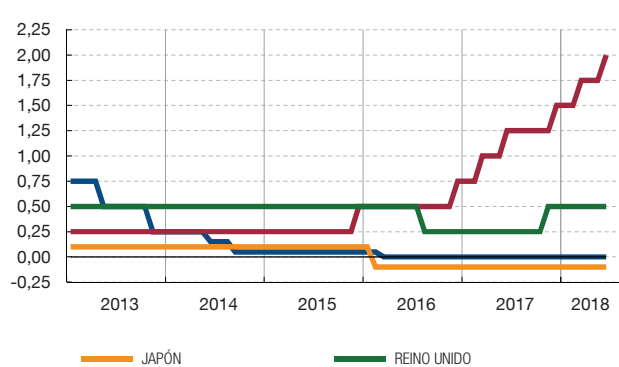
2 INFLACIÓN  
Tasa interanual



3 TASA DE PARO (a)



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

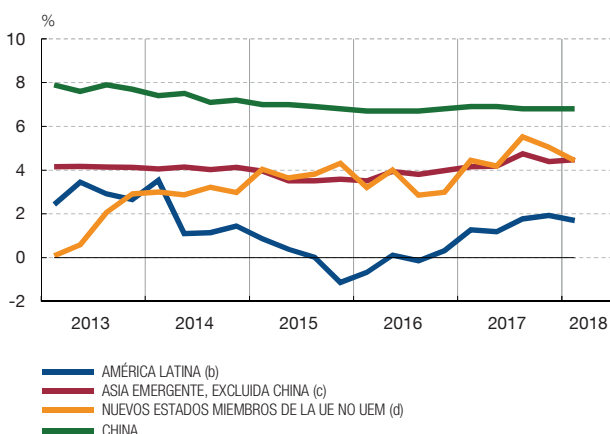
a Porcentaje de la población activa.

mientras que el crecimiento de los precios de consumo se volvió a moderar en Japón (hasta el 0,7 % interanual en mayo, cuando había empezado el año en el 1,4 %) y en el Reino Unido, donde se redujo hasta el 2,4 % interanual, desde el 3 % de comienzos de año. En este contexto, la Reserva Federal elevó los tipos oficiales en 25 puntos básicos (pb) en su reunión de junio (al rango del 1,75 %-2 %) y reforzó su comunicación sobre la senda de futuras subidas, mientras que los restantes bancos centrales mantuvieron el tono de sus políticas monetarias.

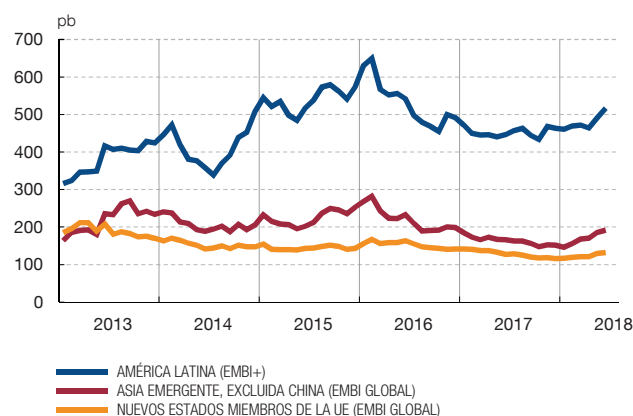
En las economías emergentes, la evolución de la actividad en el primer trimestre del año fue, en general, más favorable que en el conjunto de las economías avanzadas. Dentro de Asia, el crecimiento del PIB de China se mantuvo en las tasas alcanzadas a finales de 2017 (6,8 % interanual), mientras que en la India el incremento del PIB se situó en el 7,7 %, cinco décimas más que en el trimestre previo. En América Latina, los datos de actividad del primer trimestre también mostraron una aceleración, especialmente en México, con la notable excepción de Argentina. Finalmente, en Europa del Este el crecimiento se mantuvo en tasas elevadas. En cuanto a los precios, destaca el aumento de las presiones inflacionistas en la India, que llevó al banco central a elevar los tipos oficiales, mientras que en América Latina y Europa del Este la inflación se mantuvo en niveles reducidos (salvo en Argentina y Turquía). Las políticas monetarias se mantuvieron sin apenas cambios, salvo en aquellos países más afectados por las recientes turbulencias en los mercados cambiarios o por incipientes presiones inflacionistas (como en el caso de México, que elevó los tipos oficiales en 25 pb tras la decisión de la Reserva Federal).



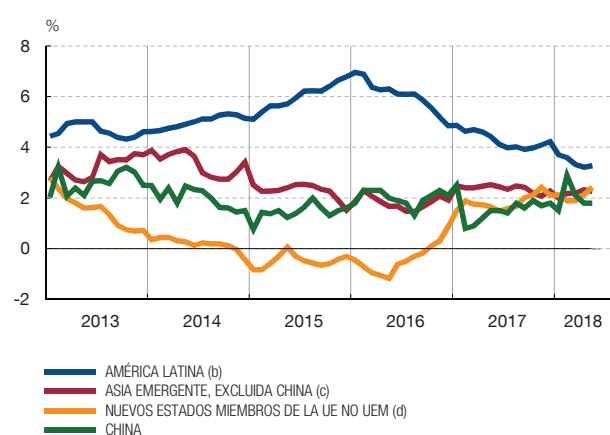
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



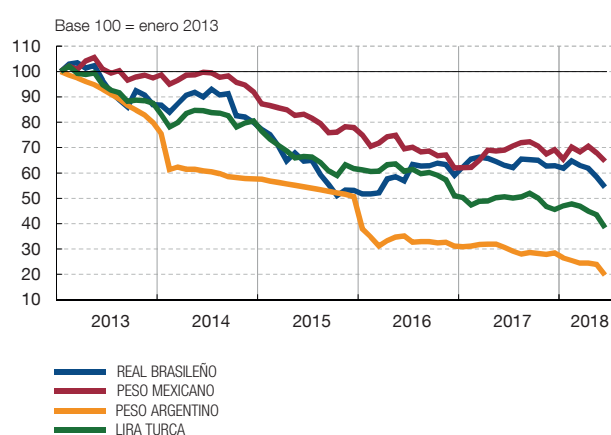
2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



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.

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

La expansión económica en el área del euro perdió impulso en los primeros meses de 2018, después de varios trimestres de crecimientos elevados. Aunque la desaceleración refleja la incidencia de algunos factores de naturaleza transitoria, la debilidad que mantienen las cifras más recientes sobre la producción industrial y las exportaciones sugiere que otros elementos, como la pasada apreciación del euro o la incertidumbre introducida por las crecientes presiones proteccionistas sobre el comercio mundial, podrían estar desempeñando también un papel a la hora de explicar la moderación del crecimiento (véase recuadro 2). A ello cabe añadir las tensiones políticas en Italia y las dudas que plantea el programa económico del nuevo Gobierno respecto a los compromisos europeos, que desencadenaron a finales de mayo episodios de inestabilidad financiera que revirtieron parcialmente a lo largo del mes de junio.

Con todo, las perspectivas de crecimiento del comercio mundial, el mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia, el comportamiento favorable de los mercados de

	2018		2019		2020	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (junio de 2018)	2,1	1,7	1,9	1,7	1,7	1,7
Comisión Europea (mayo de 2018)	2,3	1,5	2,0	1,6	—	—
OCDE (mayo de 2018)	2,2	1,6	2,1	1,8	—	—
Fondo Monetario Internacional (abril de 2018)	2,4	1,5	2,0	1,6	1,7	1,8
Consensus Forecast (junio de 2018)	2,2	1,6	1,8	1,6	—	—
Eurobarómetro (junio de 2018)	2,3	1,6	1,9	1,6	—	—

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

trabajo y una política fiscal ligeramente expansiva sugieren que el crecimiento del PIB del área se mantendrá a medio plazo por encima de su potencial. Este es el escenario que recogen las últimas proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, que, tras revisar a la baja el crecimiento esperado para 2018, hasta el 2,1 %, debido a la sorpresa negativa del primer trimestre, mantienen el proyectado para 2019 y 2020 en el 1,9 % y el 1,7 %, respectivamente (véase cuadro 2). El ejercicio constató también que cabe esperar que la inflación ascienda hasta situarse de manera sostenida en niveles próximos a la referencia de medio plazo de la política monetaria. Así, se revisaron al alza la inflación esperada para 2018 y 2019, hasta el 1,7 %, debido al incremento de los precios de la energía y, en menor medida, a las perspectivas de un mayor crecimiento de los salarios. Para el año 2020 se mantiene la expectativa de que la inflación general se sitúe en el 1,7 %, mientras que la subyacente ascendería hasta el 1,9 %.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE de mediados de junio consideró que se cumplen las condiciones para iniciar un proceso de normalización monetaria, al concluir que el progreso hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación hacia niveles inferiores —aunque próximos— al 2 % a medio plazo ha sido sustancial, y se espera que continúe en los próximos meses, sustentado por unas expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, la fortaleza subyacente de la economía de la zona del euro y la continuación del elevado grado de acomodación monetaria. En consecuencia, el Consejo anunció la finalización en diciembre de las compras netas de valores del programa de adquisición de activos (APP, por sus siglas en inglés), si se mantienen las actuales perspectivas de inflación, y reiteró su intención de continuar reinvertiendo los vencimientos que se vayan produciendo en su cartera APP durante un período prolongado, tras el final de las compras netas y, en todo caso, mientras sea necesario. En relación con los tipos de interés oficiales, el Consejo los mantuvo inalterados, indicando, además, que se mantendrán en los niveles actuales al menos hasta el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar que la evolución de la inflación se mantenga en línea con las actuales expectativas de una senda de ajuste sostenido.

#### EVOLUCIÓN ECONÓMICA

En el primer trimestre de 2018, el PIB del área del euro creció a un ritmo del 0,4 % intertrimestral, tres décimas menos que el registrado en el último trimestre de 2017 (véase cuadro 3). El avance interanual se redujo hasta el 2,5 %, tras el 2,8 % del trimestre precedente. Por componentes, el crecimiento del producto se sustentó tanto en el consumo privado, que se aceleró hasta el 0,5 % (frente al 0,2 % del trimestre anterior), como en la formación bruta de capital fijo, que también creció un 0,5 %, en un contexto de condiciones de financiación que continúan siendo muy favorables y de elevada utilización de la

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

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

a Información disponible hasta el día 12 de junio de 2018.

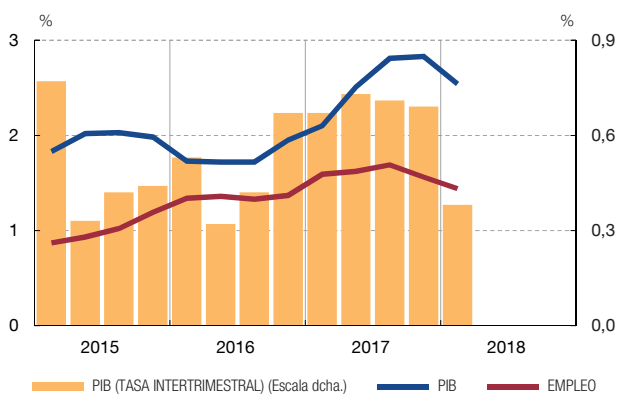
b Media del trimestre. Último dato disponible, abril de 2018.

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

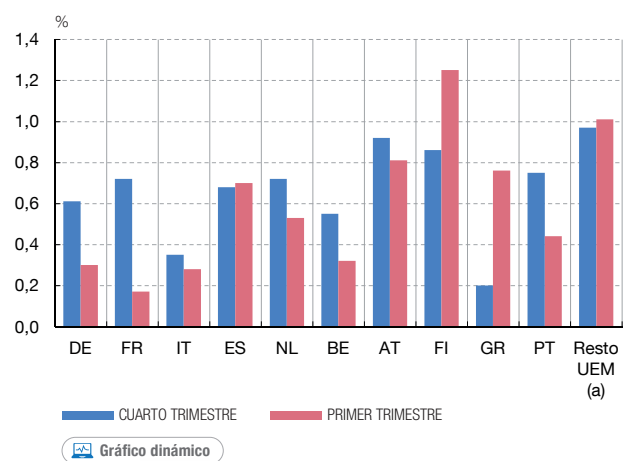
capacidad productiva. Como resultado, la contribución de la demanda interna, excluidas existencias, al crecimiento del PIB se mantuvo en 0,4 puntos porcentuales (pp). En cambio, la aportación de la demanda exterior neta fue negativa, ya que la caída de las exportaciones fue muy intensa y superó con creces la registrada en las importaciones, lo que podría estar reflejando, con algún retardo, los efectos adversos de la apreciación del euro observada a lo largo de 2017. La ralentización del crecimiento de comienzos de año fue generalizada en la mayoría de los países del área del euro, con la excepción de España, donde la tasa de avance del producto se mantuvo en el 0,7 %. Entre el resto de las economías de mayor tamaño, el ritmo de crecimiento se desaceleró en tres y cinco décimas en Alemania y Francia (hasta el 0,3 % y el 0,2 %, respectivamente), y algo menos en Italia y los Países Bajos. En contraste con la desaceleración del PIB, el empleo en la UEM siguió revelando una notable fortaleza, con un incremento del 0,4 % en el primer trimestre de 2018, tras el 0,3 % del trimestre precedente.

La información coyuntural disponible relativa al segundo trimestre del año apunta, en general, a que la moderación en el ritmo de crecimiento se habría prolongado en el período más reciente (véase gráfico 5). En este sentido, los indicadores cualitativos mostraron una tendencia a la baja generalizada. Así, la confianza empresarial de la Comisión Europea (CE) retrocedió hasta mayo— con la excepción del índice referido a la construcción, que mostró una mejora—, mientras que las encuestas a los directores de compras (PMI) repuntaron levemente en junio, tras cuatro meses de retroceso. Destaca, no obstante, la estabilidad de la confianza de los consumidores y de las expectativas de creación de empleo recogidas en las encuestas de la CE, que mantuvieron niveles históricamente altos. En el ámbito de la demanda exterior, la valoración de la cartera de pedidos de exportación permaneció también en niveles elevados, en contraste con el deterioro de las expectativas de exportación y de los nuevos pedidos exteriores registrado desde finales de 2017. En cuanto a los indicadores cuantitativos, las ventas minoristas apenas variaron en abril (el 0,1 % respecto a marzo), mientras que las matriculaciones aumentaron en mayo (un 2,1 % frente a abril), tras tres meses consecutivos de retroceso. En el lado de la oferta, la producción industrial cayó un 0,9 % en abril respecto al mes anterior y la tasa de desempleo disminuyó una décima, hasta el 8,5 %.

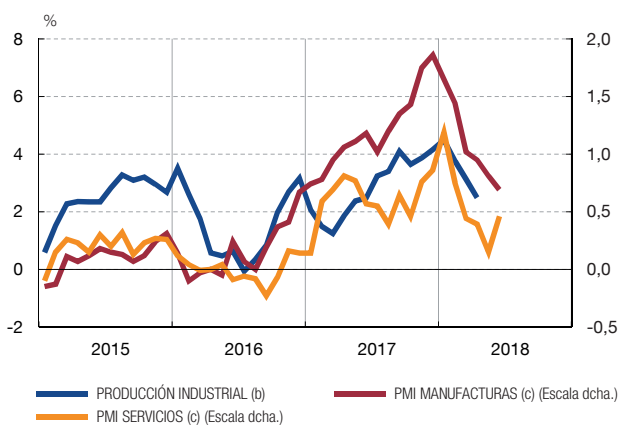
1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasa interanual



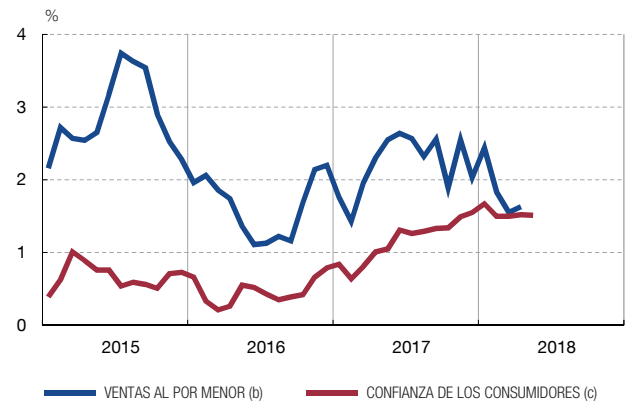
2 PIB POR PAÍSES  
Tasa intertrimestral



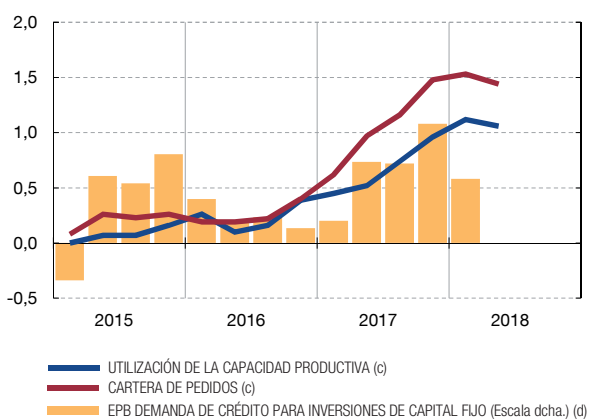
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



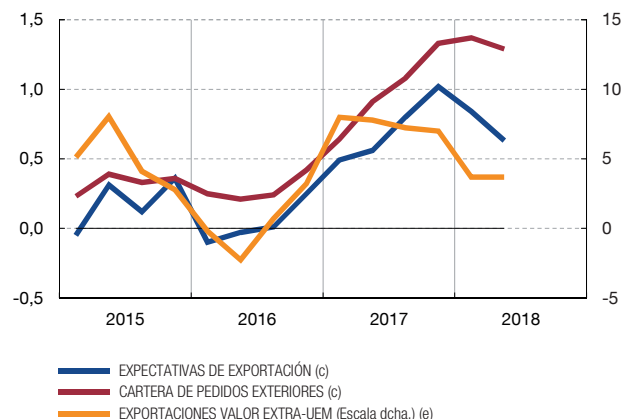
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

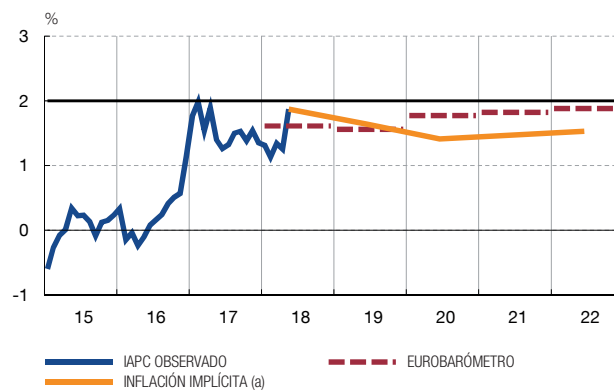
- a No incluye Irlanda, por la elevada volatilidad de sus datos.
- b Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.
- c Series normalizadas para el período representado.
- d Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje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



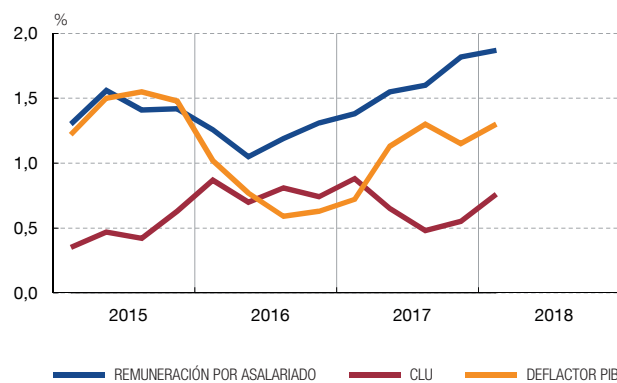
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



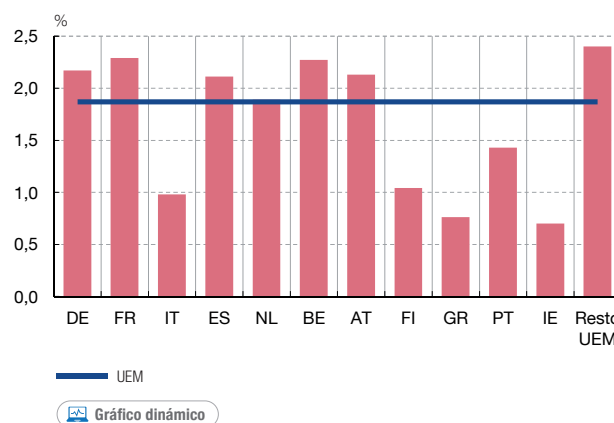
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL  
Mayo de 2018



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

[Descargar](#)

En el ámbito de los precios, la inflación se aceleró hasta el 1,9% en mayo, frente al 1,3% de abril, lo que refleja un comportamiento más dinámico de todos sus componentes (en particular, de la energía) como consecuencia del aumento del precio del petróleo y de la reciente depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar (véase gráfico 6). Por su parte, la inflación subyacente mostró un incremento de menor magnitud —dos décimas—, hasta situarse en el 1,3%, asociado a un leve repunte de los precios de los servicios. Por otro lado, la información sobre la evolución de la negociación colectiva en algunos países del área del euro sugiere una dinámica más robusta de los salarios, lo que puede contribuir a apuntalar la inflación en el medio plazo.

Los presupuestos de los países del área para 2018 sugieren que la política fiscal tendrá un tono ligeramente expansivo este año, tras haber sido algo contractiva en 2017. Así, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) podría descender hasta el 0,7% del PIB en 2018 para el conjunto de la UEM, según las previsiones de junio del Eurosistema, debido tanto al impacto favorable del ciclo económico sobre los ingresos y gastos públicos como a la contención de los pagos por intereses de la deuda, que compensarán la implementación de algunas medidas expansivas en Francia y en Italia. Por otra parte, la CE realizó la evaluación de los programas de estabilidad que presentaron los países en primavera, tras lo cual el Consejo

aprobó el cierre del procedimiento de déficit excesivo a Francia. En el caso de Italia, los planes de expansión fiscal del nuevo Gobierno han suscitado mucha controversia, porque, de llevarse a la práctica, vulnerarían los compromisos de reducción de la deuda adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC).

Por otro lado, el Consejo aprobó las recomendaciones de política económica realizadas a los países en el marco del Semestre Europeo, tras el análisis de su cumplimiento desde 2011 realizado por la CE. En este ámbito, se constatan los avances realizados en la reforma del sistema financiero y en los mercados de trabajo para promover el empleo indefinido. En cambio, apenas ha habido reformas tendentes a incrementar las bases impositivas y a mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo. En el horizonte de los próximos 12 a 18 meses, las recomendaciones se centran en la mejora del entorno empresarial y de las condiciones para la inversión, mediante la reforma de los mercados de productos y servicios. También se enfatiza la necesidad de adaptación de la mano de obra (en especial, de los jóvenes) a los desafíos que plantea el aumento de la digitalización.

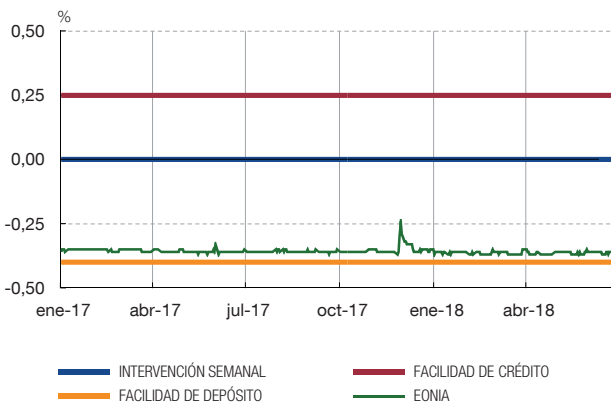
La evolución de los mercados financieros del área del euro en el segundo trimestre vino determinada por las dudas sobre la persistencia de la desaceleración económica y, muy especialmente, por la incertidumbre política en Italia y los desafíos que plantea el acuerdo de gobierno a los compromisos europeos en aspectos fundamentales como el respeto de las reglas fiscales en el contexto de la UEM. Este último desarrollo propició un repunte notable de los diferenciales de la deuda soberana italiana, que se contagió de manera limitada a otros países del sur de Europa, al tiempo que se registraron episodios de corrección de las cotizaciones bursátiles, que alcanzaron mayor intensidad en el segmento bancario. Con todo, las condiciones financieras experimentaron una ligera relajación en el conjunto del trimestre, debido a la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar y a la revalorización que, en general, registraron los mercados bursátiles, pese a esos episodios (véase gráfico 7).

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de junio, anunció el comienzo de la normalización monetaria, al comunicar su expectativa de finalización en diciembre de las compras netas de activos en el marco del APP, al tiempo que reforzaba sus orientaciones sobre el curso futuro de los tipos de interés oficiales, anunciando su mantenimiento en los niveles actuales<sup>5</sup> hasta al menos el verano de 2019. En concreto, respecto al APP, el Consejo confirmó la continuidad del ritmo actual de compras (30 mm de euros mensuales) hasta septiembre de 2018 y anunció que, de mantenerse las actuales perspectivas de inflación, las compras mensuales se reducirán a 15 mm hasta diciembre de 2018 y, a partir de entonces, cesarán. El Consejo prevé continuar reinvertiendo los vencimientos que se vayan produciendo en su cartera del APP durante un período prolongado después del final de las compras netas y, en todo caso, mientras sea necesario. Tras más de tres años de vigencia del APP, el valor de la cartera adquirida es de más de 2,4 billones de euros hasta mayo (más de un 20 % del PIB de la UEM) y se espera que las reinversiones entre junio de 2018 y mayo de 2019 superen los 180 mm de euros.

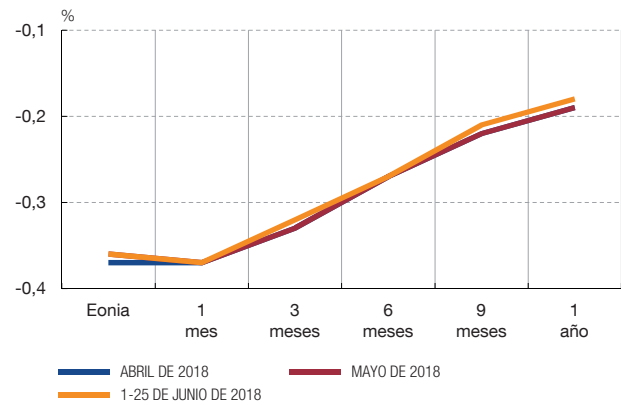
En los mercados de renta fija, la situación de incertidumbre registrada en Italia desde mediados de mayo dio lugar a un fuerte repunte de los tipos de interés de la deuda pública del país transalpino, que se frenó en los primeros días de junio, cuando el nuevo Gobierno hizo explícito su compromiso de permanencia en la moneda única. Este episodio

<sup>5</sup> Los tipos de interés aplicados en las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se sitúan en el 0 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente.

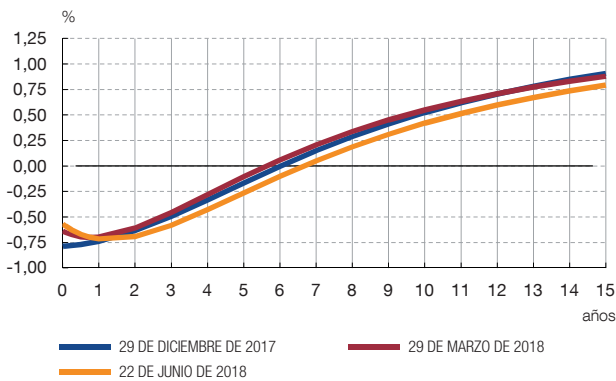
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



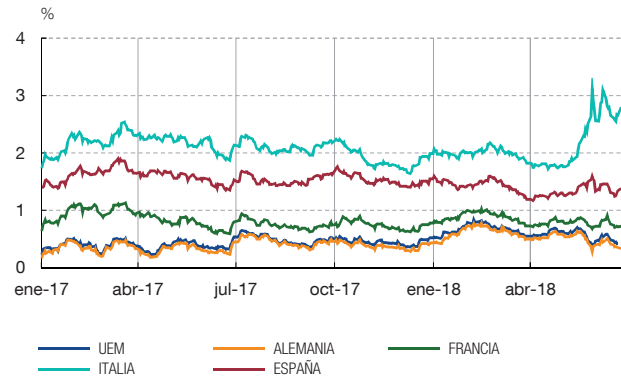
2 MERCADO INTERBANCARIO  
Media mensual



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



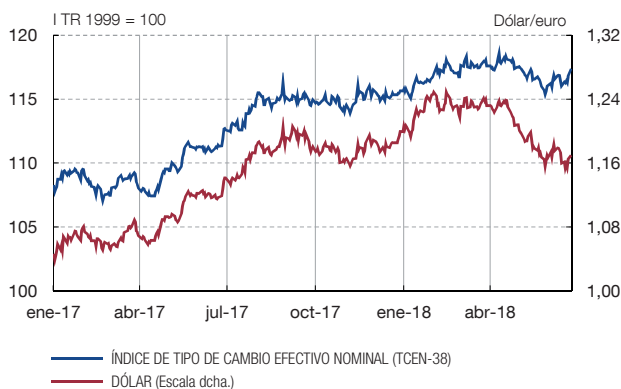
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



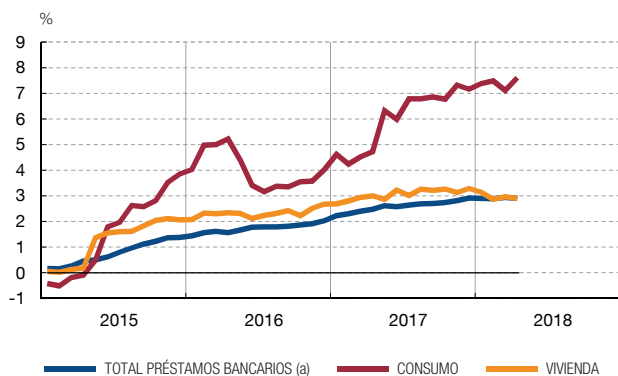
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

de inestabilidad se extendió, con menor intensidad, a Portugal, España y Grecia. En contraste, la rentabilidad del *Bund* alemán se redujo debido a su papel como activo refugio, de modo que se registró un incremento generalizado de los diferenciales frente a la deuda germana. En el caso de Italia, este diferencial alcanzó casi los 300 pb a finales de mayo (frente a los 132 pb de finales del primer trimestre), para mostrar cierta moderación con posterioridad. En Grecia, donde se deberá afrontar en verano la vuelta al mercado tras la

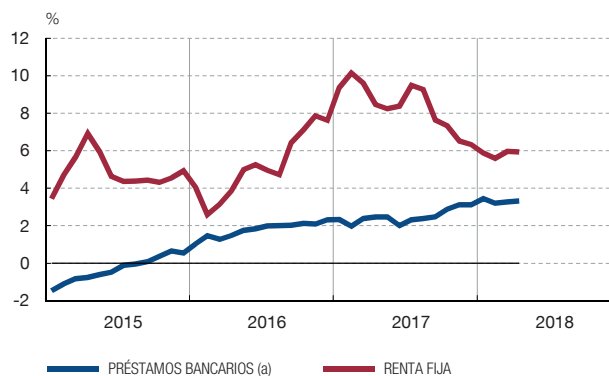
## 1 HOGARES

Tasas de variación interanual



## 2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

finalización del tercer programa de asistencia, los diferenciales aumentaron hasta los 400 pb, 100 pb por encima de lo observado en los primeros meses del año. Por su parte, el diferencial de rentabilidad de la deuda estadounidense respecto al *Bund* mantuvo su tendencia al alza a lo largo del trimestre, hasta situarse en 258 pb (frente a 230 pb a finales de marzo).

En los mercados bursátiles, el índice EUROSTOXX 50 mostró una trayectoria alcista hasta mayo, cuando la incertidumbre en torno a la política económica italiana provocó un retroceso de las cotizaciones en los principales mercados europeos, que alcanzó mayor intensidad en el sector bancario, y un repunte de la volatilidad. En conjunto, desde finales de marzo el EUROSTOXX 50 apenas varió un 0,2 %, tras la caída observada en el primer trimestre.

En el mercado de divisas, el tipo de cambio del euro se depreció frente al dólar —en torno a un 5 %—, debido probablemente a las diferencias en las expectativas sobre el curso de la política monetaria en el área del euro y en Estados Unidos. Frente al yen, el euro mostró también una depreciación, mientras que, en relación con la libra esterlina, se apreció. En conjunto, en términos efectivos nominales, el tipo de cambio del euro se depreció en torno a un 0,2 % a lo largo del segundo trimestre (véase gráfico 7.6).

Los préstamos al sector privado han mantenido su ritmo de expansión (véase gráfico 8). En el caso de los concedidos a empresas no financieras, el incremento interanual permaneció en abril en el 3,3 %, mientras que el correspondiente a los préstamos a hogares lo hizo en el 2,9 %. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) para la zona del euro del primer trimestre de 2018 indica que la expansión del crédito está sostenida por una relación de los criterios de concesión y por un aumento de la demanda, tanto para los hogares como para las empresas no financieras. Por su parte, la tasa de variación interanual de M3 se situó en el 3,9 % en abril, algo por debajo del rango en el que oscila desde la primavera de 2015. La tasa interanual del agregado más estrecho —M1 (efectivo más depósitos a la vista)— disminuyó cinco décimas, hasta el 7 %.



### 3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

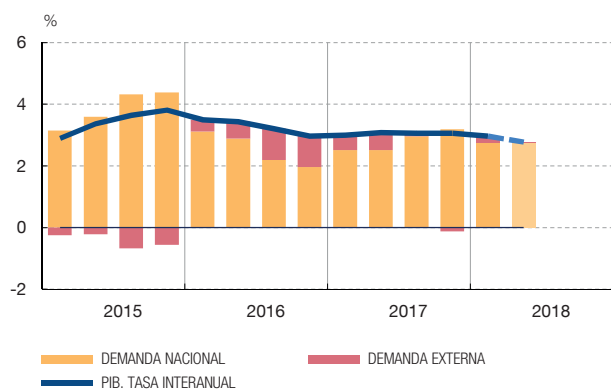
El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se situó en el 0,7 % en el primer trimestre de 2017, tasa coincidente con las observadas en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 9). El aumento del producto en el período enero-marzo tuvo su origen principalmente en el crecimiento de la demanda interna, cuya contribución positiva se elevó una décima, hasta 0,7 pp. Todos los componentes de este agregado se aceleraron, con la excepción de la inversión en equipo, que se contrajo. Por el contrario, la contribución de la demanda externa neta disminuyó levemente —una décima— y se tornó nula. La aceleración de las exportaciones fue algo menor que la de las importaciones, tras el tímido aumento de las primeras y el estancamiento de las segundas en el último trimestre de 2017. En términos interanuales, la tasa de crecimiento del PIB se moderó una décima, hasta el 3 %, y la del empleo tres décimas, hasta el 2,6 %.

La información coyuntural más reciente apuntaría a una tasa de avance del PIB en el segundo trimestre que habría sido del 0,7 %, como en el trimestre previo. La expansión del producto seguiría apoyada principalmente en la demanda nacional, mientras que la contribución de la demanda externa, para la que se dispone aún de escasa información, seguiría siendo muy reducida o incluso ligeramente negativa. Por su parte, el empleo habría aumentado algo su ritmo de crecimiento.

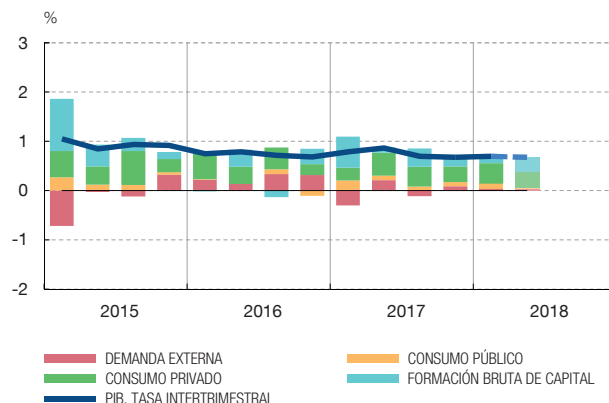
En el bimestre abril-mayo, los precios de consumo se han acelerado, como consecuencia del crecimiento más intenso de los precios energéticos —en consonancia con el alza reciente del precio del petróleo— y, en menor medida, del mayor ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados. Por su parte, la inflación subyacente ha mostrado un comportamiento mucho más estable en este período, con tasas de avance de sus componentes —servicios, alimentos elaborados y bienes industriales no energéticos— similares a las registradas en marzo. De esta forma, el ritmo de variación interanual del IPC ascendió en mayo hasta el 2,1 %, desde el 1,2 % en marzo, mientras que el del IPSEBENE —indicador de precios empleado para aproximar el componente subyacente— se situó en el 1,1 % (1,2 % en marzo).

El segundo trimestre del año comenzó con revalorizaciones en los precios negociados en los mercados bursátiles nacionales, en línea con lo sucedido en los del resto de la UEM, y con una cierta estabilidad de las primas de riesgo de los valores de renta fija públicos y privados. Esta tendencia se truncó a mediados de mayo, cuando la incertidumbre política en Italia tuvo un impacto adverso sobre las cotizaciones en bolsa de las empresas españolas y europeas (en especial, las de los bancos) y sobre las primas de riesgo de los valores de renta fija públicos y privados. A este episodio se le unió, en España, la incertidumbre política nacional a raíz de la moción de censura al Gobierno, que contribuyó adicionalmente a elevar de forma transitoria la volatilidad de los precios negociados. Tras la formación del nuevo Gobierno en Italia, se produjo una corrección parcial de estos movimientos. Como resultado de todo ello, el IBEX-35 se situaba, en la fecha de cierre de este Informe, apenas un 0,2 % por encima de los niveles con los que terminó en marzo, variación idéntica a la experimentada por el EUROSTOXX 50 en ese período (véase gráfico 10.1). En el mercado de deuda pública nacional, a pesar de la mejora de la calificación crediticia de la deuda soberana por parte de dos agencias en el trimestre, se ha ampliado el diferencial de rentabilidad a diez años entre el bono español y el alemán, desde los 69 pb con los que cerró en marzo (nivel que no se observaba

1 APORTACIONES AL CRECIMIENTO ANUAL



2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL



[Gráfico dinámico](#)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

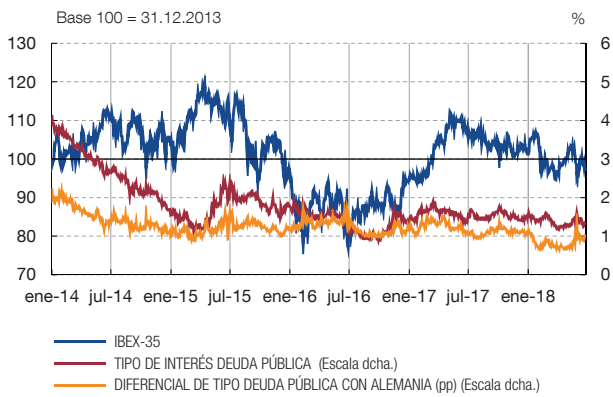
a Series ajustadas de estacionalidad.

[Descargar](#)

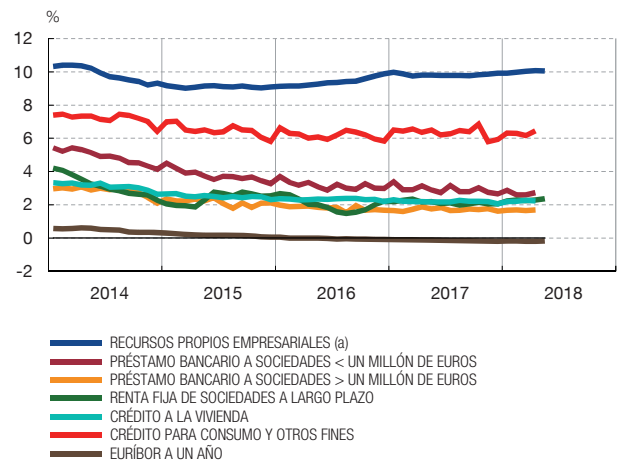
desde abril de 2010) hasta niveles algo superiores a los 100 pb, aunque en el momento de mayor tensión llegó a situarse en 132 pb. La rentabilidad del bono nacional se situaba, en la fecha de cierre de este Informe, en el 1,4 %, unos 20 pb por encima de los niveles de finales de marzo, mientras que la del equivalente alemán se redujo en cerca de 20 pb. En los mercados de deuda privada se han elevado las primas de riesgo, tanto las de los valores emitidos por las empresas no financieras (en el entorno de los 20 pb) como, en mayor medida, las de las empresas financieras (unos 40 pb). Por último, los tipos de interés del mercado interbancario apenas han mostrado variaciones, de modo que el euríbor a un año continúa en niveles muy próximos a su mínimo histórico (-0,18%).

En la parte transcurrida del año, las condiciones de acceso a la financiación por parte del sector privado no financiero han continuado siendo muy holgadas, permaneciendo los costes del crédito bancario en niveles reducidos, muy próximos a sus mínimos históricos. Ello ha favorecido que el volumen de nuevas operaciones haya continuado expandiéndose en todos los segmentos durante los últimos meses, si bien lo ha hecho a unos ritmos de crecimiento interanual algo más moderados que los observados al cierre del ejercicio pasado. Esta evolución de los flujos de crédito no se ha traducido en una moderación del ritmo de contracción interanual del saldo de la deuda bancaria, ni de los hogares, ni de las sociedades no financieras, intensificándose la caída de los pasivos bancarios de estas últimas. Finalmente, la posición patrimonial de las familias y de las empresas no financieras habría continuado reforzándose, gracias tanto al incremento de sus rentas como al descenso de sus deudas, en un contexto en el que el coste medio de los pasivos se ha mantenido en niveles muy bajos, lo que se refleja en que la proporción de la renta de estos sectores que se dedica, en términos netos, a cubrir los intereses de la deuda sea históricamente reducida. Las simulaciones sobre los efectos de hipotéticas subidas de los tipos de interés de mercado sobre las rentas de familias y empresas muestran que estos son relativamente rápidos en el caso de los tipos de interés a corto plazo, siendo más acusados para las empresas, dado su mayor endeudamiento neto (véase recuadro 7).

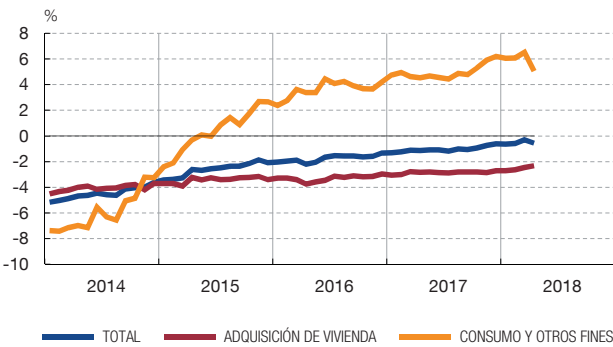
1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



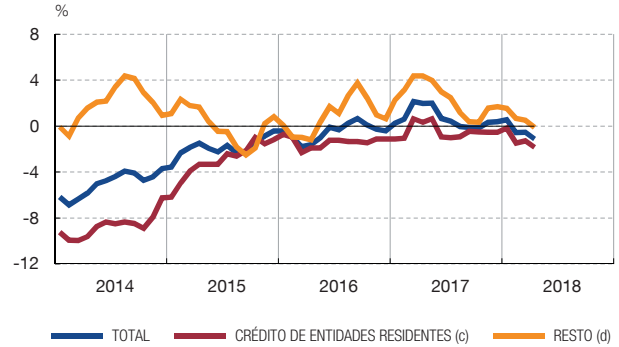
2 COSTE DE FINANCIACIÓN



3 CRÉDITO A HOGARES  
Tasas interanuales (b)



4 FINANCIACIÓN A SOCIEDADES  
Tasas interanuales (b)



FUENTES: Reuters, Datastream, Morgan Stanley Capital Investment, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

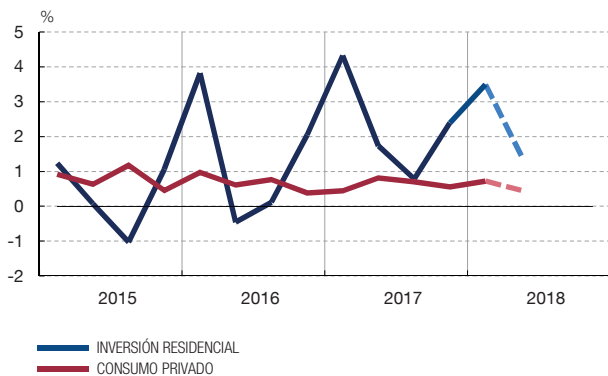
- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- b El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.
- c Préstamo de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.
- d Incluye préstamos de no residentes y financiación mediante la emisión de valores de renta fija (incluyendo las realizadas por filiales residentes).

Descargar

### 3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

De acuerdo con la información coyuntural disponible, se estima que la tasa de variación intertrimestral del gasto en consumo de las familias se habría situado en el segundo trimestre en el 0,6 %, lo que supondría un ritmo de avance ligeramente inferior al del trimestre precedente (véase gráfico 11), en un contexto favorable tanto de las condiciones financieras como de la creación de empleo. Los indicadores cuantitativos publicados desde el anterior Informe arrojan señales mixtas. Por un lado, el índice de comercio al por menor ha mostrado cierta desaceleración, al tiempo que los afiliados a la Seguridad Social han experimentado una evolución similar a la de períodos anteriores. Sin embargo, otros indicadores han registrado una evolución más expansiva, como el índice de producción industrial (IPI). Por su parte, los indicadores cualitativos, como los PMI de servicios y de manufacturas de bienes de consumo, han tendido a mostrar una menor fortaleza que en los meses iniciales del año, y otro tanto ha ocurrido con el índice de confianza del comercio al por menor.

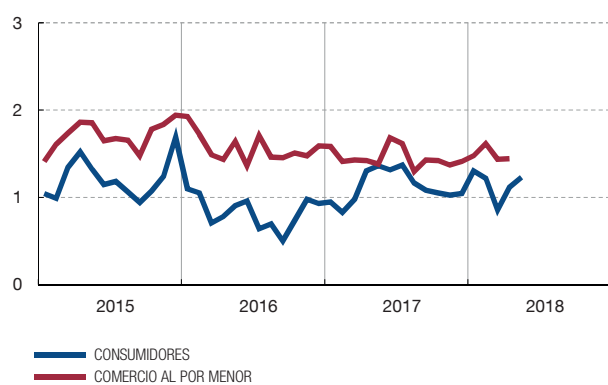
1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



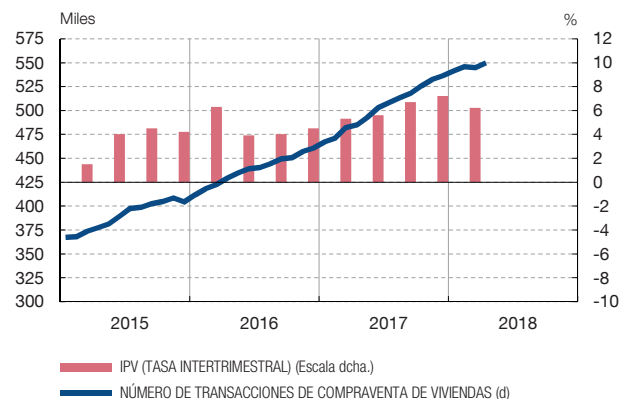
2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (c)



4 PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



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

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

[Descargar](#)

Por lo que se refiere a la inversión en vivienda, la información coyuntural más reciente indica que la tasa de crecimiento del segundo trimestre habría sido elevada, aunque apreciablemente inferior a la registrada al inicio del año. Los indicadores contemporáneos (especialmente, los de empleo) muestran una pujanza notable, si bien algo menor que en el primer trimestre. Por su parte, los precios de la vivienda libre, según la información publicada por el INE, se desaceleraron en el primer trimestre, hasta mostrar una tasa de crecimiento interanual del 6,2 %, 1 pp por debajo del trimestre previo. Este menor avance de los precios de la vivienda tuvo lugar tanto en el segmento de la vivienda nueva como en el de la de segunda mano.

En la parte transcurrida de 2018, los costes de financiación de los hogares han mostrado un perfil bastante plano, permaneciendo en niveles reducidos. Así, el tipo de interés medio aplicado a las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda se situaba en abril (último dato disponible) en el 2,2 % y el de los fondos destinados a consumo y otros fines en el 6,4 % (véase gráfico 10.2).

De acuerdo con la EPB, las entidades financieras habrían vuelto a relajar algo los criterios de concesión de préstamos a hogares en el primer trimestre del año, tanto en el segmento para la adquisición de vivienda como en el de consumo y otros fines. De igual modo, esta misma fuente también señala una suavización de las condiciones generales aplicadas a los créditos a las familias, que fue más acusada en el segmento de consumo. Concretamente, se redujeron los márgenes de los préstamos ordinarios, mientras que, en cambio, se elevaron los de los créditos para la compra de vivienda de mayor riesgo. Por el lado de la demanda, la EPB muestra que las solicitudes de fondos por parte de este sector se incrementaron en los tres primeros meses de 2018, siendo ese aumento algo más marcado en las operaciones destinadas a consumo y otros fines.

Este contexto de condiciones de acceso a la financiación muy holgadas y de aumento de la demanda ha continuado estimulando el incremento de los volúmenes de nuevas operaciones de crédito a los hogares, si bien, durante los últimos meses, las tasas de expansión interanuales han sido más moderadas que las registradas a finales de 2017. Este comportamiento de la actividad crediticia no se ha reflejado en una disminución de la tasa de retroceso interanual del saldo de la deuda bancaria del sector, que se situó en el 0,6 % en abril, misma caída que la observada cuatro meses antes (véase gráfico 10.3). Esta evolución fue resultado de que el crédito para consumo y otros fines perdió dinamismo, reduciéndose su ritmo de avance hasta el 5,1 % en abril, desde el 6,2 % de diciembre, desaceleración que fue compensada por la moderación de la tasa de retroceso de los préstamos destinados a la compra de vivienda, que se redujo hasta el 2,3 % en abril, 0,4 pp menos que a finales de 2017.

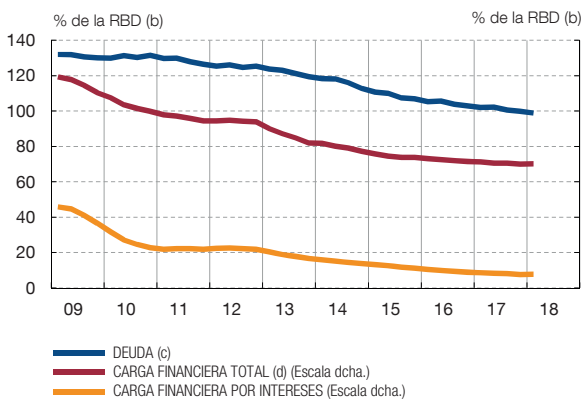
Por otra parte, de acuerdo con los últimos datos disponibles, la situación patrimonial de los hogares habría continuado mejorando durante los tres primeros meses del año. Así, la ratio de endeudamiento en relación con la renta bruta disponible (RBD) habría continuado cayendo, como resultado tanto del descenso del saldo de deuda como, en mayor medida, de la expansión de la renta, mientras que la ratio de carga financiera apenas habría variado (véase gráfico 12.1). La riqueza neta de las familias se habría incrementado de nuevo durante el primer trimestre de 2018, como consecuencia de la revalorización de su patrimonio inmobiliario, que habría compensado la disminución del financiero, cuya evolución se habría visto condicionada por el retroceso de los activos, que fue superior al de los pasivos (véase gráfico 12.2).

### 3.2 La actividad y la inversión de las empresas

La actividad empresarial, aproximada por el valor añadido real de la economía de mercado, habría mostrado en el segundo trimestre de 2018 un ritmo de expansión superior al observado al comienzo de 2018, destacando la aceleración de la rama de la industria y la energía.

En cuanto a la inversión empresarial, el incremento en el componente de bienes de equipo en el segundo trimestre de 2018 se situaría en el entorno del 1 % intertrimestral, en contraste con la caída observada en el primer trimestre (-1,6 %). Si bien la información disponible es todavía muy escasa, los indicadores cuantitativos, como el IPI de bienes de equipo, apuntan hacia ese mejor comportamiento. Por su parte, la inversión en intangibles mantendría el favorable ritmo de crecimiento registrado en el primer trimestre. Tras su descenso en el primer trimestre, el buen tono de la inversión empresarial prevista en el corto y medio plazo estaría en línea con la prolongación de la fase expansiva, en un contexto en el que la utilización de la capacidad productiva se sitúa en niveles históricamente elevados.

## 1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



## 2 RIQUEZA

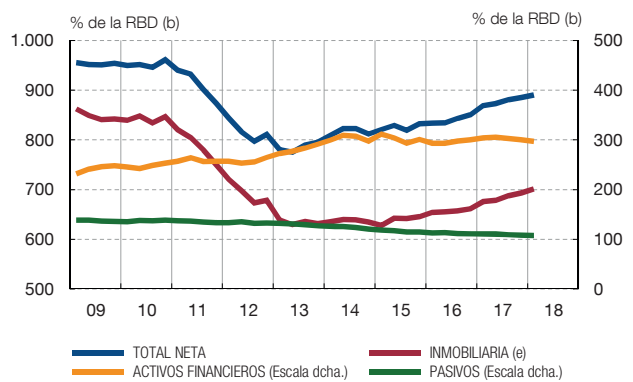


Gráfico dinámico

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.

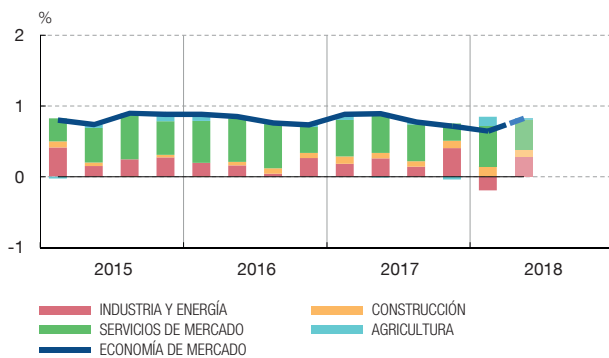
Descargar

En los primeros meses del año, los tipos de interés medios aplicados a los nuevos créditos bancarios concedidos a las sociedades no financieras se han mantenido en niveles cercanos a sus mínimos históricos. Así, en abril (última información disponible), el coste medio de los préstamos por un importe inferior al millón de euros se situó en el 2,7 %, y el de los de un volumen superior a esa cifra, en el 1,7 %, prácticamente los mismos niveles de finales de 2017, aunque el primero de estos segmentos muestra una leve tendencia a la baja, con pequeñas oscilaciones. En cambio, entre diciembre y mayo, el tipo de interés de las emisiones de renta fija a largo plazo aumentó en unos 30 pb, hasta el 2,4 %, mientras que el de los recursos propios lo hizo en 15 pb (véase gráfico 10.2).

Por otra parte, según los resultados de la EPB de abril, las entidades habrían mantenido inalterados los criterios de aprobación de préstamos a sociedades no financieras en los tres primeros meses de 2018, si bien las condiciones generales se habrían relajado, con descensos en los márgenes aplicados a los créditos ordinarios. Por su parte, la demanda de fondos percibida por las entidades habría permanecido estable. Los resultados de la última edición de la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre octubre de 2017 y marzo de 2018, señalan, a diferencia de la EPB, una nueva mejoría en la percepción de las pymes españolas sobre la disponibilidad de financiación bancaria (véase recuadro 8). Así lo afirma el 24 % de ellas, en términos netos, lo que supone 1 pp más que en la edición previa de esta encuesta y 10 pp por encima del porcentaje registrado por sus homólogas de la UEM. Además, solamente el 8 % de ellas (el mismo porcentaje que las europeas) habría tenido dificultades en el acceso al crédito bancario. Esta misma fuente también señala que la proporción de pymes que han solicitado préstamos aumentó en 2 pp, hasta el 29 %, cifra que, en todo caso, se sitúa cerca de los niveles más reducidos de los últimos años.

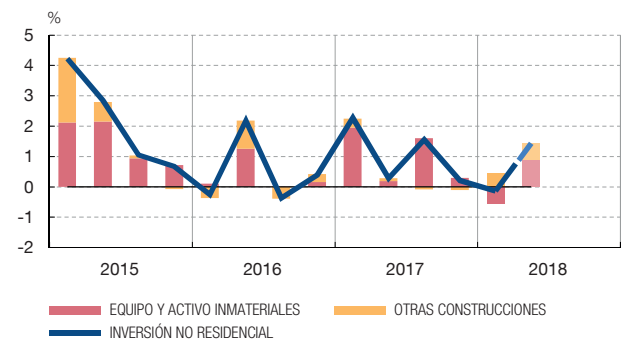
1 VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)

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.

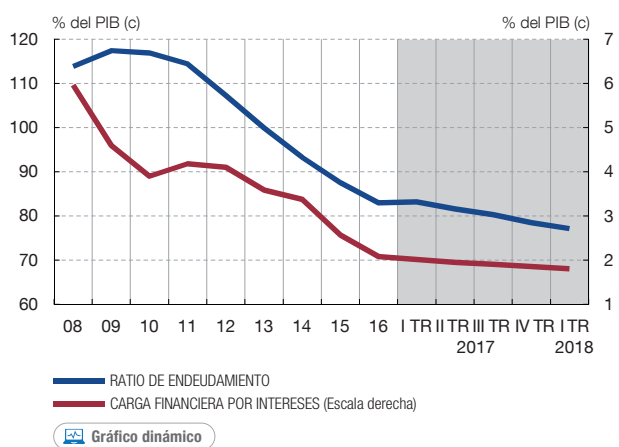
b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

Descargar

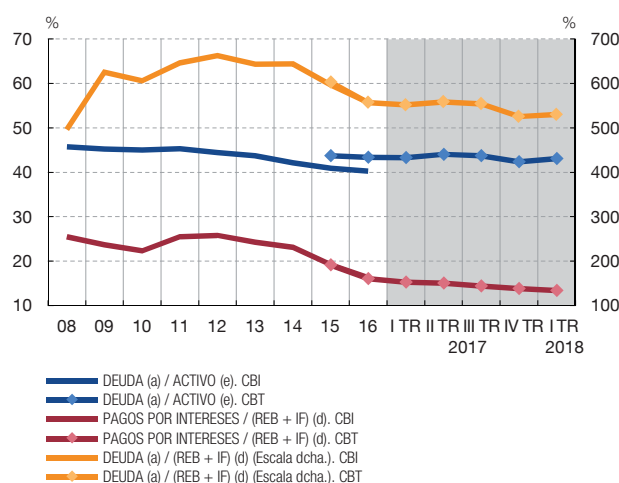
El mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables ha contribuido a que la actividad crediticia en el segmento de la financiación de las empresas no financieras haya seguido expandiéndose, en términos interanuales, durante los últimos meses, aunque lo ha hecho a un ritmo más moderado que al cierre del pasado ejercicio. El desglose según el volumen de las nuevas operaciones muestra una desaceleración en las de importe inferior al millón de euros, segmento que recoge fundamentalmente la actividad con las pymes, y un mayor dinamismo en los préstamos concedidos por importes superiores a esa cifra. En términos de saldos, el ritmo de contracción interanual de los créditos concedidos a este sector por las entidades residentes se incrementó hasta una tasa del  $-1,9\%$  en abril, frente al  $-0,5\%$  a finales del año pasado (véase gráfico 10.4). Esta evolución fue resultado del ya mencionado menor crecimiento del volumen de las nuevas operaciones y, en especial, del aumento de las amortizaciones en los tres últimos meses, que podría estar relacionado, en parte, con la finalización del período de cálculo (que terminó en enero) para el establecimiento del tipo de interés de los préstamos dispuestos por las entidades en las TLTRO II del BCE<sup>6</sup>. Por su parte, la financiación mediante valores de renta fija,

6 El tipo de interés de estas operaciones se fijaba de manera que se incentivaba la concesión de crédito, ya que el nivel de tipo de interés dependía del saldo de crédito en enero de 2018. Concretamente, el tipo de interés era del: i)  $-0,4\%$  (el mínimo posible), si dicho saldo excedía en un  $2,5\%$  o más un nivel de referencia que variaba para cada entidad dependiendo del saldo en enero de 2016 y de la financiación concedida entre febrero de 2015

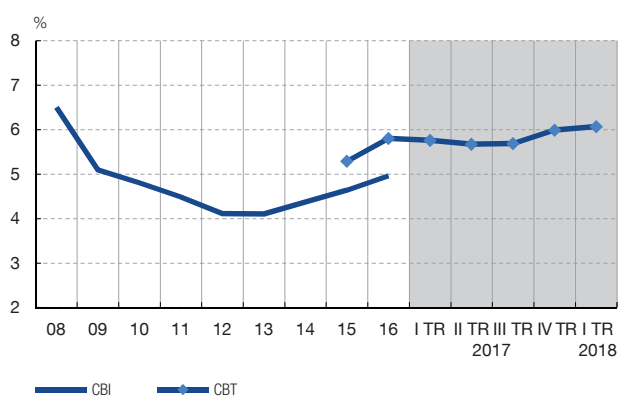
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



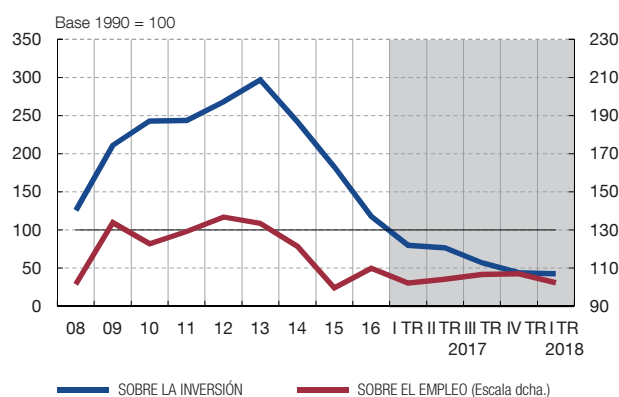
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



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



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

Descargar

incluyendo las emisiones realizadas por filiales residentes, continuó creciendo en términos interanuales, si bien a un ritmo sensiblemente menor (2,7 % en abril, frente al 7,5 % en diciembre), que se explica, fundamentalmente, por efectos base.

Por último, la posición patrimonial de las sociedades no financieras habría seguido fortaleciéndose en el primer trimestre de 2018. Así, la ratio de endeudamiento y, en menor

y enero de 2016; ii) 0 %, si dicho saldo era inferior al nivel de referencia, y iii) un punto intermedio entre el 0 % y el -0,4 %, si dicho saldo superaba el nivel de referencia pero sin excederlo en un 2,5 % (en estos casos, el tipo de interés se calculaba interpolando linealmente entre el 0 % y el -0,4 % en función de cuánto se desviaba el saldo de crédito del nivel de referencia). Véase la *Decisión (BCE/2016/10)* sobre la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.



medida, la de carga financiera habrían continuado reduciéndose en ese período, como reflejo tanto del avance del PIB como del descenso de los pasivos del sector, en un contexto en el que el coste medio del saldo vivo de los recursos ajenos se habría mantenido estable (véase gráfico 14). De acuerdo con la muestra de sociedades no financieras que colaboran con la Central de Balances Trimestral, que está formada principalmente por empresas de gran dimensión, la expansión de la actividad productiva, junto con la dinámica favorable de los ingresos y gastos financieros, permitió que los beneficios ordinarios crecieran un 15,9%, en términos interanuales, en los tres primeros meses de 2018, lo que supone una tasa de avance algo menor que la registrada en el mismo período un año antes<sup>7</sup>. Por su parte, en el período comprendido entre octubre de 2017 y marzo de 2018, la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) señala que la proporción neta de pymes que aumentó sus beneficios fue positiva (4%), pero 3 pp inferior a la de seis meses antes (véase recuadro 8).

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

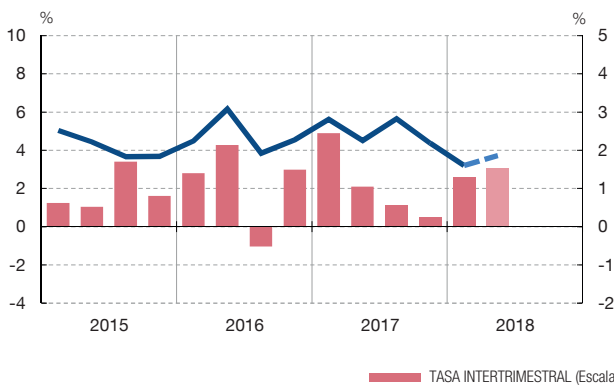
La información disponible del segundo trimestre, todavía escasa, apunta hacia una aportación nula de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, similar a la observada en el trimestre precedente. En términos interanuales, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se moderaría, hasta hacerse prácticamente nula, con un trasfondo en el que se habría atenuado algo el vigor de la economía mundial, lo que quizá estaría vinculado a la creciente incertidumbre asociada a la escalada de las tensiones comerciales (véase gráfico 15).

De acuerdo con los últimos datos de Aduanas, en el bimestre marzo-abril (soslayando así el efecto del diferente calendario de la Semana Santa entre 2017 y 2018), los flujos reales de exportaciones de bienes continuaron alcanzando máximos históricos, si bien se ralentizaron en cierta medida —hasta tasas en torno al 1% interanual—, reflejando, en parte, la dificultad de mantener tasas interanuales elevadas sobre un nivel de exportaciones por sí mismo elevado en el mismo bimestre de 2017, posiblemente, así como factores asociados a las pérdidas de competitividad vía tipo de cambio acumuladas en el último año frente a los mercados no comunitarios. Por tipos de bienes, dentro de las exportaciones destacó la recuperación de los bienes de consumo duradero, fundamentalmente automóviles, vinculada a la progresiva finalización del proceso de adaptación de las fábricas españolas a la producción de nuevos modelos de vehículos. Por desglose geográfico, las exportaciones destinadas a nuestros principales mercados comunitarios —Francia y Alemania— mostraron un tono sólido, mientras que se debilitaron las ventas dirigidas a las economías extracomunitarias, en especial a los países del sudeste asiático, Japón y América Latina. No obstante, los indicadores cualitativos de mayo, como el componente de nuevos pedidos de exportación del PMI de manufacturas o la evolución de las carteras de pedidos exteriores del indicador de confianza industrial, apuntarían a una posible aceleración de las exportaciones en el segundo trimestre, en un contexto de menor fortaleza del euro. En la vertiente importadora, el incremento de las compras al exterior en el bimestre marzo-abril, de en torno al 3,5% interanual, se apoyó principalmente en los bienes de consumo duradero e intermedios no energéticos. Estos ritmos de avance podrían haberse visto lastrados, en meses recientes, por el encarecimiento de las materias primas y la depreciación del euro.

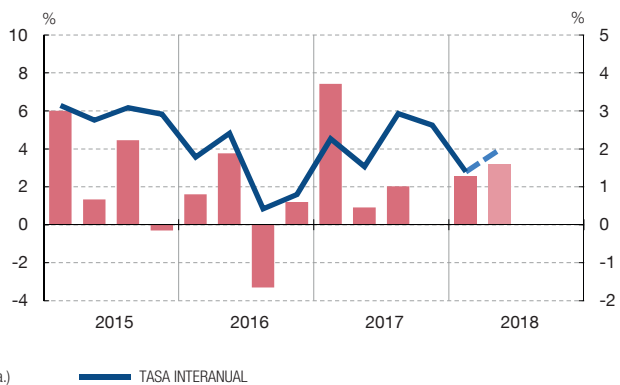
Partiendo de niveles históricamente elevados, las llegadas de turistas extranjeros continuaron aumentando en el conjunto de marzo y abril, aunque a un ritmo moderado (1,3%

<sup>7</sup> Véase el artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2018», *Boletín Económico*, 2/2018, Banco de España.

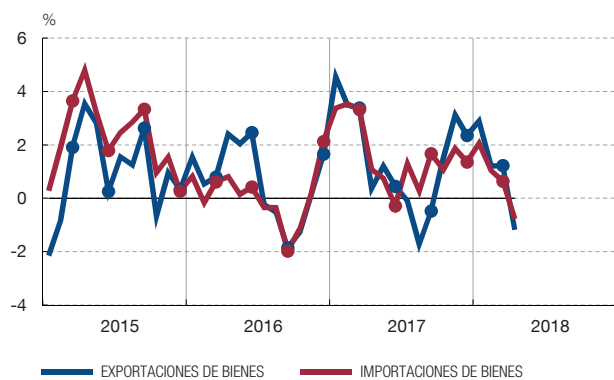
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



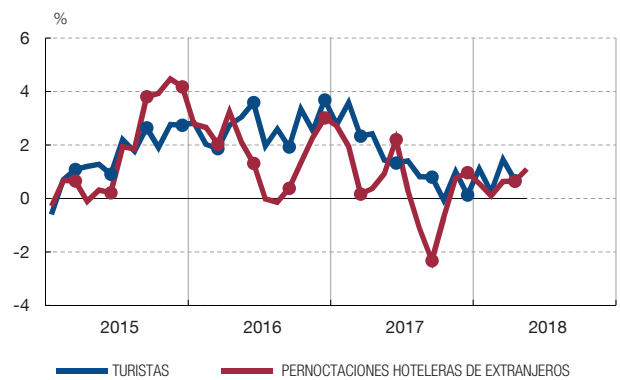
2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



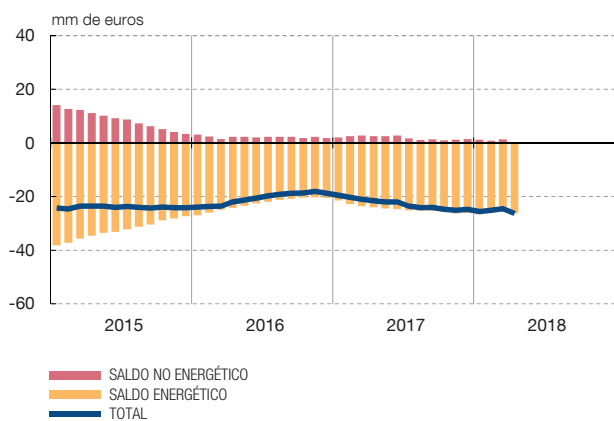
3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



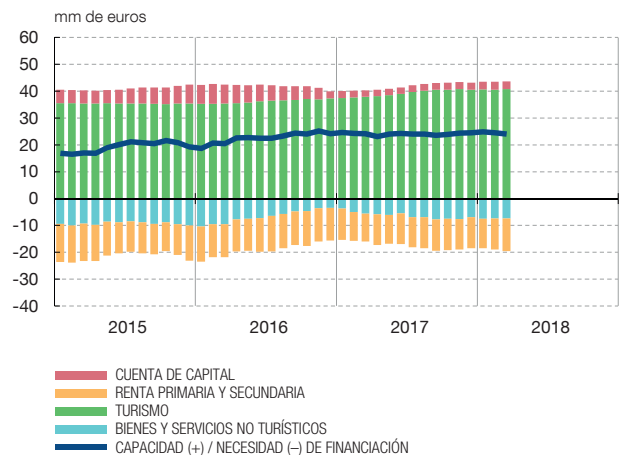
4 INDICADORES DE TURISMO (c)



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 y Empresa, y Banco de España.

- a Datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (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*.



interanual), evidenciando la progresiva normalización de la situación geopolítica en algunos de nuestros principales destinos competidores, como Turquía, los países del norte de África o Grecia. Estas cifras encubren, no obstante, un descenso de las entradas de turistas procedentes de nuestros principales mercados emisores, como el Reino Unido, Francia y Alemania, contrarrestado por el crecimiento sólido de otros mercados europeos (Bélgica, Holanda, Portugal, países nórdicos y Rusia), así como por el notable dinamismo que mantienen otros orígenes de larga distancia, como Estados Unidos y el resto de América. A pesar de la ralentización en las entradas de viajeros extranjeros, su gasto total continuó creciendo a un ritmo robusto (4,2 % interanual), gracias al nuevo impulso que registró el gasto medio por turista.

La capacidad de financiación de la economía española se redujo en el período más reciente. En concreto, el saldo positivo de la balanza de pagos se situó, con datos acumulados de doce meses, en el 2 % del PIB en marzo (2,1 % en el conjunto de 2017), como resultado de sendos deterioros del superávit de bienes y servicios y del déficit de rentas primarias y secundarias, parcialmente compensados por la mejora del superávit de la cuenta de capital (gracias a la recuperación de los fondos europeos, en especial del FEDER). Para el segundo trimestre, el reciente alza del precio del petróleo en los mercados internacionales, junto con la menor fortaleza del euro, anticipan un incremento significativo de la factura energética<sup>8</sup>.

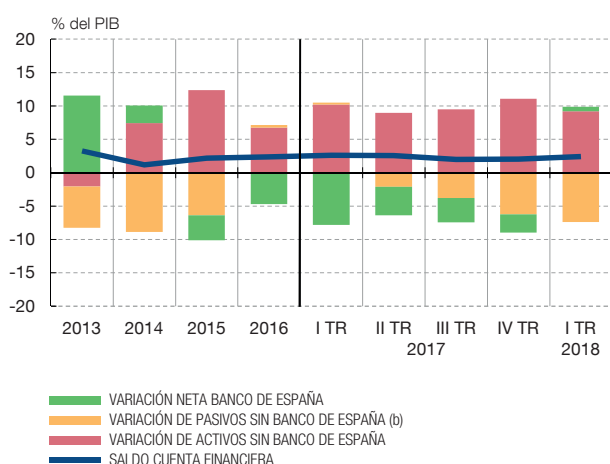
La última información disponible de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, correspondiente al primer trimestre de 2018, muestra que la economía española, excluyendo el Banco de España, presentó un saldo acreedor por valor de 5,9 mm de euros, inferior a los 9,2 mm alcanzados en el trimestre previo. Esta evolución fue resultado de unas adquisiciones netas de activos del resto del mundo por parte de los agentes nacionales (34 mm) superiores al incremento de las tenencias de activos españoles en manos de los no residentes (28,7 mm), y del flujo neto positivo de las transacciones vinculadas a operaciones con derivados financieros (0,5 mm). Las adquisiciones en el exterior por parte de los residentes se canalizaron principalmente mediante la inversión en cartera (23,8 mm), la cual se materializó, en particular, como viene ocurriendo en los últimos trimestres, en participaciones en fondos de inversión de los otros sectores residentes y en títulos de deuda a largo plazo de las otras instituciones financieras monetarias. El importe de las transacciones asociadas a la inversión directa y la otra inversión también fue positivo, pero de una magnitud inferior (8,7 mm y 1,5 mm, respectivamente). Por el lado de los pasivos, las inversiones netas de los extranjeros en nuestro país se concentraron fundamentalmente en la inversión en cartera (15,3 mm), principalmente en títulos de deuda a largo plazo emitidos por las AAPP (14,2 mm). Las restantes inversiones netas de los no residentes fueron en las rúbricas de inversión directa (10 mm) y, en menor medida, en la de otra inversión (3,3 mm).

Atendiendo al desglose por sector institucional, los flujos netos asociados a los activos y pasivos frente al exterior fueron negativos para las AAPP (-8 mm), en línea con la necesidad de financiación que presenta este sector, y también para los otros sectores residentes (-5,3 mm), lo que no ocurría desde el segundo trimestre de 2014. Por su parte, las otras instituciones financieras monetarias presentaron un flujo neto positivo con el resto del

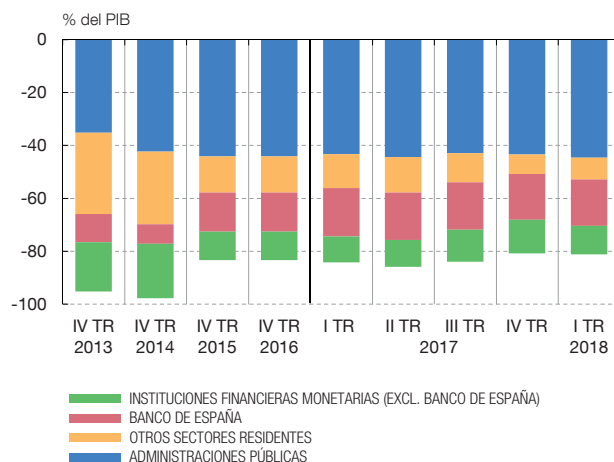
---

<sup>8</sup> El recuadro 3 muestra cierta evidencia de que los efectos negativos de un aumento del precio del petróleo en la balanza por cuenta corriente habrían disminuido con respecto a su magnitud histórica, lo que estaría asociado a la menor dependencia energética y a la menor potencia de los efectos de segunda vuelta sobre los crecimientos salariales que se derivan de un aumento de la inflación.

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.



mundo (19,2 mm). El saldo neto acreedor de la cuenta financiera, excluido el Banco de España, junto con la ligera necesidad de financiación que presentó la economía española en el primer trimestre del año, se reflejó en un incremento de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo (de 3,2 mm). No obstante, en términos acumulados de doce meses, se produjo un descenso de la posición deudora del Banco de España (de 8,2 mm – véase gráfico 16.1), lo que no ocurría desde el tercer trimestre de 2015

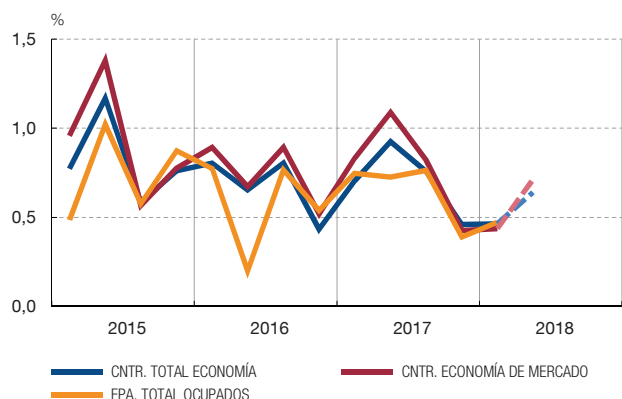
Por su parte, la información más reciente sobre la posición de inversión internacional (PII), correspondiente al primer trimestre de 2018, señala que el endeudamiento neto de la economía española frente al exterior aumentó en los tres primeros meses del año en 13,2 mm de euros, situándose, en términos del PIB, en el 81,3 %, 0,4 pp más que el nivel registrado en diciembre (véase gráfico 16.2). Este incremento del saldo deudor de la nación fue resultado del flujo positivo de las transacciones financieras netas en el período (2,7 mm), que fue compensado por el importe negativo de los otros flujos (-15,9 mm). El importe de estos últimos vino determinado por un descenso de los activos superior al de los pasivos. En el caso de los activos, el retroceso fue resultado fundamentalmente de la apreciación del euro y, en menor medida, de otros cambios en volumen. Las pérdidas netas de valor de los pasivos fueron consecuencia principalmente de la caída de los precios de las acciones y de las participaciones en fondos de inversión, que solo se vio parcialmente compensada por la revalorización de los instrumentos de deuda. Por su parte, la deuda externa bruta de la nación se incrementó en 1,8 pp en relación con el PIB respecto a diciembre, situándose en marzo de 2018 en el 166,7 %, lo que supone 7,8 pp menos que el nivel máximo alcanzado en el primer trimestre de 2015.

### 3.4 El mercado de trabajo

Durante el primer trimestre de 2018, el empleo experimentó un crecimiento similar al observado en el último trimestre del año anterior (0,5 %). Los indicadores recientes del mercado laboral apuntan al mantenimiento de un notable dinamismo del empleo en el segundo trimestre del año. Las afiliaciones a la Seguridad Social continuaron registrando

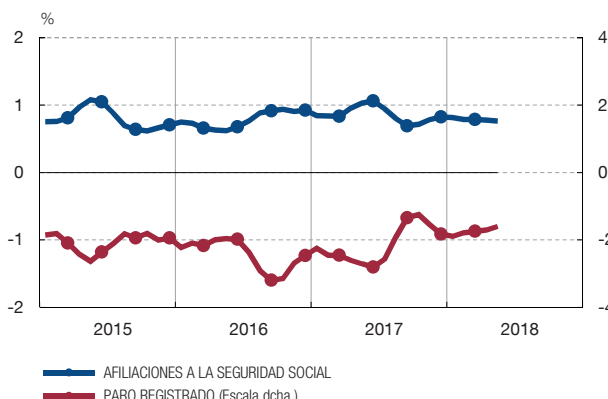
1 EMPLEO

Tasas intertrimestrales (a)



2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO

Tasas de variación de la media móvil de tres términos con tres desfases (b)



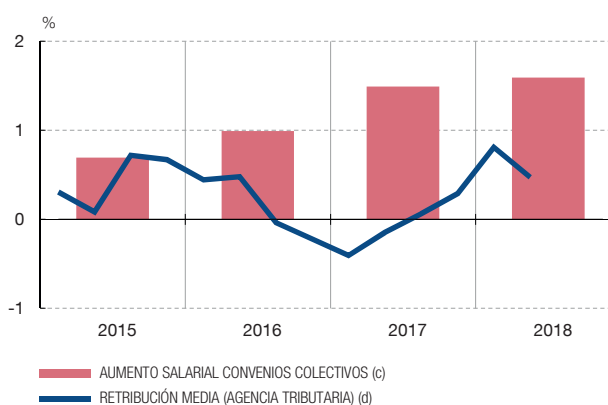
3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO

Tasas interanuales (a)



4 INDICADORES DE SALARIOS

Tasas interanuales



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

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

[Descargar](#)

elevadas tasas de crecimiento (en concreto, del 0,8 % en mayo) en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses de la serie desestacionalizada, ritmo de avance que se mantiene estable desde finales de 2017. Por sectores, se observó una desaceleración respecto al primer trimestre de 2018 en la construcción (aunque esta rama mantiene los crecimientos más elevados) y en la industria, mientras que el empleo en las ramas de servicios mantuvo un ritmo elevado, similar al del primer trimestre. Por su parte, el empleo en la agricultura se aceleró. Esta información sugiere que el empleo en el segundo trimestre del año, en términos de la CNTR<sup>9</sup>, elevaría su tasa de crecimiento intertrimestral una décima, hasta el 0,6 %, reduciendo ligeramente su brecha respecto al aumento observado en los afiliados. En el caso de la economía de mercado, la tasa de avance del empleo también se aceleraría, hasta el 0,7 % (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

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

Por su parte, el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) moderó ligeramente en mayo su ritmo de caída, hasta el 1,6 %, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses del indicador desestacionalizado (véase gráfico 17.2). En este contexto, los nuevos contratos registrados en el SEPE mostraron de media en el bimestre abril-mayo un crecimiento superior al del primer trimestre del año. La aceleración en la contratación fue de mayor intensidad en los contratos indefinidos que en los de carácter temporal, de tal forma que el peso de los primeros sobre el total aumentó 1,5 puntos en relación con el mismo período del año anterior, hasta el 9,7 %.

Por lo que se refiere a los salarios, la negociación colectiva mantuvo hasta mayo la tónica mostrada desde el inicio del año. Así, los convenios colectivos registrados hasta mayo engloban más de 5,7 millones de asalariados —4,4 millones hace un año—, y las tarifas pactadas en ellos son levemente superiores a las registradas para 2017: del 1,6 % para el presente año. El 89 % de los trabajadores con convenio registrado tenía uno firmado en ejercicios previos, en los cuales se acordó una subida del 1,5 %, por encima del 1,3 % pactado en estos mismos convenios para 2017. Los convenios firmados hasta mayo presentan un incremento más elevado para este ejercicio (del 1,9 %) afectando a 655.000 asalariados, tras los avances significativos de los dos últimos meses. Por el contrario, la retribución bruta media en las grandes empresas no financieras, publicado por la Agencia Tributaria, mostró en abril un avance interanual del 0,5 %, en términos de la serie ajustada de estacionalidad, frente al 0,8 % en el primer trimestre. En cuanto a la remuneración por asalariado de la CNTR, esta experimentó una cierta aceleración en el primer trimestre de 2018, tanto en el total de la economía como en la economía de mercado, hasta registrar tasas de avance interanuales del 0,4 % y del 0,6 %, respectivamente. Para el segundo trimestre se espera que esta tendencia ascendente se mantenga, entendiéndose crecimientos interanuales ligeramente por encima del 1 % en ambas magnitudes (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

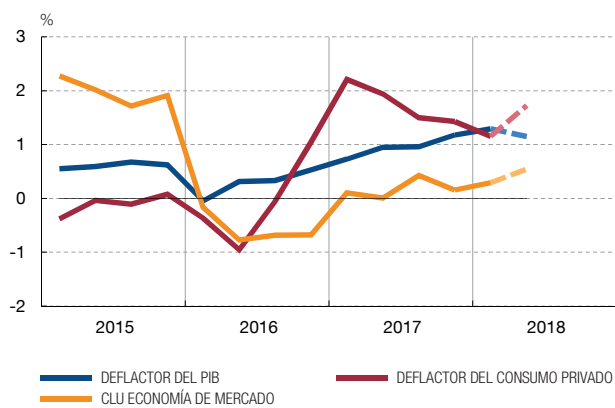
### 3.5 La evolución de los precios

En el segundo trimestre de 2018, se estima que el crecimiento interanual del deflactor de las importaciones se habría incrementado notablemente, en un contexto de encarecimiento del crudo, quebrando su tendencia de desaceleración en los trimestres anteriores. Por su parte, el ritmo de avance interanual del conjunto de los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, se habría moderado en el segundo trimestre, mientras que el del deflactor del consumo privado habría aumentado (véase gráfico 18.1).

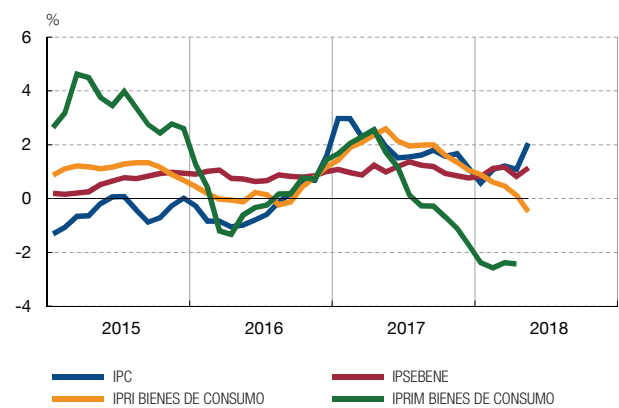
Por su parte, el último dato del índice de precios de consumo (IPC) correspondiente a mayo, muestra un acusado aumento de su ritmo de crecimiento interanual (de 1 pp respecto a febrero, hasta el 2,1 %). La aceleración del índice general responde fundamentalmente a la trayectoria de los precios energéticos —cuya tasa interanual aumentó 6,4 pp en ese período, acusando la evolución del precio del petróleo— y, en menor medida, a la de los alimentos no elaborados, cuyo ritmo de avance se incrementó en 3,2 pp. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo en el 1,1 % interanual, medida tanto por la tasa de crecimiento interanual del IPC sin alimentos y sin energía como por la del IPSEBENE. Entre los componentes de este último indicador, los precios de los servicios se aceleraron una décima —hasta el 1,8 % interanual— y los de los bienes industriales no energéticos se mantuvieron en el 0 % interanual. Por último, los precios de los alimentos elaborados se ralentizaron en 0,1 pp, hasta el 1,3 % interanual.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en mayo su tasa de variación interanual en nueve décimas respecto a febrero, hasta el 2,1 %. A su vez, la tasa de

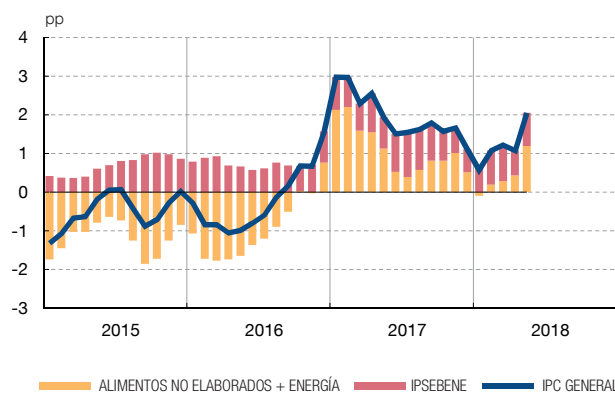
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



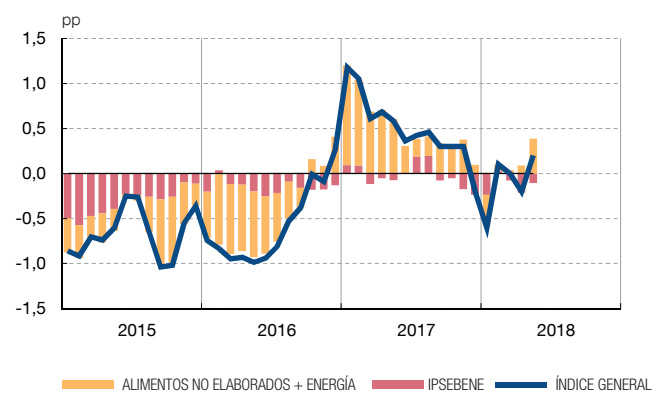
2 INDICADORES DE PRECIOS  
Tasas interanuales



3 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



4 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



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

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

[Descargar](#)

inflación para el conjunto de la UEM aumentó en mayo en ocho décimas con respecto a febrero, hasta el 1,9% interanual. Como resultado, el diferencial de la inflación en España frente a la del área del euro sería de dos décimas (una en febrero).

25.6.2018.





## ARTÍCULOS ANALÍTICOS

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

### RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2018

Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

Publicado el 21 de junio de 2018

De acuerdo con la información de la Central de Balances Trimestral del Banco de España, durante el primer trimestre de 2018 las empresas no financieras siguieron registrando incrementos de la actividad productiva, del empleo y de los resultados económicos, lo que se tradujo en un nuevo aumento de los niveles de rentabilidad agregada, aunque se aprecian algunos indicios de una cierta desaceleración en los principales excedentes ordinarios de explotación. Por su parte, las ratios de endeudamiento se elevaron durante los primeros meses del año, pero la de carga financiera siguió reduciéndose, por lo que, en conjunto, no hubo cambios significativos en el grado de presión financiera de las empresas. El artículo incluye un recuadro que presenta la metodología empleada para la obtención de tasas reponderadas, que resultan de aplicar sobre el valor añadido bruto y el resultado de explotación el peso sectorial de las empresas en el conjunto de la economía, con el objeto de mitigar los sesgos sectoriales de las muestras de la Central de Balances.

### EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y LOS BALANCES FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2017

Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado

Publicado el 14 de junio de 2018

Las *Cuentas Financieras de la Economía Española* revelan que la situación patrimonial de las familias y las empresas no financieras volvió a fortalecerse en 2017. En el caso de las familias, la deuda bancaria se situó en el 61 % del PIB, 3 puntos porcentuales (pp) menos que en 2016 y 24 pp por debajo del valor máximo de 2010. Como en años anteriores, se produjo un descenso de los préstamos para adquisición de vivienda, que se vio parcialmente compensado por el aumento de los créditos destinados a consumo y otros fines. El patrimonio financiero bruto de los hogares prolongó su tendencia ascendente, como consecuencia tanto de la inversión en activos financieros como de la revalorización de los instrumentos financieros de su cartera. En el caso de las empresas, el flujo del total de la financiación ajena captada, en términos consolidados, fue positivo, tras los importes prácticamente nulos de los dos años anteriores y los negativos de los cuatro precedentes, por un volumen equivalente al 0,8 % del PIB, el nivel más elevado desde 2009. En términos de saldos, esta deuda pasó a representar un 78 % del PIB, cifra 5 pp inferior a la de 2016 y 39 pp por debajo de los niveles máximos de 2010. Por su parte, los recursos propios de las empresas crecieron un 3,2 %, como consecuencia tanto de la captación de fondos como de la revalorización de estos pasivos, según viene sucediendo desde 2015.

### SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA POLÍTICA DE PRÉSTAMO CONCESIONAL DEL FMI

Xavier Serra Stecher

Publicado el 31 de mayo de 2018

Desde 1976, el Fondo Monetario Internacional (FMI o Fondo) ha venido proporcionando financiación concesional a los países de bajos ingresos, de manera ininterrumpida. Esta financiación

se ha canalizado prácticamente en su totalidad bajo un mismo instrumento financiero, un servicio fiduciario de participación voluntaria separado del patrimonio del FMI, aunque gestionado por este. Los programas financiados con estos recursos han ido centrándose progresivamente en la estabilización macroeconómica, la señalización de reformas y la atracción de otras ayudas, dentro de una estrategia de reducción de la pobreza que debe estar liderada por el país prestatario. En 2009, el Fondo llevó a cabo una ambiciosa reforma de su política de préstamo concesional: incorporó nuevas líneas de crédito, con un diseño similar al de sus líneas de crédito ordinario, potenció el empleo combinado de recursos concesionales y ordinarios para aquellos países con acceso a ambos tipos de financiación, y escalonó el coste de la financiación en un contexto de tipos de interés muy bajos. A lo largo de 2018, el FMI revisará de nuevo el instrumental de crédito concesional a disposición de los países de bajos ingresos, a partir de la experiencia acumulada en los últimos años. Este artículo proporciona un marco para valorar la revisión en curso.

## UN ANÁLISIS DE LA EXPOSICIÓN COMERCIAL DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS AL REINO UNIDO

Eduardo Gutiérrez Chacón y César Martín Machuca

Publicado el 17 de mayo de 2018

La exposición comercial de las empresas españolas al Reino Unido es relevante, aunque inferior a la que se mantiene con los principales países de la UEM. En 2017 se interrumpió la senda de crecimiento de las exportaciones de bienes de las empresas españolas en el mercado británico experimentado desde 2012, en un contexto de depreciación de la libra frente al euro. La vulnerabilidad potencial de las empresas españolas presentes en el mercado británico ante el *brexit* se ve algo limitada por sus características diferenciales, ya que estas compañías son, en promedio, más grandes, productivas y diversificadas geográficamente que aquellas que exportan a los principales países de la UEM. En cualquier caso, el efecto final de este proceso sobre las empresas españolas con presencia en el Reino Unido o con posibilidades de acceder eventualmente a ese mercado vendrá dado, en buena medida, por los términos que finalmente se establezcan en torno al modelo de relaciones comerciales entre este país y la Unión Europea.

## LA BALANZA DE PAGOS Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN 2017

Pana Alves, Esther López, César Martín e Irene Roibás

Publicado el 4 de mayo de 2018

Según la estadística de la Balanza de Pagos, la economía española volvió a presentar capacidad de financiación en 2017, a pesar del ascenso del precio del petróleo y del empuje de la demanda nacional. A ello contribuyeron factores de naturaleza previsiblemente transitoria, como los reducidos tipos de interés, y otros de carácter permanente, relacionados, principalmente, con la ampliación del número de empresas exportadoras y las ganancias acumuladas de competitividad en los últimos años. La Posición de Inversión Internacional (PII) deudora neta de la economía española, en términos del PIB, volvió a reducirse por tercer año consecutivo (hasta el 80,8 %), ya que la capacidad de financiación que presentó la nación y la expansión del PIB compensaron el impacto negativo que los efectos de valoración y otros ajustes tuvieron sobre la PII neta.

## INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA. PRIMER SEMESTRE DE 2018

Publicado el 27 de abril de 2018

En un contexto externo favorable, las economías latinoamericanas continuaron su recuperación en la segunda mitad de 2017, aunque atenuaron algo su dinamismo. Los rasgos más destacables en ese período fueron el buen comportamiento de la inversión y la mayor contribución negativa al crecimiento procedente del sector exterior. Sin embargo, la mejora de los términos de intercambio permitió

que los déficits por cuenta corriente se redujeran. La inflación se moderó más de lo esperado, lo que permitió a los bancos centrales de Brasil, Colombia y Perú seguir recortando sus tipos de interés oficiales. No obstante, en México y en Argentina la evolución de los precios sorprendió al alza, lo que se tradujo en una política monetaria más restrictiva. En el ámbito presupuestario, no se registraron avances significativos en el proceso de recuperación de espacio fiscal en la mayoría de los países, cuestión que es analizada en la primera sección temática de este Informe, junto con los efectos que tendría sobre el escenario macroeconómico la consolidación fiscal necesaria para la sostenibilidad de la deuda pública. Por su parte, las condiciones financieras, según se analiza en la otra sección temática del Informe, que calcula índices de condiciones financieras para las economías de la región, se mantuvieron laxas en el período de análisis, ya que las turbulencias en los mercados financieros internacionales tuvieron un impacto reducido y los precios de las materias primas —un determinante clave de las condiciones financieras en estas economías— se recuperaron.

Las proyecciones apuntan a que el dinamismo de la actividad se prolongaría en 2018 y 2019, a ritmos cercanos al crecimiento potencial de estas economías, si bien el balance de riesgos externos (cambio de políticas macroeconómicas en Estados Unidos, que podría terminar traducándose en un endurecimiento de las condiciones financieras a escala global y posible incremento generalizado de las barreras al comercio internacional) e internos (incertidumbres relacionadas con las políticas económicas que se llevarían a cabo tras las elecciones que se celebrarán en los próximos trimestres) se orienta a la baja. En el Informe también se incluye un recuadro que analiza, en la medida en que lo permiten los datos disponibles, la situación económica en Venezuela, tras haber entrado en situación de impago parcial de su deuda pública externa.

## **ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ABRIL DE 2018**

Álvaro Menéndez Pujadas

Publicado el 24 de abril de 2018

Los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios muestran que, durante el primer trimestre de 2018, en España se relajaron algo los criterios de concesión de préstamos a los hogares, manteniéndose sin cambios los de la financiación a las empresas, mientras que en la UEM la oferta se expandió de forma generalizada, aunque con distinta intensidad por segmentos. Por su parte, en España habría crecido la demanda de crédito procedente de los hogares, manteniéndose estable la de las sociedades, mientras que en la eurozona se habría producido un aumento de las peticiones de fondos en todas las modalidades. En cuanto a las condiciones de acceso a los mercados financieros por parte de las entidades de crédito, en ambas áreas se habrían mostrado escasas variaciones. Respecto a los niveles de exigencia de los criterios de aprobación de créditos, tanto en España como en la UEM estos serían ahora algo más estrictos que los observados en promedio desde 2003, mientras que, respecto a los niveles medios desde 2010, serían, en casi todos los casos, similares o algo más laxos. El programa ampliado de compra de activos del BCE habría seguido contribuyendo, durante los últimos seis meses, a mejorar la liquidez y las condiciones de financiación de las entidades de ambas zonas y a la relajación de las condiciones de los préstamos, si bien habría tenido también un impacto negativo sobre la rentabilidad. Tanto las entidades españolas como las de la UEM señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE propició una reducción de los ingresos netos por intereses durante los últimos seis meses, así como una caída generalizada de los tipos de interés y los márgenes de los préstamos, y un ligero aumento del volumen de créditos concedidos.

## **SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL A PRINCIPIOS DE 2018**

Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales

Publicado el 5 de abril de 2018

Tras dos años consecutivos de ralentización de la actividad global, en 2017 se produjo un repunte en el crecimiento del PIB mundial, mayor que el esperado a principios de año y

generalizado entre las economías avanzadas y emergentes. Por su parte, la inflación aumentó moderadamente en 2017, debido en gran medida a las elevaciones de los precios de las materias primas, pero el componente subyacente se mantuvo más estable y alejado de los objetivos de los bancos centrales.

Las perspectivas para 2018 apuntan a una continuidad de estas tendencias globales. En este artículo se analizan con detalle algunos de los factores que condicionarán esta evolución. En primer lugar, diversos factores (recuperación cíclica, avance en el desapalancamiento, cambios fiscales, repunte de los salarios) apuntan al mantenimiento en el corto plazo del dinamismo de la inversión registrado en las economías avanzadas en 2017, pero en un horizonte más dilatado el mantenimiento de esta fortaleza dependerá de la evolución de los tipos de interés reales, de factores tecnológicos y de la resistencia a las amenazas proteccionistas. En segundo lugar, el esperado cambio en la combinación de políticas macroeconómicas en Estados Unidos y en otros países avanzados hacia una política fiscal más expansiva y una política monetaria menos laxa puede elevar el crecimiento en el corto plazo, pero, si no se gradúan adecuadamente, podrían generar episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Finalmente, las condiciones financieras globales siguen siendo favorables. Sin embargo, las turbulencias en las bolsas de Estados Unidos registradas al comienzo de 2018, que se extendieron rápidamente y con intensidad a otros mercados bursátiles, parecen apuntar a unas condiciones financieras globales menos favorables a futuro y, al mismo tiempo, alertan sobre los riesgos asociados a un ajuste brusco en los mercados financieros internacionales.

## NOTAS ECONÓMICAS

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

### **LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA EN 2017**

Mar Delgado, Blanca García y Leonor Zubimendi

Publicado el 7 de junio de 2018

### **UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA ECONÓMICA SOBRE LOS EFECTOS DE LA GLOBALIZACIÓN EN EL CRECIMIENTO Y LA DISTRIBUCIÓN DE LA RENTA**

Ángel Estrada, Jaime Martínez-Martín y Francesca Viani

Publicado el 10 de mayo de 2018

### **LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2018, SEGÚN LA ENCUESTA DE LA POBLACIÓN ACTIVA**

Mario Izquierdo y Elena Vozmediano

Publicado el 26 de abril de 2018



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

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

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

© Banco de España, Madrid, 2018  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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