

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROECONÓMICO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROECONÓMICO

La economía mundial continuó desacelerándose en 2019 en un entorno de elevada incertidumbre geopolítica (disputas comerciales, posibilidad de Brexit sin acuerdo, tensión en Oriente Medio, etc.) siendo Europa y las economías emergentes las regiones más afectadas. Esto ha llevado a una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, a las que la economía española no ha sido ajena. La desaceleración de la actividad y la ausencia de presiones inflacionistas han llevado a una relajación de la política monetaria en EE.UU. y en el área del euro. Los mercados financieros han mostrado cierto repunte de la volatilidad, pero las valoraciones de los activos se han mantenido en niveles históricamente altos, sobre todo tras la reacción de la política monetaria. El mercado inmobiliario español ha mostrado cierta ralentización de la actividad en 2019 al tiempo que se endurecían ligeramente los estándares de concesión del crédito hipotecario. Se observa también una desaceleración del flujo de financiación al sector no financiero, que continúa mejorando su situación patrimonial, aunque a menor ritmo y observándose ciertos segmentos de hogares y empresas con una posición más frágil.

1.1 Entorno macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

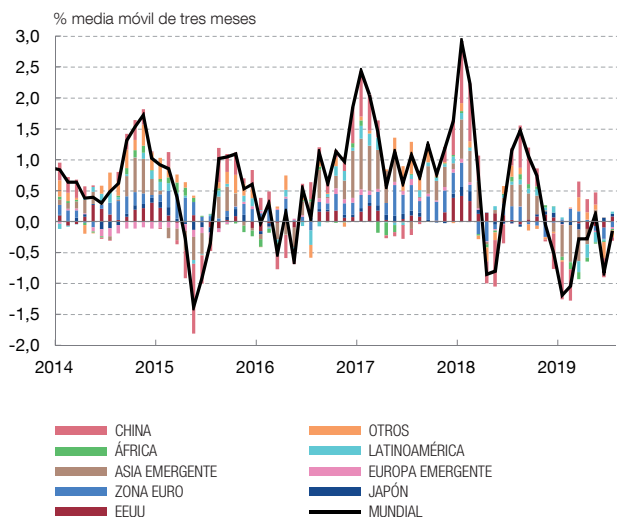
El comercio mundial ahondó su contracción en un contexto de crecientes tensiones comerciales, que constituyen uno de los principales riesgos para la economía mundial. El comercio mundial de bienes se contrajo en el segundo trimestre con más intensidad que en el primero, al caer un 0,8 % trimestral, lastrado por el recrudecimiento de las disputas comerciales que mantienen Estados Unidos y China (gráfico 1.1). La imposición de aranceles adicionales a productos europeos por parte de EE.UU. también incrementa las tensiones comerciales. La incertidumbre sobre la evolución del conflicto sigue siendo muy elevada, pero de materializarse las medidas anunciadas, los impactos sobre el crecimiento mundial podrían ser importantes. Otros riesgos geopolíticos han cobrado un mayor protagonismo en los últimos meses, en particular la probabilidad de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo (Recuadro 1.1), así como la intensificación de las tensiones en Oriente Medio, que ocasionaron un repunte notable, aunque temporal, del precio del petróleo en el mes de septiembre.

En este contexto, la economía mundial prosiguió su senda de desaceleración, en un entorno de elevada incertidumbre. El crecimiento del PIB mundial siguió moderándose en el segundo trimestre de 2019, hasta una tasa del 2,8 % interanual,

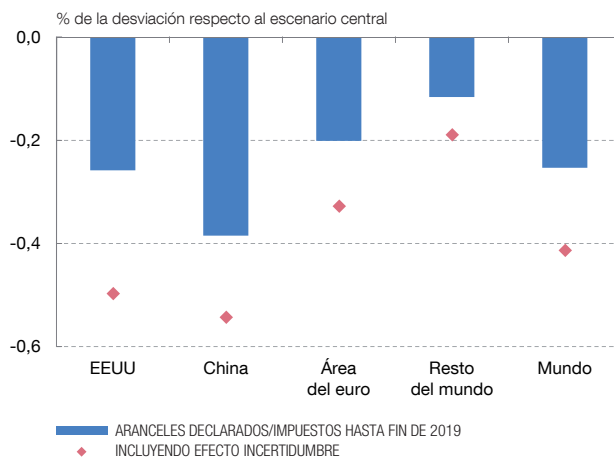
COMERCIO Y CRECIMIENTO GLOBAL

La economía mundial ha continuado su desaceleración, y los analistas han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para 2019 de las principales economías, en un entorno caracterizado por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que han contraído el comercio mundial y pueden tener efectos importantes sobre la actividad global.

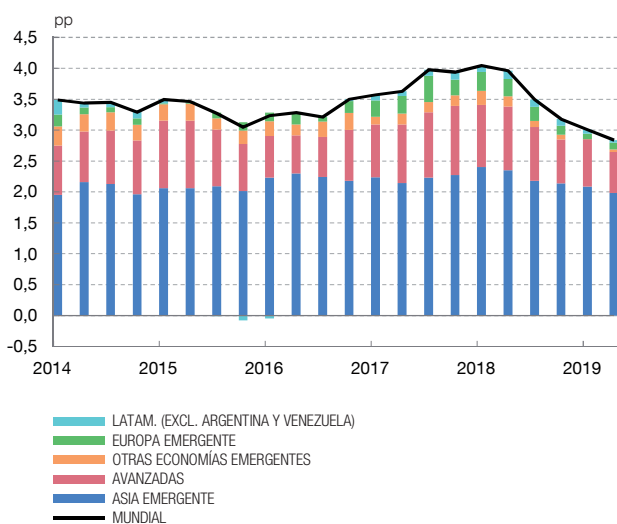
1 CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL



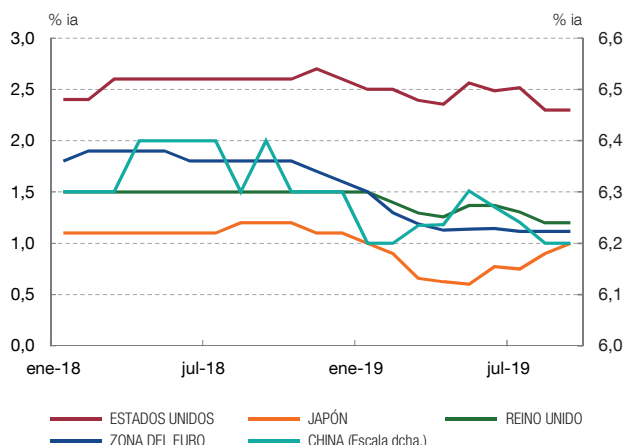
2 SIMULACIONES: EFECTO SOBRE EL PIB EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021 (a)



3 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



4 EVOLUCIÓN DE PREVISIONES DE CONSENSUS PARA 2019



FUENTES: Estadísticas nacionales, Consensus, CPB, Thomson Reuters y Banco de España.

a La simulación considera dos escenarios: el que afecta a las relaciones bilaterales entre EEUU y China y la consiguiente reducción de la demanda mundial; y otro en el que además se produce una caída de la confianza y un aumento de la incertidumbre.

inferior en más de un punto porcentual a los registros de hace un año (gráfico 1.1). El deterioro se manifestó particularmente en las ramas de manufacturas y comercio, mientras que el resto de servicios evolucionaron inicialmente más positivamente. Por tipo de gasto, la inversión se debilitó frente a la mayor resistencia del consumo. La economía de Estados Unidos se mantiene algo más robusta que otras avanzadas,

aunque también se desaceleró. Entre las emergentes, la actividad económica en China se volvió a ralentizar en el segundo trimestre. Todo ello ha dado lugar a revisiones a la baja generalizadas en las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2019.

En los mercados emergentes con presencia bancaria española significativa persisten riesgos considerables asociados a la incertidumbre global y a distintos eventos idiosincrásicos. En *México*, las perspectivas económicas se han deteriorado lo que redundará en nuevos desafíos en el ámbito fiscal. Estos se suman a la delicada situación de la empresa estatal Petróleos Mexicanos (PEMEX), que, recientemente, ha recibido 5 mm de dólares del gobierno como inyección de capital y ha alargado el vencimiento de su deuda amortizando a corto y emitiendo a largo. Por su parte, en *Brasil*, los actuales riesgos que enfrenta su economía podrían aliviarse un tanto con la reforma del sistema de pensiones (elemento clave para garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas) que fue aprobada en el Congreso y se espera que lo haga próximamente el Senado. Finalmente, en *Turquía*, economía que ha atravesado una recesión, la incertidumbre se mantiene también elevada, incluso después de los datos recientes de PIB e inflación que han sido mejores de lo esperado.

El resto de los mercados emergentes también se han visto afectados. Aunque con un peso relativo reducido, el caso más destacado es *Argentina*, donde los resultados de las elecciones primarias de agosto tuvieron un fuerte impacto negativo en los mercados financieros e incrementaron las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública (gráfico 1.2). En un contexto de fuerte depreciación del peso, el banco central se vio abocado a endurecer considerablemente el tono de la política monetaria y el gobierno anunció la intención de reprogramar los pagos de la deuda, alargando de forma obligatoria el plazo de vencimiento de las letras del Tesoro en manos de inversores institucionales y, de forma voluntaria, el de la deuda a más largo plazo, tanto en manos de residentes como no residentes. Asimismo, el gobierno solicitó un cambio de la senda del pago de la deuda que tiene contraída con el Fondo Monetario Internacional. Este proceso culminó con la introducción de controles de capitales y límites a la compra de dólares por residentes a principios de septiembre, que se han endurecido tras las elecciones del pasado domingo 27 de octubre. Por el momento, los mercados financieros no han reaccionado significativamente a los resultados de estas elecciones.

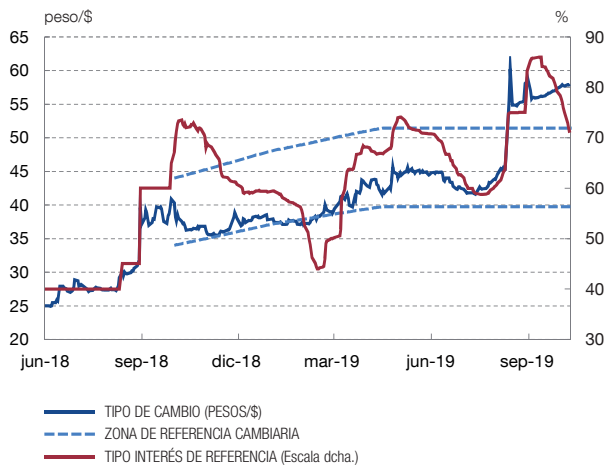
En la UEM, la actividad económica mostró un avance muy moderado en el segundo trimestre y los indicadores disponibles sugieren que este patrón se ha prolongado en el tercero. El PIB se desaceleró en el segundo trimestre de 2019, debido en buena medida al retroceso de las exportaciones y la atonía de la inversión (gráfico 1.3). El crecimiento fue especialmente modesto en las economías con mayor peso del sector industrial, como Alemania y también Italia. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre apuntan a un nuevo deterioro de las actividades industriales y a un comportamiento más moderado de los servicios. En este contexto, el ejercicio de previsión del Eurosistema de septiembre proyecta un crecimiento del PIB del 1,1 % y del 1,2 % para 2019 y 2020, respectivamente, ambas cifras inferiores a lo previsto en junio de 2019.

Gráfico 1.2

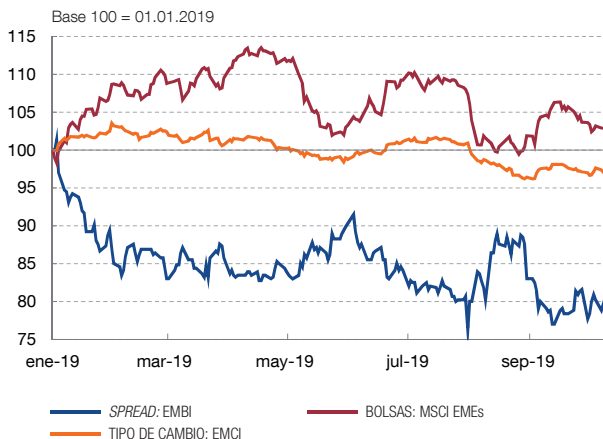
ECONOMÍAS EMERGENTES

Los instrumentos financieros de países emergentes perdieron valor durante el verano como consecuencia de la guerra comercial y de las elecciones en Argentina, pero se han estabilizado recientemente, excepto en la propia Argentina.

1 ARGENTINA: TIPO DE CAMBIO Y TIPO DE INTERÉS



2 CONDICIONES FINANCIERAS (MERCADOS EMERGENTES)



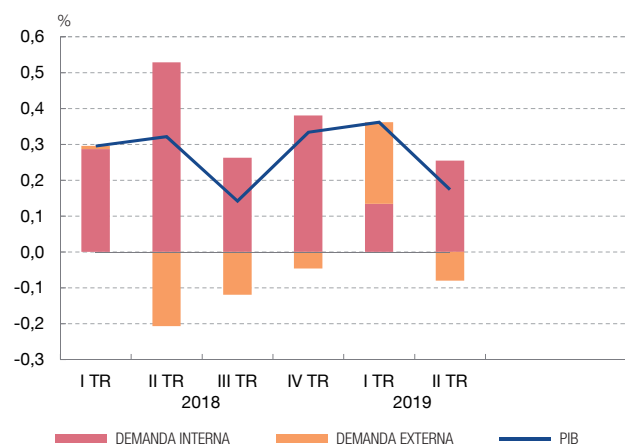
FUENTES: JP Morgan y Thomson Reuters.

Gráfico 1.3

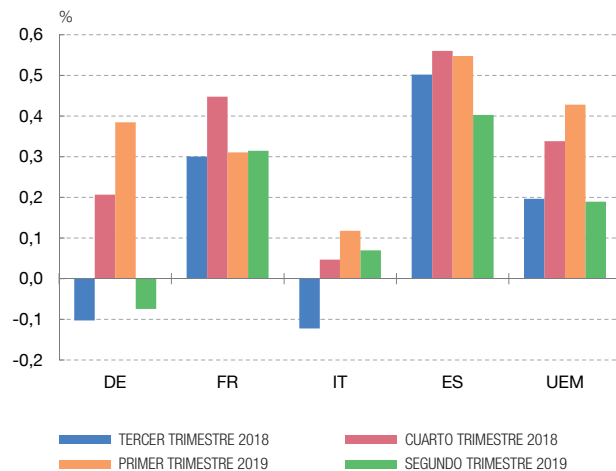
EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL ÁREA DEL EURO

El crecimiento del PIB del área del euro se ralentizó de forma notable en el segundo trimestre, en buena medida debido al retroceso de las exportaciones. El tono de la actividad económica fue especialmente débil en las economías con mayor especialización industrial, en especial, Alemania e Italia.

1 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB DE LA UEM Y CONTRIBUCIONES (a)



2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral



FUENTE: Eurostat.

a Excluido Irlanda.

El deterioro en las perspectivas de crecimiento globales y la ausencia de presiones inflacionistas han llevado a una nueva relajación de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas. La Reserva Federal estadounidense redujo el tipo de interés oficial en julio, septiembre y octubre, hasta el rango entre el 1,5 % y el 1,75 %, como medida preventiva frente a los riesgos globales. El BCE, por su parte, acordó introducir un paquete de medidas con un claro sesgo acomodaticio en su Consejo de Gobierno de septiembre. Entre otras, se aprobó una rebaja de 10 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósito, situándolo en el -0,50 %, se reforzó el *forward guidance* sobre los tipos de interés, y se mejoraron las condiciones de financiación de las operaciones trimestrales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO III). El BCE también acordó reanudar las adquisiciones netas en el marco de su programa de compra de activos, a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre y sin un límite temporal definido (Recuadro 1.2). Además, un buen número de bancos centrales en otras economías avanzadas y emergentes redujeron sus tipos de interés oficiales.

1.1.2 España

De acuerdo con las proyecciones del Banco de España, en el tercer trimestre de 2019 el PIB habría aumentado un 0,4 %, tasa análoga a la del segundo (gráfico 1.4). Los distintos componentes de la demanda final experimentaron en el primer semestre una moderación de sus tasas de crecimiento. En particular, las diferentes rúbricas de la demanda interna parecen haber acusado en la primera mitad del año la pérdida de fortaleza del entorno global y el repunte de la incertidumbre, si bien los indicadores disponibles para el tercer trimestre sugieren un comportamiento más dinámico del gasto de los hogares y sociedades no financieras en ese período. La ralentización de la actividad se habría visto reflejada en la evolución del empleo, cuya moderación sería algo más intensa que la del producto a tenor de los datos de afiliación a la Seguridad Social y de la última EPA. Estos apuntan a una pérdida de dinamismo de la ocupación en el sector privado que, aunque generalizada por ramas, sería más intensa en la construcción.

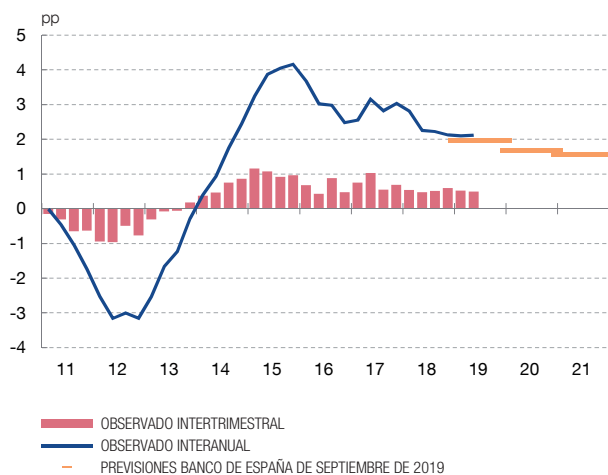
El escenario central de medio plazo contempla una continuación de la fase expansiva, aunque a ritmos más moderados y con riesgos a la baja. Las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, publicadas en septiembre, apuntan hacia una continuación del ciclo alcista a lo largo del período 2019-2021 (gráfico 1.4)¹. No obstante, en este escenario central, el ritmo de avance del PIB sería algo menor que el de años previos, en consonancia con la persistencia de

¹ Para más detalles, véase el Recuadro 1 «Proyecciones Macroeconómicas en España (2019-2021)», del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 3/2019, Banco de España.

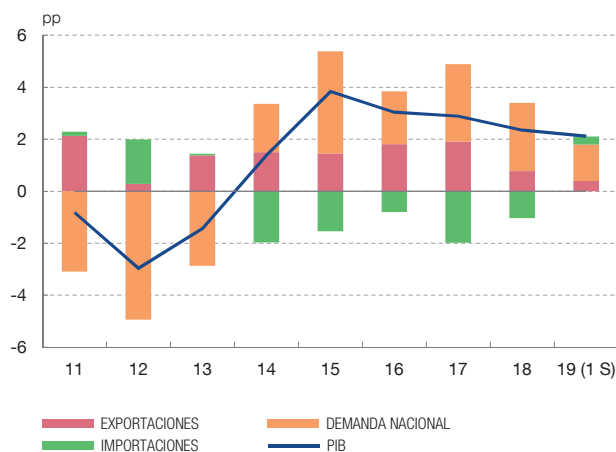
EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA

Se proyecta una continuación del ciclo alcista durante el período 2019-2021, aunque con ritmos de crecimiento menores que en años previos y con riesgos a la baja. La evolución reciente del PIB se habría apoyado una vez más en el crecimiento de la demanda interna, si bien esta última estaría viéndose afectada por la acumulación de incertidumbres externas e internas.

1 ESPAÑA. VARIACIÓN DEL PIB



2 ESPAÑA. VARIACIÓN DEL PIB Y CONTRIBUCIONES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

incertidumbres vinculadas principalmente al contexto exterior. Además, esta senda central estaría sujeta a riesgos a la baja, asociados a un potencial recrudescimiento de las tensiones comerciales y a la materialización de determinados riesgos geopolíticos (como un Brexit sin acuerdo), lo que daría lugar a que el crecimiento de la economía española fuera inferior al previsto. En el ámbito interno, no se puede descartar, asimismo, que la persistencia de la incertidumbre sobre la marcha futura de las políticas económicas y los acontecimientos recientes en Cataluña puedan afectar a la evolución del producto.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

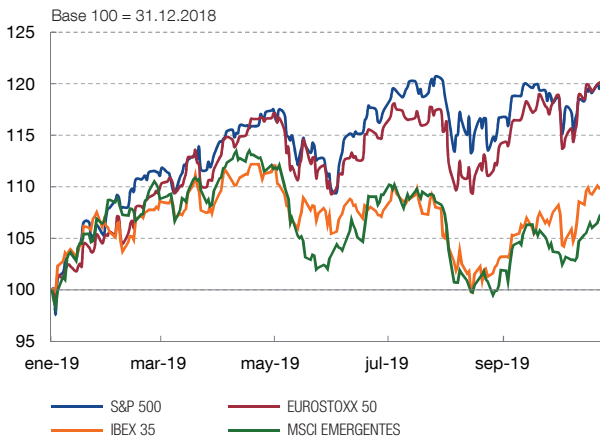
1.2.1 Mercados financieros

Los riesgos geopolíticos, las tensiones comerciales, las perspectivas macroeconómicas globales y las políticas monetarias acomodaticias de los bancos centrales han condicionado la evolución de los mercados financieros internacionales. En dos episodios concretos, en mayo y en agosto, dominó el sentimiento más negativo de los mercados en relación con el desenlace de las negociaciones comerciales entre China y EE.UU., otros riesgos de naturaleza

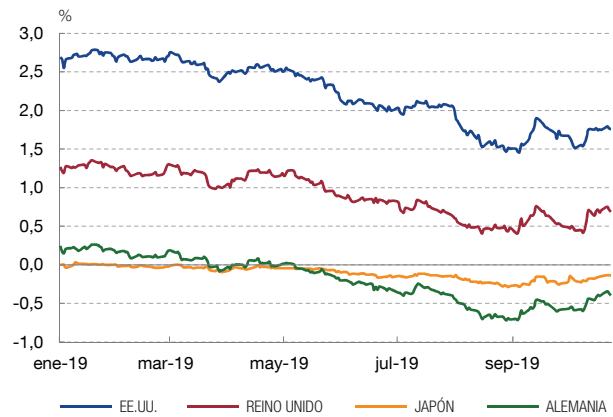
INDICADORES DE MERCADOS FINANCIEROS

Después de algunos episodios en los que predominó un sentimiento negativo en los mercados, los precios de los activos de mayor riesgo han experimentado una cierta recuperación desde finales de agosto. También se han recuperado las rentabilidades de la deuda soberana a largo plazo, que marcaron mínimos históricos en la mayoría de los países de la zona euro y en Estados Unidos durante el mes de agosto. En este último país, la pendiente de la curva soberana de rendimientos se invirtió en agosto en el tramo 2 años - 10 años por primera vez desde 2007. Por su parte, salvo por un breve episodio a principios de octubre, la volatilidad en los mercados ha tendido a reducirse desde finales de agosto.

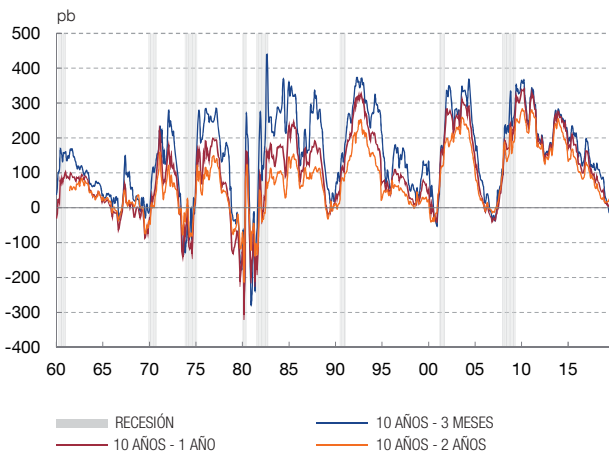
1 ÍNDICES DE BOLSA



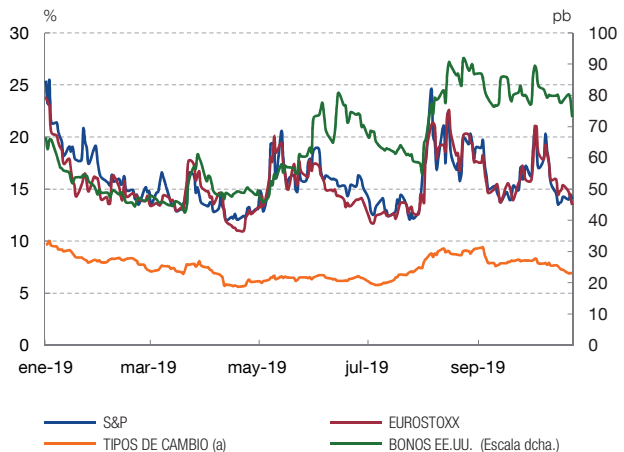
2 TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS



3 EE.UU.: DIFERENCIAL BONO A 10 AÑOS



4 VOLATILIDADES



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a Promedio de las volatilidades a 3 meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.

geopolítica y, en general, la marcha futura de la actividad económica. Ello se reflejó en retrocesos generalizados en los precios de los activos de mayor riesgo, como las acciones y la deuda corporativa de alto rendimiento, y aumentos en aquellos considerados más seguros, como la deuda soberana (gráfico 1.5). Las rentabilidades a largo plazo de estos valores se vieron adicionalmente presionadas a la baja por las expectativas de políticas monetarias más acomodaticias, alcanzándose mínimos históricos en la mayoría de los países de la zona euro y en Estados Unidos.

La creciente incertidumbre en los mercados también trajo consigo repuntes en la volatilidad de los precios, especialmente acusados en la deuda soberana.

Desde finales de agosto, se ha observado una mejoría generalizada en el sentimiento de los mercados financieros, en un contexto de aparentes avances en las negociaciones comerciales entre EEUU y China. Ello se ha traducido en un repunte de las rentabilidades de la deuda soberana y en una recuperación de los precios de los activos de mayor riesgo. De este modo, los principales índices bursátiles de los países desarrollados se encuentran en la fecha de cierre de este IEF por encima de los niveles alcanzados al cierre del anterior IEF y, en el caso de los de EE.UU., muy próximos a sus máximos históricos. Su PER ajustado al ciclo, que es un indicador del grado de alineamiento entre las cotizaciones bursátiles y los fundamentos económicos, evidencia unos precios algo elevados en comparación con los beneficios corporativos, dada la relación histórica entre las dos variables (gráfico 1.6). En cambio, en los mercados de España y de la UEM esta ratio se sitúa por debajo de su nivel medio desde 1997, lo que apunta a la ausencia de indicios de sobrevaloración.

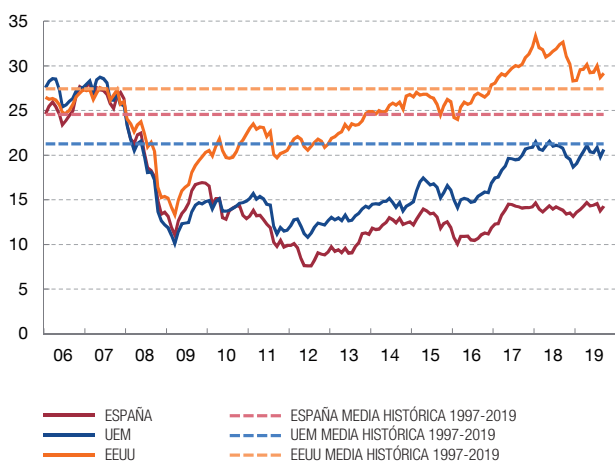
En los mercados financieros de la UEM destaca la compresión de las primas de riesgo soberanas desde junio de 2019, así como el peor comportamiento relativo de los índices bursátiles bancarios. En España, el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana a 10 años frente a Alemania ha caído alrededor de 45 pb, mientras que en Italia ha disminuido en torno a 120 pb (gráfico 1.6). Esta evolución se habría visto favorecida tanto por el anuncio de la reanudación de los programas de compras por parte del BCE como por la menor percepción de riesgos. En el caso italiano ha sido clave la constitución de un nuevo gobierno más europeísta; mientras que en España lo ha sido la mejora tanto en la calificación crediticia otorgada por Standard & Poors (revisión de la calificación de «A» a «A+») como en la perspectiva por DBRS (de estable a positiva) a finales de septiembre. Por otro lado, los índices bancarios europeos acumularon nuevos descensos, desde la fecha de cierre del anterior IEF, del 7 % en el del EuroStoxx y del 10 % en el de la Bolsa de Madrid (gráfico 1.6). Estos retrocesos en las cotizaciones de los bancos estarían explicados por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, que incide negativamente sobre los beneficios esperados del sector bancario tanto a través de su efecto sobre el deterioro de la calidad de la cartera crediticia y de la menor demanda de servicios de intermediación financiera, como del posible estrechamiento en el margen de intereses unitario asociado a las expectativas de que los tipos de interés continúen en niveles muy reducidos, o incluso negativos, durante un periodo más prolongado.

Los índices de las bolsas españolas han registrado un peor comportamiento que los correspondientes indicadores de los principales mercados europeos. Esta evolución se explica principalmente tanto por el mayor retroceso experimentado por el precio de las acciones del sector bancario en España como por el peso relativo más elevado de este sector en los índices nacionales.

OTROS INDICADORES DE MERCADOS FINANCIEROS

La relación entre el precio de las acciones y los beneficios (PER), en términos ajustados al ciclo, se sitúa algo por encima de su media histórica en EEUU, y por debajo de este promedio en la UEM y en España. En los mercados financieros de la zona del euro destaca la compresión en las primas de riesgo soberanas, así como el peor comportamiento relativo de los índices bursátiles bancarios. Los índices de condiciones financieras evidencian que estas siguen siendo relativamente holgadas en las economías avanzadas.

1 PER AJUSTADO AL CICLO (a)



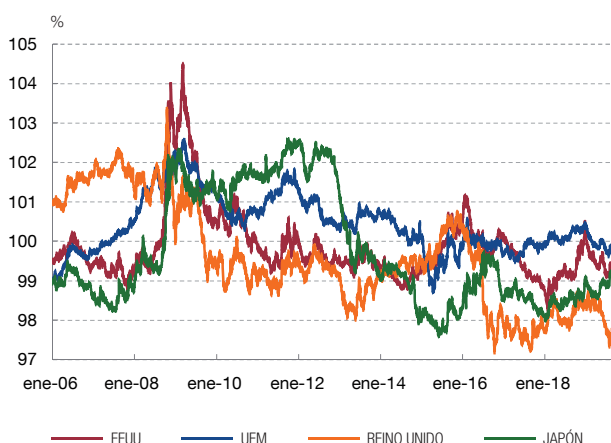
2 DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA



3 ÍNDICES BANCARIOS



4 ÍNDICES GOLDMAN SACHS DE CONDICIONES FINANCIERAS



FUENTES: Robert J. Shiller, Thomson Reuters Datastream y Bloomberg Data License.

a El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de 10 años de los beneficios.

La materialización de algunos de los riesgos descritos en la sección 1.1, podría desencadenar nuevos periodos de tensión en los mercados financieros internacionales, con consecuencias potencialmente negativas para la estabilidad financiera. Así, un nuevo episodio de este tipo, que venga acompañado de fuertes repentes en las primas de riesgo supondría un endurecimiento de las condiciones financieras, que interrumpiría un período prolongado en el que estas se han mantenido holgadas (gráfico 1.6). Estos desarrollos podrían afectar en mayor

medida a los segmentos más vulnerables como el de la deuda con peor calidad crediticia, incluyendo los préstamos apalancados y los CLOs², y a los mercados con valoraciones elevadas, y podrían extenderse a otros activos. Esto amplificaría el efecto directo de la perturbación sobre el crecimiento económico asociado a la menor confianza de los agentes y a otros factores reales, deteriorando no solo la calidad crediticia de las carteras de los bancos sino también reduciendo el valor de otros activos de su balance.

A medio plazo, la prolongación en el tiempo de unas condiciones financieras holgadas caracterizadas por unos tipos de interés muy reducidos también plantea algunos retos para la estabilidad financiera. En este contexto, los supervisores macro y microprudenciales deberán seguir de cerca el comportamiento de los intermediarios bancarios y no bancarios y utilizar los instrumentos disponibles para frenar una eventual asunción excesiva de riesgos que pudiera tener implicaciones sistémicas o para acumular colchones con los que hacer frente a perturbaciones adversas futuras.

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

La información disponible apunta a una ralentización de la actividad en el mercado inmobiliario en el periodo transcurrido de 2019. Desde finales de 2018, un número creciente de indicadores del mercado de la vivienda, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta, se han desacelerado, a pesar del mantenimiento de condiciones de financiación holgadas y de la continuación del proceso de creación de empleo, aunque a tasas más reducidas. La incertidumbre procedente del entorno exterior podría haberse comenzado a trasladar, como en el caso de otros componentes de la demanda interna, a la inversión en vivienda. Por lo que respecta a las compraventas, la ralentización ha sido más intensa en las operaciones realizadas sobre viviendas usadas (gráfico 1.7). Esta reciente pérdida de vigor en las operaciones de compraventa sería atribuible en mayor medida a la desaceleración del componente nacional de la demanda de vivienda, puesto que el componente no nacional (tanto residente como no residente) permanece estable en torno al nivel de finales del año pasado, que constituyó un máximo histórico. Por su parte, la actividad de construcción de vivienda nueva, aproximada por el número de visados, redujo notablemente su crecimiento interanual hasta julio. En términos acumulados de doce meses, la cifra de visados de julio suponía algo más del 12 % del registro máximo pre-crisis.

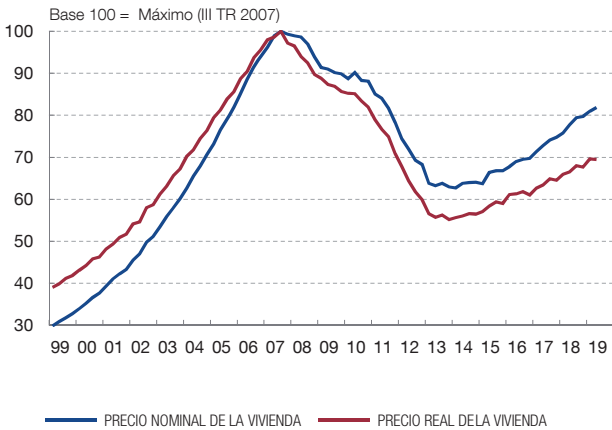
Los precios de la vivienda usada se han desacelerado recientemente, mientras que los de la vivienda nueva han elevado su ritmo de crecimiento. En el primer

² Los CLOs son titulizaciones de préstamos apalancados. Véase «Financial Stability Report», Federal Reserve Board, May 2019, e IEF del Banco de España, primavera 2019. La presencia de CLOs en el sistema financiero español es muy reducida en comparación con otros países europeos y EEUU.

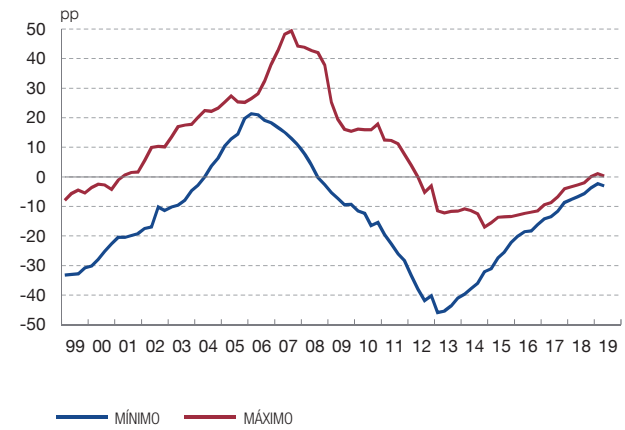
INDICADORES DE ACTIVIDAD DEL MERCADO DE LA VIVIENDA (a)

La actividad en el mercado inmobiliario se ha ralentizado en el transcurso de 2019, condicionada por la desaceleración de la demanda de compradores nacionales pero también por la adaptación de los agentes a los últimos cambios normativos en el mercado hipotecario. La oferta de vivienda también se ha desacelerado y continúa muy alejada de su volumen máximo precrisis. Respecto a los precios, los de vivienda usada se han ralentizado recientemente, mientras que los del segmento de obra nueva se están acercando a su máximo histórico.

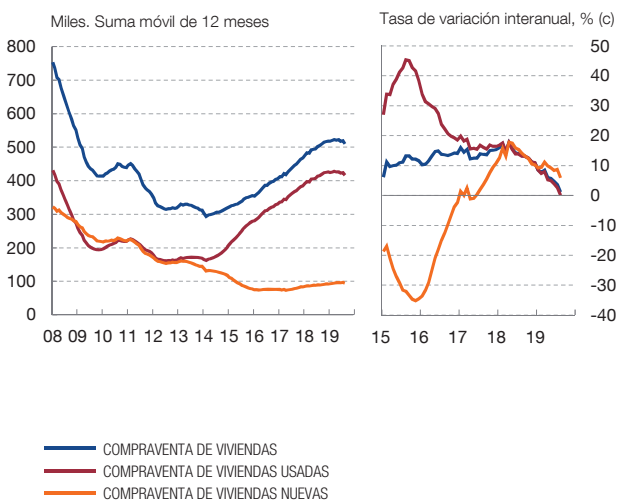
1 PRECIO DE LA VIVIENDA



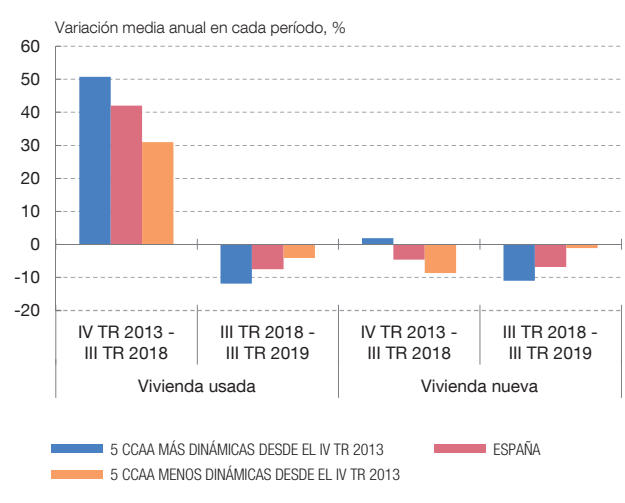
2 INDICADORES DE DESEQUILIBRIO DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (b)



3 TRANSACCIONES



4 TRANSACCIONES POR REGIONES



FUENTES: Banco de España, BCE, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

- a Última observación: segundo trimestre de 2019 (precios de la vivienda), y agosto (compraventas de viviendas). Los precios reales de la vivienda están deflactados por el índice de precios de consumo.
- b Se presenta el máximo y el mínimo de cuatro indicadores de desequilibrio. Los dos primeros son brechas calculadas como la diferencia entre el valor de la variable de interés en cada periodo y su tendencia de largo plazo para i) los precios de la vivienda en términos reales y ii) la ratio de precios de la vivienda sobre la renta disponible de los hogares. Los dos últimos indicadores están basados en modelos econométricos. El primero de ellos se basa en una estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios del precio de la vivienda, en términos reales, sobre la renta disponible de los hogares y los tipos de interés de las hipotecas. El segundo se basa en un modelo de corrección del error en el que, en el largo plazo, el precio de la vivienda, en términos reales, depende de la renta disponible de los hogares y los tipos de interés de las hipotecas. En todo los casos, las tendencias de largo plazo son obtenidas con un filtro de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro suavizado igual a 400.000.
- c Tasa de variación interanual sobre el flujo acumulado de doce meses.

semestre de 2019, el precio medio de la vivienda registró un crecimiento interanual promedio del 6 %, frente al 6,7 % en el conjunto de 2018. La ralentización se debió al comportamiento de la vivienda de segunda mano, que registró un incremento del 5,6 %, 1,2 pp menos que en 2018. Por el contrario, el precio de la vivienda nueva continuó acelerándose en el primer semestre (8,8 % interanual, por encima del 6,4 % en 2018), con lo que ha seguido aproximándose a su nivel máximo histórico, alcanzado en el tercer trimestre de 2008, del cual le separan 7 pp. Aunque, en términos reales aún se encuentra un 18 % por debajo de su máximo histórico³. En términos agregados y reales, los precios de la vivienda permanecen aún en torno al 30 % por debajo de los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2007 (gráfico 1.7). Los indicadores y modelos disponibles, basados en datos agregados y sujetos a un elevado grado de incertidumbre, sugerirían que los precios se encuentran ya alrededor de su nivel de equilibrio (gráfico 1.7).

La evolución de la actividad y de los precios en el mercado inmobiliario continúa mostrando una elevada heterogeneidad geográfica y por segmentos. En los últimos doce meses, el incremento de los precios, tanto para vivienda nueva como usada, ha tendido a moderarse en aquellas áreas en las que los precios habían crecido en mayor medida desde su mínimo post-crisis. Por el contrario, el ritmo de aumento de los precios se ha mantenido y, en algunos casos, se ha intensificado en aquellas zonas en las que los precios se habían recuperado más lentamente. En términos del volumen de compraventas, la desaceleración ha sido generalizada por regiones, si bien aquellas que han registrado un mayor dinamismo desde la recuperación han mostrado una debilidad relativa mayor en el último año (gráfico 1.7). Es decir, se está produciendo una cierta convergencia y reequilibrio en las tasas de variación de los precios y en los volúmenes de compraventas.

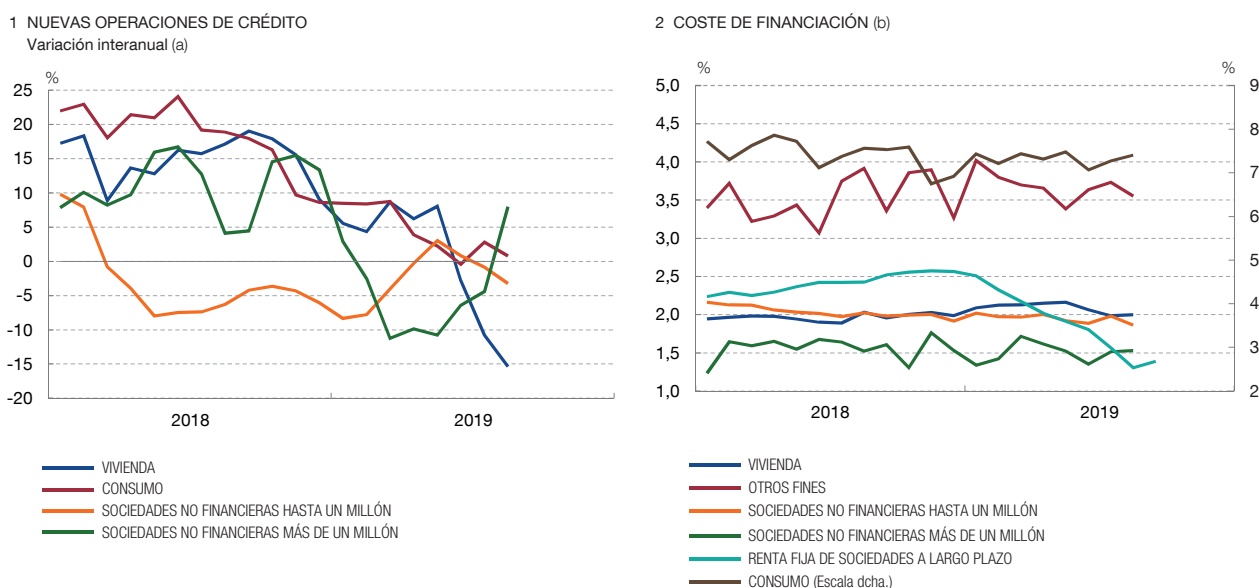
El porcentaje de hogares en régimen de alquiler continuó creciendo en 2018, si bien sigue mostrando una notable heterogeneidad entre tipos de hogares y zonas geográficas. En 2018, el peso del alquiler residencial en España prolongó su tendencia creciente iniciada a mediados de los años 2000, especialmente entre aquellos hogares en los que la edad de la persona de referencia se sitúa entre los 30 y los 44 años. El peso del alquiler en 2018 creció de forma generalizada por comunidades autónomas, aunque manteniendo una notable disparidad.

En línea con la ralentización de la actividad del mercado inmobiliario, se ha observado una pérdida de dinamismo de las nuevas operaciones de crédito a los hogares para la adquisición de vivienda. Desde junio, el volumen del crédito nuevo destinado a estos fines se está contrayendo, en términos interanuales, algo que no ocurría desde comienzos de 2014 (gráfico 1.8). En este sentido,

³ Por su parte, en el mismo período, el precio de la vivienda usada se situaba en un nivel un 38 % inferior a su máximo respectivo.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

El flujo de nuevo crédito al sector privado no financiero se ha desacelerado gradualmente a lo largo de 2019 y, en los últimos meses, ha pasado a contraerse en prácticamente todos los segmentos. El coste para las empresas de financiarse con valores de renta fija ha caído con intensidad, lo que ha sido aprovechado por las empresas para incrementar su recurso a la financiación mediante la emisión de deuda corporativa.



FUENTE: Banco de España.

a Calculada sobre los flujos acumulados de tres meses.

b Los tipos de interés de los préstamos bancarios son TEDR (tipo efectivo definición restringida).

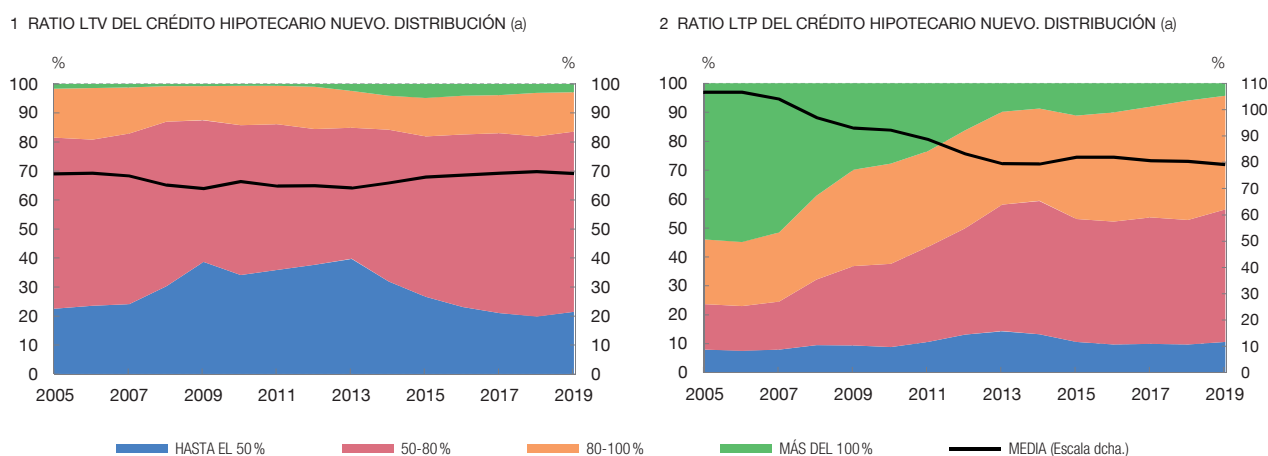
la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) sugiere que durante la primera mitad del año se habría producido un cierto endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos, al tiempo que las peticiones habrían seguido mostrando un escaso dinamismo. Esta evolución de las nuevas operaciones ha provocado que el ritmo de contracción del saldo de crédito en este segmento haya dejado de moderarse en los últimos meses (-1,1% en agosto), rompiendo la tendencia registrada durante 2018.

Los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos para la compra de vivienda cayeron en cerca de 20 pb, en términos acumulados, entre mayo y agosto (gráfico 1.8). Este descenso estaría principalmente vinculado con la caída que experimentaron los costes de financiación mayoristas desde abril. Así, por ejemplo, el Euribor a doce meses, tipo de interés de referencia habitual en estas operaciones, disminuyó en 17 pb entre abril y julio.

Las ratios préstamo-valor de tasación y préstamo-precio de adquisición registrado (LTV y LTP, por sus siglas en inglés) también apuntan a un cierto endurecimiento de los criterios de concesión del crédito hipotecario. En el gráfico 1.9 aparece la distribución de estos dos indicadores para las hipotecas

CONDICIONES DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN CONCESIÓN

Se observa un cierto endurecimiento de los estándares del crédito hipotecario, al reducirse el peso de las hipotecas con mayor apalancamiento (LTV y LTP de más del 80 %), y disminuye también el LTV/LTP medio de las nuevas hipotecas.



FUENTE: Colegio de Registradores.

a En las distribuciones, se acumula el principal de los préstamos (por periodo) para definir cada segmento dentro de la distribución. El significado de los acrónimos es el siguiente: LTV es *Loan to Value* y LTP es *Loan to Price* (por sus siglas en inglés). La media del LTV y del LTP está ponderada de acuerdo con el capital de cada hipoteca.

nuevas, obtenida a partir de las bases de datos del Colegio de Registradores. En ambos casos, el importe prestado se relaciona con el valor del colateral de la hipoteca, por lo que un aumento (reducción) de la proporción de préstamos con LTV/LTP elevado indicaría una relajación (endurecimiento) de los estándares crediticios. En este sentido, se observa un menor peso de los préstamos más apalancados (aquellos con LTV o LTP de más del 80 %) en la nueva financiación hipotecaria. Además, el LTV medio de los créditos nuevos se estabilizó en la primera parte de 2019, mientras que el LTP medio volvió a disminuir. Por su parte, el importe medio de las hipotecas se redujo en las zonas con mayor nivel de renta y creció con menor intensidad en el resto de áreas geográficas. Esto sugiere que la relación préstamo-ingresos de las personas o familias con hipotecas, otra de las dimensiones relevantes para valorar las condiciones hipotecarias, también podría haber mejorado.

Los valores de LTV y de LTP muestran una elevada estabilidad. Así, a pesar de que el peso de las operaciones con LTV bajo se ha reducido de forma significativa en los últimos años, el LTV medio es sólo algo más alto en la actualidad. En cambio, en el caso del LTP, se observa una disminución en el peso de las operaciones más apalancadas (con un LTP de más del 80 %) con respecto a los años de crisis. Además, el LTP medio es más bajo también. Las implicaciones que estos nuevos estándares crediticios tienen para el riesgo que asumen las entidades en el mercado hipotecario se analizan con detalle en el Recuadro 1.3.

En las actividades de construcción y promoción inmobiliaria se ha mantenido la reducción del saldo vivo del crédito bancario. La tasa de descenso interanual fue del 12,5 % en junio de 2019, lo que supone un ritmo de retroceso más moderado que el observado al cierre de 2018 (18,7 %). Esta evolución se explicaría principalmente por el todavía elevado volumen de amortizaciones y la venta de carteras de préstamos dudosos por parte de las entidades de crédito.

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Situación financiera y evolución del crédito

El flujo de crédito nuevo al sector privado no financiero se ha desacelerado gradualmente a lo largo de 2019, pasando a contraerse en prácticamente todos los segmentos en los últimos meses (gráfico 1.8). Esta evolución obedecería, como apunta la EPB, tanto a factores de oferta, especialmente en el caso de las hipotecas, como de demanda. A pesar de este endurecimiento en los criterios de aprobación, los costes de la financiación bancaria para hogares y empresas permanecieron, en términos generales, en niveles muy reducidos y sin variaciones relevantes. En el caso de las empresas, el coste de las emisiones de valores de renta fija ha caído con intensidad desde comienzos de año, lo que habría incrementado su atractivo frente a los préstamos bancarios.

El saldo vivo de la financiación captada por los hogares siguió expandiéndose a un ritmo muy contenido (del 0,3 %, en agosto). El segmento de crédito al consumo es el que muestra mayor dinamismo, con una tasa de crecimiento interanual del 10,2 % en agosto (gráfico 1.10). De acuerdo con la EPB, las entidades perciben una menor solvencia de los préstamos en este segmento, lo que también sería coherente con el incremento de la morosidad observado recientemente.

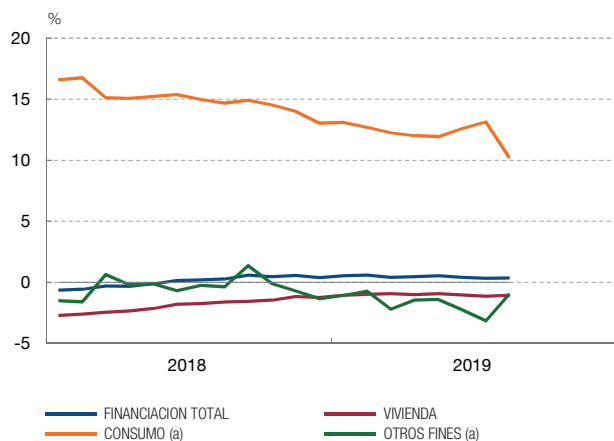
En este contexto, la posición patrimonial de los hogares ha seguido fortaleciéndose en los últimos meses, aunque a un menor ritmo. La renta bruta disponible de los hogares se incrementó por encima del 4 % interanual en la primera parte del año favorecida por la subida de los salarios y la disminución del desempleo. Asimismo, la ratio de deuda de los hogares sobre el PIB se redujo en 0,4 pp, hasta situarse en el 58,6 %, apenas 0,6 pp por encima de la media de la UEM. La carga financiera de la deuda también ha vuelto a disminuir durante este período. Por último, la riqueza neta de los hogares continuó expandiéndose debido tanto al aumento del componente financiero como del inmobiliario.

En el primer semestre de 2019, se intensificó el repunte que la tasa de ahorro de las familias comenzó a mostrar a finales del año anterior. La moderación

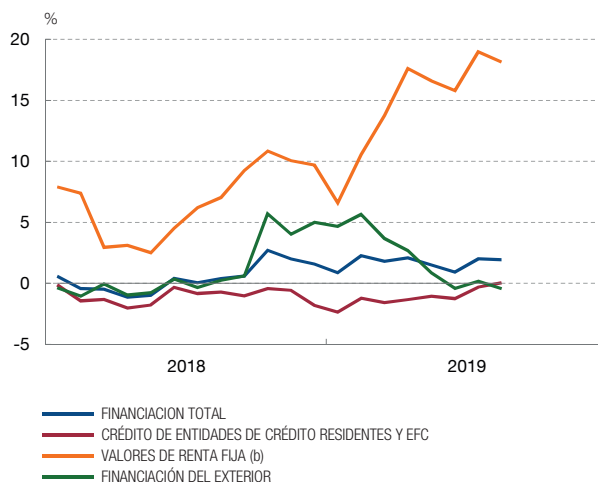
FINANCIACIÓN A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS

En la financiación a hogares, destaca el fuerte dinamismo del crédito al consumo; en las empresas, la financiación obtenida mediante emisión de deuda.

1 FINANCIACIÓN A LOS HOGARES
Variación interanual



2 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Variación interanual



FUENTE: Banco de España.

a No incluye la titulización.

b Incluye las emisiones realizadas por filiales residentes.

en el crecimiento del consumo y el repunte de la renta condujeron a que la tasa de ahorro de los hogares, en proporción a su renta bruta disponible, se situase en el 8,7 %, 1,8 pp por encima del nivel registrado a finales de 2018. De este modo, la tasa de ahorro no destinado al servicio de la deuda se situaría ya cerca de cero, después de haber estado en valores negativos durante los últimos años.

El conjunto de la financiación externa de las sociedades no financieras siguió expandiéndose a tasas interanuales próximas al 2%. Por componentes, la financiación mediante la emisión de deuda corporativa por parte de las sociedades está creciendo con fuerza (gráfico 1.10), favorecida por las caídas de los tipos de interés de mercado, particularmente en los tramos medios y largos (gráfico 1.8). Esto explicaría, en parte, el retroceso que se ha observado desde comienzos de año en el nuevo crédito bancario concedido a las sociedades no financieras. No obstante, la dinámica de las amortizaciones ha permitido que el saldo de crédito facilitado a las sociedades por parte de las entidades residentes haya incluso mostrado un ligero avance, en términos interanuales, en agosto. Por último, la financiación obtenida por las sociedades en el exterior ha pasado a contraerse levemente en el período más reciente, si bien este comportamiento ha estado muy condicionado por operaciones puntuales.

La posición patrimonial de las sociedades no financieras ha seguido mejorando, pero se empiezan a observar indicios de cierto deterioro de la

rentabilidad. En los seis primeros meses del año, la ratio de endeudamiento empresarial continuó disminuyendo. Este descenso llevó la ratio hasta el 73,4 % del PIB, 1,1 pp menos que en diciembre del año pasado y 4,3 pp por debajo de la media de la eurozona. Esta evolución, unida al reducido coste de la deuda, ha favorecido una nueva caída en la carga financiera del sector, marcando otro mínimo histórico. Sin embargo, los beneficios ordinarios de las sociedades no financieras de la muestra de la Central de Balances Trimestral del Banco de España apenas se incrementaron un 1,4 % en la primera mitad del año, cifra muy inferior a la del mismo período del ejercicio anterior (8,4 %), al tiempo que la rentabilidad del activo se redujo en 0,2 pp situándose en el 4 %.

La carga financiera de la deuda va disminuyendo según aumenta la rentabilidad de la empresa.

De hecho, alcanza niveles cercanos al 20 % para las empresas de los tres deciles más bajos (véase gráfico 1.11). Por tamaño de la empresa, se obtiene una relación de U invertida, siendo las empresas de tamaño medio las que tienen que realizar mayores esfuerzos para cumplir con sus obligaciones financieras. El gráfico 1.11 también pone de manifiesto que la carga financiera de la deuda aumentó significativamente para todas las empresas durante la última crisis, a pesar de que el proceso de desapalancamiento ya había comenzado algunos años antes. Este comportamiento se explica, sobre todo, por la disminución del resultado bruto durante la crisis y por el aumento de los tipos de interés. Este último elemento subraya la sensibilidad que puede tener la situación financiera de las empresas a un deterioro de sus beneficios y a un repunte de los tipos.

En los últimos meses, los costes de financiación del sector público se han reducido significativamente (gráfico 1.12).

Así, la rentabilidad de la deuda soberana española marcó mínimos históricos en agosto, situándose en el 0,04 % en el plazo de 10 años. En este contexto, el Tesoro Público mantuvo una estrategia en la que predomina la emisión de valores con plazos de vencimiento dilatados, lo que permitió un nuevo alargamiento de la vida media del conjunto de deuda en circulación, que se situaba en 7,5 años en septiembre. Además, la emisión neta del Tesoro para 2019 se ha reducido, registrando su menor nivel desde 2007.

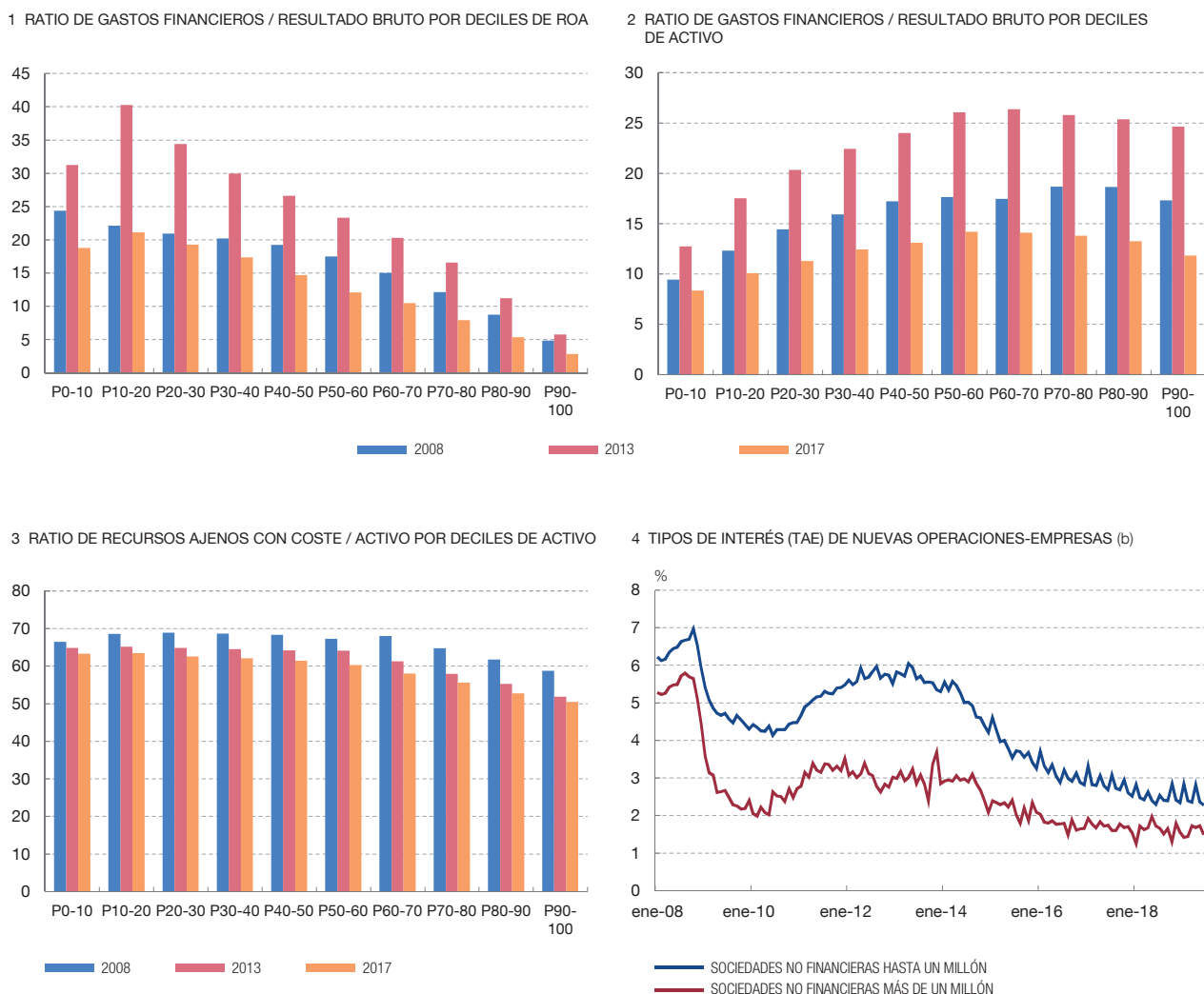
El elevado endeudamiento del sector público sigue suponiendo una importante fuente de vulnerabilidad para la economía española.

A pesar de que en los últimos años el déficit de las Administraciones Públicas se ha reducido, gracias fundamentalmente a la reactivación económica, aún se situó en el 2,5 % del PIB en 2018, el segundo más elevado de la eurozona. Asimismo, en junio de 2019, la ratio de deuda pública sobre PIB se encontraba en el 98,9 %, nivel todavía 13 pp superior a la media del área del euro. Aunque este elevado nivel de endeudamiento no se traduce en una carga de la deuda abultada debido a los reducidos costes de financiación, supone un importante elemento de vulnerabilidad para la economía española ante posibles aumentos del coste de financiación en los mercados o a un deterioro macroeconómico. El alargamiento de los plazos de vencimiento

Gráfico 1.11

POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS (a)

La carga financiera de la deuda va disminuyendo según aumenta la rentabilidad de la empresa, mientras que por tamaño se obtiene una relación en forma de U invertida, siendo las empresas medianas las que tienen que realizar mayores esfuerzos para cumplir con sus obligaciones financieras. En su evolución temporal, la carga financiera de la deuda aumentó significativamente para todas las empresas hasta 2013 a pesar del desendeudamiento, siendo en 2017 más reducida que en el año 2008.



FUENTE: Banco de España.

- a La información de balance y cuenta de resultados de las empresas se extrae de la Central de Balances del Banco de España. Las empresas analizadas incluyen a las sociedades no financieras fuera del sector de construcción y promoción inmobiliaria, excluyendo también las empresas financieras.
- b Se consideran nuevas operaciones de un período todos los créditos formalizados por primera vez con la clientela, y todos los contratos existentes en períodos anteriores cuyo importe, tipo de interés, plazo u otras condiciones financieras sustanciales para los tipos de interés se hubiesen renegotiado en el mes con la clientela.

de la deuda pública que se observa desde 2013 podría mitigar parcialmente este riesgo al reducir las necesidades de refinanciación.

De igual modo, la elevada posición de inversión internacional (PII) deudora neta supone otra importante vulnerabilidad para la economía española ante posibles cambios en el sentimiento de los mercados financieros internacionales.

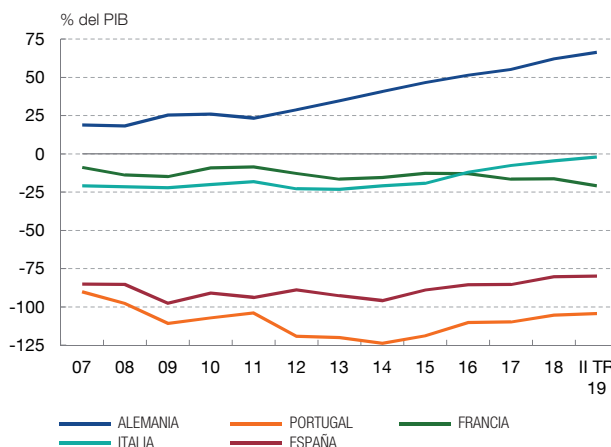
COSTE DE FINANCIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

Los costes de financiación de las AAPP se han reducido significativamente, mientras que la posición deudora neta de la economía española sigue en niveles elevados tanto desde una perspectiva histórica como internacional.

1 COSTE MEDIO DE FINANCIACIÓN DE LA DEUDA EMITIDA POR LAS AAPP



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR PAÍSES



FUENTES: Banco de España, Tesoro Público y Banco Central Europeo.

a Tipo de interés medio de las emisiones realizadas en el mes.

Si bien la PII deudora neta de la economía española, como porcentaje del PIB, se ha reducido en unos 18 pp desde 2014, ésta aún se situaba en el 79,9 % del PIB en junio de 2019, muy por encima de la media de la UEM (gráfico 1.12). Por su parte, la deuda externa bruta alcanzó el 171,6 % del PIB en el segundo trimestre del año, nivel solo 3,9 pp por debajo del máximo registrado en el primer trimestre de 2015, aunque similar al de otros países de nuestro entorno. El hecho de que la mayor parte de esta deuda externa bruta tenga un plazo de vencimiento dilatado, esté denominada en euros, y sea emitida por las Administraciones Públicas, aliviaría, en cierta medida, su riesgo de refinanciación.

1.3.2 Otras interconexiones con el sector financiero

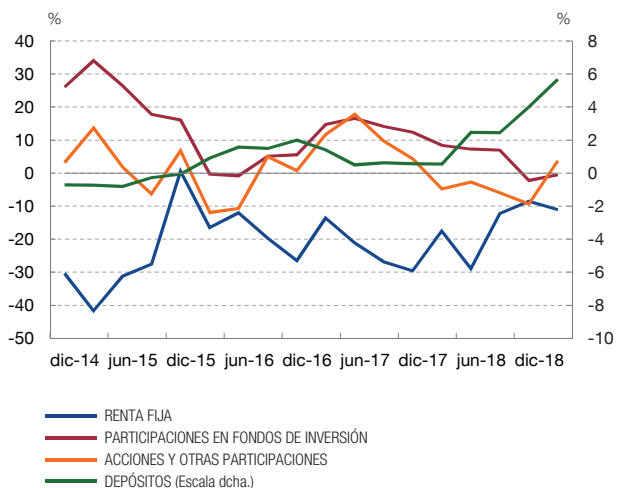
El principal activo financiero en el que los hogares invierten su riqueza bruta son los depósitos (38,2 % del total en marzo de 2019). Desde 2015 los depósitos venían perdiendo relevancia en la cartera de los hogares a favor de los fondos de inversión. En concreto, las participaciones en fondos de inversión de los hogares experimentaron un crecimiento acumulado del 40,2 %, mientras que los depósitos solo aumentaron un 7,9 % en estos cinco años, en parte debido a la progresiva reducción de su remuneración en un entorno de muy bajos tipos de interés. No obstante, en 2019 se está observado un importante repunte del volumen de depósitos (5,7 % en tasa interanual) a pesar de que su rentabilidad es prácticamente nula, muy

Gráfico 1.13

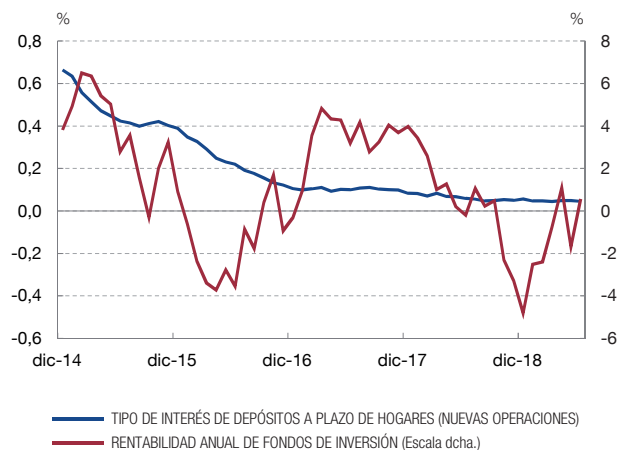
BALANCE FINANCIERO DE LOS HOGARES

Los activos financieros de los hogares han aumentado en los últimos cinco años cerca de un 10 % hasta situarse en 2,2 billones de euros a marzo de 2019. Si bien la composición de la cartera de activos financieros se ha mantenido estable en este período, destaca el crecimiento experimentado por los fondos de inversión y, en menor medida, el de los depósitos, en contraposición a la reducción del efectivo y la renta fija.

1 ACTIVOS FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



2 INDICADORES DE RENTABILIDAD



FUENTE: Banco de España.

por encima de las tasas de variación de otros activos financieros (gráfico 1.13). La baja rentabilidad de los valores de renta fija habría reducido el interés por la inversión en los activos vinculados a estos, mientras la volatilidad de los de renta variable habría desanimado la inversión directa e indirecta en estos instrumentos en un contexto de elevada incertidumbre (gráfico 1.5).

