

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**2/2019**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





## ÍNDICE

### Informe trimestral de la economía española

- 1 Principales mensajes 5
- 2 Los mercados financieros internacionales 30
- 3 Entorno exterior de la economía española 32
- 4 La economía española 41

### Recuadros

- Recuadro 1 Los factores explicativos de la evolución reciente del mercado del petróleo 9
- Recuadro 2 El margen de actuación de las políticas económicas en China 12
- Recuadro 3 Efectos macrofinancieros globales de la política monetaria de Estados Unidos: una exploración cuantitativa 15
- Recuadro 4 Evolución reciente de los costes laborales y de los márgenes en el área del euro 19
- Recuadro 5 El impacto de la desaceleración del sector del automóvil desde una perspectiva de cadenas globales de valor 21
- Recuadro 6 La política fiscal en España en el marco de la gobernanza presupuestaria europea 25
- Recuadro 7 Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE 28

### Artículos Analíticos 53

### Notas Económicas 59

### Publicaciones del Banco de España 61

### Siglas, abreviaturas y signos utilizados 62



**Tras el comportamiento algo más favorable de lo esperado en el primer trimestre, la economía global ha mostrado señales de ralentización en los últimos meses.** Al inicio del año, la actividad tendió a sorprender al alza, especialmente en las economías desarrolladas. Sin embargo, el crecimiento del producto descansó en una proporción inusualmente elevada en la contribución de la variación de existencias (lo que, en el caso del Reino Unido, vino asociado a la posibilidad de que a finales de marzo se produjera un *brexit* sin acuerdo), en tanto que los principales componentes de demanda mostraron una cierta atonía. Ya en el segundo trimestre, los indicadores más relevantes han revelado un cierto debilitamiento de la actividad. Además, a futuro, el recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China ha acrecentado los riesgos acerca de la sostenibilidad de la fase expansiva de la economía global, lo que ha tenido implicaciones importantes para la evolución de los mercados financieros. En particular, el empeoramiento de las perspectivas de la actividad, el descenso de las expectativas de inflación y la búsqueda de refugio ante la reducción del apetito por el riesgo han conducido a un pronunciado descenso de las rentabilidades de la deuda soberana, que, en numerosos países del área del euro, ha provocado que amplios tramos de la curva de rendimientos de dicha deuda registren rendimientos negativos.

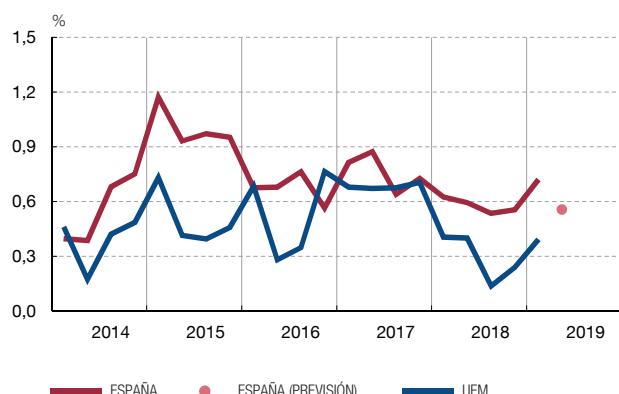
**En respuesta al aumento de la incertidumbre que rodea a las perspectivas económicas, los distintos bancos centrales han reaccionado adoptando un tono más acomodaticio de su política monetaria.** El comunicado emitido por la Reserva Federal de Estados Unidos tras su reunión del 19 de junio apunta a la posibilidad de que el próximo movimiento de los tipos de interés sea a la baja, lo que, de materializarse, pondría fin al ciclo de tensionamiento de la política monetaria en esa economía que se inició en 2015.

**En el área del euro, la actividad económica ha continuado dando muestras de debilidad, sobre todo en la industria, sector más relacionado con el comercio mundial.** Como en otras áreas, también en la Unión Económica y Monetaria (UEM) pudo observarse un repunte del crecimiento del producto interior bruto (PIB) en el primer trimestre, que, no obstante, reflejó en gran parte factores de carácter transitorio. Una vez descontada la contribución de estos elementos, persiste, en general, un tono de crecimiento moderado, en un contexto de incertidumbre política. Además, se ha acentuado la atonía de la actividad en las manufacturas, con el trasfondo de la escalada de las tensiones proteccionistas. En este contexto, el Eurosistema revisó ligeramente a la baja sus proyecciones de crecimiento del PIB para 2020 y 2021. Por su parte, las presiones inflacionistas han seguido siendo reducidas. En el período de proyección, se espera que la inflación subyacente muestre una tendencia alcista apoyada en el crecimiento continuado —aunque relativamente modesto— de la actividad, que daría lugar a un cierto repunte de los márgenes empresariales tras su compresión reciente.

**Dados estos desarrollos, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) adoptó nuevas medidas de política monetaria en su reunión del pasado 6 de junio, al objeto de apoyar la convergencia de la tasa de inflación hacia su objetivo.** En concreto, el Consejo modificó sus orientaciones acerca de los tipos de interés oficiales, al anunciar que permanecerán en sus niveles actuales al menos hasta el final del primer semestre de 2020, seis meses más tarde de lo comunicado con anterioridad. Además, también dio a conocer los detalles pendientes de definir acerca de los tipos aplicables a

A pesar de la ligera desaceleración en el crecimiento esperado para el segundo trimestre, la actividad en España continúa registrando tasas superiores a las observadas en el área del euro. La inflación sigue creciendo a tasas moderadas, algo inferiores a las del conjunto de la UEM.

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (b)



2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



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

- a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales en los índices de precios de consumo.  
b El dato del segundo trimestre es una proyección del Banco de España.

Descargar

las nuevas operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III). El 18 de junio, el presidente del BCE indicó la disposición de esa institución para adoptar nuevas medidas de estímulo en caso necesario, lo que reforzó la tendencia ya descrita de descenso de las rentabilidades en los mercados de deuda soberana.

**En contraste con la debilidad relativa del área del euro, la economía española conserva una mayor fortaleza.** En el primer trimestre del año, el PIB español creció, según datos provisionales, un 0,7 % (tres décimas más que en la UEM)<sup>1</sup>. La información disponible hasta el momento apunta a que el avance del producto en el segundo trimestre podría haber sido del 0,6 % en España (frente a la desaceleración más pronunciada en el área del euro). La creación de empleo en la economía española parece haberse ralentizado a lo largo del trimestre en mayor medida que la actividad. En particular, las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron en mayo una cierta pérdida de empuje.

**El sostenimiento de la actividad se está apoyando en el mantenimiento del dinamismo de la demanda interna.** La continuada mejora de la situación patrimonial de familias y empresas, junto con la persistencia de condiciones financieras holgadas (a pesar de la aparición de algunos indicios de que las entidades podrían estar comenzando a aplicar criterios más estrictos a la concesión de crédito), sigue actuando como elemento de soporte del gasto de los agentes privados. A futuro, el ritmo de avance del consumo privado podría experimentar una cierta moderación, a la luz del probable aumento de la propensión de los hogares al ahorro, dado el reducido nivel alcanzado por esta variable, y de la desaceleración del crédito para consumo que ya ha comenzado a observarse. No obstante, el repunte de los salarios reales tenderá, por el contrario, a actuar como sostén de este componente del gasto.

<sup>1</sup> Véase el recuadro 1.2 del *Informe Anual 2018*, del Banco de España («La resistencia de la economía española ante el empeoramiento del entorno exterior»).

|   | 2017 | 2018 | 2018 |       |        |       | 2019 |       |
|---|------|------|------|-------|--------|-------|------|-------|
|   |      |      | I TR | II TR | III TR | IV TR | I TR | II TR |
| Contabilidad Nacional   |      |      |      |       |        |       |      |       |
| Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria    |      |      |      |       |        |       |      |       |
| Producto interior bruto   | 3,0  | 2,6  | 0,6  | 0,6   | 0,5    | 0,6   | 0,7  | 0,6   |
| Contribución de la demanda nacional (b)                           | 2,9  | 2,9  | 0,8  | 0,8   | 0,5    | 0,3   | 0,5  | 0,7   |
| Contribución de la demanda exterior neta (b)                      | 0,1  | -0,3 | -0,2 | -0,2  | 0,0    | 0,3   | 0,2  | -0,2  |
| Tasas de variación interanual                                     |      |      |      |       |        |       |      |       |
| Empleo  | 2,9  | 2,5  | 2,6  | 2,5   | 2,4    | 2,6   | 2,8  | 2,4   |
| Indicadores de precios (c)  |      |      |      |       |        |       |      |       |
| Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)                    | 2,0  | 1,7  | 1,1  | 1,8   | 2,3    | 1,8   | 1,1  | 1,3   |
| Índice armonizado de precios de consumo, sin energía ni alimentos | 1,2  | 1,0  | 1,1  | 1,0   | 0,9    | 1,1   | 0,8  | 1,2   |

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 22 de mayo de 2019. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España.

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

c El dato del segundo trimestre de 2019 es la media de las tasas interanuales de los meses de abril y mayo.

**El dinamismo de la demanda interna privada contrasta con la debilidad de las ventas al exterior.** Las exportaciones de bienes han seguido mostrando un tono desfavorable, influenciadas por la desaceleración del comercio internacional y de la actividad industrial a escala global, desarrollos que, a su vez, están probablemente relacionados con la escalada proteccionista. Una rama que está contribuyendo de modo significativo a lastrar las ventas al resto del mundo es la del automóvil, afectada desde el pasado verano por diversas perturbaciones. Por el contrario, tras la significativa ralentización observada durante gran parte de 2018, las exportaciones de servicios turísticos han venido mostrando, desde finales del pasado año, un comportamiento más expansivo. Por su parte, las compras al resto de mundo están acusando el débil pulso exportador, dado el elevado contenido importador de este componente de demanda. En el más corto plazo, es probable que se prolongue el escaso dinamismo de las ventas de bienes al resto del mundo, a tenor de la evolución negativa de las carteras de pedidos exteriores.

**La evolución de la inflación subyacente sigue sin acusar el aumento de presiones de precios que *a priori* cabría esperar, como consecuencia del repunte de los costes laborales y de la sostenida pujanza de la demanda.** La tasa de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), excluidos alimentos y energía, sigue siendo inferior al 1 %. Esta evolución contrasta con el repunte de los salarios y con la ampliación paulatina de la brecha de producción positiva. Por su parte, el indicador general ha descendido también por debajo de esa cota en mayo, como consecuencia de la desaceleración de los precios de la electricidad y de los combustibles, y, dada la senda esperada por los mercados de futuros para el precio del petróleo, cabe esperar un debilitamiento adicional del IAPC en el transcurso del segundo semestre.

**El escenario central de las proyecciones más recientes del Banco de España contempla una prolongación de la fase expansiva<sup>2</sup>.** Estas perspectivas se sustentan sobre el hecho de que el avance sostenido de la actividad observado hasta ahora haya

<sup>2</sup> Véase «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2021): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2019».



sido compatible con el mantenimiento de algunos equilibrios macrofinancieros, como la mejora de la competitividad exterior y su reflejo en la persistencia de un superávit frente al resto del mundo, o la continuación del proceso de corrección de algunos otros, como el endeudamiento del sector privado. A esta evolución favorable proyectada contribuyen adicionalmente las perspectivas de que el tono acomodaticio de la política monetaria siga favoreciendo el mantenimiento de condiciones financieras muy favorables. Además, bajo los supuestos utilizados en el ejercicio de proyecciones acerca del crecimiento de los mercados de exportación (que proceden de las últimas proyecciones del Eurosistema<sup>3</sup>), en ausencia de nuevas perturbaciones, este se recuperaría gradualmente a partir del tramo final de este año.

**Este escenario está sometido, no obstante, a riesgos a la baja de magnitud significativa.** Estos proceden, fundamentalmente, del contexto exterior a la economía española. En particular, como se ha apuntado, en las últimas semanas se ha producido un agravamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que ha conducido a un aumento de la probabilidad de que las negociaciones actualmente en curso culminen sin acuerdo. Además, persisten los riesgos de que la salida del Reino Unido de la UE se produzca sin un acuerdo previo, lo que podría tener consecuencias globales severas. Por último, no se han despejado las dudas acerca del grado de efectividad de las medidas expansivas adoptadas por las autoridades chinas para impulsar la actividad en esa economía. En el plano interno, no se ha constituido todavía un gobierno de la nación tras las elecciones celebradas hace dos meses, por lo que subsisten las incertidumbres acerca de las futuras políticas económicas.

**En el ámbito fiscal, la Comisión Europea ha recomendado al Consejo Europeo que derogue el Procedimiento de Déficit Excesivo en el que las finanzas públicas españolas han estado inmersas durante la última década.** No obstante, las cuentas de las Administraciones Públicas (AAPP) continúan presentando una situación de desequilibrio que, de acuerdo con las reglas acordadas por los Estados miembros de la UE, requerirá la aplicación de medidas en el marco del denominado «brazo preventivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El cumplimiento de estas obligaciones contraídas frente al resto de los países europeos ha de servir de acicate para intensificar la consolidación presupuestaria, necesaria para aumentar la resistencia de la actividad y del empleo de la economía española frente a eventuales perturbaciones futuras.

---

3 Véase «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2019».



El precio del barril de *Brent* ha experimentado una pronunciada subida a lo largo del período transcurrido del año. En concreto, entre el cierre de 2018 y finales de abril de 2019 se produjo un encarecimiento del 40 %, hasta 75 dólares, que es el nivel más elevado del precio de esta materia prima desde octubre de 2018 (si bien con posterioridad se ha observado un descenso relativamente pronunciado) (véase gráfico 1.1). Como se desarrolla en este recuadro, el repunte de los precios observado en el primer cuatrimestre del año estaría asociado a diversos factores de oferta, incluidos los recientes recortes de la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de sus socios, las sanciones estadounidenses a Irán y la abrupta caída de la producción en Venezuela (véase gráfico 1.2).

Además, el encarecimiento del crudo que tuvo lugar entre enero y abril habría podido responder también, en parte, a factores de demanda, en la medida en que vino acompañado de una percepción de cierta mejoría en la evolución de la actividad mundial. No obstante, después de que, al inicio del año, los desarrollos económicos fueran algo más favorables de lo esperado, el recrudecimiento reciente de las tensiones comerciales ha hecho que resurjan las dudas acerca de la fortaleza de la demanda mundial, lo que habría podido contribuir a la caída de los precios del petróleo observada a lo largo de mayo.

En este recuadro se describen detalladamente los factores de oferta que explicarían el encarecimiento del crudo en el conjunto de los meses transcurridos de 2019, y se proporciona una

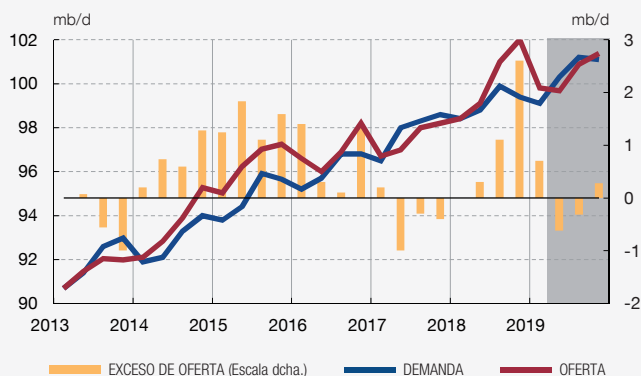
Gráfico 1  
MERCADO DE PETRÓLEO

El precio del barril de *Brent* ha aumentado considerablemente en 2019. Este repunte está asociado a los recortes de la producción de la OPEP y de sus socios, a las sanciones estadounidenses a Irán y a la abrupta caída de la producción en Venezuela. El recrudecimiento de las tensiones comerciales en el período más reciente acrecienta las dudas sobre la debilidad de la demanda mundial de petróleo.

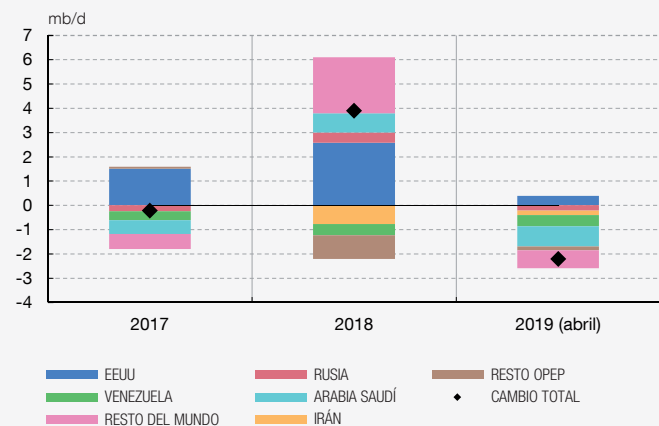
#### 1 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (*BRENT*)



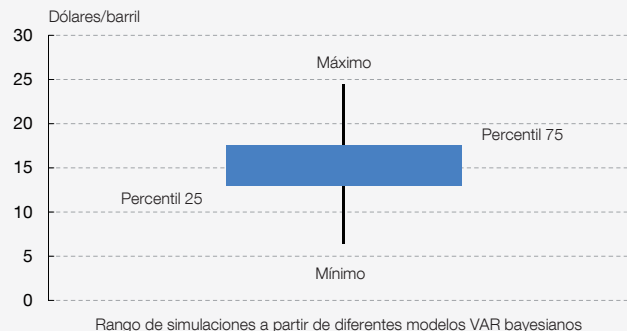
#### 2 OFERTA Y DEMANDA (a)



#### 3 VARIACIÓN EN LA PRODUCCIÓN (b)



#### 4 IMPACTO DE UN SHOCK PERMANENTE DE OFERTA DE -1 mb/d



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, Bloomberg, IFS y Banco de España.

- a Proyecciones de oferta calculadas considerando la producción de la OPEP constante.  
b Cuarto trimestre sobre cuarto trimestre, excepto 2019: abril sobre diciembre.

cuantificación de la sensibilidad de los precios del petróleo ante perturbaciones de esa naturaleza. Un elemento de oferta fundamental a la hora de explicar la evolución de los precios es la estrategia de producción de la OPEP y de sus socios. El pasado mes de diciembre, este conjunto de países pactó un recorte de su extracción de crudo de 1,2 millones de barriles al día (mb/d), un 1,2 % de la oferta mundial de petróleo, para tratar de reequilibrar el mercado, tras la tendencia al aumento de inventarios y la caída de los precios observadas en la segunda mitad de 2018. Según el acuerdo alcanzado, los países de la OPEP habrían de contribuir con 0,8 mb/d al recorte, y los socios no-OPEP, con 0,4 mb/d<sup>1</sup>. El objetivo del acuerdo era tratar de poner un suelo al precio del barril de en torno a los 60 dólares. Con datos hasta abril, la disminución de la producción habría superado en 0,4 mb/d a la que se había pactado (véase gráfico 1.3)<sup>2</sup>. En su próxima reunión de junio, la OPEP deberá decidir, a la vista de la evolución del mercado, acerca del mantenimiento de los recortes.

Otro de los factores clave en el repunte de los precios es la reanudación de las sanciones de Estados Unidos a Irán, lo que incluye, en particular, el cese de las compras de petróleo procedente de ese país<sup>3</sup>. Fruto de las sanciones, la producción de petróleo iraní se ha reducido casi en una tercera parte, hasta los 2,6 mb/d, y podría hacerlo en mayor medida en los próximos meses (véase gráfico 1.3).

El tercer factor que ha afectado a la oferta es el colapso de la producción petrolera de Venezuela<sup>4</sup>. Si bien la producción de crudo venezolano ha venido cayendo desde hace dos décadas, la disminución se ha hecho más pronunciada en los últimos tres años, desde 2,3 mb/d en enero de 2016 hasta 0,8 mb/d en abril de 2019 (véase gráfico 1.3). Esta caída ha tenido lugar en un entorno de fuertes tensiones políticas y con una nueva ronda de sanciones estadounidenses. En perspectiva, tras esta evolución los factores estarían relacionados con la secular caída de la inversión y con las deficiencias en la gestión de las empresas del sector. Para un futuro, con el trasfondo del difícil contexto político, las perspectivas son negativas debido a las dificultades financieras y

a las sanciones de Estados Unidos, factores ambos que impiden importar los *inputs* necesarios para mantener la producción y frenar el progresivo deterioro de la red de oleoductos y de infraestructuras necesarias para la extracción.

Para valorar el impacto sobre los precios del crudo de un agravamiento de la situación en Irán o en Venezuela, se han realizado una serie de simulaciones con un conjunto de diez modelos alternativos, que consideran distintas especificaciones del precio del barril de *Brent* en términos reales en función de una serie de variables (la producción mundial de crudo, diversos indicadores de la actividad económica global —como *proxy* de la demanda— e inventarios de petróleo de los países de la OCDE)<sup>5</sup>. Las simulaciones muestran que un *shock* permanente no anticipado consistente en una reducción de la oferta de 1 mb/d tendría un impacto alcista sobre los precios del barril de *Brent* de entre 6 y 24 dólares, con el efecto medio en torno a 15 dólares (gráfico 1.4).

En este contexto, si la demanda mundial de petróleo evolucionara en línea con las expectativas de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), que fueron formuladas con anterioridad al recrudescimiento más reciente de las tensiones comerciales, el mercado podría recobrar un cierto tensionamiento a corto plazo, con posibles riesgos al alza sobre los precios del crudo si se acentuaran las perturbaciones de oferta descritas. Sin embargo, a medio plazo, diversos factores acotan el alza en los precios. Por un lado, la OPEP y Rusia podrían reaccionar con aumentos de su producción a este hipotético escenario de encarecimientos adicionales. Así, las autoridades saudíes han dado a entender que podrían utilizar una parte de su capacidad de extracción excedente (unos 2,2 mb/d) para acomodar la oferta. Además, el escaso margen de maniobra fiscal de algunos de los miembros de la OPEP contribuirá previsiblemente a incentivar aumentos de producción (aunque, dado su impacto a la baja sobre los precios, no es obvio que logren su objetivo de incrementar los ingresos). Por último, la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos continúa creciendo, lo que este año podría afianzar a este país como primer productor mundial y convertirlo en exportador neto<sup>6</sup>.

1 En todo caso, Irán, Venezuela y Libia quedaban exentos de reducir su producción.

2 En particular, Arabia Saudí ha producido 0,5 mb/d por debajo de su asignación, mientras que, por el contrario, Rusia mostró una tasa de cumplimiento de solo el 80 %.

3 Irán cuenta con la cuarta reserva más importante del mundo, detrás de Venezuela, Arabia Saudí y Canadá. Aunque antes de la Revolución iraní de 1979 la producción llegó a alcanzar los 6 mb/d, con posterioridad cayó drásticamente, y se recuperó de modo parcial solo tras el levantamiento del embargo, en 2015, hasta los 3,8 mb/d al inicio de 2018, un 4 % de la oferta mundial. En principio, estaba previsto que la entrada en vigor de las sanciones a la compra de petróleo tuviera lugar en noviembre de 2018. Sin embargo, la Administración estadounidense introdujo exenciones que expiraron a principios de mayo.

4 Este país dispondría, según sus autoridades, de las reservas de crudo más grandes del mundo, de unos 300 mm de barriles de la variedad pesada. No obstante, gran parte de estas reservas tienen costes de producción muy elevados. Según fuentes alternativas, los recursos petrolíferos económicamente viables de Venezuela con precios del barril a 50 dólares solo ascenderían a 75 mm de barriles.

5 Estos modelos emplean una metodología de VAR estructurales bayesianos (BVAR) con restricciones de signo. La identificación utilizada permite distinguir entre perturbaciones de oferta, demanda mundial, demanda especulativa y factores de demanda idiosincrásicos del petróleo. En todo caso, es preciso señalar que la modelización de los precios del petróleo no es trivial, como muestra el debate académico, y las conclusiones pueden cambiar significativamente en función del modelo empleado.

6 Es cierto, no obstante, que otros factores tenderían a limitar las presiones a la baja sobre los precios. En primer lugar, existen dudas en el mercado acerca de la capacidad de Arabia Saudí para expandir su producción de manera sostenida, así como en torno a la posibilidad de que la OPEP pueda sustituir las variedades de crudo producidas por Irán y por Venezuela. En segundo lugar, la extracción de petróleo no convencional en Estados Unidos sigue mostrando una elevada sensibilidad a los precios, de modo que, si estos descendieran por debajo de una cierta cota, ello se traduciría en disminuciones de la producción.

En resumen, existen argumentos que llevarían a pensar que el incremento de los precios observado hasta finales de abril obedecería a fluctuaciones de la oferta. A medio plazo, es probable que varios de los países productores signatarios del acuerdo de reducción de la producción tiendan a no desear su mantenimiento en el tiempo, lo que, junto con la oferta de petróleo no convencional en Estados Unidos, tendería a limitar

el alza en los precios del crudo, a expensas de la evolución de la demanda. En todo caso, cabe la posibilidad de que las próximas previsiones de la AIE puedan dibujar un escenario de demanda menos favorable, como reflejo de las fuerzas que parecen haber caracterizado la evolución reciente del mercado, lo que añadiría un elemento a la baja sobre la cotización de esta materia prima.

La economía china ha experimentado una desaceleración en los últimos años, que se intensificó en la segunda mitad de 2018, como consecuencia, en primera instancia, de las medidas adoptadas con anterioridad para reducir el elevado endeudamiento del sector privado y, algo después, de las crecientes tensiones comerciales con Estados Unidos. Como resultado, el crecimiento del PIB de China se ha ido moderando, desde tasas superiores al 10 % interanual a principios de la década hasta situarse en el 6,4 % en el primer trimestre de 2019, la tasa más baja desde la crisis financiera global (véase gráfico 1).

Para hacer frente a ese deterioro de la actividad, las autoridades han aplicado una serie de políticas expansivas de demanda desde mediados de 2018, que se han visto reforzadas tras la reunión de marzo de 2019 del Congreso Nacional del Pueblo —el órgano legislativo—, que, además, rebajó el objetivo de crecimiento hasta el rango 6 %-6,5 % (desde el 6,5 % anterior). En concreto, este órgano acordó imprimir un carácter más expansivo a la política fiscal, mientras que la política monetaria mantendría un tono acomodaticio pero prudente, de cara a mitigar los riesgos financieros. En el ámbito fiscal, se ha introducido un paquete de estímulo de en torno al 2 % del PIB, a través de reducciones del IVA y de las contribuciones a la Seguridad Social, y se ha incrementado el límite de endeudamiento de los Gobiernos locales (las cuotas de emisión de bonos especiales han aumentado en más de un 50 %), para impulsar la inversión en infraestructuras (véase gráfico 2). Por lo que respecta a la política monetaria, el banco central ha mantenido inalterados los tipos de interés de referencia, pero ha reducido el coeficiente de reservas obligatorias por un total de 350 puntos básicos desde 2018, lo que lo sitúa en el 13,5 % (véase gráfico 3), además de introducir dos facilidades, una dirigida a fomentar la concesión de préstamos a medio plazo a las empresas privadas, en especial a las pymes, y otra que permite que los bancos comerciales sustituyan bonos emitidos a perpetuidad por títulos del banco central, para reforzar así su capital y dotarles de mayor liquidez, al ser títulos aceptables como colateral en las facilidades de préstamo del banco central. En comparación con los estímulos aplicados en la crisis financiera global y en la desaceleración de 2015-2016, la escala de las medidas actuales es menor, con un impulso monetario y crediticio más contenido. Además, a diferencia de los episodios anteriores, la regulación financiera y los controles del mercado de la vivienda son ahora más estrictos, lo que mitiga los riesgos para la estabilidad financiera, si bien, a la vez, limita la efectividad del estímulo.

Al inicio del año, estas medidas parecían haber logrado estabilizar la economía, al registrarse un crecimiento algo mayor de lo esperado en el primer trimestre de 2019. No obstante, la actividad parece estar deteriorándose de nuevo al inicio del segundo trimestre, lo cual ha generado ciertas dudas sobre la efectividad de las políticas puestas en marcha (véase gráfico 4). Es cierto, por un lado, que existe normalmente un cierto desfase entre el momento en que se adoptan las medidas y aquel en el que comienzan a surtir efecto y, por otro lado, que, además, el paquete fiscal no ha sido puesto totalmente en marcha todavía. Sin

embargo, el moderado impacto de las medidas adoptadas podría ser consecuencia de que alrededor de la mitad de la expansión fiscal se haya instrumentado a través de recortes impositivos, lo que tiende a reducir su efectividad en condiciones de incertidumbre, en la medida en que empresas y hogares tiendan a ahorrar esas rentas adicionales.

En cualquier caso, los riesgos para el crecimiento económico en China están claramente sesgados a la baja. En el frente externo, el recrudecimiento de la guerra comercial con Estados Unidos puede suponer un importante freno al crecimiento. Estados Unidos es el destino de cerca del 23 % del total de las exportaciones chinas (un 4,2 % del PIB), por lo que estas tensiones comerciales podrían dañar de modo significativo a la economía del gigante asiático, no solo a través del canal arancelario, sino también a través de otras vías indirectas, como la confianza de los mercados financieros, la reubicación de algunos segmentos de las cadenas globales de producción y los efectos sobre la productividad. En el ámbito interno, el principal reto reside en la correcta calibración de los estímulos provenientes de las políticas económicas, que deben encontrar el equilibrio adecuado entre prudencia y ambición, para reducir de manera efectiva los riesgos para el crecimiento a corto plazo y, simultáneamente, evitar un aumento de los desequilibrios a medio y largo plazo, que incrementen los riesgos de un ajuste más brusco en el futuro. De este modo, China estaría conservando un cierto margen de maniobra para reforzar aún más sus políticas expansivas de demanda por si tuviera que enfrentarse a un entorno más desfavorable. En concreto, no son descartables nuevas medidas de política monetaria, por ejemplo mediante recortes adicionales en el coeficiente de reserva o a través de mecanismos crediticios que canalicen la liquidez a los sectores más afectados. Por el lado de la política fiscal, es probable que se anuncien nuevos estímulos en los próximos trimestres, articulados principalmente a través de reducciones de los tipos del IVA y de las cotizaciones a la Seguridad Social y de mayores inversiones en infraestructuras.

En todo caso, el espacio de posible actuación de las políticas de demanda se ha reducido en los últimos años, debido al aumento del endeudamiento de la economía china. La ratio de deuda sobre el PIB del sector no financiero ha crecido 120 puntos porcentuales en diez años, hasta el 260 % del PIB en 2018, y las medidas de desapalancamiento adoptadas en los dos últimos años solo han conseguido estabilizar dicha ratio (véase gráfico 5). A corto plazo, es previsible que el volumen de endeudamiento retome su senda alcista, tanto por las recientes medidas de estímulo crediticio y de fomento de la inversión pública en infraestructuras como por las perspectivas de un menor crecimiento. Todo ello conlleva mayores riesgos para la estabilidad financiera a medio y largo plazo.

En el ámbito de la política monetaria, aunque el banco central dispone de herramientas para impulsar la liquidez y el crédito, el principal obstáculo reside en la limitada efectividad del mecanismo de transmisión, basado en instrumentos cuantitativos y de control del crédito. Estos instrumentos presentan un sesgo en favor de las

Para hacer frente al deterioro de la actividad derivado de las medidas adoptadas para reducir el elevado endeudamiento y, también, de las crecientes tensiones comerciales con Estados Unidos, las autoridades han aplicado una serie de políticas de demanda desde mediados de 2018, si bien el margen de actuación de estas políticas es cada vez más reducido.

Gráfico 1  
PIB POR COMPONENTES

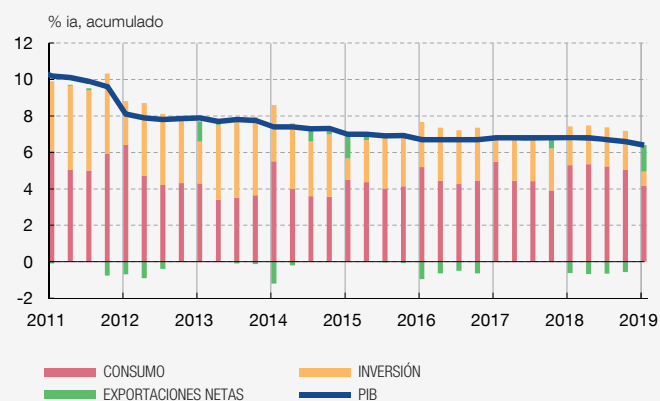


Gráfico 2  
EXPANSIÓN DEL ESTÍMULO FISCAL: RECORTES DE IMPUESTOS Y TASAS

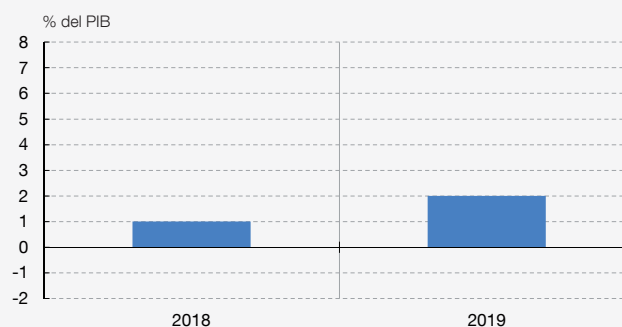


Gráfico 3  
COEFICIENTE DE RESERVA PARA GRANDES BANCOS



Gráfico 4  
INDICADORES CLAVE

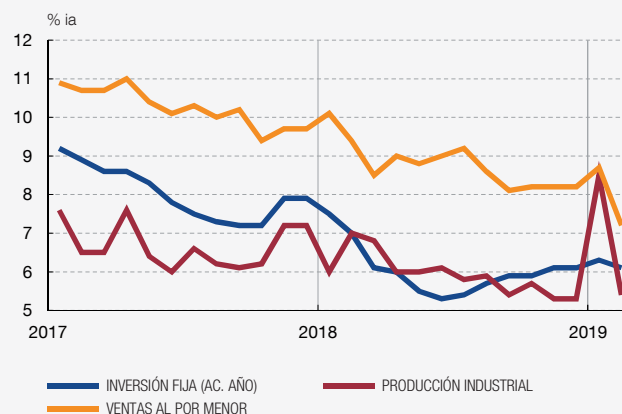


Gráfico 5  
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA POR SECTORES

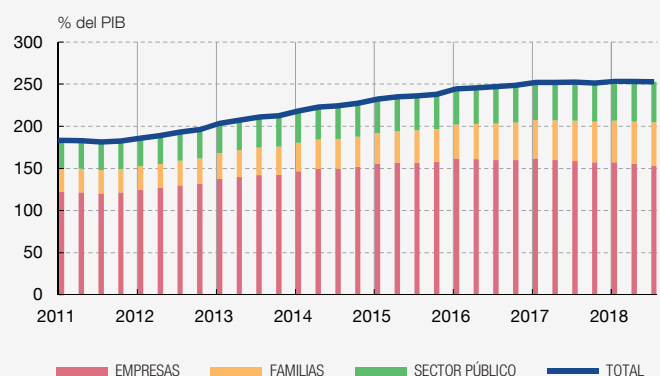
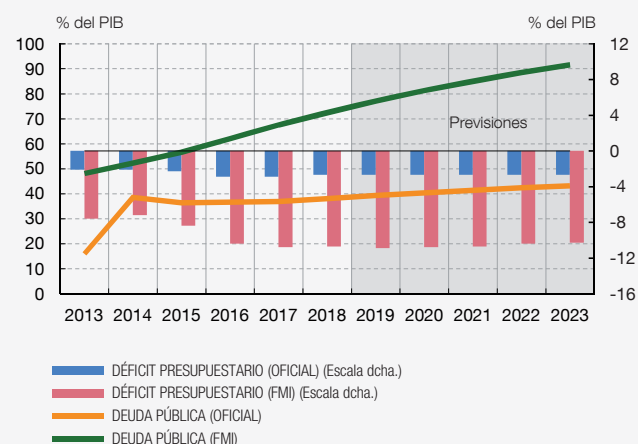


Gráfico 6  
EL ESPACIO FISCAL DE CHINA ES INFERIOR A LO QUE SUGIEREN LAS CIFRAS OFICIALES



FUENTES: FMI, BPI y CEIC.

grandes empresas o entidades vinculadas al sector público, por lo que son necesarias reformas del sistema financiero que permitan un acceso equilibrado a la financiación por parte de las empresas privadas. Además, en lo referente a la flexibilidad del tipo de cambio, también existen restricciones derivadas del temor a las salidas de capitales y de las repercusiones que tendría una fuerte depreciación del renminbi para las tensiones comerciales con Estados Unidos.

Por su parte, a pesar de que las ratios de déficit y deuda pública oficiales no son muy elevadas (3,9 % y 37 % del PIB, respectivamente), el espacio fiscal disponible sería menor si se tiene en cuenta un perímetro más amplio del sector público y sus pasivos contingentes, así como otras partidas, especialmente de los Gobiernos locales y sus vehículos de financiación. El FMI estima que, con una definición más amplia que la habitual, el déficit público habría rondado el 10 % del PIB el año pasado,

mientras que la deuda pública habría alcanzado el 67,5 % del PIB (véase gráfico 6). A ello se le unirían en el medio plazo las presiones sobre las finanzas públicas provenientes del envejecimiento de la población y del menor crecimiento potencial.

En este contexto, la política económica china debería centrarse en las reformas estructurales. De hecho, conscientes de las limitaciones de las políticas de demanda, las autoridades chinas han optado, de momento, por el gradualismo y la limitación del tamaño de los estímulos aplicados. No obstante, si el crecimiento se resintiera adicionalmente y se adoptaran medidas de mayor alcance, ello podría agravar los riesgos para la estabilidad financiera. Frente a ello, las autoridades deberían optar por promover reformas estructurales integrales que logren reducir el apalancamiento y mejorar la eficiencia de la asignación del crédito, introduciendo una mayor competencia en los mercados y replanteando el papel de las empresas estatales.

A finales de 2018, la Reserva Federal de Estados Unidos inició un cambio en el tono de su política monetaria, que hasta entonces había mantenido una senda de progresivo endurecimiento. Este cambio habría tenido un notable impacto en los mercados financieros globales, contribuyendo en particular a revertir la tendencia a la baja que los índices bursátiles de las principales economías avanzadas y emergentes habían mostrado en el último trimestre del pasado año. Este episodio resalta la importancia de analizar cómo los *shocks* a la política monetaria estadounidense pueden afectar a las condiciones macrofinancieras del resto de las economías. Asimismo, es relevante entender en qué medida estos *shocks* condicionan, en las demás jurisdicciones, la política monetaria, en particular a través de sus tipos de interés de corto plazo o, allí donde estos se encuentren cerca de su límite inferior efectivo, sus tipos de interés a medio y a largo plazo.

Este recuadro analiza los efectos macrofinancieros globales derivados de la política monetaria de Estados Unidos mediante la estimación de un modelo de «vector autorregresivo global» (GVAR, por sus siglas en inglés)<sup>1</sup>. El modelo, que consiste en una red de economías interdependientes que representan más del 90 % del PIB mundial, permite estudiar los efectos *spillover* de la política monetaria estadounidense, teniendo en cuenta tanto su propagación entre los países receptores como los efectos del resto del mundo sobre la propia economía de Estados Unidos (efectos *spillback*).

En el modelo GVAR, las condiciones macrofinancieras de cada economía se ven afectadas por factores internos y externos. Estos últimos pueden derivar de otra economía, como en el caso de la política monetaria de Estados Unidos, o de fenómenos globales, como en el caso de los movimientos en el precio del petróleo. Concretamente, se representa cada economía mediante un modelo VAR que incluye las siguientes variables macrofinancieras nacionales de frecuencia trimestral: PIB, inflación, tipos de interés a corto y a largo plazo, un índice bursátil y tipo de cambio efectivo. Además, se capturan las interacciones entre las economías, al incluir un conjunto de variables externas, calculadas como promedios ponderados de las variables internas de los otros países, donde las ponderaciones se basan en los flujos comerciales bilaterales para representar la importancia relativa del resto de los países para cada economía. Finalmente, se incluye el precio del petróleo, relevante para la evolución de la inflación y la conducción de la política monetaria, como factor común a todos los países.

Una vez estimado, se utiliza el modelo para simular un cambio expansivo en el tono de la política monetaria estadounidense, representado por una reducción del tipo de interés a corto plazo de Estados Unidos de una magnitud de 25 puntos básicos en el

impacto<sup>2</sup>. El gráfico 1 muestra las respuestas de las variables de Estados Unidos (medianas y bandas de confianza al 68 %) y, a modo de comparación, las respuestas para el resto del mundo, que se obtienen al agregar las respuestas individuales de las demás economías, ponderadas según su PIB. El *shock* monetario expansivo produce los siguientes efectos en Estados Unidos: en el impacto, el crecimiento del PIB y la inflación suben [en 0,2 puntos porcentuales (pp), en ambos casos], el dólar se deprecia (un 2 %) y las cotizaciones bursátiles aumentan (aproximadamente, un 4 %). Más interesantes, a efectos de este recuadro, son los efectos macroeconómicos y financieros que el *shock* monetario estadounidense tiene en el resto del mundo. En particular, el crecimiento del PIB global (excluyendo Estados Unidos) aumenta un 0,4 %, es decir, más incluso que en la propia economía norteamericana, mientras que las valoraciones bursátiles crecen un 5 % en el impacto y un máximo del 8 % un trimestre después.

Esta evidencia confirma resultados previos de la literatura sobre los efectos internacionales derivados de *shocks* monetarios en la economía estadounidense<sup>3</sup>. Estos resultados son coherentes con la idea de que los cambios en la política monetaria de Estados Unidos impulsan un ciclo financiero global, cuya principal implicación es que *shocks* monetarios en Estados Unidos generan una sincronización internacional en precios y cantidades de activos financieros<sup>4</sup>.

Con el fin de explorar si un tipo de cambio flexible aísla a la política monetaria de los demás países frente a los desarrollos en la política monetaria de Estados Unidos, se clasifica cada economía dependiendo de si su moneda está *de facto* anclada o

1 Véase S. Déas y A. Galesi (2019), «The Policy Trilemma and the Global Financial Cycle: Evidence from the International Transmission of Unconventional Monetary Policy», mimeo.

2 La identificación de la perturbación de política monetaria en Estados Unidos consiste en imponer restricciones de signo sobre las respuestas de las variables de ese país. Un choque expansivo, que reduce el tipo de interés a corto plazo (y, en menor medida, el tipo a largo plazo), implica, en el impacto y un trimestre después del choque, aumentos del crecimiento del PIB, de la inflación y de los precios de las acciones, y una depreciación del dólar. Por otro lado, la estrategia no impone restricciones sobre las variables de los demás países, por lo que es completamente agnóstica sobre el tamaño y el signo de los efectos en el resto del mundo.

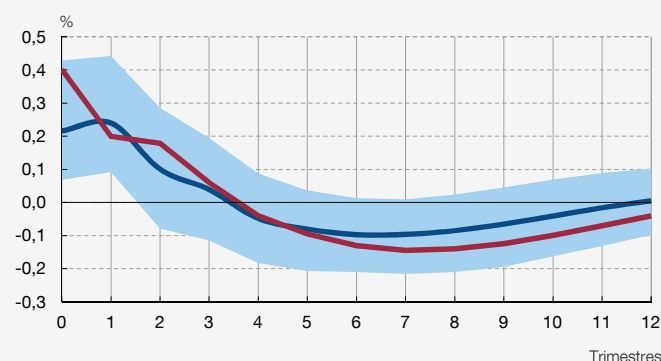
3 Varios estudios han encontrado que cambios expansivos de la política monetaria de Estados Unidos impulsan la actividad económica en gran parte de los países del resto del mundo. Véanse, en particular, G. Georgiadis (2016), «Determinants of global spillovers from US monetary policy», *Journal of International Money and Finance*, 67, pp. 41-61; L. Dedola, G. Rivolta y L. Stracca (2017), «If the Fed sneezes, who catches a cold?», *Journal of International Economics*, 108, pp. 23-41, y M. Iacoviello y G. Navarro (2019), «Foreign effects of higher US interest rates», *Journal of International Money and Finance*, 92, pp. 232-250.

4 Los mecanismos de transmisión del ciclo financiero global son varios y complejos, debidos, por ejemplo, a la presencia de fricciones en el canal crediticio, a la presencia de *currency mismatch* en el balance de los bancos comerciales o al comportamiento *fear of floating* por parte de las autoridades monetarias en economías con tipo de cambio flexible. Véase H. Rey (2016), «International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma», *IMF Economic Review*, 64, pp. 6-35.

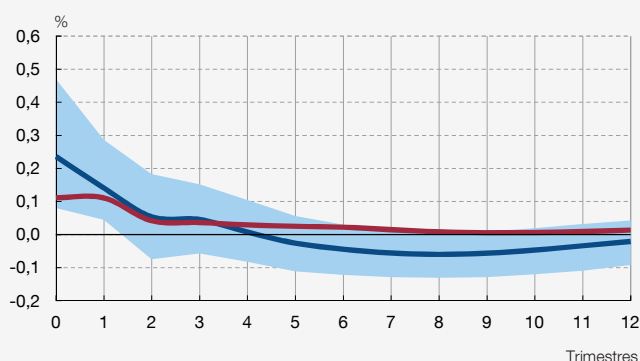


Gráfico 1  
EFFECTOS NACIONALES Y EN EL RESTO DEL MUNDO DE UN *SHOCK* EXPANSIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA ESTADOUNIDENSE (a)

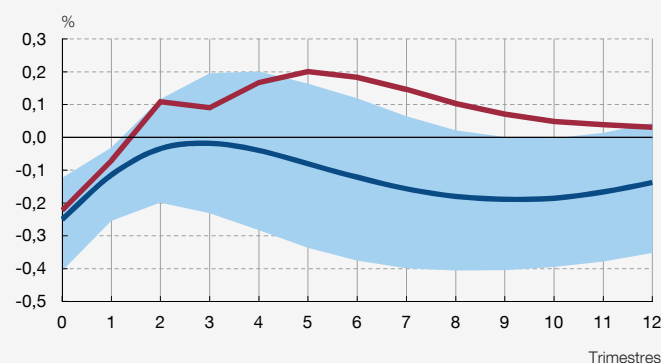
1 CRECIMIENTO DEL PIB



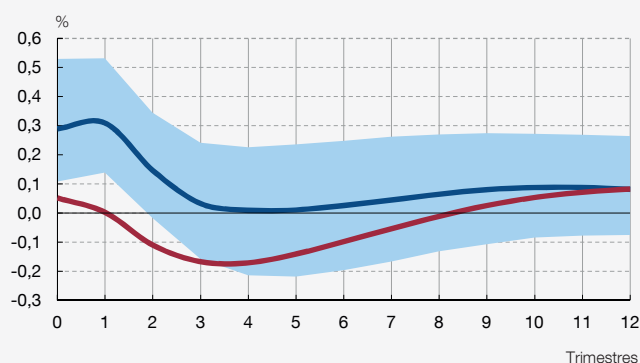
2 INFLACIÓN



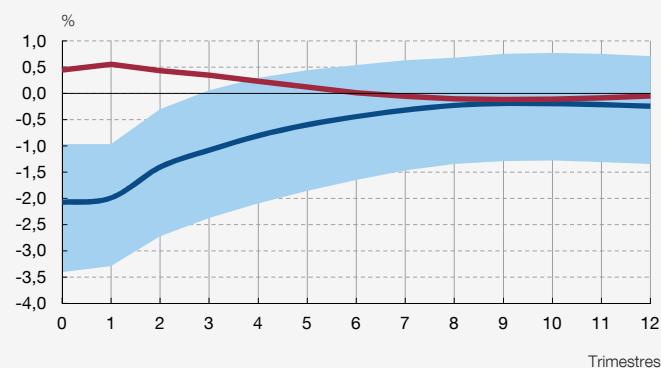
3 TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO



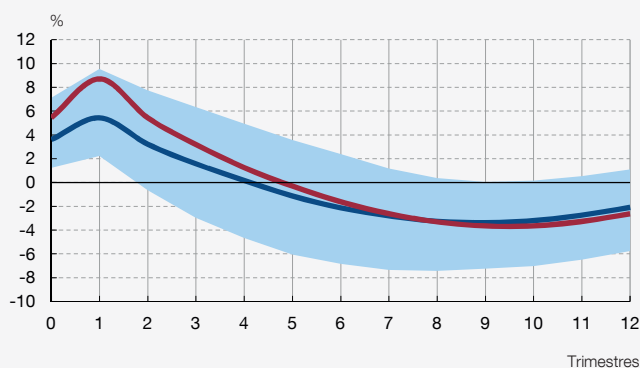
4 SPREAD BONOS A LARGO PLAZO Y A CORTO PLAZO



5 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO



6 ÍNDICE BURSÁTIL



ESTADOS UNIDOS      RESTO DEL MUNDO

FUENTES: K. Mohaddes y M. Raissi (2018), «Compilation, Revision and Updating of the Global VAR (GVAR) Database, 1979Q2-2016Q4», University of Cambridge: Faculty of Economics, mimeo, y OECD Main Economic Indicators, elaboración a partir de S. Déas y A. Galesi (2019), «The Policy Trilemma and the Global Financial Cycle: Evidence from the International Transmission of Unconventional Monetary Policy», mimeo.

a Impulso respuestas de las variables de Estados Unidos, medianas y bandas de confianza al 68%, a un *shock* expansivo de política monetaria estadounidense que reduce la tasa de interés a corto plazo de Estados Unidos en 25 puntos básicos en el impacto. A modo de comparación, se muestran las respuestas medianas para el resto del mundo, que se obtienen al agregar las respuestas del resto de las economías, ponderándolas según su PIB.

no al dólar estadounidense<sup>5</sup>. En un paso posterior, los efectos a escala de país se agregan en dos grupos, en función de si el tipo de cambio es flexible o está anclado al dólar, ponderando las distintas economías según su peso en el PIB total de cada grupo. El gráfico 2 muestra las medianas de los efectos máximos (mínimos, en el caso de respuestas negativas) para los dos grupos mencionados y el efecto promedio a escala global. Se observa que las economías cuyas monedas están ancladas al dólar presentan efectos relativamente mayores en crecimiento del PIB y valoraciones bursátiles. Al mismo tiempo, los efectos en las economías con tipo de cambio flexible son sustanciales y, en el caso de la inflación, relativamente cercanos a los impactos observados en las economías con tipo de cambio anclado al

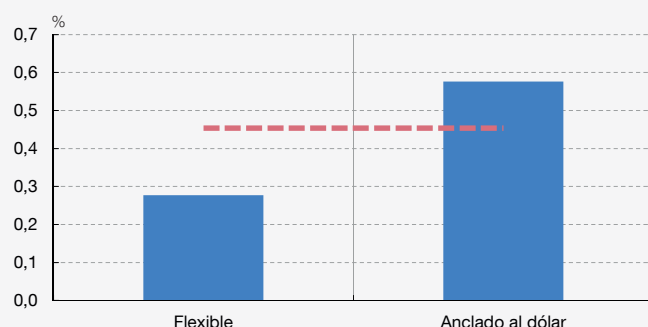
dólar. Según la lógica del ciclo financiero global, más allá de los efectos comerciales, el canal de crédito es central para entender estos resultados: la relajación en la política monetaria estadounidense empuja al alza los precios de los activos financieros, lo que relaja las condiciones financieras de los bancos, al mejorar su posición patrimonial. La mejora en las condiciones financieras se traduce en un aumento del crédito, impulsando la actividad y los precios<sup>6</sup>. La principal diferencia entre los dos grupos de economías según el gráfico 2 es la reacción del tipo de interés a corto plazo. Mientras que los bancos centrales de aquellas economías con monedas ligadas al dólar reducen tipos para evitar la apreciación cambiaria, las autoridades monetarias en economías con tipo de cambio flexible los aumentan para contrarrestar el alza de la inflación.

5 Se utiliza para ello el indicador desarrollado en E. Ilzetzki, C. M. Reinhart y K. S. Rogoff (2017), *Exchange arrangements entering the 21st century: Which anchor will hold?*, National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 23134.

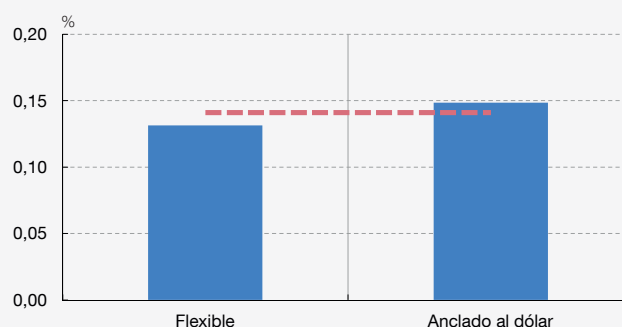
6 Véase H. Rey (2016), «International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma», *IMF Economic Review*, 64, pp. 6-35.

Gráfico 2  
RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO Y EFECTOS DE UN *SHOCK* EXPANSIVO DE POLÍTICA MONETARIA ESTADOUNIDENSE (a)

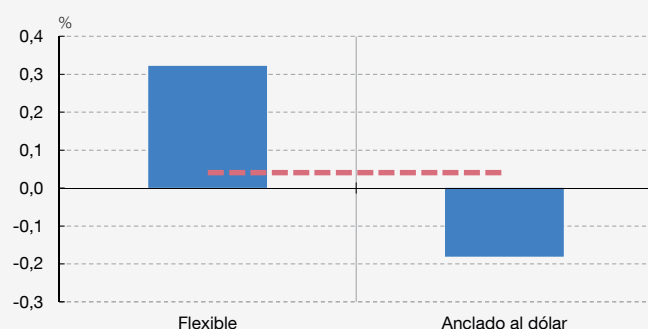
1 CRECIMIENTO DEL PIB



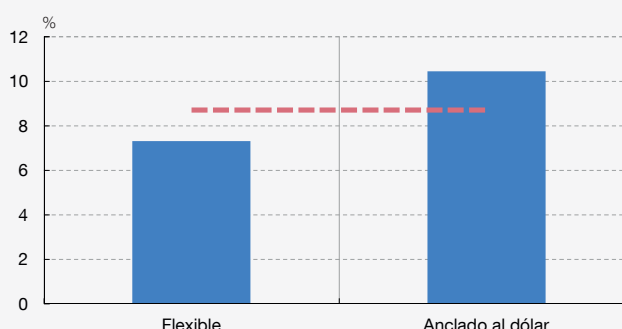
2 INFLACIÓN



3 TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO



4 ÍNDICE BURSÁTIL



--- PROMEDIO DEL RESTO DEL MUNDO

FUENTES: K. Mohaddes y M. Raissi (2018), «Compilation, Revision and Updating of the Global VAR (GVAR) Database, 1979Q2-2016Q4», University of Cambridge: Faculty of Economics, mimeo, y OECD Main Economic Indicators, elaboración a partir de S. Déas y A. Galesi (2019), «The Policy Trilemma and the Global Financial Cycle: Evidence from the International Transmission of Unconventional Monetary Policy», mimeo.

a Medianas de los efectos máximos (mínimos, en el caso de respuestas negativas) para los dos grupos, tipo de cambio flexible o anclado al dólar, y promedio para el efecto a nivel global.

En resumen, la evidencia mostrada en este recuadro sugiere que, a pesar de que los efectos macroeconómicos son mayores en las economías con monedas ligadas al dólar, la política

monetaria de Estados Unidos genera importantes efectos en todas las economías, incluidas las que adoptan un tipo de cambio flexible.

---

Una de las aproximaciones habituales para explicar la evolución de la inflación es a partir de la dinámica de los márgenes empresariales, de modo que los precios de la economía pueden entenderse como el resultado de aplicar, por parte de las empresas, un margen de beneficio sobre los costes laborales. La utilidad de este enfoque reside en que, si bien los costes del trabajo representan solo en torno al 20 % de los costes de las empresas manufactureras y un 40 % en el caso de las empresas de servicios, estos porcentajes ascienden a casi un 90 % cuando se excluyen los consumos intermedios. En consecuencia, cuando se analizan los deflatores del valor añadido a escala agregada —que excluyen los costes de los consumos intermedios—, se considera que la evolución de los costes laborales unitarios (CLU) —esto es, la remuneración de los asalariados corregida por las mejoras de productividad alcanzadas— constituye un condicionante fundamental de la evolución futura de los precios.

No obstante, la literatura empírica aporta abundante evidencia que introduce algunas cautelas sobre la estabilidad de la relación entre costes laborales y precios, y que son tanto más relevantes cuanto más corto es el horizonte temporal del análisis de la evolución de estas dos variables. Una gran parte de esta evidencia se refiere a Estados Unidos, país para el que numerosos trabajos sugieren que es difícil apreciar una relación estrecha entre la evolución de los CLU y la de los indicadores de precios, e incluso que la relación de causalidad podría ser la inversa, al ser los costes laborales los que reaccionan ante la evolución de los precios<sup>1</sup>. Por otro lado, en algunos estudios se argumenta que la relación entre los costes y los precios podría haber disminuido en relación con lo observado en décadas previas, ya que la independencia de la política monetaria habría traído consigo un mejor anclaje de las expectativas de inflación<sup>2</sup>.

En el caso del área del euro, algunos trabajos recientes sugieren que la relación entre costes y precios es más estrecha de lo que se observa en Estados Unidos, pero el grado de traslación de los primeros a los segundos es incompleto y depende, entre otros factores, del tipo de perturbaciones que domina en la economía. Por ejemplo, ante perturbaciones de demanda es frecuente encontrar una relación más estrecha que ante perturbaciones de oferta. El grado de traslación de costes a precios también depende del régimen de inflación en que se encuentra la economía, apreciándose una menor traslación en períodos de baja inflación [Bobeica *et al.* (2019)]<sup>3</sup>.

En el gráfico 1 se presentan la evolución del deflactor del PIB y sus componentes de costes laborales y márgenes empresariales en la

UEM desde que se inició la actual fase de expansión<sup>4</sup>. Como se puede apreciar, en un primer momento los CLU mantuvieron tasas de crecimiento muy moderadas (en torno al 0,7 %, en promedio), al mismo tiempo que los márgenes crecían, aunque a ritmos modestos. A finales de 2017, los costes laborales iniciaron un ascenso notable, en un contexto de reducción sostenida de las tasas de desempleo en el conjunto del área del euro y de crecimientos de la productividad nulos o incluso negativos (gráfico 2), mientras que los márgenes comenzaron a contraerse. Como se puede apreciar en el gráfico 3, la escasa traslación de los costes salariales a precios es un fenómeno que se observa también cuando se utilizan indicadores de precios de consumo. Además, este fenómeno ha tendido a intensificarse en la etapa más reciente.

Aunque el comportamiento de los márgenes a lo largo del ciclo depende también de las perturbaciones que afectan a la economía<sup>5</sup>, en el caso del área del euro se aprecia una relación relativamente estrecha y positiva entre los indicadores de márgenes y el crecimiento económico (gráfico 4), de modo que los márgenes tienden a aumentar en las expansiones y a disminuir en las recesiones.

En el período más reciente, la desaceleración en el ritmo de crecimiento ha venido asociada a una contracción de los márgenes, fenómeno que no se observaba desde mediados de 2012, cuando la economía se vio sumida en la crisis de la deuda soberana. Esta contracción de márgenes ha tenido lugar con distintos grados de intensidad en las cuatro grandes economías del área (gráfico 5). No obstante, hay que tener en cuenta que el punto de partida puede ser distinto entre países, ya que en algunas economías el ajuste de costes laborales que tuvo lugar durante la crisis permitió una ampliación de márgenes, como en el caso de España. Asimismo, para el agregado de la UEM, la contracción de márgenes se extiende también a todos los sectores de actividad, con la excepción de la construcción (gráfico 6).

En conjunto, el entorno de baja inflación que prevalece en el área del euro, en unión con el aumento de la incertidumbre sobre la fortaleza de la demanda, podría justificar que las empresas continúen mostrando una elevada cautela a la hora de trasladar los incrementos de costes laborales a precios.

empresas en el marco de la Wage Dynamics Network (WDN) [véase BCE (2009), «Wage Dynamics in Europe», *Final Report of the Wage Dynamics Network*], que sugieren que un porcentaje elevado de empresas modifican sus precios de venta cuando se enfrentan a una perturbación permanente e inesperada en sus costes laborales.

- 1 R. Bidder (2015), «Are wages useful in forecasting price inflation?», *FRBSF Economic Letter*, 33; Y. Mehra (2000), «Wage-Price Dynamics: Are They Consistent with Cost Push?», *FRB Richmond Economic Quarterly*, 86(3); G. Hess y M. Schweitzer (2000), *Does Wage Inflation Cause Price Inflation?*, FRB Cleveland Policy Discussion Paper 1.
- 2 E. Peneva y J. Rudd (2015), *The Passthrough of Labor Costs to Price Inflation*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series Paper 2015-042.
- 3 Para el caso del área del euro, E. Bobeica, M. Ciccarelli e I. Vansteenkiste (2019), *The link between labor cost and price inflation in the euro area*, Banco Central Europeo, Working Paper n.º 2235, encuentran una relación de causalidad de los costes laborales a los precios (causalidad de Granger) que se ha fortalecido a lo largo del tiempo. Estos resultados son coherentes con las principales conclusiones de las encuestas realizadas a las

- 4 La medición de los beneficios empresariales se encuentra sujeta a muchas dificultades. En este recuadro se utiliza como indicador de márgenes el ratio entre deflactor del PIB y los CLU, que trata de aproximar la relación que se desprende de la teoría económica entre los precios y los costes marginales de producción. Ante la dificultad para aproximar los costes marginales en Contabilidad Nacional, se emplean los costes medios y, de manera más simplificada, los costes laborales. Con ello se deja a un lado, por ejemplo, la contribución de los costes de capital y financieros, que puede ser muy relevante en las circunstancias actuales de tipos de interés reducidos. En este sentido, existen medidas alternativas de beneficios que se analizan con detalle en V. Salas, L. San Juan y J. Vallés (2017), *The financial and real performance of non financial corporations in the euro area: 1999-2015*, Documentos Ocasionales, n.º 1708, Banco de España.
- 5 C. Nekarda y V. Ramey (2013), *The Cyclical Behavior of the Price-Cost Markup*, Working Paper 19099, National Bureau of Economic Research.

Gráfico 1  
UEM. DEFLACTOR DEL PIB, COSTES LABORALES UNITARIOS Y MÁRGENES (a)  
Crecimiento interanual

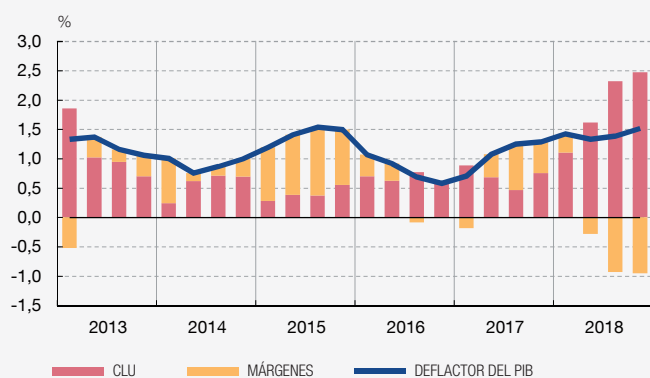


Gráfico 2  
UEM. PRODUCTIVIDAD Y REMUNERACIÓN POR ASALARIADO  
Crecimiento interanual

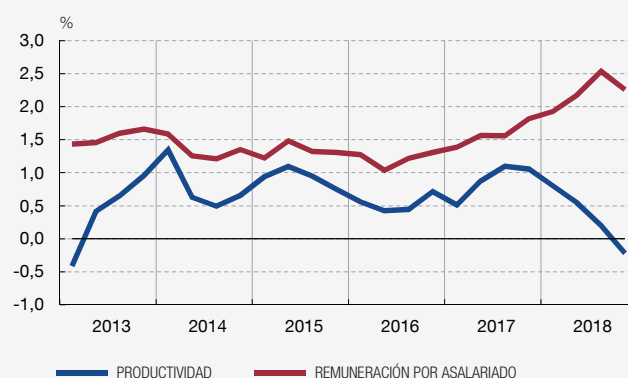


Gráfico 3  
COSTES LABORALES E IAPC SUBYACENTE. PAÍSES UEM (1997-2018)  
Crecimiento interanual

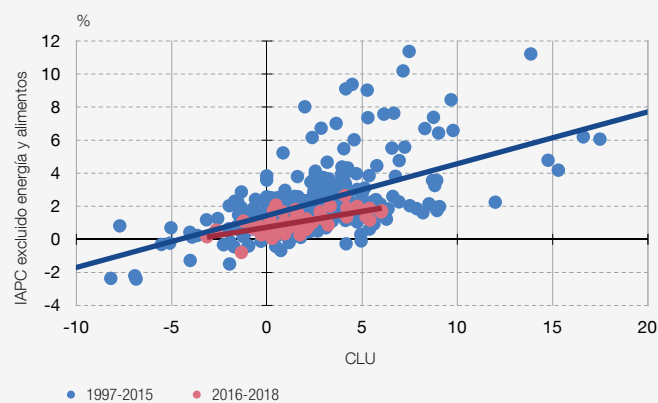


Gráfico 4  
UEM. PIB Y MÁRGENES  
Crecimiento interanual



Gráfico 5  
MÁRGENES  
Crecimiento interanual

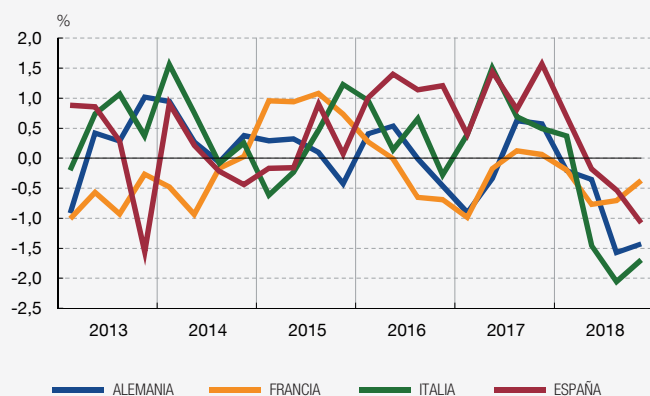
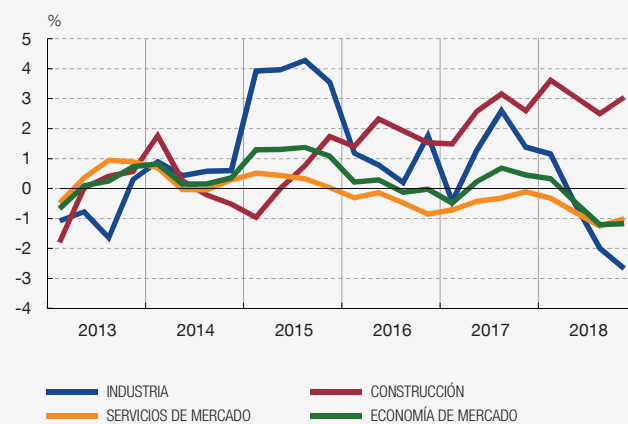


Gráfico 6  
UEM. MÁRGENES  
Crecimiento interanual



FUENTE: Eurostat.

a Los márgenes se definen como el cociente entre el deflactor del PIB (o VAB) y los CLU.

La debilidad que manifestó el sector del automóvil de la zona del euro a partir del verano de 2018 se ha prolongado en los meses transcurridos de este año, fruto de la conjunción de diversos factores. Por el lado de la oferta, la entrada en vigor de la nueva normativa de emisiones WLTP (por sus siglas en inglés) en la Unión Europea (UE), en septiembre de 2018, provocó algunas disrupciones en el proceso de fabricación, con el fin de cumplir con los nuevos requisitos legales<sup>1</sup>. Además, la demanda de los vehículos a motor fabricados en la UE se ha visto afectada por factores de naturaleza tanto cíclica (como el retroceso en las compras de estos bienes en algunas de las principales economías emergentes) como más persistentes (lo que incluye, en particular, las incertidumbres acerca de la tecnología dominante en el futuro y sobre posibles cambios normativos adicionales).

La relevancia del sector del automóvil en las economías del área del euro es muy elevada. Este es, sobre todo, el caso en Alemania, donde representa aproximadamente el 5,5 % del valor añadido total, porcentaje que en España se reduce hasta el 1,8 % (cifra que, no obstante, duplica a la del promedio del área del euro)<sup>2</sup>. Además, una elevada proporción de la producción del sector, de bienes tanto finales como intermedios, tiene como destino los mercados exteriores, lo que da lugar a una elevada dependencia de la demanda foránea. En concreto, las exportaciones del sector

del automóvil representaron, en términos brutos, el 17,7 % del total de las ventas de bienes al resto del mundo en Alemania, el 12,1 % en España y un 4,3 % en el conjunto del área euro.

El objetivo de este recuadro es indagar acerca de la propagación de una perturbación en la fabricación de vehículos en cada una de las cuatro mayores economías del área del euro a otros sectores de ese país y al mismo y otros sectores del resto de países. En este sentido, hay que tener en cuenta que el sector del automóvil presenta un elevado grado de participación en las cadenas globales de valor y, por tanto, la producción está muy fragmentada<sup>3</sup>. El hecho de que en las distintas fases del proceso de fabricación del automóvil estén involucrados, en función de su especialización, otros sectores y países permite explotar las ventajas comparativas de cada uno de esos actores, lo que tiene efectos positivos en términos de aspectos como la reducción de costes y la transmisión de conocimiento, tecnología e innovación. En contrapartida, la existencia de mayores vínculos intrasectoriales y entre países da pie no solo a una mayor propagación de las perturbaciones, sino también a que esta sea más compleja de analizar.

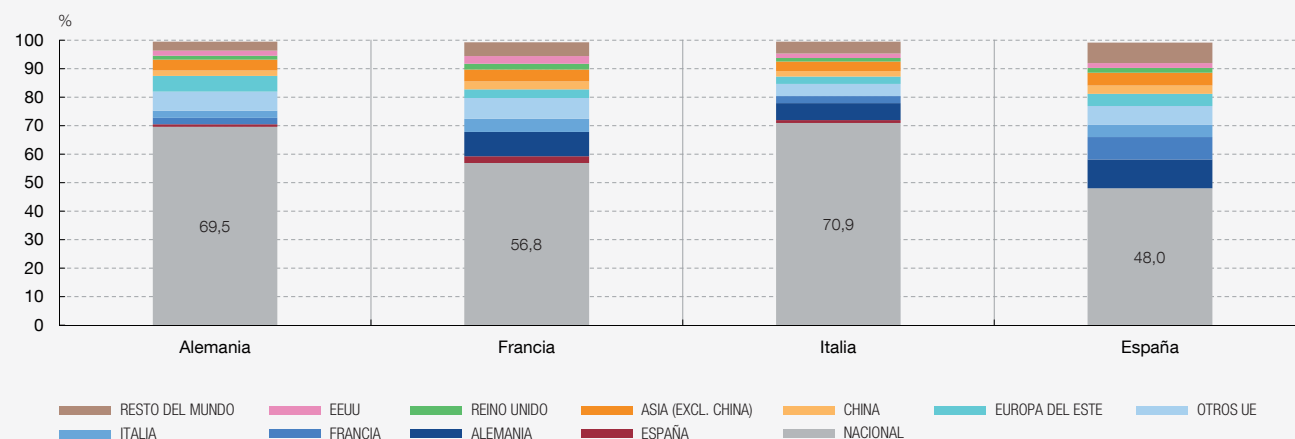
El gráfico 1 ilustra la estructura de la cadena de valor en la fabricación de bienes finales en la industria del automóvil para cada una de las cuatro principales economías del área del euro. En Alemania, alrededor del 70 % del valor añadido de esta rama se genera a escala interna, mientras que el 30 % restante es de

- 1 Véase el recuadro "Impacto de la nueva norma de emisiones sobre el mercado del automóvil", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.
- 2 Según los datos procedentes de Trade in Value Added (TiVA), publicados por la OCDE con información disponible hasta 2015.

- 3 Véase E. Prades y P. Villanueva (2017), «España en las cadenas globales de valor», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2017, Banco de España.

Gráfico 1  
DESGLOSE DEL VALOR AÑADIDO POR ORIGEN PARA LA FABRICACIÓN DE UNA UNIDAD DE PRODUCTO

Valor añadido contenido en la fabricación de automóviles de cada país de acuerdo con su origen. En el caso del sector de la industria del automóvil alemán, aproximadamente el 70 % incorpora valor añadido nacional; el porcentaje restante proviene principalmente de otras economías europeas y de países del Este de Europa. En el caso de la industria del automóvil en España, se observa que es mucho más dependiente del valor añadido foráneo, proveniente de Alemania, de Francia y de Italia.



FUENTES: Cálculos del Banco de España y WIOD 2016.

origen foráneo, concentrándose principalmente en otros países de la UE (como Francia, Italia y algunas economías del Este de Europa). En el caso de España, el peso del valor añadido nacional es sustancialmente menor (del 48 %), en tanto que el 52 % restante se genera principalmente en Alemania, Francia e Italia, junto con otros países de la UE. En esta situación, cabría esperar que una perturbación a la producción en Alemania y España de una determinada magnitud afectara con mayor intensidad a la economía nacional en el caso alemán y a otros países en el caso español. Por su parte, en Italia, el peso del valor añadido nacional es similar al observado en Alemania, mientras que Francia se sitúa en una posición intermedia.

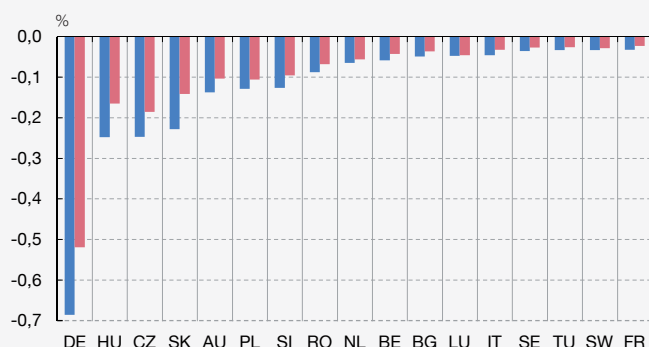
Dadas estas interrelaciones, una cuestión relevante es la cuantificación del impacto de una perturbación de demanda de los automóviles producidos en un país sobre las distintas ramas productivas en ese y en otros países que proveen los insumos necesarios para la fabricación de los automóviles<sup>4</sup>. Utilizando la

4 En el ejercicio se analiza el impacto derivado de la caída en la producción de vehículos ante un descenso de la demanda, lo que tiene un impacto sobre todos los proveedores del sector de la automoción. Pero no se tiene en cuenta la propagación hacia las industrias clientes del sector [véase D. Acemoglu *et al.* (2016), *Networks and the macroeconomy: an empirical exploration*]. Para una aplicación a la economía española,

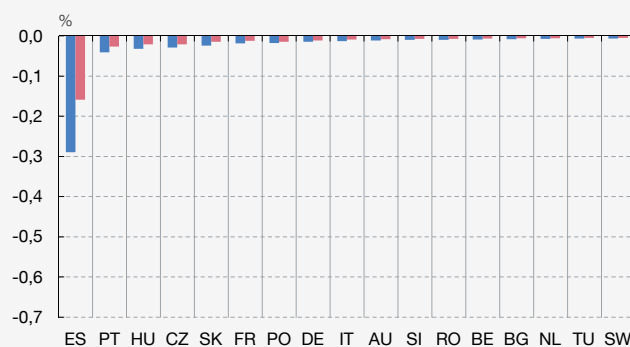
Gráfico 2  
EFECTOS ARRASTRE DEL SECTOR DEL AUTOMÓVIL (a)

Una caída del 10 % en la demanda de vehículos terminados en cada una de las economías se traducirá en una reducción de la fabricación equivalente. Dada la integración en la cadena de valor de la industria del automóvil, una caída en la producción de coches fabricados en cada una de las economías tendrá un efecto propagación sobre el propio sector (efecto directo) y sobre otras ramas y países que son proveedoras de los insumos necesarios para la fabricación de aquellos (efecto indirecto). Alemania y España son las que tendrían un mayor impacto sobre su producción bruta y en valor añadido, y las que provocarían mayores efectos arrastre sobre otras economías, en particular en Europa del Este.

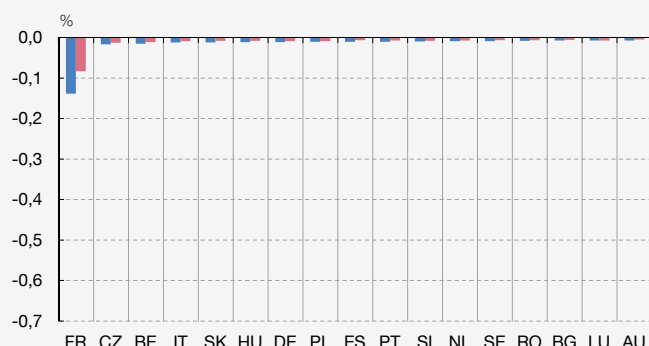
1 IMPACTO SOBRE LA ACTIVIDAD DERIVADO DE UNA CAÍDA DE LA PRODUCCIÓN EN EL SECTOR DEL AUTOMÓVIL ALEMÁN



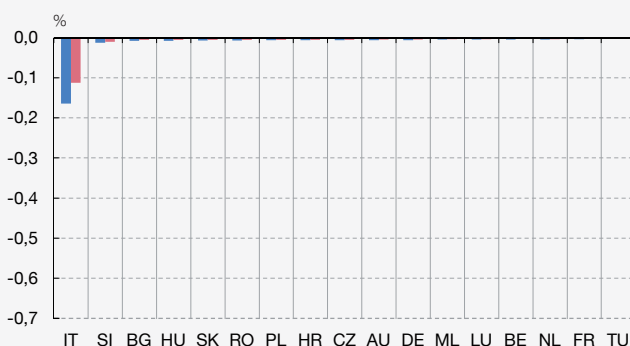
2 IMPACTO SOBRE LA ACTIVIDAD DERIVADO DE UNA CAÍDA DE LA PRODUCCIÓN EN EL SECTOR DEL AUTOMÓVIL ESPAÑOL



3 IMPACTO SOBRE LA ACTIVIDAD DERIVADO DE UNA CAÍDA DE LA PRODUCCIÓN EN EL SECTOR DEL AUTOMÓVIL FRANCÉS



4 IMPACTO SOBRE LA ACTIVIDAD DERIVADO DE UNA CAÍDA DE LA PRODUCCIÓN EN EL SECTOR DEL AUTOMÓVIL ITALIANO



■ SOBRE PRODUCCIÓN BRUTA ■ EN VALOR AÑADIDO

FUENTES: Cálculos del Banco de España y WIOD 2016.

a Nótese que el impacto relevante es sobre el valor añadido bruto y no sobre la producción bruta. La diferencia entre estos dos valores refleja la necesidad de insumos provenientes de otros países.



información de las tablas *input-output* globales (WIOD, por sus siglas en inglés)<sup>5</sup>, los paneles del gráfico 2 ilustran el impacto de una caída del 10 % en la demanda de bienes finales en el sector del automóvil de cada una de las cuatro economías consideradas. En el caso de Alemania, esa perturbación tendría un impacto de -0,5 puntos porcentuales (pp) sobre su valor añadido agregado. Por ramas de actividad, las más afectadas serían, aparte de la correspondiente a la propia fabricación de automóviles, algunas ramas de manufacturas, como la «fabricación de metales» y la «fabricación de plásticos», y, dentro del sector servicios, sobre el que recae una tercera parte del retroceso de la actividad en Alemania, destacan las caídas de las rúbricas de «venta al por mayor, menor y reparación de vehículos» y «servicios de apoyo y administración». Además, algunas economías del Este de Europa (Hungría, Chequia y Eslovaquia) se verían directamente perjudicadas por esta perturbación negativa en Alemania, con una disminución de su valor añadido de en torno a -0,15 pp. El impacto sobre la economía española sería muy reducido, dado que la rama del automóvil alemán utiliza pocos insumos provenientes de España.

véase M. Izquierdo, E. Moral-Benito y E. Prades (2019), «Propagation of sector specific shocks in Spain and other countries», de próxima publicación, Banco de España.

- 5 En concreto, las WIOD contienen información, por países y sectores, para el período 2000-2014. Para más detalles sobre la construcción de esta tabla global, véanse M. P. Timmer *et al.* (2013), *Fragmentation, Income and Jobs. An analysis of European Competitiveness*, y M. P. Timmer, E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer y G. J. de Vries (2015), «An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production», *Review of International Economics*, 23, pp. 575-605.

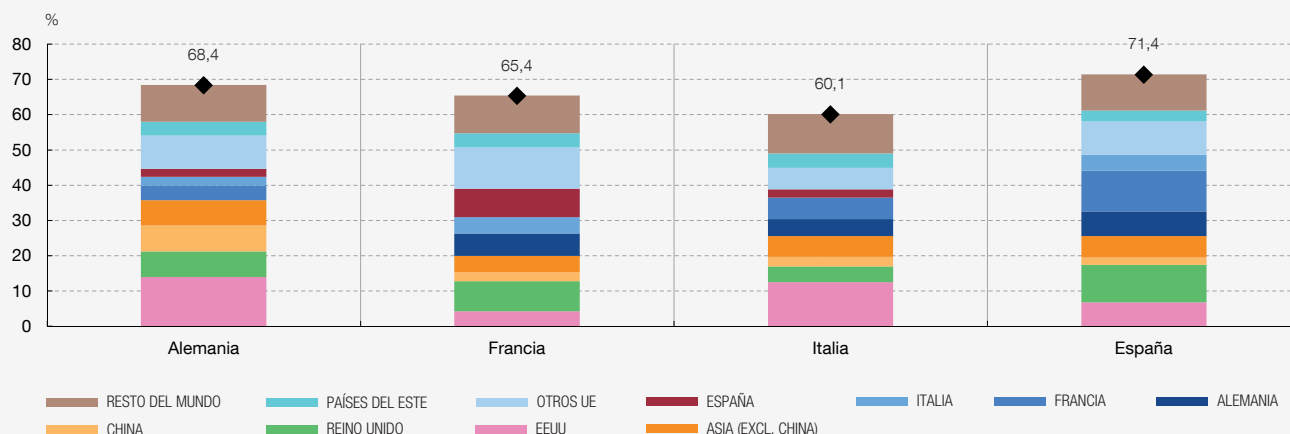
En el caso de la producción de automóviles fabricados en España, una caída del 10 % en su demanda daría lugar a un impacto menor sobre el valor añadido nacional (en torno a -0,15 pp), dado que las importaciones que intervienen en su fabricación son mayores y que el peso del sector en España es inferior al observado en Alemania. En cuanto a los efectos arrastre sobre otras economías, destaca el impacto estimado sobre Portugal y algunas economías de Europa del Este, como Hungría y Chequia<sup>6</sup>.

Además de la elevada fragmentación en la producción de los coches fabricados en un país, una segunda vertiente de las interdependencias entre economías viene dada por tratarse de un sector en el que una proporción elevada de la producción tiene como destino la exportación. En este caso, la consideración de las exportaciones bilaterales del bien terminado puede sesgar el análisis, ya que el valor añadido puede alcanzar su destino final como producto acabado o bien como insumo intermedio que se ha incorporado en el proceso productivo en un país tercero y llega al destino final de forma indirecta<sup>7</sup>. En el gráfico 3 se presenta, para hacer frente a estos problemas de medición, la estructura por destinos finales del valor añadido generado en las cuatro economías europeas analizadas. En comparación con otros sectores, la vocación exportadora de la rama del automóvil se

- 6 En el caso concreto de Portugal, por ejemplo, los sectores que se verían más afectados son la propia «fabricación de vehículos», junto con la «fabricación de productos plásticos» y la «fabricación de metales».
- 7 Véase R. Johnson y G. Noguera (2012), «Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added», *Journal of International Economics*, 86(2).

**Gráfico 3**  
**DESGLOSE DEL VALOR AÑADIDO NACIONAL GENERADO EN EL SECTOR DEL AUTOMÓVIL SEGÚN EL DESTINO FINAL DONDE ES ABSORBIDO**

Un elevado porcentaje del valor añadido generado en la industria del automóvil en Alemania, Francia, Italia o España tiene como destino final una economía foránea. El valor añadido puede llegar a su destino final, de forma directa, como exportación de producto final, como producto intermedio que será directamente absorbido en la economía importadora, o bien, de forma indirecta, como intermedio, ha sido utilizado para la fabricación de un bien o servicio que ha sido reexportado desde un país tercero. En Alemania destaca el peso de los mercados estadounidense, británico y asiático, mientras que en España tiene como principales destinos economías del área del euro y el Reino Unido.



FUENTES: Cálculos del Banco de España y TIVA 2018.

encuentra entre las más elevadas. En concreto, el porcentaje del valor añadido para satisfacer demanda final foránea se situó en 2015 entre el 71,4 % observado en España y el 60,1 % de Italia. Además, se observa una cierta heterogeneidad en cuanto a la especialización geográfica, de forma que el valor añadido generado en Alemania tiene como principales destinos economías fuera de la UE, como Estados Unidos, China y otras economías asiáticas; y, dentro de la UE, cabe destacar el peso que tiene el Reino Unido. Por su parte, en el caso español, el valor añadido tiene como principal destino las economías del área del euro y el Reino Unido, y en menor medida, las asiáticas o la norteamericana.

A la luz de la información presentada, no es de extrañar que las recientes perturbaciones sufridas por el sector del automóvil hayan afectado especialmente a Alemania, dado el elevado peso de la rama dentro del valor añadido del conjunto de la economía, la proporción comparativamente más alta de valor añadido nacional empleado para la producción y el mayor peso de China como destino final de su producción. Estas perturbaciones, a su

vez, se habrían trasladado con cierta intensidad a otras economías del Este de Europa estrechamente ligadas a la producción automovilística alemana. A futuro, el sector se enfrenta a retos adicionales derivados de los cambios en las preferencias de los consumidores (que, por ejemplo, parecen estar orientando crecientemente hacia el vehículo compartido frente a la propiedad) o de las crecientes restricciones medioambientales (que están ya afectando de forma distinta a cada país productor en función, entre otros factores, del peso de los automóviles diésel en la fabricación total). La información presentada sugiere, además, que la materialización de algunos riesgos globales identificados en la actualidad puede afectar de forma asimétrica a los distintos países productores. En particular, mientras que una eventual imposición de aranceles a la importación de automóviles europeos por parte de Estados Unidos afectaría más que proporcionalmente a Alemania y a Italia, la economía española podría verse especialmente perjudicada por los efectos derivados de un *brexit* desordenado o, en general, por perturbaciones negativas sobre la demanda de automóviles en los países de la UE.

La crisis de la deuda soberana del área del euro puso de manifiesto cómo la ausencia de unas cuentas públicas saneadas puede conducir, cuando las condiciones cíclicas empeoran, a un agravamiento de las dificultades presupuestarias, cuya corrección puede acabar requiriendo la adopción de medidas de ajuste fiscal que, a su vez, agudicen la recesión. Con el objetivo de permitir la generación de márgenes de maniobra presupuestarios que mitiguen esos riesgos y de garantizar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas de los Estados miembros, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la UE establece un conjunto de procedimientos para la supervisión de las políticas presupuestarias nacionales<sup>1</sup>. Este recuadro se propone describir las consecuencias que para la orientación de la política fiscal española se derivan del cumplimiento de estos procedimientos en la actual coyuntura.

Existen dos herramientas en el marco del PEC que permiten dar seguimiento a las finanzas públicas de los Estados miembros en función de su situación. Por un lado, en caso de que el déficit público se sitúe por encima del 3 % del PIB y/o la deuda pública sobrepase el 60 % del PIB sin que se esté reduciendo a un ritmo suficiente hacia ese umbral<sup>2</sup>, se aplica el denominado «componente correctivo» y se dice que la economía está inmersa en un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE). Por otro lado, cuando el déficit y la deuda pública no se consideran excesivos de acuerdo con los criterios señalados anteriormente, el Estado miembro pasa a estar sujeto a los requisitos del denominado «componente preventivo» del PEC. El objetivo de este último es garantizar que la política fiscal de los países de la UE genere

márgenes de maniobra presupuestarios suficientes para evitar la entrada en situaciones de déficit excesivo. Para ello, los Estados miembros deben lograr el equilibrio presupuestario en términos del déficit estructural neto de medidas transitorias, con algunos ajustes que tienen en cuenta dos factores que difieren por países: la necesidad de reducir la ratio de deuda pública por debajo del 60 % del PIB y la magnitud del impacto esperado del envejecimiento de la población<sup>3</sup>. Esto se materializa en un objetivo de medio plazo (MTO, por sus siglas en inglés) que, en el caso de la economía española, está fijado en el 0 % del PIB.

España se encontraba inmersa desde 2009 en un PDE, al presentar un déficit público por encima del límite del 3 % del PIB. A la fecha de cierre de este recuadro, las autoridades europeas han confirmado la superación de dicho procedimiento (que será derogado por el Consejo de la UE a principios de julio), al situarse en 2018 el déficit del conjunto de las AAPP por debajo del umbral del 3 % (en concreto, en el 2,5 % del PIB) y juzgarse que esta situación se mantendrá de manera sostenida en el futuro<sup>4</sup>. Simultáneamente a la salida del «brazo correctivo», España entrará en el «brazo preventivo».

1 Para más detalles, véase P. García-Perea y E. Gordo (2016), «Los mecanismos de supervisión presupuestaria de la UEM», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España, pp. 47-60.

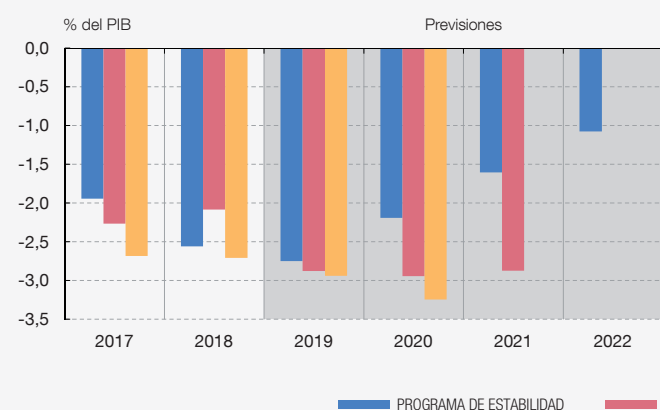
2 Véase «Vade Mecum on the Stability and Growth Pact – 2019 Edition».

3 Debe tenerse en cuenta que el déficit público estructural es una variable no observable y requiere, por tanto, ser estimada. A efectos del procedimiento europeo, su estimación se obtiene como diferencia entre el déficit público observado y el de carácter cíclico, eliminando además el efecto de los factores temporales o excepcionales. El déficit cíclico se calcula mediante la aplicación de las elasticidades de los ingresos y gastos públicos a la brecha de producción. A su vez, este último se estima de acuerdo con una metodología desarrollada por la Comisión Europea (CE) de forma conjunta con los Estados miembros [véase Havik et al. (2014), «The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps», *Economic Papers*, 535, Comisión Europea].

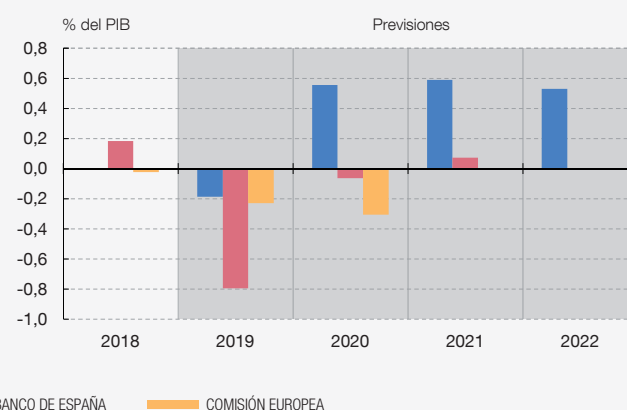
4 Recomendación de Decisión del Consejo por la que se deroga la Decisión 2009/417/CE, sobre la existencia de un déficit excesivo en España.

Gráfico 1  
SALDO ESTRUCTURAL DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

#### 1 NIVEL DEL SALDO ESTRUCTURAL



#### 2 VARIACIÓN DEL SALDO ESTRUCTURAL



FUENTES: Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022, previsiones de primavera de la CE (mayo 2019) y proyecciones de la economía española del Banco de España (junio de 2019).

De acuerdo con las estimaciones disponibles, el nivel del déficit estructural se situó, en 2018, por encima del 2 % del PIB (véase gráfico 1). De este modo, España se encontraría aún lejos de su objetivo de equilibrio presupuestario estructural de medio plazo (MTO), que, como se ha señalado, se ha establecido en el 0 % del PIB, por lo que en el marco del «componente preventivo» del PEC se activarían dos requisitos encaminados a garantizar un progreso suficiente hacia dicho objetivo.

Por un lado, atendiendo a su nivel de deuda (por encima del 60 % del PIB) y a su posición cíclica (brecha de producción en terreno positivo), España debe realizar un ajuste anual, en términos del déficit estructural, de 0,65 puntos porcentuales (pp) del PIB en 2019 y 2020<sup>5</sup>. Por otro lado, dicho ajuste estructural ha de ser compatible con una tasa de crecimiento del gasto público primario inferior al 0,6 % y al 0,9 % en 2019 y 2020, respectivamente<sup>6</sup>.

Adicionalmente, el mantenimiento del nivel de deuda pública por encima del umbral del 60 % del PIB implica la necesidad de reducir esta a un ritmo suficiente para evitar retornar al «brazo correctivo», esta vez por deuda excesiva (véase gráfico 2). En concreto, para que un nivel de deuda sobre PIB superior al 60 % no

se considere excesivo, la norma general es que dicha ratio debe reducirse, anualmente, en un veinteavo de la diferencia con el 60 %. No obstante, durante los tres años posteriores a la derogación del PDE (esto es, 2019-2021, en este caso), España permanecerá en un período transitorio, que otorga un cierto grado de flexibilidad con respecto a la regla de deuda, en el que se le exige el ajuste mínimo del déficit estructural que garantiza el cumplimiento del criterio de deuda al terminar el período de transición<sup>7</sup>. En particular, el ajuste estructural anual mínimo exigible a España para 2019 sería del 0,5 pp del PIB<sup>8</sup>.

Sin embargo, según las últimas estimaciones del Gobierno enviadas a la Comisión Europea en abril, en el contexto de la Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022, se prevé un deterioro del saldo estructural para 2019 de -0,2 pp del PIB (véase gráfico 1), frente a las mejoras requeridas de +0,65 pp, según el brazo preventivo, y de +0,5 pp, según la regla de deuda. Por su parte, frente a la tasa máxima admisible de crecimiento del gasto público computable del 0,6 %, el crecimiento previsto de esta variable para 2019 en la Actualización del Programa de Estabilidad es del 3,9 %.

En este sentido, si bien el Consejo no deberá pronunciarse sobre esta orientación de la política fiscal española hasta la primavera

5 Véanse la recomendación del Consejo relativa al Programa Nacional de Reformas de España y las recomendaciones por las que se emiten sendos dictámenes del Consejo sobre los Programas de Estabilidad de 2018 y de 2019.

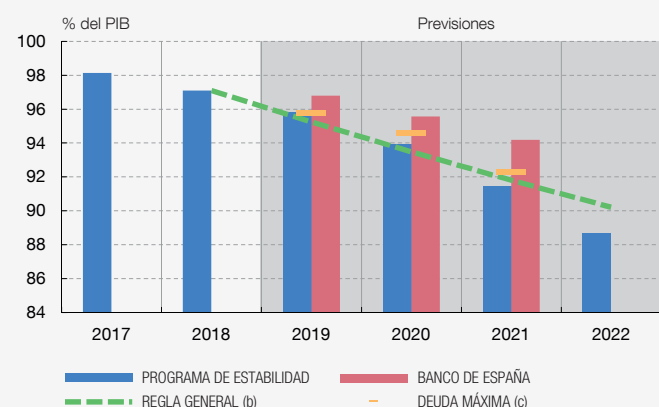
6 De cara al cumplimiento de la regla, el gasto público se define excluyendo la carga de intereses y el gasto en prestaciones por desempleo no discrecional. También se excluyen los gastos de programas de la Unión que se compensen totalmente con los ingresos de los fondos de la Unión. Asimismo, dada su variabilidad, la inversión pública no se incluye por su importe anual, sino como el promedio del gasto a lo largo de cuatro años.

7 Dicho ajuste se denomina «Ajuste Estructural Lineal Mínimo» (MLSA, por sus siglas en inglés). En el gráfico 2.1 se muestran varias sendas de deuda pública para España en el período 2019-2021, incluyendo: la que resulta de las proyecciones de la Dirección General de Economía y Estadística del Banco de España, la compatible con el ajuste estructural mínimo (calculado a partir de las previsiones de primavera de 2019 de la CE) y la que resultaría de la aplicación de la regla general.

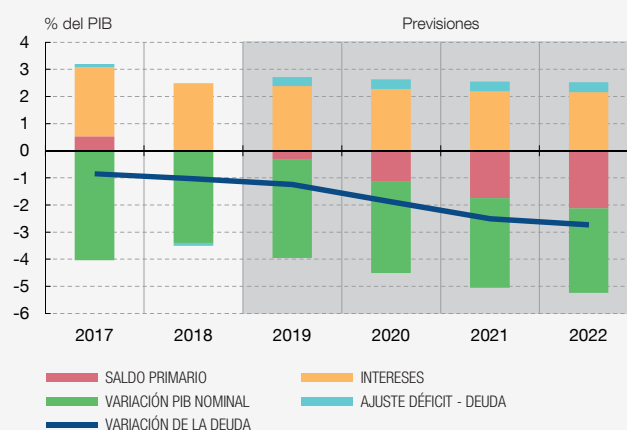
8 Véase «Assessment of the 2019 Stability Programme for Spain».

Gráfico 2  
DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

#### 1 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA



#### 2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA (a)



FUENTES: Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022 y proyecciones de la economía española del Banco de España (junio de 2019).

a Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022.

b Reducción anual en un veinteavo de la diferencia con el 60 %.

c Estimación del nivel de deuda máxima compatible con los requerimientos del período transitorio.

del año 2020, una vez se hayan publicado los datos referidos a 2019<sup>9</sup>, en su recomendación reciente la CE ha destacado que, para el presente ejercicio, existe un riesgo significativo de desviación respecto a los requisitos establecidos. En el caso de que se materializara dicha desviación, el Consejo recomendaría a España la adopción de las medidas de ajuste necesarias, cuyo

incumplimiento podría llevar incluso a la exigencia de efectuar un depósito por importe del 0,2 % del PIB.

El cumplimiento de las reglas fiscales establecidas en el proceso de gobernanza presupuestaria europea es un requisito que cualquier país miembro debe satisfacer, al objeto de contribuir al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica del área del euro. Pero, además, constituye también un objetivo deseable desde la perspectiva nacional, en la medida en que contribuye a dotar a las finanzas públicas de cada país de la fortaleza necesaria para hacer frente a posibles eventos recesivos futuros y para asegurar su sostenibilidad a largo plazo.

---

9 El cumplimiento de las recomendaciones del Consejo bajo el «componente preventivo» del PEC se determina a partir de una comprobación *ex post*, es decir, de acuerdo con los datos publicados después del cierre del año (véase «*Vade Mecum on the Stability and Growth Pact – 2019 Edition*»).

El BCE publicó, el pasado 29 de mayo, los resultados de la vigésima 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 2018 y marzo de 2019. 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 algo menos favorable de su situación económica y financiera. Así, aunque el número de las empresas que declararon un aumento de sus ventas volvió a superar, por novena vez consecutiva, al de las que señalaron lo contrario, la diferencia entre ambos grupos (porcentaje neto) fue del 20 %, dato inferior en 4 puntos porcentuales (pp) al de la encuesta previa, quedando también ligeramente por debajo del registrado para el conjunto del área del euro (21 %) (véase gráfico 1). Los costes, tanto laborales como de otro tipo, aumentaron para una proporción neta elevada de pymes de la muestra (57 % y 58 %, respectivamente, frente al 52 % y 57 % de la UEM). Ello determinó una evolución de los resultados económicos menos favorable que la de las ventas. Concretamente, el porcentaje de las empresas que informaron de un descenso de los beneficios superó al de las que contestaron lo contrario, hecho que no ocurría desde 2015, y se registró un porcentaje neto negativo del -4 %, frente al dato nulo del conjunto del área del euro. El detalle por sectores muestra que la evolución menos favorable de las ventas y de los beneficios afectó a casi todos ellos, excepto a la rama del comercio, que fue la única que presentó porcentajes algo más positivos (en el caso de las ventas) o menos negativos (en el de los resultados) que los registrados en 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 (27 %) (véase gráfico 2), mientras que en el conjunto de la UEM el problema mencionado con mayor frecuencia fue, por tercera vez consecutiva, la escasez de mano de obra cualificada (25 %). 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 7 % del total en España y un 8 % en la UEM, porcentajes muy similares a los registrados seis meses antes.

En este contexto, la proporción de las pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios creció 1 pp, hasta situarse en un 29 % (véase gráfico 3), cifra ligeramente superior a la registrada en la UEM (28 %) y que, no obstante, se mantiene próxima a los valores más reducidos observados durante los últimos años. Por su parte, el acceso a la financiación bancaria continuó mejorando, aunque a un ritmo cada vez más reducido (véase gráfico 4). Así, en términos netos, el 16 % de las pymes españolas informó de una

mejora en este aspecto, 5 pp menos que en la encuesta previa, aunque 7 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM. Las empresas encuestadas observaron una evolución positiva en la mayoría de los factores que afectan a la oferta crediticia, aunque en menor medida que en la edición anterior. En concreto, en términos netos, un 21 % de las empresas españolas pequeñas y medianas percibió una mayor disposición de las entidades a otorgar préstamos (cifra 6 pp inferior a la registrada seis meses antes), un 13 % informó de una mejora de su situación específica (4 pp menos que en la encuesta previa), y también un 13 % indicó un impacto favorable asociado a su historial crediticio (1 pp por debajo de la cifra de septiembre de 2018). En cambio, un 8 % de las pymes, en términos netos, consideraron que las perspectivas económicas generales dificultaron el acceso al crédito (frente al 1 %, en términos netos, del período inmediatamente anterior que opinaba lo contrario).

El porcentaje de las pymes cuyas peticiones de financiación fueron rechazadas se redujo ligeramente, en 1 pp, hasta situarse en el 5 %, cifra ligeramente inferior a la registrada en el conjunto de la UEM (6 %). También el indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios<sup>1</sup> muestra una ligera mejora, con un descenso de 1 pp en la proporción de las compañías con este tipo de dificultades, hasta el 8 %, dato levemente superior al de la UEM (véase gráfico 5).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje neto de las empresas que informaron de un descenso en los tipos de interés fue positivo, por novena vez consecutiva, aunque presentó un nivel muy reducido (1 %) y similar al de la edición anterior (véase gráfico 6). También siguió siendo positiva la proporción neta de las compañías que señalaron un aumento en la cuantía de los préstamos (7 %, 8 pp menos que seis meses antes). En cambio, las pymes españolas informaron, en conjunto, de una ligera reducción de los plazos de vencimiento de los préstamos, así como de un endurecimiento de las garantías requeridas y de otras condiciones de los préstamos.

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre octubre de 2018 y marzo de 2019, el acceso de las pymes españolas a la financiación externa continuó mejorando, aunque a un ritmo más moderado que en ediciones anteriores, en un contexto en el que la situación económica y financiera de estas empresas mostró algunos síntomas de un cierto deterioro. 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 LOS BENEFICIOS (a)

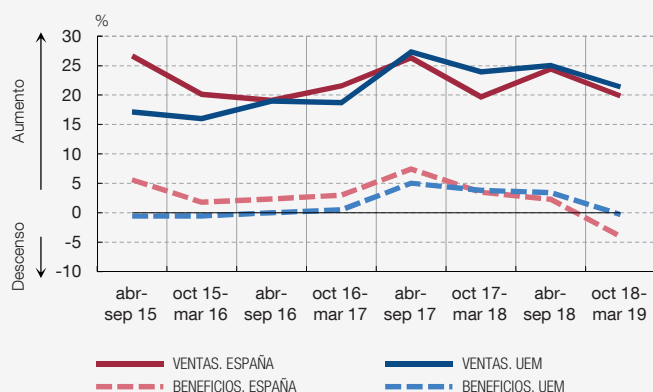


Gráfico 2  
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD. OCTUBRE DE 2018-MARZO DE 2019

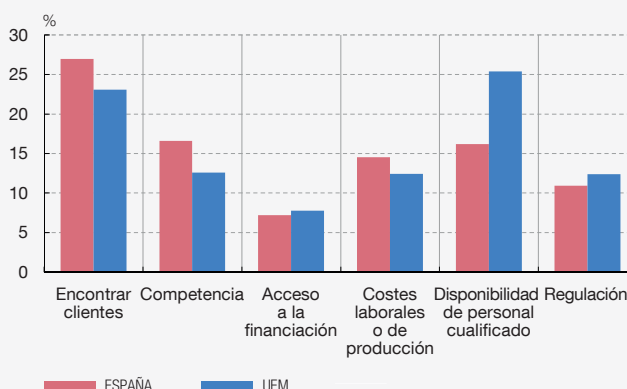


Gráfico 3  
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS

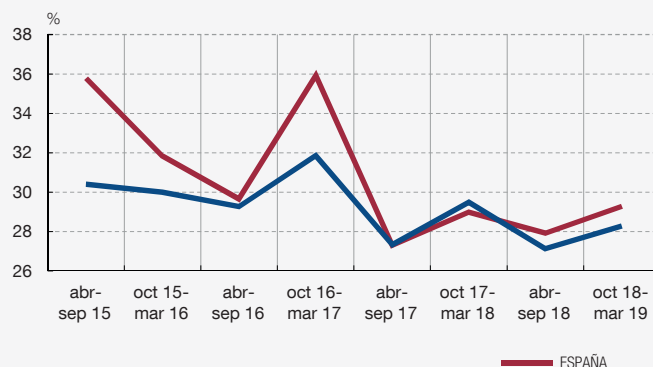


Gráfico 4  
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

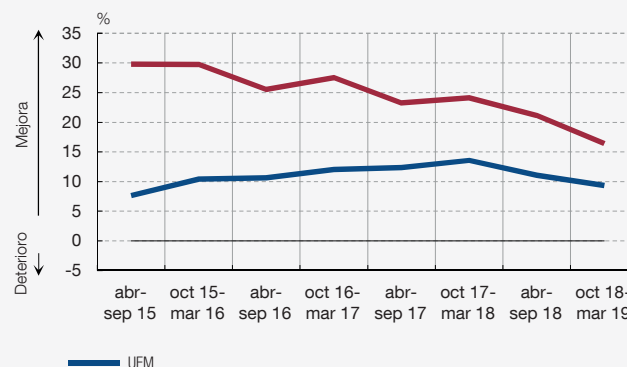


Gráfico 5  
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)

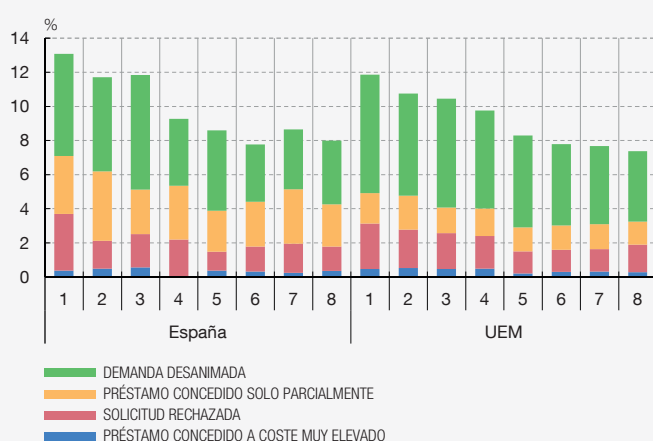
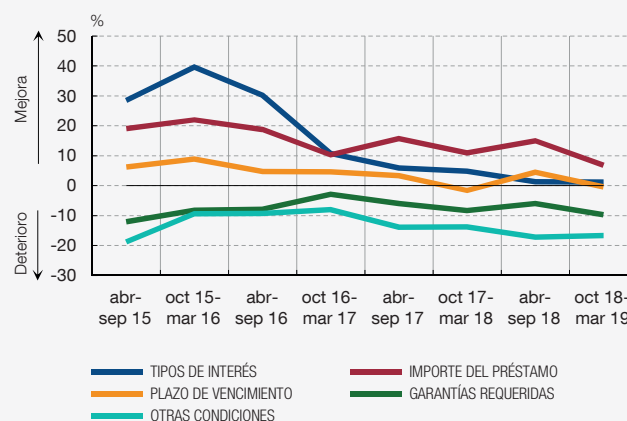


Gráfico 6  
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (d)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de las empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.  
b Porcentaje de las empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.  
c Este indicador recoge la proporción de las 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 del eje horizontal representan las rondas de la encuesta, correspondiendo el 1 al período de abril-septiembre de 2015 y el 8 al período de octubre de 2018-marzo de 2019.  
d Porcentaje de las empresas que señalan una mejora de las condiciones (descenso de tipos de interés, aumento de importes y plazos, y disminución de garantías y otras condiciones requeridas) menos porcentaje de las empresas que señalan un deterioro de dichas condiciones.



*Evolución diferenciada por mercados, con leves avances en los principales índices bursátiles y caídas de la rentabilidad de la deuda soberana, en un contexto de elevada incertidumbre geopolítica y un tono más acomodaticio de las políticas monetarias*

**En el segundo trimestre del año, los mercados financieros internacionales mostraron una volatilidad mayor que en el trimestre anterior ante las crecientes tensiones comerciales.** Las oscilaciones en el grado de optimismo con respecto al desenlace de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, así como las noticias en cuanto a otras medidas arancelarias que la Administración estadounidense valoró implementar frente a áreas como México y la Unión Europea, determinaron en buena medida el grado de aversión al riesgo en los mercados internacionales durante el trimestre. La evolución de los mercados también ha estado muy condicionada por el tono de política monetaria más acomodaticio adoptado por los principales bancos centrales en los últimos meses ante el deterioro de algunos indicadores clave de actividad, precios y confianza. Este sesgo más acomodaticio está teniendo un impacto muy significativo, a la baja, en las expectativas de los inversores acerca de la senda futura de tipos de interés.

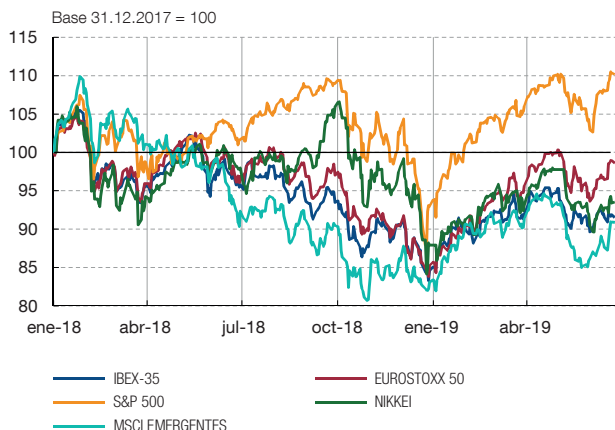
**Los mercados de renta variable mantuvieron la senda alcista iniciada a principios de año hasta mayo, mes en el que cayeron con intensidad.** La recuperación en junio ha hecho que los índices bursátiles de las principales economías avanzadas salden el trimestre con ganancias, a excepción de Japón (véase gráfico 2). La mayoría de los mercados bursátiles emergentes también experimentaron avances en el conjunto del trimestre, a excepción de los asiáticos, que han sido los más afectados, en términos relativos, por el aumento de la incertidumbre y de la aversión al riesgo.

**Durante el trimestre, cabe destacar el comportamiento del segmento de renta fija, con caídas generalizadas en la rentabilidad de la deuda soberana, que alcanzó mínimos históricos en Alemania.** Esta evolución fue coherente con la búsqueda de activos refugio por parte de los inversores, ante la mayor incertidumbre geopolítica, y con una revisión a la baja de las expectativas de mercado en cuanto a la senda futura de los tipos de interés oficiales de referencia. En particular, a la fecha de cierre de este Informe, los mercados descuentan que el tipo de interés de referencia de la Reserva Federal estadounidense se situará 75 puntos básicos (pb) por debajo de su nivel actual en diciembre de 2019 (descenso que supera en 50 pb al que anticipaban al principio del trimestre). La considerable incertidumbre asociada a estas expectativas tuvo su reflejo en un aumento significativo de la volatilidad implícita de la deuda soberana en Estados Unidos, aproximada por el índice MOVE (véase gráfico 2). Por su parte, en el área del euro, los inversores, en promedio, esperan que el tipo de interés de la facilidad de depósito se sitúe 10 pb por debajo de su nivel actual en diciembre de 2019, cuando al principio del trimestre no esperaban que hubiese cambio alguno a lo largo del año.

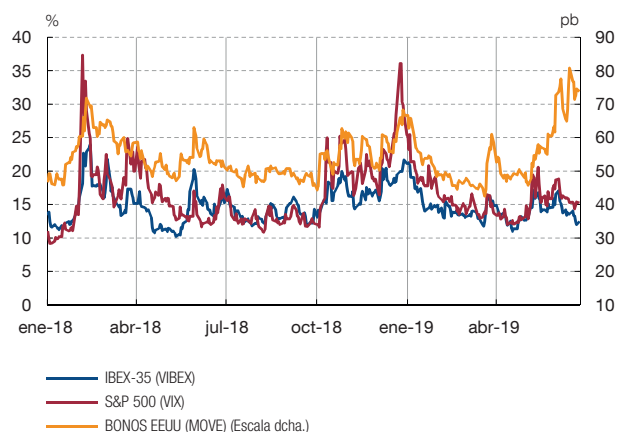
**Los diferenciales de los activos vinculados a un riesgo elevado tuvieron un comportamiento acorde con los cambios en la aversión al riesgo durante el trimestre.** Así, por ejemplo, el diferencial de la deuda corporativa estadounidense de alto rendimiento (respecto del bono soberano) continuó reduciéndose en abril, pero aumentó con fuerza en mayo. En junio, en línea con la evolución más favorable del resto de los mercados, estos diferenciales volvieron a reducirse en 38 pb. Los diferenciales soberanos de las economías

El trimestre se ha caracterizado por una mayor volatilidad y aversión al riesgo, en un contexto de incertidumbre debido a las tensiones comerciales y de políticas monetarias más acomodaticias. Los principales mercados bursátiles han experimentado ligeras ganancias, mientras que en España el IBEX-35 ha sufrido un leve retroceso. El factor común ha sido la caída de la rentabilidad soberana, que ha estado condicionada por la búsqueda de activos refugio y las expectativas de bajadas en los tipos de interés.

### 1 ÍNDICES BURSÁTILES



### 2 VOLATILIDADES IMPLÍCITAS



FUENTE: Datastream.

emergentes en Europa y en América Latina tuvieron un comportamiento muy similar. En los mercados cambiarios, el yen se apreció significativamente durante el mes de mayo, en línea con su tradicional consideración de activo refugio. Por su parte, la libra se depreció un 2,7% en el conjunto del trimestre, debido a la incertidumbre sobre el *brexít*.

**La política de comunicación y las decisiones adoptadas por los principales bancos centrales están teniendo una gran incidencia en las dinámicas de mercado.** Así, por ejemplo, una intervención del presidente de la Reserva Federal en la primera semana de junio, en la que se valoraba la posibilidad de que los tipos de interés se redujeran a lo largo de 2019, provocó una notable corrección alcista en las bolsas, que se prolongó cuando, en la reunión de junio, el Comité Federal de Mercados Abiertos (FOMC) mantuvo, como se esperaba, el tipo de interés de referencia, pero anunció posibles recortes en el futuro. Por su parte, en su reunión de junio, el Consejo de Gobierno del BCE extendió el *forward guidance*, anunciando que el tipo de interés de referencia no se modificará hasta por lo menos la primera mitad de 2020, y definió las características del nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo TLTRO-III. La reacción más destacable en los mercados tras ambos anuncios se produjo en el sector bancario europeo, en forma de caídas bursátiles. Las consecuencias para los mercados financieros de la intervención del presidente del BCE del 18 de junio, en la que señaló la disposición del BCE de introducir medidas adicionales de política monetaria en caso necesario, fueron de mayor relevancia. En concreto, pudieron observarse avances bursátiles y caídas en los rendimientos de la deuda soberana, debido a las mayores expectativas de posibles recortes del tipo de interés de referencia.

3.1 Entorno exterior  
del área del euro

*Si bien la actividad global sorprendió al alza en el primer trimestre, los indicadores más recientes muestran signos de deterioro*

**En el primer trimestre de 2019, la actividad global creció algo más de lo esperado.** En particular, el PIB se aceleró a principios de año en las principales economías avanzadas (véase gráfico 3.1) y mantuvo su ritmo de avance en China (véase gráfico 3.2), posiblemente reflejando, en este último caso, el efecto de las medidas de estímulo fiscal, monetario y financiero que las autoridades habían ido introduciendo desde mediados de 2018. En general, estos desarrollos globales se debieron en gran parte al aumento de la aportación positiva de la variación de existencias, que podría vincularse en buena medida a la situación de elevada incertidumbre relacionada con las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y, en el caso particular del Reino Unido, a la persistencia de las dudas sobre la resolución de su proceso de salida de la Unión Europea (*brexit*). Los datos algo más favorables llevaron al consenso de los analistas a revisar ligeramente al alza o a mantener sus perspectivas de crecimiento para el conjunto de 2019 (véase gráfico 3.3). En América Latina, por su parte, la evolución de la actividad en el primer trimestre fue más negativa, con caídas del PIB en las principales economías, mientras que, dentro de Europa del Este, Turquía salió del período de recesión técnica reciente.

**No obstante, la última información disponible arroja, en conjunto, un balance menos positivo.** Los indicadores de actividad global correspondientes al segundo trimestre del año siguen dando muestras de desaceleración, principalmente en los sectores de bienes intermedios y de inversión. Por su parte, los bienes de consumo y los servicios, que venían registrando una mayor resistencia, también están comenzando a dar señales de desgaste (véase gráfico 3.4). En el caso particular de la economía china, la debilidad de los indicadores económicos correspondientes al segundo trimestre podría reflejar que el impacto de las medidas contracíclicas de política económica adoptadas por las autoridades de este país se estaría agotando y su efectividad sería inferior a la esperada (véase recuadro 2).

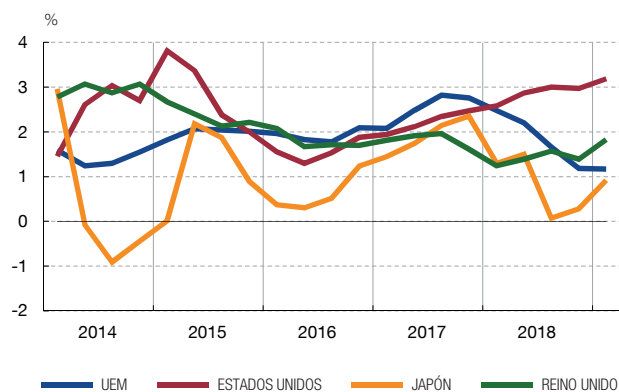
**Las tasas de inflación de las economías avanzadas retomaron en mayo su tendencia descendente, tras el repunte temporal de abril.** El perfil de la inflación se ha encontrado muy condicionado por el comportamiento del componente energético (véase gráfico 4.1). En cuanto a la inflación subyacente, esto es, excluyendo los componentes más volátiles (energía y alimentos), continúa situándose, con carácter general, en valores reducidos desde el punto de vista histórico (véase gráfico 4.2). En las economías emergentes, la evolución de la inflación se ha visto también muy influida por los componentes más volátiles, manteniéndose el componente subyacente relativamente estable o en descenso.

*El comercio mundial sigue débil, en un contexto de escalada de las tensiones comerciales*

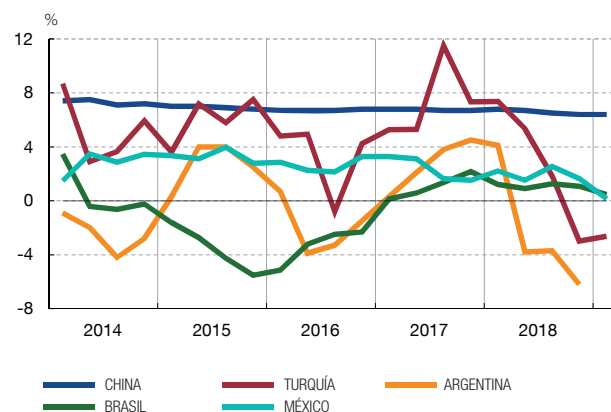
**El comercio mundial de bienes se contrajo en el primer trimestre del año.** Este descenso (del 0,3 % con respecto al trimestre anterior) se debió a la caída de la actividad comercial en Asia emergente, Japón y América Latina, mientras que en Estados Unidos y el área del euro mostró una cierta atonía (véase gráfico 5.1). En este contexto,

En línea con un crecimiento superior al esperado en el primer trimestre, las previsiones para el conjunto del año 2019 han mejorado o se han mantenido en las principales economías, pero los indicadores de alta frecuencia señalan un deterioro de la actividad más recientemente.

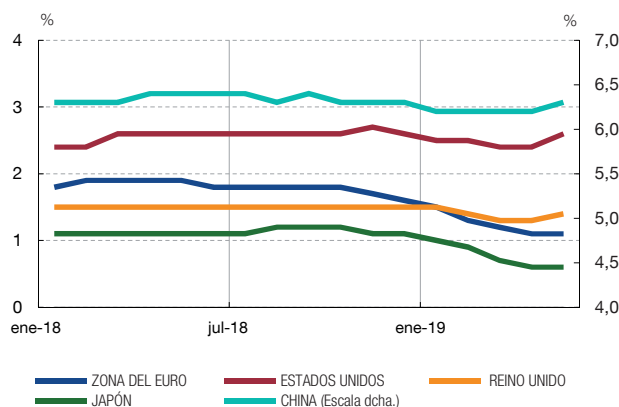
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO ECONOMÍAS AVANZADAS  
Tasa interanual



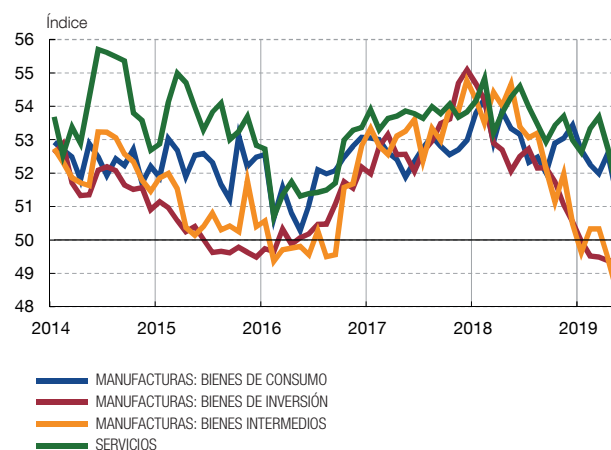
2 PRODUCTO INTERIOR BRUTO ECONOMÍAS EMERGENTES  
Tasa interanual



3 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB (2019)



4 PMI GLOBALES

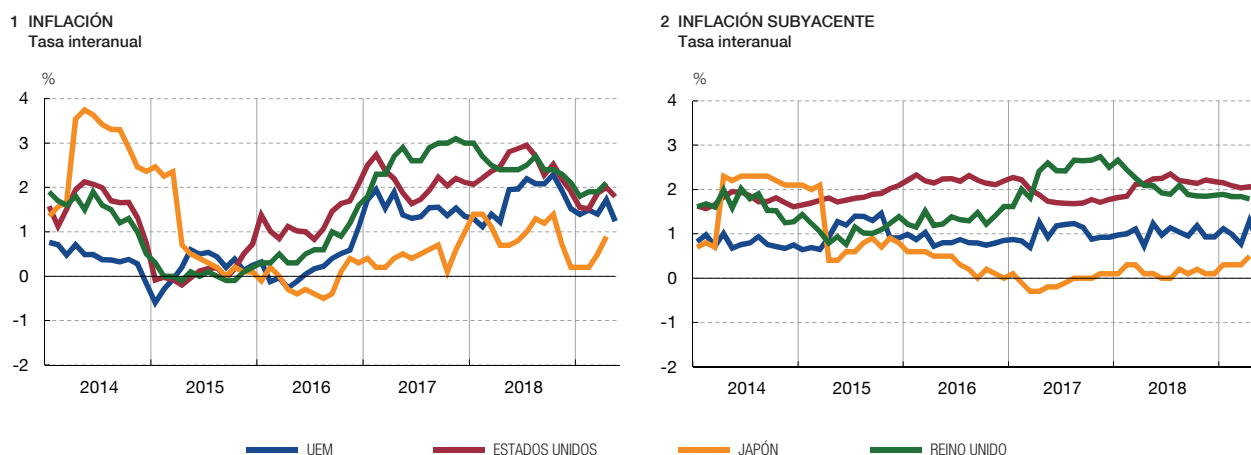


FUENTES: Thomson Reuters, IHS Markit, JP Morgan y Consensus.

[Descargar](#)

en mayo-junio se ha producido una nueva escalada de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, con la subida del 10 % al 25 % de los aranceles de este último país sobre las importaciones de productos chinos, por valor de 200 mm de dólares, la prohibición estadounidense de vender material tecnológico crítico a proveedores extranjeros —habiendo singularizado, además, una empresa de este sector de grandes dimensiones radicada en China—, las represalias anunciadas por las autoridades de este país ante tales medidas, y las amenazas adicionales de Estados Unidos sobre el resto de las importaciones provenientes de China (véase gráfico 5.2). En cuanto a la posible imposición por parte de Estados Unidos de aranceles adicionales a las importaciones de vehículos y componentes, medida que perjudicaría principalmente a la Unión Europea y a Japón, se ha pospuesto cualquier decisión al respecto en seis meses, hasta noviembre. Por último, las amenazas estadounidenses de imposición de aranceles sobre las importaciones procedentes de México han quedado neutralizadas, al menos por el momento, con el acuerdo migratorio alcanzado recientemente entre ambos países.

Las tasas de inflación de las economías avanzadas se mueven en línea con la evolución de los componentes más volátiles (energía y alimentos), y la inflación subyacente permanece en niveles históricamente reducidos.



FUENTES: Thomson Reuters y Banco de España.

[Descargar](#)

**Por su parte, el precio del petróleo ha registrado una significativa volatilidad en el primer tramo de este año.** Así, el precio del barril de *Brent* aumentó hasta mediados de mayo hasta los 75 dólares, en un contexto de bajo nivel de los inventarios, recortes de la producción de la OPEP y sus socios, y caídas en la producción de Irán y Venezuela, explicadas en parte por las sanciones estadounidenses. Sin embargo, en el último mes el crudo se abarató de forma brusca, por el previsible impacto negativo de las tensiones comerciales sobre la actividad, hasta cotizar a mediados de junio ligeramente por debajo de los 65 dólares (véase recuadro 1).

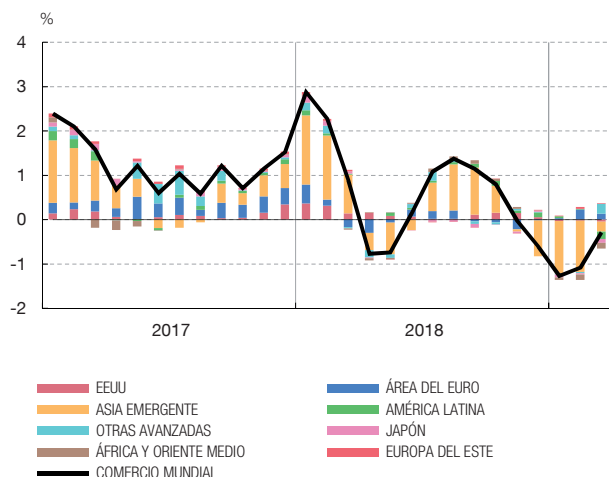
*Los riesgos sobre la actividad económica y la ausencia de presiones inflacionistas han llevado a un cambio en las expectativas sobre el tono futuro de las políticas monetarias*

**Los bancos centrales de las economías desarrolladas han mostrado su intención de mantener el tono expansivo de su política monetaria por más tiempo de lo inicialmente previsto, o incluso de acentuarlo** (véase gráfico 6.1). Este cambio responde principalmente al entorno de debilitamiento de la actividad y ausencia de presiones inflacionistas descritos anteriormente. Así, como se ha indicado con anterioridad, en el caso de la Reserva Federal, los mercados de futuros han pasado en tres meses de no esperar variaciones en su tipo de interés oficial en 2019 a descontar la posibilidad de varios recortes este año (véase gráfico 6.2). Otras economías, como Australia o Nueva Zelanda, ya han instrumentado recortes de tipos en el primer semestre. En otros casos, como en el Reino Unido y Japón, los mercados esperan un mantenimiento de los tipos de interés oficiales, al menos, hasta finales de 2020.

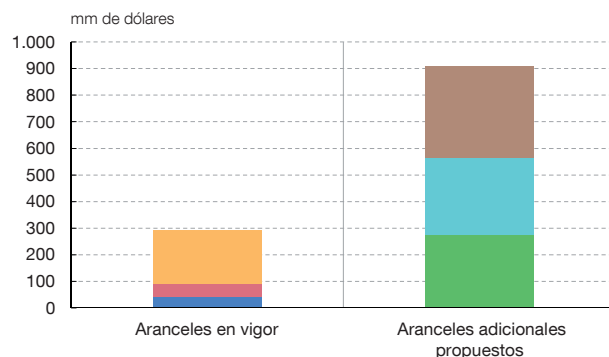
**Por su parte, las economías emergentes han mantenido, en general, inalterado el tono de su política monetaria, haciéndose más acomodaticio en algunos casos.** No obstante, se ha producido alguna excepción a esta tónica general. En concreto, Argentina y, temporalmente, Turquía se han visto forzadas a endurecer su política monetaria.

La renovada escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, por una parte, y Estados Unidos y otros socios comerciales, por otra, acabará repercutiendo no solo en un menor comercio, sino también en un menor crecimiento de la actividad.

1 CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL



2 COMERCIO AFECTADO POR MEDIDAS PROTECCIONISTAS



FUENTES: CPB, US Census, PIIE y Banco Central Europeo.

[Descargar](#)

*Los mercados financieros emergentes registraron una cierta volatilidad en el segundo trimestre, relacionada con la renovada escalada de las tensiones comerciales y con el aumento de la aversión al riesgo*

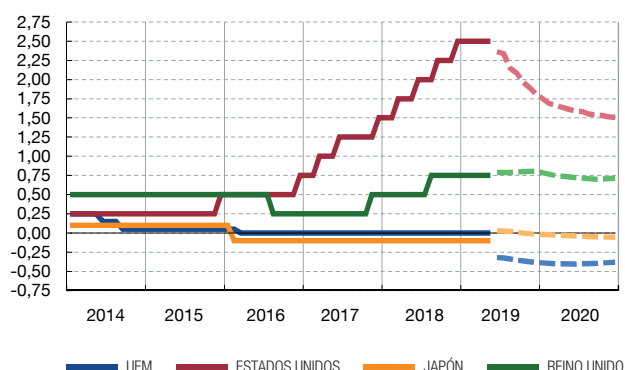
**La evolución de los mercados financieros emergentes ha sido cambiante a lo largo del trimestre, mostrando distintas fases.** Primero, en abril, el comportamiento fue positivo, con descensos notables de la volatilidad, lo que se apoyó en un entorno exterior favorable, con las bolsas estadounidenses alcanzando nuevos máximos ante las buenas perspectivas para la firma del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, y con una recuperación del precio del petróleo de casi un 5 %. Además, en ese mes, el deterioro registrado en los mercados más vulnerables (Argentina y Turquía, por factores idiosincrásicos) no pareció afectar significativamente al resto. Más tarde, en mayo, esa tendencia positiva revirtió a causa del empeoramiento de los factores globales (repunte de las tensiones comerciales, incremento de la aversión al riesgo a escala general, aumento de las volatilidades de la bolsa y los tipos de interés, y disminución del precio del petróleo), de modo que las variables financieras de estos mercados retrocedieron a los niveles de mediados de enero de 2019, con fuertes caídas de las bolsas —especialmente, en Asia—, depreciaciones de las divisas y subidas de las primas de riesgo soberanas (véase gráfico 7). A lo largo del mes de junio, los mercados emergentes se han estabilizado en línea con algunas noticias positivas en el frente comercial (como el acuerdo entre Estados Unidos y México) y las renovadas expectativas de recortes de tipos de interés en Estados Unidos.

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

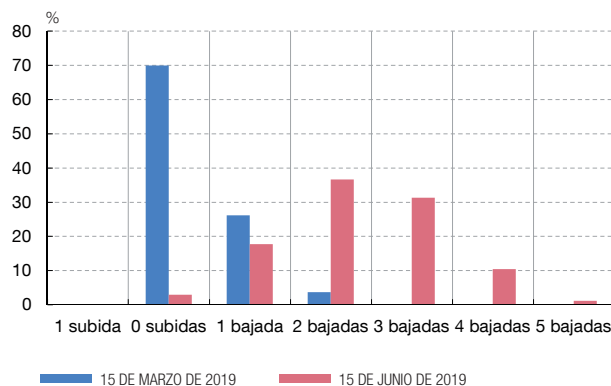
*Tras el repunte de carácter transitorio de la actividad económica del área del euro a comienzos del año, esta continúa dando muestras de debilidad, sobre todo en el sector industrial*

Los bancos centrales de las economías desarrolladas han mostrado su intención de mantener el tono expansivo de su política monetaria por más tiempo de lo inicialmente previsto, o incluso de acentuarlo.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y FUTUROS (a)



2 EXPECTATIVAS DE MOVIMIENTOS DEL TIPO DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES EN 2019, BASADAS EN MERCADO DE FUTUROS



FUENTES: Thomson Reuters y Banco de España.

a Futuros a 10.6.2019.

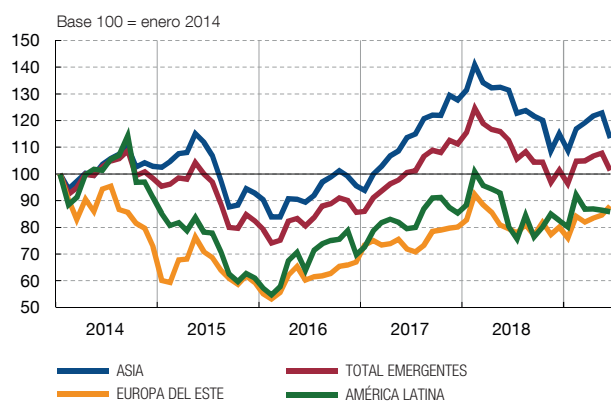
[Descargar](#)

## LOS MERCADOS EMERGENTES HAN MOSTRADO UN COMPORTAMIENTO CAMBIANTE

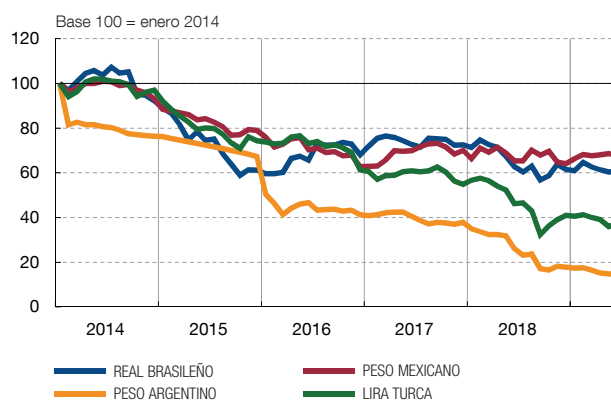
GRÁFICO 7

Los mercados financieros registraron un comportamiento positivo en abril (salvo en Argentina y Turquía) y negativo en mayo y principios de junio, para estabilizarse posteriormente.

1 EVOLUCIÓN DE LA BOLSA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES



2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR DE LAS MONEDAS DE PAÍSES EMERGENTES (a)



FUENTE: Thomson Reuters.

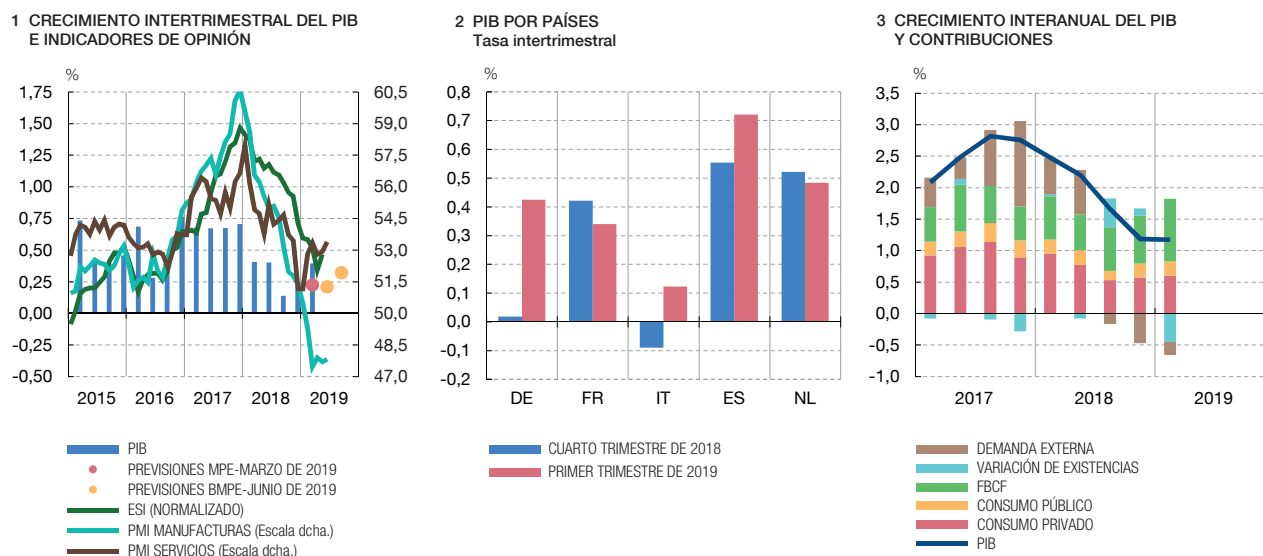
a Una disminución del índice supone una depreciación de la moneda frente al dólar.

[Descargar](#)

**En el área del euro, el crecimiento del PIB repuntó en el primer trimestre de 2019, debido, en parte, a la presencia de factores transitorios.** El PIB avanzó un 0,4% intertrimestral en ese período, tasa superior a la observada en el cuarto trimestre de 2018 y a la esperada unos meses antes (véase gráfico 8.1). Por países, las mayores sorpresas se registraron en Alemania y en Italia, cuyo PIB volvió a crecer después de dos trimestres de retrocesos o práctico estancamiento (véase gráfico 8.2). No obstante, este resultado refleja, en parte, factores de naturaleza transitoria, relacionados con un incremento de las



El PIB del área del euro repuntó en el primer trimestre de 2019, lo que pudo deberse, en gran medida, a factores transitorios que, sobre todo, impulsaron al alza el crecimiento de las economías alemana e italiana, después de dos trimestres de retrocesos o práctico estancamiento. Sin embargo, en el segundo trimestre el tono de la actividad económica sigue siendo moderado y se acentúa la debilidad del sector industrial.



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Markit Economics y Banco Central Europeo.

[Descargar](#)

ventas al Reino Unido, dado el proceso de acumulación de existencias que tuvo lugar en este país ante la posibilidad de que se produjera un *brexit* sin acuerdo a finales de marzo. Por otro lado, el consumo privado en Alemania se benefició de un incremento excepcional de las matriculaciones de automóviles, al materializarse decisiones de compra que habían sido pospuestas en la segunda mitad de 2018 como consecuencia de la adaptación de la industria al nuevo protocolo de emisiones. Finalmente, la actividad del sector de la construcción en varios países se vio favorecida por una meteorología especialmente benigna. En términos interanuales, se mantuvo el moderado ritmo de avance para el conjunto del área (del 1,2 %), al compensarse una disminución de la contribución de la demanda interna con una aportación menos negativa de la demanda exterior neta (gráfico 8.3).

**La información más reciente prolonga la debilidad de la actividad económica a corto plazo, en un contexto global más incierto.** Cabe destacar el deterioro del sentimiento económico, más acusado en los sectores expuestos al comercio mundial, que podría estar reflejando los efectos de la nueva escalada proteccionista y la prolongación de las negociaciones para la salida del Reino Unido de la Unión Europea. En este sentido, los indicadores de confianza en el sector manufacturero, la cartera de pedidos exteriores y las expectativas de producción han acentuado su debilidad respecto al primer trimestre del año, especialmente en Alemania, donde la incertidumbre sobre el futuro de la industria automovilística es particularmente relevante (véase recuadro 5). Por su parte, los indicadores cuantitativos disponibles son escasos, pero muestran debilidad. En concreto, en abril el índice de producción industrial (IPI) se contrajo, mientras que las exportaciones de bienes en términos reales continuaron estancadas en marzo. Por su parte, el consumo privado sigue sustentándose en el avance del empleo, aunque a un ritmo algo inferior al de los trimestres previos, al tiempo que la confianza de los consumidores mantiene niveles inferiores a los registrados en los últimos años.

|   | 2019       |            | 2020       |            | 2021       |           |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
|   | PIB        | IAPC       | PIB        | IAPC       | PIB        | IAPC      |
| Banco Central Europeo (junio de 2019)         | 1,2 (0,1)  | 1,3 (0,1)  | 1,4 (-0,2) | 1,4 (-0,1) | 1,4 (-0,1) | 1,6 (0,0) |
| Comisión Europea (mayo de 2019)               | 1,2 (-0,1) | 1,4 (0,0)  | 1,5 (-0,1) | 1,4 (-0,1) | —          | —         |
| OCDE (mayo de 2019)                           | 1,2 (0,2)  | 1,2 (—)    | 1,4 (0,2)  | 1,5 (—)    | —          | —         |
| Fondo Monetario Internacional (abril de 2019) | 1,3 (-0,3) | 1,3 (—)    | 1,5 (-0,2) | 1,6 (—)    | 1,6 (—)    | 1,7 (—)   |
| <i>Consensus Forecast</i> (junio de 2019)     | 1,1 (0,0)  | 1,3 (-0,1) | 1,3 (0,0)  | 1,4 (0,0)  | —          | —         |

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

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a marzo de 2019 para el BCE, febrero para la CE, marzo para la OCDE, enero para el FMI y mayo para *Consensus*.

**Las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema incorporaron una ligera revisión al alza del crecimiento del PIB de la zona del euro esperado para 2019, y dibujaron un cierto deterioro de las perspectivas de crecimiento a medio plazo.** En la actualidad, se espera que el PIB crezca un 1,2 % en 2019, solo una décima más que lo previsto en marzo, como consecuencia del buen dato de crecimiento del primer trimestre, mientras que se reduce ligeramente —hasta el 1,4 %— el crecimiento esperado para 2020 y 2021 (véase cuadro 2). La demanda interna se mantiene como el principal soporte del crecimiento del área del euro a lo largo del horizonte de previsión, debido a la orientación acomodaticia de la política monetaria, la aceleración de los salarios y una política fiscal ligeramente expansiva. En cambio, las perspectivas de crecimiento de la demanda externa se han deteriorado. Además, persisten importantes focos de riesgo en torno a este escenario. Junto con el incremento del proteccionismo y de la incertidumbre sobre el *brexit*, en el ámbito interno se mantienen las dudas sobre el diseño de la política fiscal en Italia, a lo que se añade un complejo escenario político en diversos países de la UEM.

***Las presiones inflacionistas en el área del euro son moderadas, si bien se prevé que a medio plazo se incrementen gradualmente***

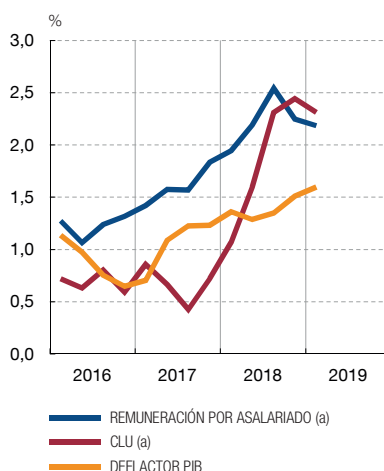
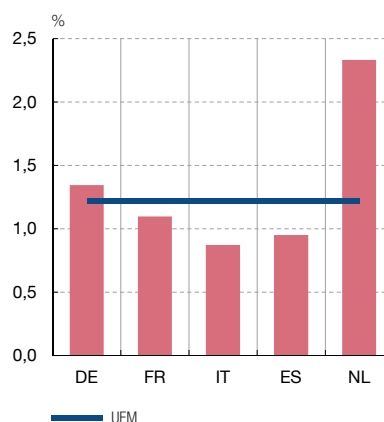
**La evolución de la inflación en el área del euro ha estado condicionada por la variabilidad estacional de algunos componentes.** El crecimiento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) descendió hasta el 1,2 % en mayo, tras el repunte transitorio de tres décimas en abril. Este comportamiento se debió a la evolución de los precios de los paquetes turísticos, que muestran una elevada estacionalidad. Las medidas de inflación subyacente, que excluyen los componentes más volátiles, reflejaron también este patrón de volatilidad, manteniendo en todo caso tasas muy reducidas. El indicador que considera los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios se situó en el 0,8 % en mayo (véase gráfico 9). Este crecimiento reducido de los precios contrasta con la robustez que los incrementos salariales negociados siguieron mostrando en los primeros meses del año. La contracción de márgenes que está teniendo lugar en las empresas europeas contribuye a explicar esta moderación de la inflación (véase recuadro 4). En este contexto, las previsiones de inflación del Eurosistema se revisan al alza, debido a la evolución esperada de los precios del petróleo, si bien la proyección de la inflación subyacente se modifica de nuevo a la baja en 2019 y 2020, situándose en el 1,1 % y en el 1,4 %, respectivamente, una décima menos que en las previsiones anteriores, para ascender posteriormente hasta el 1,6 % en 2021 (véase cuadro 2).

La inflación general en el área del euro se ha reducido hasta el 1,2 % en mayo, por el efecto de los componentes energético y de servicios, mientras que la inflación subyacente ha descendido hasta el 0,8 %. No se aprecia que las empresas estén trasladando a precios los mayores costes laborales.

1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



2 SALARIOS Y COSTES

3 IAPC GENERAL  
Mayo de 2019

FUENTE: Eurostat.

a En 2019 recoge el efecto de la transformación en Francia de la deducción fiscal por competitividad y empleo (CICE) en una rebaja permanente de cotizaciones sociales.

[Descargar](#)

**En la revisión más reciente de los programas de estabilidad de los Estados miembros de la UE, España abandona el brazo correctivo del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), mientras que la Comisión Europea (CE) considera que está justificado que se inicie este procedimiento para Italia.** Según el paquete de primavera de la CE referente al Semestre Europeo, publicado el pasado 6 de mayo, España quedaría sujeta a partir de 2019 al brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En cuanto al resto de los Estados miembros, en línea con el mandato contenido en el artículo 126(3) del Tratado sobre el Funcionamiento de la UE, la Comisión ha presentado los informes correspondientes a Italia, Francia, Bélgica y Chipre, en los que analiza si se cumplen o no los criterios para iniciar un PDE. Por lo que respecta a Italia, los análisis realizados por la Comisión sugieren que no se cumple el criterio de deuda y que, por lo tanto, el correspondiente PDE está justificado. En el caso de Francia, considera que se satisfacen en la actualidad los criterios de déficit y de deuda. En lo que concierne a Bélgica, el país no cumple el criterio de deuda, pero no hay evidencia concluyente sobre la existencia de desviaciones significativas en la senda de ajuste hacia los objetivos de medio plazo. En cuanto al resto de las recomendaciones de política económica a los países del área del euro, destaca con carácter más o menos general un mayor énfasis en la necesidad de aumentar la inversión, así como en la de realizar avances en educación e inclusión social. También se ha constatado un lento avance en el cumplimiento de las recomendaciones del año pasado.

**En las reuniones del 10 de abril y del 6 de junio, el Consejo de Gobierno del BCE acordó mantener el tipo de interés de referencia sin cambios.** Además, en la reunión de junio se extendió el período anunciado para el mantenimiento de los tipos de interés en los niveles actuales, hasta por lo menos la primera mitad del 2020. Estas decisiones estuvieron motivadas por los riesgos a la baja en la evolución de la actividad y la creciente incertidumbre geopolítica relacionada con los conflictos comerciales y la amenaza del proteccionismo.

**En la reunión de junio también se concretaron las condiciones de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo (TLTRO-III), cuyo objetivo es preservar unas condiciones de crédito bancario favorables.** Se estableció que el tipo de interés para cada operación se fijará en un nivel superior en 10 pb al tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Además, para aquellas entidades que incrementen de modo suficiente su volumen de préstamos netos, el tipo aplicado podría ser tan bajo como el tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito más 10 pb. Inmediatamente después del anuncio de estas condiciones, más restrictivas que las del programa TLTRO-II pero bastante aproximadas a las expectativas que tenían los inversores antes de la reunión, los bancos europeos experimentaron moderadas subidas bursátiles, que, no obstante, se transformaron en pérdidas posteriormente.

**Las expectativas de mercado sobre la evolución futura del tipo de interés no variaron sustancialmente en el día del anuncio de las decisiones de política monetaria del BCE.** Sin embargo, estas expectativas sí han variado durante el trimestre, ya que la fecha esperada para la primera subida de tipos, que a mediados de marzo era septiembre de 2020, ha pasado a ser actualmente octubre de 2022.

**De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), en el primer trimestre de 2019 se produjo un ligero endurecimiento de los criterios de aprobación en los segmentos de compra de vivienda y, en menor medida, de consumo y otros fines, y una leve relajación en los aplicados a las empresas.** Para el segundo trimestre del año, las entidades anticipan una mayor laxitud de los criterios de los préstamos a empresas y al consumo, y un nuevo tensionamiento de los criterios aplicados a los créditos para la compra de vivienda. Por su parte, la demanda ha seguido expandiéndose en el primer trimestre de 2019 en el sector de los hogares, particularmente para la compra de vivienda, mientras que ha permanecido inalterada por parte de las empresas. De cara al segundo trimestre del año, las entidades esperan que la demanda avance en todos los segmentos.

**En los últimos meses, el crédito al sector privado no financiero en la UEM ha continuado expandiéndose.** No obstante, los préstamos a las empresas han moderado su crecimiento interanual hasta 3,9 % en abril, debido a los efectos retardados sobre el crédito a este segmento de la desaceleración económica. Por su parte, la financiación a los hogares continúa su mejora gradual (hasta el 3,4 % en abril), ya que la desaceleración del crédito para consumo se está viendo compensada por el mayor crecimiento del destinado a la compra de vivienda y por la moderación de la caída del crédito para otros fines. En relación con los agregados monetarios, la tasa de avance interanual de M3 se situaba en el 4,7 % en abril, ligeramente por encima de la de los meses previos. También el agregado más estrecho (M1) aumentó su ritmo de expansión en abril (hasta el 7,4 %, 0,8 pp más que al cierre de 2018).

*Los mercados financieros reflejaron la evolución global*

**La evolución de los mercados financieros españoles en la parte transcurrida del segundo trimestre ha estado marcada por un entorno global de mayor aversión al riesgo.** Esto se tradujo en aumentos de la volatilidad, caídas de la renta variable y búsqueda de valores refugio, si bien estos movimientos fueron más moderados que los observados en el último trimestre de 2018. El sector bancario se ha visto particularmente afectado por la corrección a la baja de los mercados bursátiles, y prácticamente todas las entidades españolas cotizan ya en niveles inferiores a los del cierre de 2018, a pesar de la revalorización que experimentaron en el primer trimestre del año. Por el contrario, el conjunto del mercado registra aumentos de las valoraciones desde el inicio de 2019. En concreto, hasta la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 aumenta casi un 8 % desde el comienzo del año, frente al 15,1 % del EUROSTOXX 50 en el mismo período.

**En los mercados de deuda pública, la rentabilidad del bono español a diez años se ha situado en mínimos históricos, llegando a tocar el 0,37 %, unos 70 pb menos que a finales de marzo.** Esta evolución ha sido resultado de un estrechamiento de casi 45 pb de la prima de riesgo de la deuda española frente a la alemana y de la disminución, en unos 25 pb, de la rentabilidad de esta última, debido a su papel como activo refugio y a unas expectativas más bajas en cuanto a la senda futura de los tipos de interés. Este cambio en las expectativas también ha contribuido a que el euríbor a doce meses haya revertido en las últimas semanas la subida experimentada el año pasado, que lo ha llevado a situarse en el -0,21 %, nivel que supone su mínimo histórico.

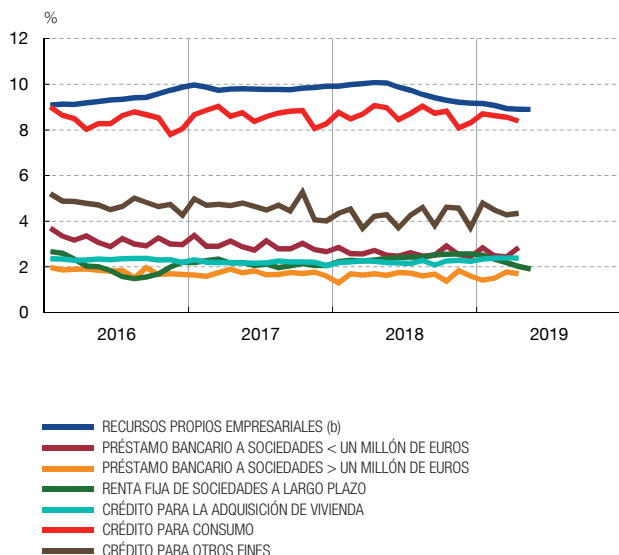
**En términos generales, las condiciones financieras para hogares y empresas han continuado siendo holgadas en los últimos meses, si bien el ciclo de relajación observado en los últimos años podría estar agotándose.** Así, en el primer trimestre de 2019, la EPB señala un leve endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a los hogares (tanto en el segmento de compra de vivienda como en el de consumo y otros fines), mientras que estos habrían permanecido sin cambios para las sociedades no financieras. Por su parte, los resultados de la Encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) señalan una nueva mejora en la percepción de las pymes españolas sobre la disponibilidad de financiación bancaria en el período comprendido entre octubre de 2018 y marzo de este año, si bien este avance ha sido el menor registrado desde 2014 (véase recuadro 7). En los últimos meses, el coste de la financiación bancaria ha continuado en niveles reducidos en la mayoría de los segmentos (véase gráfico 10). No obstante, entre septiembre de 2018 y abril de este año (último dato disponible), los tipos de interés medios aplicados a los nuevos préstamos para la compra de vivienda han aumentado en 30 pb. Este incremento, que no se ha observado en el resto de los segmentos en España, ni en el de la compra de vivienda en otros países de nuestro entorno, podría estar relacionado con los cambios legislativos introducidos en nuestro país en los últimos meses en materia de crédito inmobiliario y de compra de vivienda.

*Se mantiene la trayectoria expansiva de la economía española, apoyada principalmente en la demanda nacional, y a pesar de la debilidad del comercio internacional*

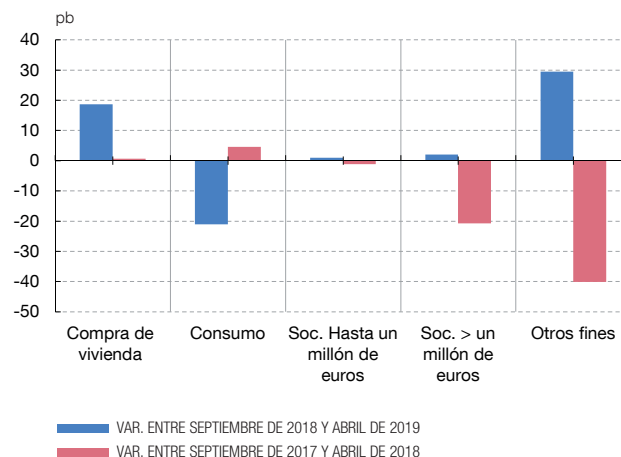
**La economía española elevó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2019, en un contexto de incertidumbre y de atonía del comercio mundial.** En concreto, el PIB

En los últimos meses, los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito y al resto de la financiación han permanecido en niveles reducidos, muy próximos a sus mínimos históricos. Sin embargo, entre septiembre de 2018 y abril de este año, el coste para la adquisición de vivienda ha registrado un incremento de unos 20 pb (que sería de 30 pb incluyendo las comisiones bancarias), el cual no se ha observado en el resto de segmentos ni en otros países de nuestro entorno, que parece sería resultado de los cambios legislativos introducidos recientemente en el mercado de crédito inmobiliario.

1 COSTE DE FINANCIACIÓN (a)



2 VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS TEDR DE LAS NUEVAS OPERACIONES (c)



FUENTES: Morgan Stanley, Datastream y Banco de España.

- a Los tipos de interés de los préstamos bancarios son TAE (Tasa Anual Equivalente), esto es, tienen en cuenta las comisiones bancarias, por lo que reflejan el coste efectivo de la financiación para el cliente.
- b El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- c El tipo de interés TEDR (Tipo Efectivo Definición Restrictiva) es aquel que excluye de su cálculo los gastos conexos, tales como las primas por seguros de amortización y las comisiones que compensen costes directos relacionados. La definición del TEDR se establece en la Circular 1/2010, de 27 de enero, del Banco de España.

[Descargar](#)

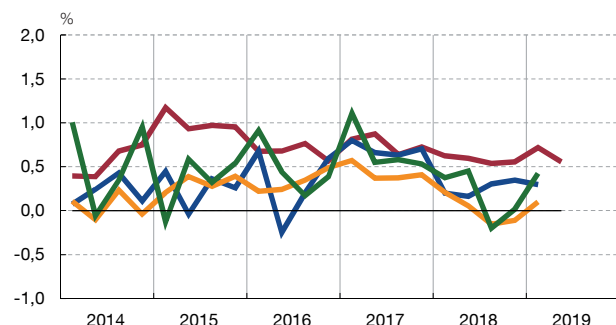
aumentó un 0,7 % en tasa intertrimestral ajustada de estacionalidad, 0,1 pp más que en el cuarto trimestre de 2018. La ligera aceleración del producto se explica por una aportación más intensa de la demanda nacional (véase gráfico 11). El sector exterior también contribuyó positivamente a la expansión del PIB, como resultado de una reducción más intensa de las importaciones que de las exportaciones. Este descenso más acusado de las compras al exterior es la consecuencia, al menos parcialmente, de la composición de la caída de las exportaciones, sesgada hacia productos con elevado contenido importador, como los automóviles.

**Según la actualización de las previsiones del Banco de España, el PIB mantendría, con una ligera desaceleración, su senda expansiva en el segundo trimestre de 2019.** Se estima un avance del producto del 0,6 %, frente al 0,7 % observado en el primer trimestre de 2019. El aumento del PIB en el segundo trimestre de este año se apoyaría en la demanda nacional, con una aceleración del consumo privado y la inversión en construcción. Esta evolución contrarrestaría la previsible aportación negativa de la demanda externa, para la que, en cualquier caso, se dispone aún de información muy parcial.

**La economía española está mostrando una resistencia notable, en un entorno exterior marcado por la incertidumbre y la debilidad del comercio global.** En el

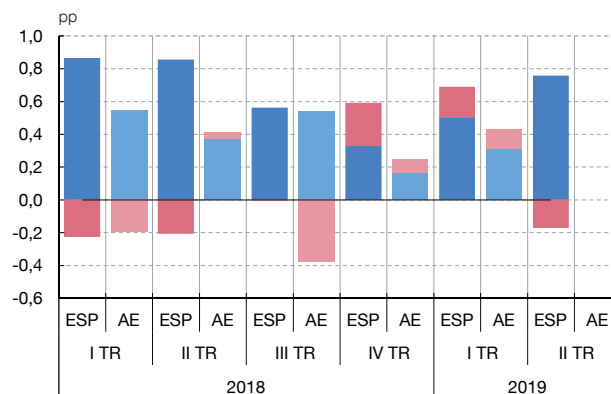
El dinamismo de la economía española continúa siendo superior al de las principales economías de nuestro entorno. El crecimiento del producto seguirá sustentándose en la demanda interna.

1 CRECIMIENTO DEL PIB  
Tasas intertrimestrales (a)



ESPAÑA FRANCIA ITALIA ALEMANIA

2 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB REAL (a)



DEMANDA INTERNA DEMANDA EXTERNA

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Previsiones del Banco de España para el segundo trimestre de 2019.

[Descargar](#)

segundo trimestre de 2019 se prevé que persista el diferencial de crecimiento de la economía española frente al conjunto del área del euro.

**El empleo habría moderado su ritmo de avance en el segundo trimestre con mayor intensidad que la actividad.** Los últimos datos disponibles de afiliación a la Seguridad Social apuntan a una desaceleración en el transcurso del segundo trimestre, más intensa en la economía de mercado (véase gráfico 12). En el conjunto de la economía, la ocupación podría haber crecido, en términos de Contabilidad Nacional, un 0,4 % intertrimestral, 0,3 pp menos que en el trimestre anterior. Por su parte, de acuerdo con la Encuesta de Población Activa (EPA), la tasa de paro se situó en el primer trimestre en el 14,7 %, 2 pp por debajo del nivel alcanzado en el mismo período del año anterior. En el período enero-marzo pudo observarse una cierta ralentización del ritmo de descenso del número de desempleados, mientras que la población activa incrementó su tasa de crecimiento.

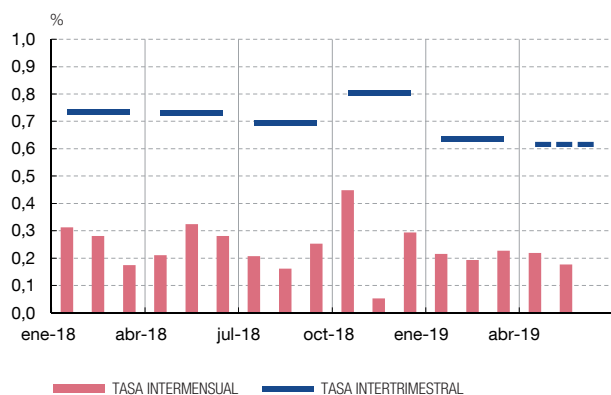
*La demanda interna mantiene un elevado ritmo de avance, aunque a futuro podría moderarse el dinamismo del consumo*

**El consumo de los hogares siguió mostrando una notable fortaleza en el segundo trimestre.** De acuerdo con la información disponible, se estima que este componente podría haber crecido en torno al 0,5 % intertrimestral en el período abril-junio, apoyado en la estabilización de los índices de confianza después de los descensos de trimestres anteriores (véase gráfico 13). La creación de empleo ha seguido apoyando el dinamismo de las rentas de los hogares. Por su parte, las favorables condiciones financieras siguen actuando como soporte del consumo privado, y otro tanto ocurre con la evolución de la situación patrimonial de este sector, en la medida en que han proseguido las disminuciones de las ratios de endeudamiento y, en menor grado, de la carga financiera sobre la renta bruta disponible, al tiempo que se incrementó la riqueza, apoyada

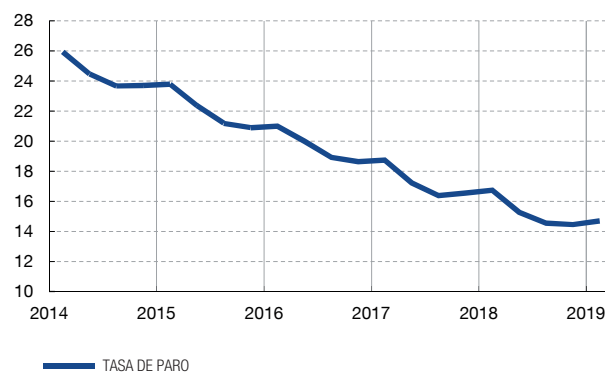


El crecimiento del empleo se ha moderado ligeramente en el período más reciente, lo que no impediría una prolongación de la senda de descenso de la tasa de paro.

1 AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL



2 TASA DE PARO (EPA)



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

Descargar

principalmente en el aumento del precio de la vivienda y, también, en el descenso de los pasivos financieros.

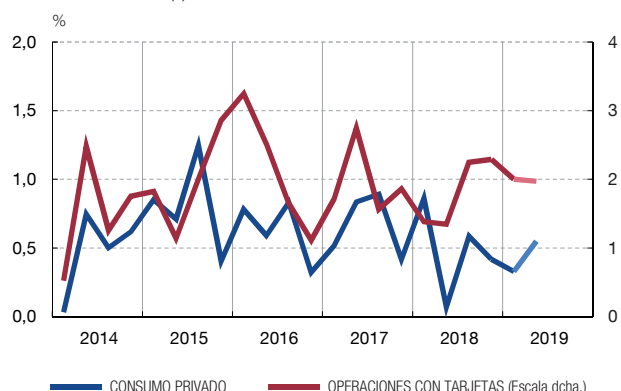
**La reducida tasa de ahorro y el vigor del crédito destinado a financiar el consumo privado plantean alguna incertidumbre sobre la continuidad de la fortaleza observada en este tipo de gasto.** Los hogares están destinando una proporción ascendente de sus rentas al gasto corriente, lo que ha conducido a que la tasa de ahorro haya llegado a situarse, de acuerdo con los últimos datos disponibles, en un nivel cercano a su mínimo histórico. Como resultado, ese ahorro es insuficiente para financiar el gasto en inversión de los hogares, dando lugar a necesidades de financiación crecientes. Además, el volumen de las nuevas operaciones de crédito para consumo ha seguido aumentando, aunque con un perfil de desaceleración. De acuerdo con la EPB, esta evolución más reciente reflejaría tanto el endurecimiento de la oferta como la disminución de la demanda, algo que no se observaba desde el primer trimestre de 2013.

**La inversión residencial también habría mantenido un comportamiento expansivo en el período más reciente.** El mercado inmobiliario ha continuado mostrando una trayectoria dinámica, en lo referente tanto a las cifras de compraventas de viviendas como a sus precios, en un contexto en el que, no obstante, han podido advertirse algunas señales de moderación de la confianza de los empresarios de la rama de la construcción y del crecimiento de los afiliados del sector. El repunte, moderado pero continuado, de los visados de obra nueva sugiere una prolongación hacia el futuro de la recuperación de este componente de demanda. Con respecto al mercado de crédito para adquisición de vivienda, los datos más recientes de la EPB apuntan a una mejora de la demanda en el primer trimestre de 2019, tónica que las entidades anticipaban que se prolongase en el segundo, al tiempo que señalan un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito.

**La actividad y los precios en el mercado inmobiliario continúan evidenciando un comportamiento heterogéneo en función de la localización geográfica.** El ritmo de la

El consumo privado seguiría mostrando tasas de crecimiento relativamente elevadas en el segundo trimestre del año, si bien la reducida tasa de ahorro y la desaceleración del crédito plantean riesgos para la continuidad a medio plazo de esta tónica.

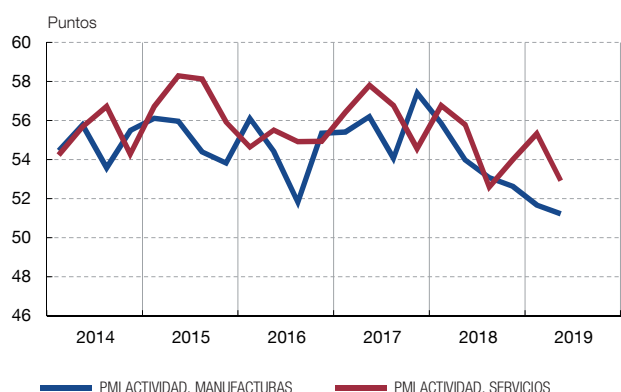
1 CONSUMO PRIVADO Y OPERACIONES CON TARJETAS  
Tasas trimestrales (a)



2 CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES



3 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



4 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO PARA CONSUMO  
Tasas interanuales (b)



FUENTES: Comisión Europea, IHS Markit, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Previsiones del Banco de España para el segundo trimestre de 2019.

b Calculadas sobre el flujo acumulado de tres meses.

 Descargar

recuperación del mercado inmobiliario presenta una disparidad regional apreciable, en lo que se refiere tanto a las operaciones de compraventa como a los precios. Los avances más acusados se producen en las grandes ciudades y en áreas costeras, con un mayor dinamismo de la actividad y de la demanda extranjera de vivienda, así como con una concentración de población más elevada.

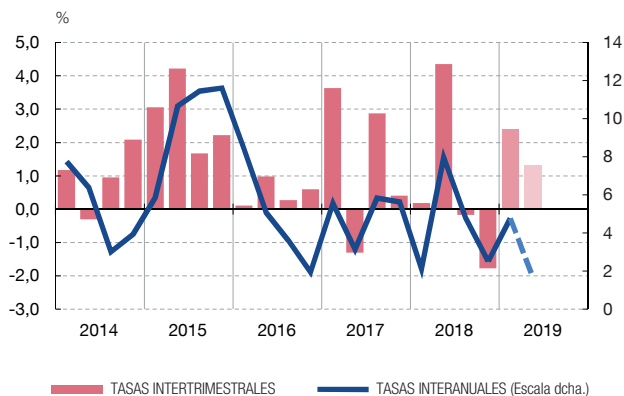
**Tras el fuerte ritmo de avance del primer trimestre, la inversión empresarial habría mostrado recientemente un dinamismo más contenido.** El mantenimiento de la fortaleza de la inversión es acorde con la prolongación de la senda expansiva de la economía, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y condiciones financieras holgadas (véase gráfico 14). Además, la disminución de la ratio de endeudamiento sectorial ha seguido dando lugar a un reforzamiento de la posición patrimonial de las sociedades no financieras. En todo caso, el mantenimiento de la incertidumbre acerca de las políticas económicas y los riesgos para los intercambios comerciales exteriores constituyen elementos que podrían frenar la expansión de este componente de la demanda.

## LA INVERSIÓN EMPRESARIAL MODERA SU RITMO DE AVANCE, TRAS EL FUERTE REPUNTE DEL TRIMESTRE ANTERIOR

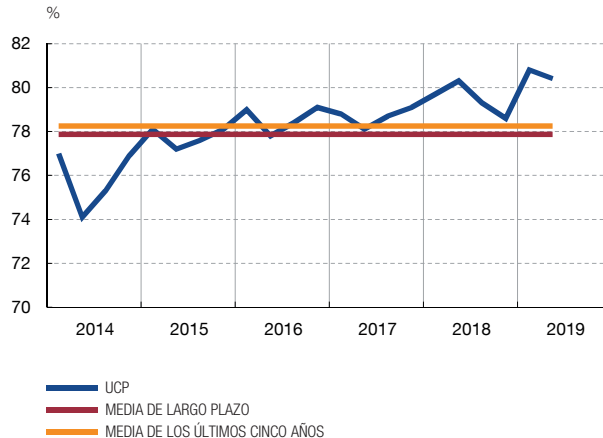
GRÁFICO 14

La inversión en bienes de equipo e intangibles se sustenta en la elevada utilización de la capacidad productiva, la mejora de la posición patrimonial de las empresas y la holgura de las condiciones financieras. No obstante, las incertidumbres del entorno exterior suponen un factor de riesgo.

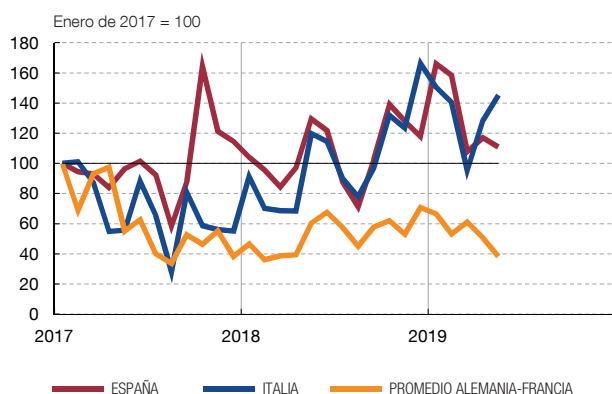
1 INVERSIÓN EN EQUIPO, INTANGIBLES Y RESTO (a)



2 UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA EN LA INDUSTRIA



3 INDICADOR DE INCERTIDUMBRE ACERCA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS



4 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A LAS SOCIEDADES  
Crecimiento interanual (b)



FUENTES: Comisión Europea, [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com), Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual. Previsiones del Banco de España para el segundo trimestre de 2019.

b Calculadas sobre el flujo acumulado de tres meses.

Descargar

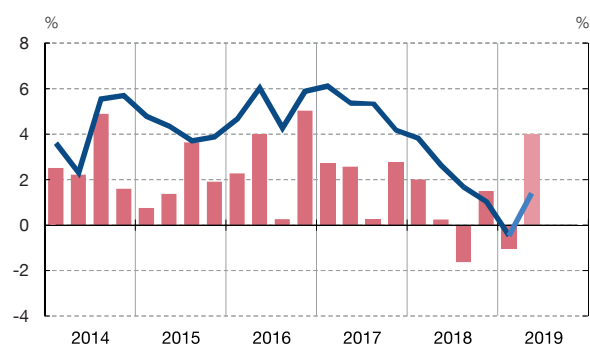
**La financiación externa de las sociedades no financieras elevó su ritmo de crecimiento en los últimos meses, si bien se mantiene en tasas moderadas.** Esta evolución refleja, principalmente, la aceleración de las emisiones de valores de renta fija, mientras que el crédito continuó retrocediendo, debido, según la EPB, a factores de demanda.

*Los flujos de comercio exterior continúan registrando un pulso débil, sobre todo en la vertiente exportadora*

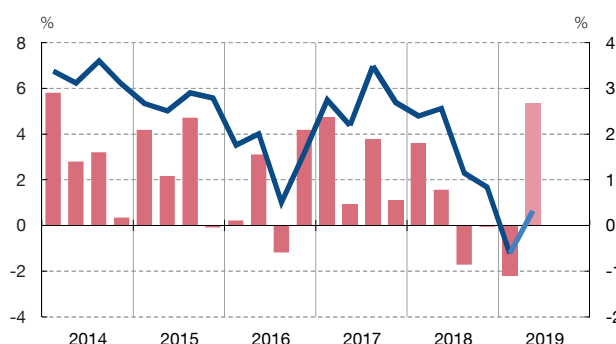
**El sector exterior habría registrado una contribución negativa en el segundo trimestre, como reflejo del avance más acusado de las importaciones en comparación con las exportaciones.** Las transacciones con el exterior arrojaron descensos no anticipados en el primer trimestre, que se espera que reviertan gradualmente. De acuerdo

En el segundo trimestre de 2019 se anticipa una contribución negativa del sector exterior al crecimiento intertrimestral del producto, en un contexto de recuperación de las compras al exterior más pronunciada que en el caso de las exportaciones.

**1 EXPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)**

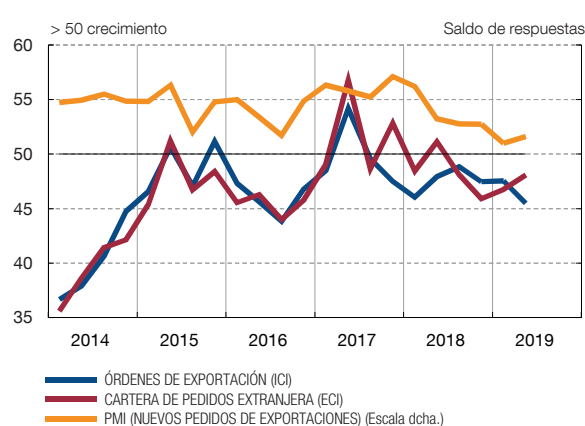


**2 IMPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)**

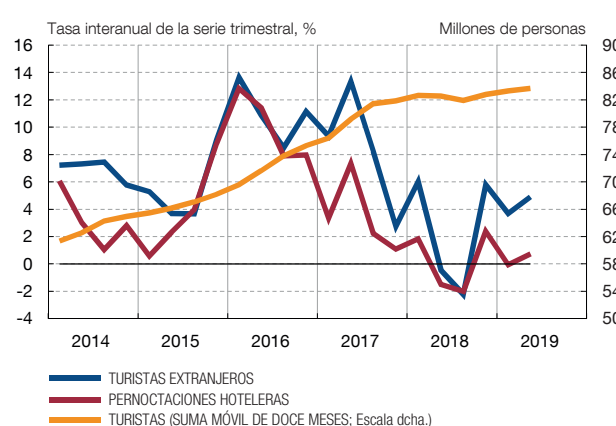


■ TASA INTERTRIMESTRAL (Escala dcha.)      ■ TASA INTERANUAL

**3 INDICADORES DE CONFIANZA**



**4 INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO**



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Comisión Europea, Markit y Banco de España.

**a** Datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad. Previsiones del Banco de España para el primer trimestre de 2019.

[Descargar](#)

con la información disponible, de carácter muy parcial, los intercambios de bienes con el resto del mundo muestran indicios de un realineamiento paulatino con sus determinantes, en particular en el caso de las importaciones (véase gráfico 15). En la vertiente exportadora, la depreciación del euro registrada desde principios de año apoyaría unas perspectivas más favorables para las ventas al exterior, tras la significativa apreciación acumulada desde 2017. El impacto de la competitividad-precio sobre las exportaciones españolas es relativamente elevado, debido, en parte, a su composición, en la que los productos de intensidad tecnológica baja y media-baja tienen un mayor peso relativo que en los principales países de la UEM. Sin embargo, la magnitud y la persistencia de la mejora paulatina de las ventas al exterior a lo largo de los próximos trimestres dependerá de en qué medida se materialice la recuperación de los mercados exteriores, tras la debilidad que están mostrando los intercambios comerciales globales, incluida la UEM, que es el principal mercado de exportación. En este sentido, los indicadores de perspectivas sobre la cartera de pedidos exteriores de las principales áreas continúan anticipando una cierta prolongación de este tono contractivo en los próximos meses. Adicionalmente, las

exportaciones de automóviles todavía no ofrecen indicios de recuperación, tras el impacto negativo que supuso la adopción de la nueva normativa de emisiones. Esta evolución de las exportaciones incide, a su vez, sobre la dinámica de las importaciones, dado el elevado contenido importador de las ventas al exterior, particularmente en algunos sectores, como, precisamente, el del automóvil. De hecho, la significativa caída de las importaciones en el primer trimestre estuvo condicionada, al menos parcialmente, por el retroceso de las ventas al exterior de automóviles.

**La atonía de las exportaciones de bienes en el primer trimestre fue generalizada por mercados y afectó particularmente a los bienes de consumo.** De acuerdo con los datos de Aduanas, el retroceso de las exportaciones reales de bienes reflejó, en buena medida, la disminución de las ventas de bienes de consumo no alimenticio, en particular automóviles. Las exportaciones de bienes de equipo también tuvieron un comportamiento débil. Por áreas geográficas, la disminución fue más acusada en las ventas destinadas al área del euro y a los mercados extracomunitarios. Por su parte, las importaciones reales muestran, según los datos de Aduanas, un perfil de recuperación, en línea con la trayectoria prevista de la demanda final, y a pesar del descenso de las compras energéticas. En el resto de los productos sobresale el ritmo de avance de las importaciones de bienes de equipo.

**En cuanto a las exportaciones de servicios, continúa la mejoría observada en el turismo desde el último tramo de 2018.** De acuerdo con los últimos indicadores disponibles, hasta abril, el ascenso del gasto turístico total se apoya en el incremento del gasto medio por turista y de las entradas de turistas extranjeros. En el transcurso del año prosigue la diversificación geográfica de las entradas de turistas, como resultado del dinamismo de las procedentes de países extracomunitarios. En el contexto de la UE, se han recuperado las entradas procedentes de Alemania, mientras que el turismo británico ha tendido a estancarse.

*El avance de la actividad se apoya en la construcción y en la prolongación de la senda de crecimiento de los servicios*

**Por ramas, los indicadores apuntan a una cierta desaceleración de la actividad en la industria.** En particular, durante los últimos meses se ha observado una ralentización del ritmo de avance de los afiliados y un comportamiento relativamente desfavorable de los escasos indicadores de actividad disponibles para el segundo trimestre. Además, en lo tocante a los indicadores de confianza, ha tendido a consolidarse la senda de deterioro del PMI de manufacturas, como consecuencia de la debilidad del comercio internacional y de las perspectivas desfavorables del entorno exterior (véase gráfico 14). En cuanto a los servicios y la construcción, la información coyuntural procedente de los indicadores de confianza y de los datos de afiliados resulta coherente con una cierta moderación de la actividad.

*Prosigue la lenta corrección del déficit público, en un contexto de crecimiento de los gastos y de los ingresos*

**La última información disponible muestra una continuación de la suave corrección del déficit público.** El saldo de las AAPP, excluidas las Corporaciones Locales, se situó en el primer trimestre de 2019 en el 0,3 % del PIB, 0,1 pp menos que en el mismo período del año anterior. Esta ligera mejora es el resultado, principalmente, del dinamismo de los ingresos, en un contexto en el que también los gastos muestran un ritmo de avance

elevado (superior al 4 %). Dentro de los ingresos destaca el comportamiento de las cotizaciones sociales, cuyo crecimiento refleja, en parte, las medidas aprobadas a finales de 2018. Esta evolución ha de contribuir a una mejora del saldo presupuestario para el conjunto del año.

**Las autoridades europeas han confirmado en junio que las AAPP han superado la situación de «déficit excesivo», pero existe un riesgo de incumplimiento de las recomendaciones para 2019.** El Consejo de la UE aprobará a principios de julio la derogación del Procedimiento de Déficit Excesivo, en el que se encontraba inmersa la economía española desde 2009, para pasar al denominado «brazo preventivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE. Dada la persistencia de una situación de desequilibrio en las cuentas públicas españolas, el brazo preventivo conlleva también unas obligaciones para las AAPP, que, de acuerdo con las recomendaciones de la CE, suponen, en el conjunto de 2019, un ajuste del saldo estructural de 0,65 pp del PIB y un crecimiento máximo del gasto computable del 0,6 %, valores que, de acuerdo con la Actualización del Programa de Estabilidad del Gobierno español del pasado mes de abril, no se cumplirían (véase recuadro 6).

*Dinamismo reducido de los precios en ausencia de presiones inflacionistas externas significativas, aunque repuntan los salarios*

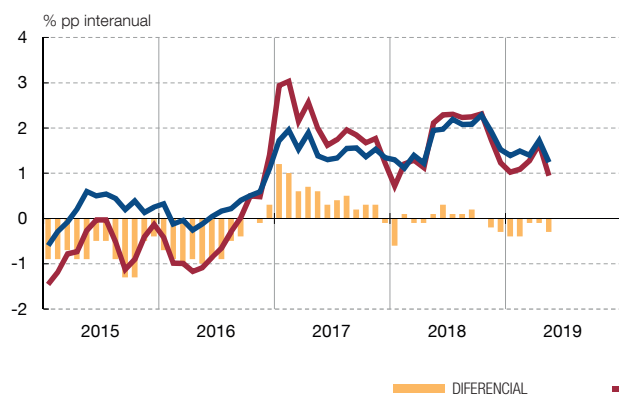
**La inflación, medida por el IAPC, se ha moderado en mayo hasta el 0,9 %** (véase gráfico 16). Este comportamiento reflejó la desaceleración de los precios de la energía y de los alimentos, que son habitualmente los componentes más volátiles. Por su parte, la inflación subyacente creció en mayo un 1 %, tasa similar a la que se viene observando desde finales de 2017, a pesar de que la brecha de producción, que mide el grado de uso de los factores productivos, se ha ampliado. Por componentes, la inflación de los servicios se situó en el 1,4 %, tras el repunte transitorio de abril, motivado por el diferente calendario de la Semana Santa en 2018 y 2019. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos registraron una leve aceleración, hasta el 0,4 %, su tasa más elevada desde comienzos de 2017. En el conjunto de la UEM, la inflación presentó unas pautas relativamente similares por componentes, si bien se situó por encima de la española. Como resultado, el diferencial de la inflación en España frente a la del área del euro continúa siendo negativo.

**Las presiones inflacionistas externas son moderadas, a pesar del aumento reciente de los precios del petróleo.** El precio del crudo ha seguido una trayectoria ascendente hasta el mes de mayo y un descenso posterior que, de acuerdo con la información procedente de los mercados de futuros, se prolongaría hasta el final del año. Por su parte, el ritmo de crecimiento interanual de los precios de producción industrial no energéticos sigue siendo muy moderado. Por el contrario, se aprecia una cierta aceleración en los precios de importación de estos productos, cuya tasa de inflación se mantiene, en todo caso, en niveles relativamente contenidos.

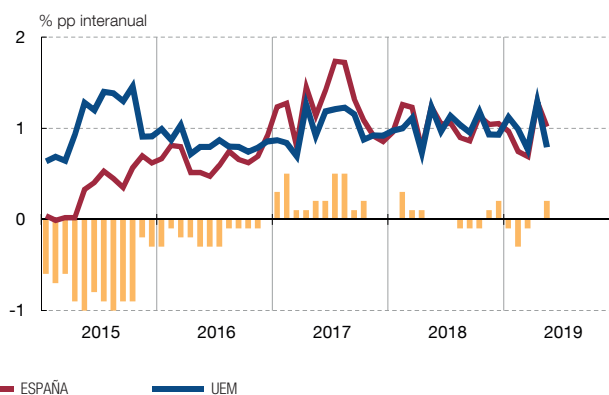
**La tasa de inflación en España en los últimos meses ha tendido a situarse por debajo de lo previsto.** En particular, el aumento del componente energético ha sido inferior al esperado, como resultado de las sorpresas negativas en los precios de la electricidad y del gas, lo que ha llevado a revisar a la baja las proyecciones del IAPC para el conjunto de 2019. No obstante, la proyección relativa al IAPC, excluidos energía y alimentos, para el conjunto de 2019 apenas se ha modificado en los últimos meses, situándose algo por encima del 1 % en la actualidad.

La inflación de España mantiene un diferencial negativo con la del área del euro, en un contexto de menores incrementos de lo esperado del componente energético, mientras que la inflación subyacente evoluciona de modo similar. Las presiones inflacionistas externas se mantienen contenidas y se aprecia un repunte de los costes salariales.

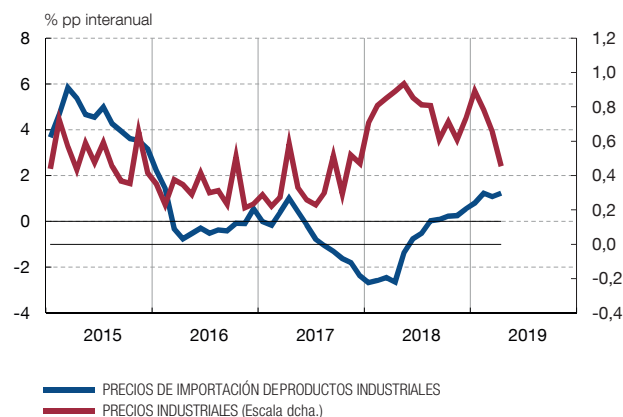
## 1 ÍNDICE GENERAL



## 2 ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS



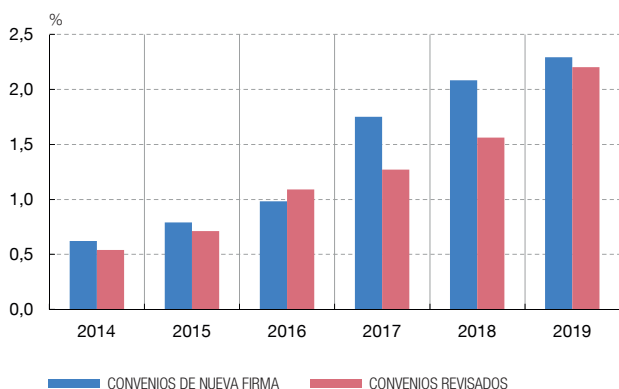
## 3 BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS (a)



## 4 PRECIO DEL PETRÓLEO SPOT Y MERCADO DE FUTUROS



## 5 AUMENTO SALARIAL PACTADO (b)



## 6 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



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

a Índices calculados de acuerdo con las partidas del IPRI y del IPRIM que tienen su reflejo en el IAPC.

b Con información hasta mayo de 2019.

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

[Descargar](#)



**Por el lado de los costes, los indicadores salariales han repuntado en el transcurso de 2019.** Las tarifas salariales de los convenios colectivos han mostrado, con datos hasta mayo, un sensible repunte en relación con el año anterior, afectando ya a un número muy elevado de trabajadores. En concreto, la subida salarial pactada para 2019 asciende, en promedio, al 2,2 %, 0,5 pp más que en 2018. Por el momento, la mayor parte de estos convenios corresponden a los acordados en años anteriores, mientras que los pactos de nueva firma suponen aún una cifra escasamente representativa. En todo caso, el grado de traslación de los mayores costes salariales a los precios resulta incierto, ya que, al igual que ocurre en el conjunto del área del euro, los márgenes empresariales parecen estar acomodando dichos incrementos.

24.6.2019.



## 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 2019

Álvaro Menéndez

Publicado el 20 de junio de 2019

De acuerdo con la muestra trimestral de la Central de Balances (CBT), la actividad de las sociedades no financieras siguió expandiéndose en el primer trimestre de 2019, aunque algunos indicadores apuntan a una cierta desaceleración. El empleo siguió creciendo, pero también lo hizo a menor ritmo que en 2018. En este contexto, las ratios de rentabilidad empresarial se mantuvieron estables, en tanto que los costes de financiación se redujeron de nuevo, lo que permitió que el diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste de financiación volviera a ampliarse ligeramente. Las ratios de endeudamiento crecieron levemente, revirtiendo la tendencia descendente de los últimos años. Por último, los menores costes de financiación y el avance de los excedentes provocaron una nueva reducción de la ratio de carga financiera, y la situaron en valores mínimos dentro de la serie histórica de la CBT. El artículo incluye un recuadro que analiza algunos aspectos de la evolución reciente de las pymes en España, a partir de información cualitativa extraída de una encuesta que realiza el BCE sobre el acceso de estas empresas a nueva financiación.

### CARACTERIZACIÓN DEL EMPLEO NO ASALARIADO EN ESPAÑA DESDE UNA PERSPECTIVA EUROPEA

Pilar García Perea y Concepción Román

Publicado el 18 de junio de 2019

En España, el empleo no asalariado comprende en la actualidad el 16 % de los ocupados, tasa ligeramente superior a la media de la Unión Europea (UE). En este colectivo están sobrerrepresentados, respecto a la estructura prevaleciente entre los asalariados, los hombres, los mayores de 50 años, las personas con un nivel de estudios bajo y las personas que ejercen su actividad en sectores tradicionales, como la agricultura, el comercio, el transporte y la hostelería. Respecto a los trabajadores no asalariados de la UE, el empleo no asalariado en España presenta una menor proporción del total en las profesiones liberales de los servicios, en general asociadas a un mayor nivel de cualificación. En España, la incidencia del empleo no asalariado económicamente dependiente de un solo cliente es relativamente moderada respecto a lo que ocurre en otros países europeos, pero destaca la elevada incidencia de los empleados no asalariados que eligen trabajar por cuenta propia por necesidad, ante la falta de alternativas. Por último, en todos los países de la eurozona se observa una mayor riqueza en los hogares con un cabeza de familia no asalariado respecto a los hogares con un cabeza de familia asalariado, y España se coloca en una posición intermedia.

### EL IMPACTO DE LAS TLTRO EN LAS POLÍTICAS DE CRÉDITO BANCARIO: EL PAPEL DE LA COMPETENCIA

Miguel García-Posada Gómez

Publicado el 13 de junio de 2019

El presente artículo evalúa el impacto de las operaciones de refinanciación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) llevadas a cabo por el Banco Central

Europeo (BCE) sobre la oferta de crédito de los bancos del área del euro. Para ello, se plantea una estrategia empírica que permite distinguir entre efectos directos y efectos indirectos de las TLTRO. Los efectos directos hacen referencia a que los bancos que participan en las TLTRO expanden su oferta de crédito gracias a los menores costes que propician estas operaciones. Los efectos indirectos operan a través de los cambios en la competencia entre las entidades en los mercados de crédito y de depósitos que provocan las TLTRO, y afectan también a los bancos que no participan directamente en el programa, si bien con un signo ambiguo *a priori*. A partir de una muestra de 130 bancos de 13 países y sus respuestas confidenciales a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE, se encuentra que las TLTRO contribuyeron directamente a reducir los márgenes aplicados a los préstamos con menor nivel de riesgo y a relajar los criterios de aprobación de préstamos en el segmento de grandes empresas. Respecto a los efectos indirectos, se observa que las TLTRO provocaron una relajación de los criterios de aprobación de préstamos también en los bancos no participantes, principalmente en aquellos expuestos a altas presiones competitivas, por lo que, también a través de este canal indirecto, estas operaciones habrían estimulado la oferta de crédito bancario.

## **EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y LOS BALANCES FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2018**

Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado

Publicado el 11 de junio de 2019

Las *Cuentas Financieras de la Economía Española* (CFEE) revelan que en 2018 los hogares recibieron financiación bancaria neta positiva por primera vez desde 2011, principalmente debido al aumento de los créditos destinados a consumo y otros fines, mientras que su tasa de ahorro continuó cayendo, hasta marcar un nuevo mínimo histórico. Estos desarrollos fueron, no obstante, compatibles con una nueva reducción de la deuda bancaria de las familias [hasta el 59 % del PIB, 26 puntos porcentuales (pp) por debajo del valor máximo de 2010]. Por otra parte, la riqueza financiera bruta de los hogares experimentó un ligero descenso por primera vez desde 2012, principalmente como resultado de la depreciación de los instrumentos financieros de su cartera que se derivó de las tensiones en los mercados financieros globales de los últimos meses de 2018. Por lo que respecta a las empresas, a pesar de que el flujo del total de la financiación ajena captada en términos consolidados fue positivo durante 2018, su ratio de endeudamiento cayó hasta el 75 % del PIB a finales del ejercicio (43 pp por debajo del nivel máximo de 2010). El valor de mercado de las acciones y participaciones de las empresas descendió un 4,1 % en 2018. Esta caída, la primera que se observa desde 2008, fue consecuencia de una moderada captación de fondos y, especialmente, de la depreciación de estos pasivos, derivada, en gran medida, del descenso de los índices bursátiles que tuvo lugar a finales de 2018 (este descenso, no obstante, se ha revertido en los primeros meses de 2019).

## **PREDICCIÓN EN TIEMPO REAL DEL PIB REGIONAL: ASPECTOS ESTADÍSTICOS Y UN MODELO DE PREVISIÓN**

Concha Artola, María Gil, Danilo Leiva, Javier J. Pérez y Alberto Urtasun

Publicado el 4 de junio de 2019

El seguimiento de la situación económica regional adquiere particular importancia en países altamente descentralizados, como España. En este contexto, el presente artículo resume los aspectos más relevantes del modelo BayFaR (*Bayesian Factor model for Regions*), una nueva herramienta utilizada por el Banco de España para la previsión a corto plazo del PIB de la economía española y de sus Comunidades Autónomas de mayor tamaño. La herramienta permite combinar indicadores mensuales de actividad con el PIB trimestral, la variable de referencia para el análisis coyuntural. En el caso español, no obstante, es necesario usar medidas alternativas de esta variable. Ello se debe a que las estadísticas oficiales no proporcionan una medida homogénea para todas las CCAA, que sea además coherente con el PIB trimestral nacional del INE.

## LA BALANZA DE PAGOS Y LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN 2018

Pana Alves, César Martín e Irene Roibás

Publicado el 23 de mayo de 2019

Según la estadística de la Balanza de Pagos, España volvió a presentar capacidad de financiación en 2018, aunque inferior a la de años precedentes, en un entorno en el que prosiguió la expansión de nuestra economía. La disminución de la capacidad de financiación se explica por la reducción del superávit de bienes y de servicios, que reflejó, en buena medida, la ralentización de los mercados exteriores, el impacto negativo sobre las exportaciones de la apreciación acumulada por el euro desde 2017 y el ascenso del precio del petróleo. La capacidad de financiación que presentó la nación, el importe positivo que arrojaron los otros flujos y la expansión del PIB favorecieron una disminución, por cuarto año consecutivo, del saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) neta de la economía española en porcentaje del PIB. En términos de flujos financieros, en 2018 los inversores internacionales efectuaron compras netas en las rúbricas de la inversión en cartera (principalmente, títulos de renta fija a largo plazo emitidos por las AAPP) y de la inversión directa, señal de que mantuvieron su confianza en la economía española, a pesar del deterioro en el escenario macrofinanciero global que tuvo lugar en la segunda mitad del año. No obstante, el hecho de que la PII neta de la economía española siga siendo elevada (77,1 % del PIB), tanto desde una perspectiva histórica como en una comparativa internacional, supone un elemento de vulnerabilidad ante posibles perturbaciones en los mercados internacionales de capitales.

## ALGUNAS IMPLICACIONES DE LAS NUEVAS FUENTES DE DATOS PARA EL ANÁLISIS ECONÓMICO Y LA ESTADÍSTICA OFICIAL

Corinna Ghirelli, Juan Peñalosa, Javier J. Pérez y Alberto Urtasun

Publicado el 22 de mayo de 2019

Las nuevas tecnologías están permitiendo la aparición de fuentes de datos de muy alta frecuencia, de mayor granularidad que las tradicionales y de acceso generalizado, en muchos casos, por parte de los distintos agentes económicos. Estos desarrollos abren nuevas vías y nuevas oportunidades a la estadística oficial y al análisis económico. Desde el punto de vista de un banco central, el uso y la incorporación de estos datos a sus tareas tradicionales plantea retos significativos, derivados de su gestión, almacenamiento, seguridad y confidencialidad. Además, existen problemas con su representatividad estadística. Por su parte, dado que estos datos están a disposición de muchos agentes, y no exclusivamente de las instituciones estadísticas oficiales, existe el riesgo de que se generen distintas medidas sobre el mismo fenómeno con estándares de calidad heterogéneos, lo que puede crear confusión en la opinión pública. Algunas de estas fuentes, con formato no estructurado, como las textuales, requieren el uso de nuevas técnicas de procesamiento para que puedan incorporarse en el análisis económico con un formato adecuado (cuantitativo). Su uso, además, determina la incorporación de técnicas de aprendizaje automático, entre otras, al conjunto tradicional de metodologías de análisis. En este artículo se revisan, desde el punto de vista de un banco central, algunas de las potencialidades e implicaciones de este nuevo fenómeno para el análisis económico y la estadística oficial, y se aportan ejemplos de trabajos recientes.

## EL IMPACTO DE CHINA SOBRE AMÉRICA LATINA: LOS CANALES COMERCIALES Y DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Jacopo Timini y Ayman El-Dahrawy Sánchez-Albornoz

Publicado el 17 de mayo de 2019

Los lazos económicos, políticos e institucionales entre América Latina y China se han ido estrechando en paralelo con el rápido crecimiento del país asiático, que le ha llevado a tener un papel sistémico en el conjunto de la economía mundial. Sin embargo, desde la crisis financiera

global, el modelo económico chino ha mostrado señales de agotamiento y el reto de controlar el ritmo de crecimiento puede resultar particularmente complejo, teniendo en cuenta las profundas transformaciones estructurales a las cuales se deberá enfrentar y el alto nivel de endeudamiento de su economía. En ese contexto, el presente artículo proporciona un análisis empírico de los efectos sobre el crecimiento de los países de América Latina de las relaciones comerciales y de inversión con China y analiza los canales de transmisión de la ralentización de la economía china sobre la región. El estudio evidencia que, al menos a través del canal comercial, una ralentización inesperada de China tiene el potencial de afectar negativamente al crecimiento de las economías de América Latina.

## **FLUJOS DE CAPITALES A EMERGENTES: EVOLUCIÓN RECIENTE Y DETERMINANTES**

Luis Molina y Francesca Viani

Publicado el 16 de mayo de 2019

Los mercados emergentes han cobrado mayor relevancia como receptores de flujos de capitales a partir de la crisis iniciada en 2008. Esta mayor exposición lleva aparejadas también una mayor dependencia de la financiación externa y una mayor sensibilidad a las turbulencias globales. No obstante, se aprecian algunas diferencias por regiones. Así, mientras que en América Latina los flujos de capitales más estables —la inversión directa— siguen siendo los de mayor cuantía, en Asia y en Oriente Medio el reciente aumento de las entradas de capitales se ha materializado en forma de deuda, privada en el primer caso y mayoritariamente pública en el segundo. En este contexto, el artículo examina el impacto que tendrían sobre los flujos de capitales a estas economías cinco posibles perturbaciones globales: una apreciación del dólar, la caída del precio de las materias primas, un incremento de la aversión global al riesgo, expectativas de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y un menor crecimiento regional respecto a las avanzadas. Los resultados apuntan a que el factor con más impacto sobre los flujos de cartera a emergentes es la apreciación del dólar, aunque, en el caso de América Latina, el precio de las materias primas desempeña también un papel muy relevante.

## **INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA. PRIMER SEMESTRE DE 2019**

Publicado el 14 de mayo de 2019

Este artículo realiza un repaso del comportamiento reciente de las principales economías de América Latina, en un entorno exterior complicado, por la desaceleración de la economía mundial y por la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales. El crecimiento en 2018 se situó por debajo del de 2017 y del proyectado a principios de año, principalmente por la fuerte recesión en Argentina y por una recuperación más lenta de lo esperado en Brasil. En 2019 se espera una evolución más positiva de la actividad en estos países, pero una desaceleración en México. Además, los riesgos se siguen situando predominantemente a la baja. Entre los riesgos internos, destaca la incertidumbre sobre las políticas económicas que se llevarán a cabo en Brasil y en México, que serán objeto de un análisis más pormenorizado en el presente documento.

Junto con este artículo se publicarán otros dos referidos a aspectos específicos del comportamiento de las economías latinoamericanas: «Flujos de capitales a emergentes: evolución reciente y determinantes» y «El impacto de China sobre América Latina: los canales comerciales y de inversión extranjera directa».

## **LAS RECIENTES TENDENCIAS PROTECCIONISTAS EN EL ÁMBITO COMERCIAL Y SU IMPACTO SOBRE LA UNIÓN EUROPEA**

Francesca Viani

Publicado el 9 de mayo de 2019

En un intento de reequilibrar el comercio con China, la Administración de Estados Unidos decidió a principios de 2018 introducir una serie de medidas de carácter proteccionista que

afectaban de forma particular a determinadas importaciones, lo que dio lugar a una escalada de tensiones comerciales con dicho país. Los nuevos aranceles han afectado a un porcentaje relevante de las exportaciones chinas dirigidas a Estados Unidos, pero han tenido un impacto hasta el momento solo marginal en el comercio de la Unión Europea (UE). Los efectos indirectos sobre las economías europeas a través de las cadenas globales de valor han sido limitados también. Sin embargo, posibles barreras tarifarias al sector del automóvil podrían elevar sustancialmente los flujos comerciales afectados.

Simulaciones realizadas con modelos econométricos confirman que las medidas arancelarias adoptadas hasta el momento tendrían efectos directos relativamente moderados sobre la actividad económica global y sobre los países de la UE. Con todo, las simulaciones también alertan de que la reducción de la confianza empresarial y la reacción desfavorable de los mercados financieros internacionales podrían actuar como amplificadores de dichos efectos adversos. Además, posibles futuros aranceles sobre el sector del automóvil podrían tener un impacto significativo sobre las economías europeas, en un sector que se enfrenta ya a retos importantes asociados al proceso de transformación estructural y tecnológica en el que se halla inmerso.

## **PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL PARA 2019**

Pedro del Río y Esther Gordo

Publicado el 9 de mayo de 2019

La debilidad reciente de la economía mundial ha dado lugar a una revisión a la baja de las perspectivas para 2019. El escenario central de previsiones apunta a una moderación generalizada del crecimiento, aunque con diferencias de intensidad por áreas, en un entorno de elevada incertidumbre e importantes riesgos a la baja. Entre ellos, destacan la posible proliferación de medidas proteccionistas, una salida desordenada y sin acuerdo del Reino Unido de la UE, una desaceleración más intensa de lo esperado en China o en el área del euro, o un ajuste severo en los mercados financieros. Cualquiera de estos eventos —o una combinación de ellos— tendría un impacto sobre la economía mundial, que podría llegar a ser significativo, en un contexto en el que las políticas de estabilización macroeconómica tienen un margen de actuación limitado.

## **EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA**

Pana Alves y Alberto Urtasun

Publicado el 11 de abril de 2019

Tras la intensa corrección registrada durante la crisis, la actividad del sector inmobiliario en España inició su recuperación a comienzos de 2014. Desde entonces, esta tendencia de mejora se ha observado en los indicadores tanto de cantidades como de precios. No obstante, hay que tener en cuenta que este mercado se distingue por una elevada heterogeneidad por la localización de los inmuebles, por el tipo de vivienda y por la nacionalidad de los compradores. El dinamismo reciente estaría reflejando, entre otros factores, la positiva evolución del mercado de trabajo, los reducidos costes de financiación en un contexto de crecimiento gradual de las nuevas operaciones de crédito destinado a la adquisición de vivienda.

## **ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ABRIL DE 2019**

Álvaro Menéndez Pujadas

Publicado el 9 de abril de 2019

Los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios evidencian, en general, una evolución algo menos expansiva de la oferta y de la demanda de crédito, tanto en España como en la UEM, durante el primer trimestre de 2019. Así, los criterios de aprobación de préstamos se



endurecieron en ambas zonas en los dos segmentos de financiación a los hogares y no variaron en el de créditos a las empresas. Las condiciones de los nuevos préstamos se mantuvieron estables, tanto en nuestro país como en la UEM, excepto las aplicadas a los créditos para consumo y otros fines, que se suavizaron en España y se endurecieron en la eurozona. Para el trimestre en curso, las entidades de ambas áreas no han anticipado nuevos endurecimientos de los criterios de aprobación, salvo en el segmento de los préstamos a las familias para adquisición de vivienda en la UEM. La demanda de crédito en España se habría reducido, tanto la procedente de las empresas como la de los hogares destinada a consumo y otros fines, al tiempo que habría aumentado la de las familias para adquisición de vivienda. En cambio, en la UEM se habría elevado la demanda de crédito de los hogares, si bien la destinada a consumo y otros fines se habría desacelerado, y la de las empresas habría dejado de crecer. Según las entidades de ambas zonas, las condiciones de acceso a los mercados financieros se habrían mantenido estables o habrían mejorado, tanto en los mercados minoristas como en casi todos los mayoristas. El programa ampliado de compra de activos del BCE habría continuado teniendo un efecto positivo sobre la liquidez y las condiciones de financiación de los bancos durante los últimos seis meses, si bien habría tenido un impacto negativo sobre su rentabilidad. Asimismo, este programa habría seguido favoreciendo, en casi todos los segmentos, una relajación de las condiciones de los préstamos y un incremento del volumen de crédito concedido. El tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE habría contribuido, durante los últimos seis meses, a la reducción de los ingresos netos por intereses de las entidades de las dos zonas, así como a un incremento de los volúmenes de crédito.

## INTELIGENCIA ARTIFICIAL EN LOS SERVICIOS FINANCIEROS

Ana Fernández

Publicado el 29 de marzo de 2019

El uso de herramientas de inteligencia artificial está proliferando en los últimos tiempos en todos los sectores de la economía, debido, entre otras cuestiones, al creciente volumen de datos digitales y al aumento de la capacidad computacional. La aplicación de estas herramientas a la provisión de servicios financieros puede derivar en importantes beneficios no solo para las entidades, sino también para la sociedad en su conjunto. El presente artículo enumera algunos de ellos, así como los casos de uso más destacados, por parte tanto de las entidades financieras como de los propios bancos centrales. Asimismo, se señalan las principales limitaciones que presenta esta tecnología y las implicaciones que pueden tener para el buen funcionamiento del sistema financiero.

## RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS HASTA EL CUARTO TRIMESTRE DE 2018. UN AVANCE DE CIERRE DEL EJERCICIO

Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

Publicado el 26 de marzo de 2019

De acuerdo con la muestra trimestral de la Central de Balances, la actividad de las sociedades no financieras mantuvo una tendencia expansiva en 2018, lo que se tradujo en aumentos de los excedentes ordinarios (el resultado ordinario neto creció un 5 %, tres décimas más que el año previo) y del empleo, que se extendieron a la mayoría de los sectores y de las empresas. La evolución favorable de los resultados empresariales permitió que los niveles medios de rentabilidad ordinaria siguieran mejorando, y que su diferencial respecto al coste de financiación volviera a ampliarse. Por otro lado, los ingresos y los gastos atípicos influyeron positivamente en el resultado final de 2018, y favorecieron un incremento adicional de este excedente, que le llevó a registrar un crecimiento muy elevado. Las ratios medias de endeudamiento, tanto la que se expresa en relación con el activo como la que se calcula con respecto a los excedentes ordinarios, descendieron. Por último, la ratio de carga financiera también disminuyó, impulsada tanto por los menores costes de financiación como por el avance de los excedentes. El artículo incluye un recuadro que analiza la evolución reciente de la financiación comercial y de los períodos medios de pago y de cobro.

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

### LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2019, SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

Pilar Cuadrado y Mario Izquierdo

Publicada el 25 de abril de 2019

La Encuesta de Población Activa (EPA) mostró una aceleración del empleo en el primer trimestre del año, con un avance interanual del 3,2 %, 0,2 puntos porcentuales (pp) por encima del ritmo alcanzado a finales de 2018. La mejora del empleo en el primer trimestre del año se concentró en los asalariados indefinidos (3,9 %), dando lugar a un descenso de la ratio de temporalidad en términos interanuales (hasta el 25,9 %), mientras que, por ramas, el crecimiento del empleo continuó siendo más elevado en la construcción y en los servicios de no mercado. Este avance de la ocupación tuvo lugar en un contexto de recuperación de la población activa y permitió un nuevo descenso de la tasa de paro, hasta el 14,7 %, 2 pp por debajo de la observada hace un año.



## 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, 2019  
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  |
| Euribor  | 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 <sub>j</sub> <sup>i</sup> | Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.   |
| m <sub>j</sub>              | 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.   |