

# BOLETÍN ECONÓMICO

3/2019

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





## BOLETÍN ECONÓMICO 3/2019

**INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA  
ESPAÑOLA**

<b>1 Principales mensajes</b>	5	Artículos Analíticos	75
<b>2 Los mercados financieros internacionales</b>	45	Notas Económicas	79
<b>3 Entorno exterior de la economía española</b>	48	Publicaciones del Banco de España	81
<b>4 La economía española</b>	59	Siglas, abreviaturas y signos utilizados	82
<b>Recuadros</b>			
1 Proyecciones macroeconómicas en España (2019-2021)	12		
2 El aumento del proteccionismo entre Estados Unidos y China y sus repercusiones sobre la economía mundial	18		
3 El acuerdo comercial entre la UE y MERCOSUR y su impacto sobre las economías europeas	22		
4 Evolución reciente del precio de la vivienda en los países del área del euro	26		
5 La evolución reciente de la población en España	31		
6 Cambios en la decisión de participación laboral de los jóvenes tras la crisis	34		
7 La rentabilidad de las empresas no financieras españolas	38		
8 Revisión de la Contabilidad Nacional Anual de España 1995-2018: principales agregados	41		

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



## 1 PRINCIPALES MENSAJES

**En los meses de verano se ha producido un cierto debilitamiento de la actividad global, acompañado de un retroceso del comercio mundial.** Esta evolución ha ocurrido en paralelo a un repunte de las incertidumbres globales y a un deterioro de la confianza, asociados al recrudecimiento de las tensiones tanto comerciales como geopolíticas. Desde el punto de vista de los componentes de la demanda, el aumento de la incertidumbre ha afectado especialmente a la inversión. Por el contrario, el consumo privado está mostrando un comportamiento relativamente mejor gracias al sostenimiento del empleo y, por tanto, de las rentas de los hogares. Por ramas productivas, los efectos negativos de los desarrollos observados han sido más intensos en las manufacturas, en consonancia con el deterioro de los intercambios comerciales, que en los servicios.

**Por áreas geográficas, la actividad está mostrando una mayor resistencia en Estados Unidos y en China que en Europa y en la mayor parte de las economías emergentes.** Dentro del área del euro, Alemania se está viendo especialmente afectada, dados el elevado peso de las exportaciones y de las ramas industriales dentro de su economía y, en particular, la relevancia de la producción de bienes de equipo, a lo que cabe sumar la perturbación específica que está experimentando el sector del automóvil.

**Además, en el mes de agosto el repunte de la incertidumbre tuvo su reflejo en los mercados financieros.** El aumento de la aversión global al riesgo dio lugar a un desplazamiento de flujos hacia los activos seguros, con descensos notables de las rentabilidades de la deuda soberana, incrementos de los diferenciales de los bonos corporativos y un aumento de la volatilidad en las bolsas. Además, las divisas emergentes se debilitaron frente al dólar y los precios de las materias primas experimentaron disminuciones. Ya en septiembre, estos movimientos tendieron a revertir, lo que, en el caso concreto del precio del petróleo, se ha visto además reforzado más recientemente por los problemas en la oferta causados por los ataques a instalaciones petrolíferas saudíes.

**En este contexto, las proyecciones de crecimiento global están condicionadas por los supuestos acerca del grado de persistencia de las actuales fuentes de incertidumbre.** En el escenario central de numerosas previsiones recientes, la incertidumbre se disiparía transcurridos unos pocos trimestres, tras los cuales se produciría el retorno a una senda de expansión robusta, lo que descarta tanto una intensificación de la actual desaceleración como una elevada persistencia de

esta<sup>1</sup>. No obstante, frente a este escenario central, cabe la posibilidad de que las incertidumbres tarden un período de tiempo mayor en aliviarse; en ese caso sería más difícil que se mantuvieran el desacoplamiento de la evolución del sector servicios con respecto al de las manufacturas y el tono relativamente positivo del empleo. Además, los efectos negativos de factores tales como obstáculos a los intercambios comerciales o un hipotético *brexit* desordenado no se circunscriben a un impacto negativo a corto plazo sobre la demanda, sino que, además, incluyen, en horizontes temporales más dilatados, consecuencias negativas para la productividad y la inversión.

**La evolución económica observada en los últimos meses ha motivado la adopción de medidas expansivas de política monetaria.** El debilitamiento de la actividad a lo largo del verano, el empeoramiento de sus perspectivas de evolución futura y el mantenimiento de tasas de inflación reducidas (y, en algunos casos, alejadas de los correspondientes objetivos de política monetaria) han provocado la reacción de los bancos centrales. En concreto, la Reserva Federal estadounidense rebajó en 25 puntos básicos (pb) el rango objetivo de su tipo de interés de referencia en dos ocasiones (en julio y en septiembre). Además, ha adelantado unos meses la finalización de la reducción del tamaño de su balance.

**Por su parte, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió, en su reunión del 12 de septiembre, adoptar una serie de medidas orientadas a aumentar el grado de acomodación monetaria.** El paquete de medidas adoptadas incluye una rebaja de 10 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósito, hasta el -0,50 %. Además, el Consejo de Gobierno modificó su orientación acerca del período durante el cual espera que los tipos de interés permanezcan en los niveles actuales —o inferiores— y reemplazó la anterior referencia temporal por una formulación en la que la senda de los tipos se condiciona a la convergencia de la inflación en el período de proyección hacia niveles inferiores al 2 %, pero suficientemente próximos a esa cota, y a que esa convergencia se haya visto reflejada en la trayectoria de la inflación subyacente. Adicionalmente, se anunció el reinicio de las compras netas de activos, que se prolongarán hasta un momento cercano al de la primera subida de los tipos de interés de referencia, así como la reinversión de los activos de la cartera que vayan venciendo por un período dilatado de tiempo tras la primera alza de tipos oficiales. Por último, al objeto de favorecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria, se recalibraron algunos parámetros de las operaciones de financiación a largo plazo de las entidades financieras del área del euro (conocidas como «TLTRO-III») y se introdujo un

---

1 Este es el caso de las proyecciones más recientes elaboradas por el personal técnico del BCE para el área del euro. El supuesto se traduce en una revisión a la baja de las sendas de crecimiento del PIB y de los precios de consumo. En concreto, la revisión, en el caso del producto, es de una y dos décimas en 2019 y en 2020, respectivamente, y, en el caso de la inflación subyacente, de una tanto en 2020 como en 2021.

Cuadro 1

## PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

	2017	2018	2018				2019					
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR			
<b>Contabilidad Nacional</b>												
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria												
Producto interior bruto		2,9	2,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4		
Contribución de la demanda nacional (b)		3,0	2,6	0,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,1	0,5		
Contribución de la demanda exterior neta (b)		-0,1	-0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,4	0,2	0,4	-0,2		
Tasas de variación interanual												
Empleo		2,8	2,5	2,6	2,4	2,5	2,7	2,7	2,4	1,6		
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	1,1	0,5		
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	1,1		

**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 19 de septiembre 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 tercer trimestre de 2019 es la media de las tasas interanuales de los meses de julio y agosto.

mecanismo de remuneración de reservas que exime a una parte del exceso de liquidez de las entidades de estar remunerada al tipo negativo de la facilidad de depósito.

**Al mismo tiempo está emergiendo un consenso creciente acerca de la conveniencia de que las políticas monetarias expansivas sean complementadas con la contribución de otras políticas económicas.** La política monetaria ha desempeñado un papel muy importante tras la crisis a la hora de mantener unas condiciones de financiación holgadas para favorecer el gasto privado y aproximar las tasas de inflación a su objetivo. Sin embargo, la capacidad de actuación de este instrumento no es ilimitada. En el área del euro, el BCE ha acompañado el reciente paquete de medidas de política monetaria con llamadas a la adopción de una agenda de reformas que impulse el crecimiento potencial y a la colaboración de la política fiscal, que, en ausencia de un instrumento a escala del área del euro, habría de recaer sobre los Gobiernos nacionales que dispongan de margen presupuestario.

**En España también se han observado señales de pérdida de dinamismo de la actividad.** En el segundo trimestre, el crecimiento del PIB se mantuvo, según las estimaciones del Instituto Nacional de Estadística (INE), en el 0,5 % registrado en el primero (véase gráfico 1)<sup>2</sup>. Por componentes, tuvo lugar un notable debilitamiento

2 El INE publicó, el pasado 16 de septiembre, series históricas revisadas de la Contabilidad Nacional Anual (véase recuadro 8). Además, dio a conocer también las series trimestrales, coherentes con las anuales.

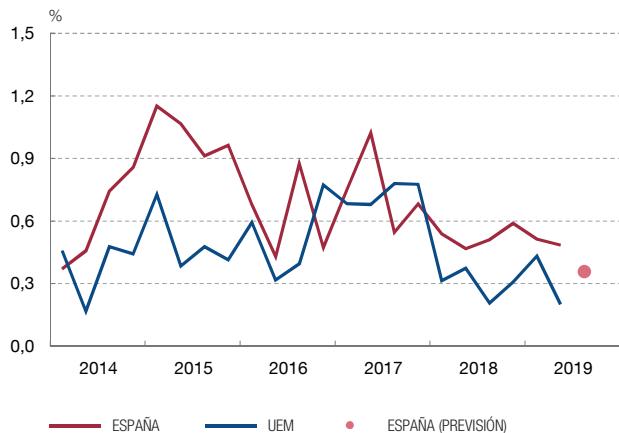
---

Gráfico 1

**ESPAÑA: LA ACTIVIDAD MANTIENE UN TONO DINÁMICO Y LOS PRECIOS CONSERVAN RITMOS DE AVANCE REDUCIDOS (a)**

A pesar de la desaceleración esperada para el crecimiento del tercer trimestre, la actividad en España continúa registrando tasas superiores a las observadas en el área del euro. La inflación sigue creciendo a tasas moderadas e 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 tercer trimestre es una proyección del Banco de España.

DESCARGAR



de la demanda interna, con un retroceso de la inversión en equipo, en consonancia con la incertidumbre procedente del contexto exterior y con la debilidad de las ramas manufactureras. El deterioro del comercio mundial se manifestó también en un escaso dinamismo de las exportaciones. Además, el consumo privado registró una tasa de variación nula, que acusó también posiblemente el repunte de la incertidumbre. La ralentización de la demanda final se tradujo en un empuje muy reducido de las importaciones, lo que dio lugar a una significativa contribución positiva del saldo neto exterior al crecimiento del producto.

**Los indicadores relativos a los meses de verano apuntan a una modesta ralentización adicional de la actividad.** En el tercer trimestre del año, el producto podría haber crecido un 0,4 % en relación con el trimestre precedente. En particular, los datos de afiliaciones a la Seguridad Social han manifestado una pérdida de pujanza desde el mes de mayo, que, aunque ha sido más intensa en la construcción y en la industria, ha afectado también a las distintas ramas de servicios, patrón sectorial que han replicado asimismo otros indicadores relativos a la evolución de la actividad de la economía. La desaceleración observada ha sido, no obstante, más suave que la del conjunto del área del euro. En el contexto de incertidumbre que se ha descrito, la información disponible apunta a una prolongación de la actual etapa de cierto debilitamiento de la actividad en el corto plazo.

**Para el próximo bienio, se espera una prolongación de la actual fase de expansión del producto, aunque a un ritmo inferior al mostrado en los últimos ejercicios.** Las proyecciones para la economía española que se presentan en el recuadro 1 contemplan, en el supuesto de que los actuales focos de incertidumbre tienden a disiparse más allá del corto plazo, una continuación de la fase de crecimiento del producto, con el trasfondo de la persistencia de condiciones financieras muy favorables para el gasto, la prolongación del proceso de creación de puestos de trabajo —aunque a un ritmo más moderado que en el pasado—, los aumentos de salarios reales y la recuperación del ritmo de expansión del comercio mundial. En comparación con las proyecciones de junio, las actuales recogen un moderado empeoramiento de las perspectivas de evolución de la actividad. En 2019, la revisión a la baja de la tasa media anual de crecimiento del PIB asciende a cuatro décimas, lo que en parte se debe al efecto mecánico de las nuevas series de Contabilidad Nacional, que estiman ahora un menor avance del producto al inicio del año, y en parte a las proyecciones menos favorables para el segundo semestre<sup>3</sup>. Para 2020 y 2021, las revisiones a la baja del crecimiento del PIB son de dos décimas y una décima, respectivamente.

**El escenario central de evolución de la actividad económica está sometido a riesgos a la baja significativos.** En particular, como se ha apuntado, las perspectivas de continuación de la expansión del producto y del empleo de la economía descansan sobre el supuesto de que las fuentes de incertidumbre que han lastrado la evolución de la economía mundial en los últimos trimestres tenderán a desvanecerse más allá del corto plazo. Sin embargo, la hipotética introducción de nuevas amenazas proteccionistas daría lugar a una prolongación de la actual fase de debilidad de los intercambios comerciales mundiales. Por su parte, un eventual *brexit* desordenado supondría una perturbación negativa con repercusiones potencialmente significativas para la actividad del área del euro. Finalmente, en China subsiste el riesgo de una desaceleración más severa que la actual, que podría conllevar un mayor debilitamiento de los flujos comerciales internacionales. En el ámbito interno, la prolongación de la situación de indefinición política y de ausencia de actividad legislativa está retrasando la adopción de las medidas necesarias para atajar las vulnerabilidades que todavía subsisten en la economía española y aumentar su capacidad de crecimiento.

---

<sup>3</sup> Véase J. González Mínguez y C. Martínez Carrascal (2019), «La relación entre las tasas de variación medias anuales y las tasas intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS EN ESPAÑA (2019-2021)

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española, en comparación con las publicadas el pasado 7 de junio<sup>1</sup>. En particular, las proyecciones actuales tienen en cuenta los cambios en los supuestos técnicos derivados de la nueva información disponible entre ambos ejercicios (véase cuadro 1)<sup>2</sup> y los datos más recientes de la Contabilidad Nacional. Estos últimos recogen una revisión de las series históricas, por parte del Instituto Nacional de Estadística (INE), para el período 1995-2018

y, además, resultados preliminares para las series trimestrales hasta el segundo trimestre (véase recuadro 8). Esta reciente revisión de las series de Contabilidad Nacional dificulta considerablemente la comparación con las proyecciones de junio<sup>3</sup>.

Las actuales proyecciones apuntan a una prolongación de la fase expansiva de la economía española a lo largo del período 2019-2021 (véase cuadro 2). El crecimiento seguirá apoyándose en el tono acomodaticio de la política monetaria, reforzado tras las medidas adoptadas por el

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyecciones de septiembre de 2019				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2019 (b)		
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>Entorno internacional</b>							
Producto mundial	3,6	2,8	3,2	3,3	-0,2	-0,2	-0,1
Mercados de exportación de España	3,0	1,9	2,5	3,0	-0,7	-0,5	-0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	64,0	60,0	57,9	-4,1	-5,8	-4,8
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,12	1,10	1,10	-0,01	-0,02	-0,02
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	121,5	116,4	115,1	115,1	-0,3	-1,1	-1,1
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	0,0	-0,2	-0,3
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,4	0,6	0,4	0,6	-0,5	-0,9	-1,0

**FUENTES:** Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 17 de septiembre de 2019. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para el producto mundial y los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- d Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

- 1 Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2021): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2019.
- 2 Las proyecciones de junio de 2019 descansaban sobre la información disponible el 15 de mayo para las variables sobre las que se condiciona la previsión. En el ejercicio actual, la fecha de cierre es el 17 de septiembre, excepto para los datos referidos a los mercados de exportación y a los precios de los competidores en su moneda nacional, que se han tomado de las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2019, que emplean información hasta el 19 de agosto.
- 3 Una dificultad añadida viene dada por el hecho de que no se hayan publicado todavía las cuentas de los sectores coherentes con la Contabilidad Nacional anual y con los resultados trimestrales preliminares.

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS EN ESPAÑA (2019-2021) (cont.)

Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) en su última reunión, la favorable situación patrimonial del conjunto de empresas y familias (si bien algunos grupos de agentes se encuentran todavía en una situación comparativamente más vulnerable), y el supuesto de que, tras su debilitamiento reciente, los mercados de exportación tenderán a recuperarse gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. Como resultado de todo ello, se espera que el ritmo de avance de la economía continúe permitiendo reabsorber el todavía elevado volumen de desempleo.

No obstante, el dinamismo de la actividad tenderá a moderarse a lo largo del horizonte de proyección. En términos de las tasas medias anuales, tras crecer un 2,4 % en 2018, el avance medio del producto interior bruto (PIB) se situaría en el 2 % en 2019 y en el 1,7 % y el 1,6 % en cada uno de los dos años siguientes. Este perfil de

desaceleración responde, en parte, a la pérdida de vigor de la demanda interna que revelan los últimos datos de la Contabilidad Nacional y, en parte, a la información coyuntural más reciente, que apunta a un debilitamiento de la actividad en los meses de verano. En su conjunto, toda esta nueva información revela que el deterioro del entorno exterior y las incertidumbres procedentes del resto del mundo —y, posiblemente también, otras de carácter interno— estarían ejerciendo un efecto moderador del nivel de gasto de empresas y familias. Este contexto de mayor incertidumbre seguiría pesando sobre las decisiones de gasto de los agentes, particularmente en el corto plazo, lo que se traduciría en unos ritmos de avance de la actividad más moderados que los registrados en los últimos años.

En comparación con las proyecciones de junio, cabe destacar tres supuestos sobre los que se condicionan las

Cuadro 2

## PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

	2018	Proyecciones de septiembre de 2019			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2019		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB	2,4	2,0	1,7	1,6	-0,4	-0,2	-0,1
Consumo privado	1,8	1,0	1,3	1,4	-0,8	-0,4	-0,1
Consumo público	1,9	1,8	1,3	1,2	0,0	0,0	0,0
Formación bruta de capital fijo	5,3	2,3	3,4	2,6	-1,9	-0,5	-0,3
Inversión en equipo, intangibles y resto (b)	4,1	2,3	2,9	2,3	-1,4	-0,6	-0,3
Inversión en construcción	6,6	2,3	3,9	2,9	-2,3	-0,4	-0,3
Exportación de bienes y servicios	2,2	2,2	3,0	3,3	0,6	-0,2	-0,2
Importación de bienes y servicios	3,3	0,5	3,2	3,4	-0,9	-0,6	-0,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,7	1,4	1,7	1,5	-0,9	-0,4	-0,2
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,3	0,6	0,0	0,1	0,5	0,2	0,0
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	1,7	0,8	1,1	1,5	-0,3	-0,2	0,0
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	1,0	1,1	1,4	1,6	-0,1	-0,1	-0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,5	1,8	1,3	1,5	-0,2	-0,2	-0,1
Tasa de paro (porcentaje de la población activa).							
Datos fin de período	14,4	14,1	13,2	12,8	0,2	0,8	1,0
Tasa de paro (% de la población activa).							
Media anual	15,3	14,1	13,6	13,0	0,2	0,6	0,9
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,5	-2,4	-1,8	-1,5	0,0	0,0	0,1

**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2019.

a Fecha de cierre de las predicciones: 17 de septiembre de 2019.

b Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual.

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS EN ESPAÑA (2019-2021) (cont.)

previsiones en los que se producen cambios significativos. En primer lugar, el dinamismo previsto de los mercados de exportación de España es ahora menor que hace tres meses, especialmente en 2019 y en 2020, como resultado del menor avance proyectado tanto para el área del euro como, sobre todo, para las economías de fuera de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (véase cuadro 1). El crecimiento acumulado de los mercados exteriores en el conjunto del horizonte temporal considerado se revisa a la baja en 1,4 puntos porcentuales (pp). Frente al impacto negativo sobre la actividad que se desprende de esta revisión, otros dos cambios operan en la dirección opuesta. En particular, se observa una notable revisión a la baja del precio del petróleo, lo que favorece el crecimiento de las rentas reales de los agentes privados. Asimismo, las sendas de los tipos de interés del mercado interbancario y de la rentabilidad de la deuda pública son ahora considerablemente inferiores a las anticipadas hace tres meses, lo que se traduce en menores costes de financiación para el conjunto de la economía. Esta revisión de los tipos de interés esperados por los mercados financieros se explica por la concurrencia de dos factores principales, que incluyen los datos más recientes de evolución de la actividad y la inflación en la UEM —más desfavorables de lo anticipado hace tres meses—, y la relajación de la política monetaria en Estados Unidos y las nuevas medidas de estímulo monetario adoptadas hace unas semanas por el Consejo de Gobierno del BCE<sup>4</sup>.

Los supuestos relativos a la política fiscal en el horizonte de proyección presentan cambios poco significativos con respecto al ejercicio de proyecciones de junio. Como en aquel momento, las previsiones sobre la política fiscal incorporan la prórroga para 2019 de los Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social (PGE) de 2018, las medidas aprobadas por el Congreso antes de las elecciones generales de abril<sup>5</sup>, los presupuestos de las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales aprobados para este año, así como la información

disponible sobre ejecución presupuestaria. En cuanto a los supuestos para el resto del horizonte temporal considerado, la próxima convocatoria de elecciones generales prácticamente imposibilita la presentación durante 2019 del proyecto de PGE para el ejercicio 2020. Además, a fecha de cierre de las proyecciones no se dispone aún de las nuevas series de Contabilidad Nacional relativas al sector de Administraciones Públicas (AAPP), que se publicarán el 30 de septiembre. Por lo tanto, las proyecciones toman como punto de partida los datos de 2018 dados a conocer anteriormente.

En este contexto, a la hora de proyectar las sendas esperadas de algunas rúbricas presupuestarias en el período 2020-2021 se ha recurrido, como en las previsiones de junio, al uso de determinados supuestos técnicos. En primer lugar, las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan, por su tamaño, las compras de bienes y servicios o la inversión pública— evolucionarán en consonancia con el crecimiento potencial de la economía española. En segundo lugar, se considera que la trayectoria de las restantes rúbricas que componen las cuentas de las AAPP vendrá determinada, en ausencia de medidas adicionales, por sus determinantes habituales. En concreto, se asume que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen fundamentalmente del contexto macroeconómico. Para las partidas menos discrecionales de gasto se han realizado supuestos similares. Este es el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada, junto con los incrementos acordados para 2018-2019, por la fórmula de revalorización establecida en la legislación y por el envejecimiento de la población—, en prestaciones por desempleo —cuya evolución depende, principalmente, de la evolución del paro— y en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—. En particular, esta última partida experimenta una revisión a la baja como consecuencia de la evolución observada de los tipos de

4 Véase la sección 3.2 del texto principal para una descripción detallada de las medidas adoptadas.

5 Entre estas medidas, que ya se incluyeron en las proyecciones de marzo y de junio, cabe destacar por su magnitud, por el lado del gasto: i) la revalorización de las pensiones en 2019 en línea con el IPC previsto; ii) el aumento de los salarios públicos; iii) la ampliación progresiva de la baja de paternidad a 8 semanas este año, y a 12 y a 16, respectivamente, en cada uno de los dos siguientes, y iv) la reintroducción del subsidio de desempleo para los mayores de 52 años. Por lo que se refiere a los ingresos, las proyecciones incluyen las elevaciones de las bases de cotización mínimas —por el aumento del salario mínimo interprofesional (SMI)— y máximas (en un 7 %), así como de las tarifas de los trabajadores autónomos.

interés de mercado en comparación con las proyecciones anteriores. De acuerdo con estos supuestos, el tono de la política fiscal sería expansivo en 2019 y aproximadamente neutral en los dos años siguientes<sup>6</sup>.

Los cambios en los supuestos sobre los que se condiciona la previsión tienen, en conjunto, un impacto neutral sobre el crecimiento del PIB a lo largo del horizonte de proyección. En concreto, la incidencia negativa del deterioro de los mercados exteriores sobre la actividad se ve compensada por el efecto positivo de los costes de financiación más reducidos y de los menores precios del petróleo. No obstante, la información más reciente disponible desde junio conduce a una revisión a la baja de las tasas de crecimiento del PIB previstas a lo largo del horizonte de proyección en comparación con las publicadas entonces. Esto es consecuencia de dos tipos de factores. Por un lado, las series revisadas de la Contabilidad Nacional indican que la resistencia de la economía española al contexto de mayor incertidumbre global que comenzó a asentarse gradualmente a lo largo del año pasado habría sido menor de lo que se estimaba hace tres meses. En concreto, los nuevos datos recogen un perfil de desaceleración de la actividad (y, en particular, de la demanda interna) más pronunciado que el que mostraban las series anteriores. En segundo lugar, el aumento de la incertidumbre global en los meses de verano y el empeoramiento del contexto exterior (cuya recuperación se pospondría varios trimestres) habrían llevado a revisar a la baja el crecimiento anticipado para el segundo semestre del año y, de forma más modesta, para el resto del horizonte de previsión. Como resultado de todo ello, la proyección de crecimiento del PIB en 2019 se ha revisado a la baja en cuatro décimas, con contribuciones aproximadamente de igual magnitud de la revisión de datos de Contabilidad Nacional y de la evolución económica menos favorable desde la pasada primavera y sus efectos sobre las perspectivas de corto plazo. En 2020 y 2021, las revisiones a la baja ascienden, respectivamente, a dos y a una décimas.

La senda de crecimiento proyectada para el PIB se sustenta sobre una contribución positiva de la demanda interna más reducida que en el pasado reciente. El signo de la revisión del ritmo de avance de los principales

componentes de la demanda interna es asimismo negativo, lo que, en gran parte, viene motivado por su moderación reciente. Así, los datos más recientes recogen una desaceleración del gasto en bienes y servicios de consumo. Esta pérdida de vigor podría guardar relación con el repunte de la incertidumbre. A futuro, se estima que el avance del consumo se vea respaldado por la evolución del mercado de trabajo, que continuaría siendo favorable (si bien acusaría el impacto de la reciente desaceleración), y por la persistencia de condiciones de financiación favorables. En comparación con las previsiones de junio, la senda proyectada de la evolución del consumo privado es revisada a la baja como consecuencia de la incorporación de la información más reciente, en lo referente tanto a las nuevas series históricas como al comportamiento reciente menos expansivo del mercado laboral.

Por lo que respecta a los componentes de la formación bruta de capital fijo, la inversión tanto residencial como empresarial mostraría a lo largo del horizonte de proyección un vigor más contenido que el observado en los últimos años, en un contexto de mayor incertidumbre, de menores necesidades de ampliación de la capacidad instalada y de moderación del crecimiento en el mercado inmobiliario tras los años de recuperación. En términos de los avances medios anuales, el crecimiento de ambos agregados sería inferior al anticipado en junio en los tres años del horizonte analizado. La revisión es especialmente marcada en 2019, y responde en gran medida a la incorporación de los datos de los últimos trimestres, publicados recientemente por el INE.

La revisión al alza del crecimiento medio de las exportaciones en 2019 se debe a la incorporación de las nuevas series de datos, ya que, en sentido contrario, el contexto de mayor incertidumbre y el empeoramiento del comportamiento esperado de los mercados de exportación conllevan que el vigor previsto de las ventas al exterior en los próximos trimestres sea inferior al anticipado hace tres meses. Este deterioro del contexto exterior explica la revisión a la baja del crecimiento esperado de las exportaciones en el resto del horizonte de proyección. Asimismo, el avance previsto de las importaciones a lo largo del horizonte de proyección es

6 En 2018 y 2019 se contabiliza una serie de medidas de carácter transitorio (como los costes de las autopistas en quiebra, de los esquemas de protección de activos y activos fiscales diferidos de la banca y de la sentencia sobre la exención en el IRPF de la prestación de maternidad y paternidad), con un impacto al alza sobre el déficit público del 0,4 % y del 0,3 % del PIB, respectivamente.

ahora más moderado que en junio. Esto es reflejo, por un lado, de la atonía que muestran los datos de los últimos trimestres para esta partida y, por otro, de la menor pujanza de la demanda final que se anticipa a futuro.

La moderación del crecimiento del producto que se anticipa a lo largo del horizonte de proyección se traducirá en una disminución paulatina del ritmo de creación de puestos de trabajo, como ya se viene observando en los indicadores más recientes de empleo. En todo caso, el incremento de la ocupación permitirá que continúen observándose reducciones adicionales de la tasa de desempleo, aunque de forma menos marcada de lo previsto en junio, lo que refleja también un avance más pronunciado de la población activa como resultado del proyectado mayor dinamismo poblacional, que es, a su vez, consecuencia de la incorporación de la información más reciente relativa a los flujos migratorios netos (véase recuadro 5). La tasa de paro disminuiría hasta situarse en el 12,8 % al final del horizonte de proyección, 1 pp por encima de la anticipada hace tres meses.

Se espera que la inflación, medida por la tasa de variación media anual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), presente un perfil creciente a lo largo del horizonte de proyección. Esto es resultado de la disminución del grado de holgura cíclica en el mercado de trabajo, como consecuencia de la prolongación de la expansión, lo que resultará en un repunte de los costes laborales unitarios. En esta dirección contribuirá asimismo la orientación expansiva de la política monetaria. Por el contrario, los supuestos del ejercicio de proyección implican una disminución en los próximos años de las presiones inflacionistas procedentes del exterior, como reflejo de la senda descendente de los precios del petróleo. A causa de todos estos efectos, el crecimiento del IAPC en términos de sus medias anuales repuntará gradualmente desde el 0,8 % en 2019 hasta situarse en el 1,5 % en 2021. Por su parte, el ritmo de avance de la inflación subyacente —medida por la tasa de variación del IAPC sin energía ni alimentos— se elevará a lo largo del horizonte de proyección, pasando de situarse en el 1,1 % en 2019 a alcanzar el 1,6 % en 2021.

Con las debidas cautelas que se derivan de la ausencia de series de déficit público coherentes con las nuevas cuentas nacionales, se estima que el saldo presupuestario de las AAPP en 2019 podría ser del -2,4 % del PIB. Esto supondría el mantenimiento del déficit previsto para 2019 en comparación con las proyecciones de junio, pues se considera que el impacto negativo del empeoramiento

cíclico sobre las cuentas públicas se verá compensado por el efecto de signo contrario del nivel más reducido de los tipos de interés, junto con los efectos adicionales que se derivan de algunas operaciones de naturaleza no recurrente y de la evolución más favorable de lo anticipado de la recaudación de algunas figuras impositivas.

Las proyecciones actuales de crecimiento del IAPC suponen una revisión a la baja de tres y de dos décimas en 2019 y en 2020, respectivamente. En parte, esta revisión responde a que en los meses más recientes la evolución de los precios energéticos y, en menor medida, la del resto de los bienes ha sido menos dinámica de lo que se anticipaba en el ejercicio de proyecciones anterior. Además, los niveles esperados del precio del crudo son ahora menores, y los avances de los precios no energéticos, más contenidos. Las previsiones se mantienen inalteradas para 2021, como resultado de dos efectos contrapuestos. Por un lado, el descenso del precio del crudo que anticipan los mercados de futuros se habría moderado con respecto al incorporado en el ejercicio de previsión de hace tres meses. Por otro, como ocurre en cada uno de los restantes años del horizonte de proyección, el componente subyacente se revisa a la baja en una décima, a resultas del tono más débil de la demanda y de la moderación de las expectativas de inflación.

Los riesgos para el escenario central de crecimiento de la actividad continúan orientados a la baja. En el ámbito externo, como se ha señalado, las perspectivas acerca del crecimiento en el corto plazo de los mercados de las exportaciones españolas han sido revisadas a la baja, en consonancia con los datos recientes referidos a la actividad mundial (y, en particular, al área del euro, principal socio comercial de España). Las hipótesis sobre el comportamiento futuro de esos mercados de exportación —procedentes del último ejercicio de previsión del personal técnico del BCE— asignan un carácter transitorio a esta evolución adversa reciente, que pasaría a revertir al inicio de 2020. Sin embargo, si el debilitamiento reciente de la actividad tuviese un carácter más persistente que el asumido en los supuestos, la evolución de la economía española sería menos favorable de lo contemplado en el escenario central. Otras fuentes de incertidumbre proceden de la posible adopción de nuevas medidas proteccionistas y de la indefinición relativa al formato de la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Por último, el reciente repunte del precio del petróleo tras los ataques sobre instalaciones productoras saudíes constituye un recordatorio de que las tensiones geopolíticas latentes

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS EN ESPAÑA (2019-2021) (cont.)**

pueden dar lugar a recortes en la oferta de esta materia prima, con el consiguiente efecto negativo sobre la actividad. En el ámbito interno, persiste un elevado grado de incertidumbre acerca de la orientación futura de las políticas económicas y de la adopción de medidas que permitan elevar la capacidad de resistencia de la economía española ante un eventual empeoramiento del contexto macrofinanciero global y aumentar su crecimiento potencial. En particular, se dispone de pocos detalles acerca de la política fiscal, en un contexto en el que el todavía elevado nivel de deuda pública hace que las finanzas públicas españolas sigan presentando elementos de vulnerabilidad ante eventuales perturbaciones adversas.

Los riesgos de desviación de la inflación con respecto al escenario central se encuentran también orientados a la baja, como consecuencia de una hipotética materialización de los riesgos sobre la actividad anteriormente descritos. Sin embargo, alguno de ellos contiene también potenciales elementos inflacionistas. Este es el caso de las subidas de aranceles, que implican precios de importación más elevados en las distintas etapas de las cadenas globales de valor, por lo que pueden terminar afectando de forma indirecta a los precios de las compras que la economía española realiza en el exterior, y también de hipotéticas subidas de precios del petróleo como consecuencia de un aumento de determinadas tensiones geopolíticas.

## Recuadro 2

### EL AUMENTO DEL PROTECCIONISMO ENTRE ESTADOS UNIDOS Y CHINA Y SUS REPERCUSIONES SOBRE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, materializadas en varias rondas de aumentos de los aranceles bilaterales entre los dos países durante los últimos trimestres, parecen estar afectando de manera significativa a la actividad económica mundial. Además del impacto sobre los flujos comerciales bilaterales entre estos dos países, estas tensiones estarían afectando a otros países a través de la caída de

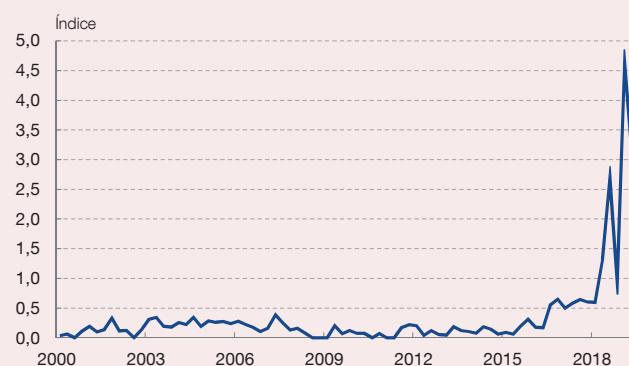
la demanda derivada de la menor actividad global, así como por los efectos económicos del aumento de la incertidumbre global (véanse gráficos 1.1 y 1.2). La persistencia de esta situación en el tiempo, además, podría acrecentar significativamente los efectos adversos, dada la integración de las distintas economías en el comercio mundial a través de las llamadas «cadenas globales de valor». El objetivo de este recuadro es resumir la evolución

Gráfico 1

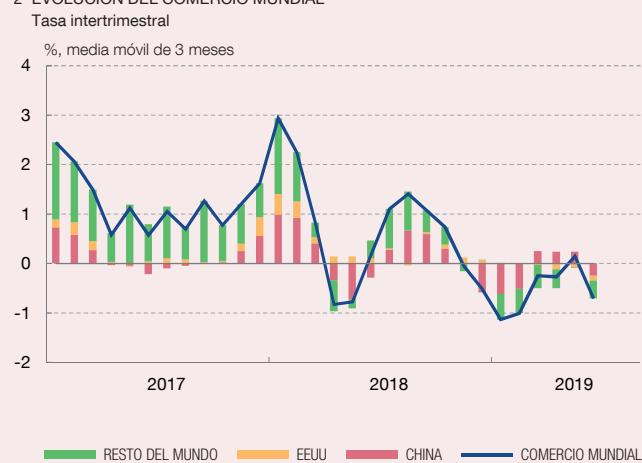
#### EL AUMENTO DEL PROTECCIONISMO TIENE CONSECUENCIAS APRECIABLES SOBRE LA ACTIVIDAD MUNDIAL

La escalada arancelaria entre Estados Unidos y China, economías con gran relevancia en la economía mundial por su peso y su elevado grado de interconexión, afecta a la actividad de ambos países y se transmite a otros a través de numerosos canales reales y financieros.

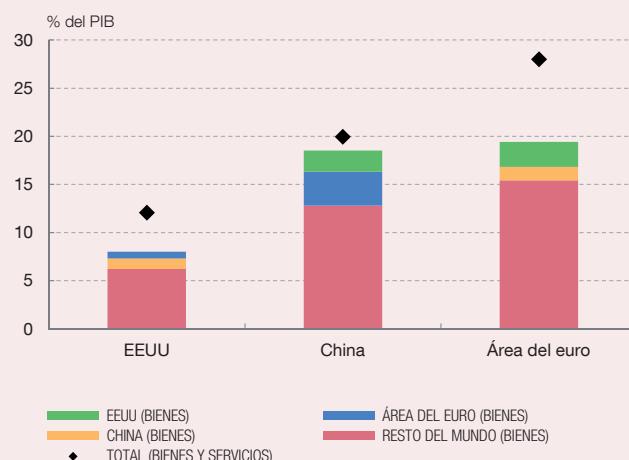
1 ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE SOBRE EL COMERCIO MUNDIAL (a)



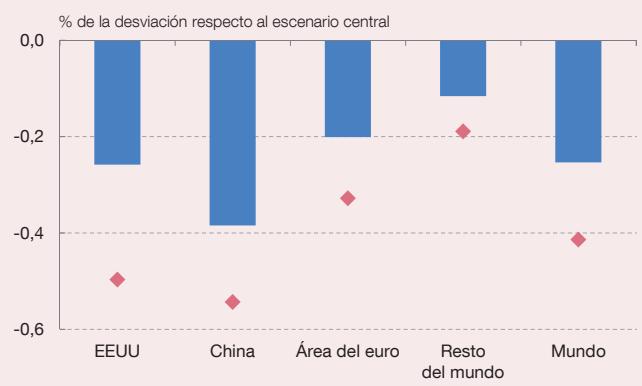
2 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL



3 EXPOSICIÓN EXPORTADORA (2017) (b)



4 SIMULACIONES: EFECTO SOBRE EL PIB EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021



**FUENTES:** Índice de Ahir, Bloom y Furceri (2018), CPB, Banco Mundial, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a El índice se construye analizando la frecuencia con la que conceptos ligados a incertidumbre y comercio aparecen en los informes de analistas.  
b Para el área del euro se excluye el comercio intraárea.

Recuadro 2

**EL AUMENTO DEL PROTECCIONISMO ENTRE ESTADOS UNIDOS Y CHINA Y SUS REPERCUSIONES SOBRE LA ECONOMÍA MUNDIAL (cont.)**

del conflicto comercial entre Estados Unidos y China y describir los principales canales a través de los que estaría afectando a la economía mundial.

Desde marzo de 2018, se han anunciado y aplicado varias rondas de aumentos de los aranceles que gravan los flujos comerciales bilaterales entre Estados Unidos y China (véanse cuadros 1 y 2). A lo largo de 2018, las medidas adoptadas por ambos países se saldaron con la imposición de aranceles sobre los intercambios comerciales de distintos tipos de bienes que representaban en torno al 45 % de las importaciones de Estados Unidos provenientes de China y el 55 % de las importaciones del país asiático con origen en Estados Unidos. Tras un período de tregua iniciado en diciembre del año pasado,

la escalada de aumento de los aranceles bilaterales entró en una nueva fase a partir de mayo de 2019. En el período transcurrido desde entonces, se han producido nuevas decisiones de aumentos de los aranceles, tanto sobre bienes ya afectados por las medidas tomadas en 2018 como sobre otros adicionales, de manera que la totalidad de las importaciones estadounidenses provenientes de China y casi tres cuartas partes de las compras que China realiza a Estados Unidos quedarán gravadas a finales de este año, de acuerdo con las fechas previstas para la entrada en vigor de los distintos aranceles. Además de las medidas arancelarias, también se han producido anuncios sobre posibles restricciones al intercambio de tecnología, que, no obstante, no se han concretado todavía en actuaciones específicas.

Cuadro 1  
ARANCELES IMPUESTOS POR ESTADOS UNIDOS A CHINA

Volumen de importaciones (mm \$)	% acumulado de importaciones gravadas desde China	Cambio desde mayo de 2019, fecha prevista de entrada en vigor	Productos afectados
34	6	Del 25 al 30 % (15 oct-19)	Maquinaria, bienes de capital
16	9	Del 25 al 30 % (15 oct-19)	Equipamiento eléctrico, bienes de capital
200	46	Del 10 al 30 % (15 oct-19)	Mobiliario, electrónica, automóviles, cuero, otros bienes intermedios y de capital
115	78	Nuevo: 15 % (1 sep-19)	Ropa, calzado, componentes electrónicos
160	100	Nuevo: 15 % (15 dic-19)	Teléfonos móviles, juguetes, ordenadores

FUENTE: US Census Bureau.

Cuadro 2  
ARANCELES IMPUESTOS POR CHINA A ESTADOS UNIDOS

Volumen de importaciones (mm \$)	% acumulado de importaciones gravadas desde Estados Unidos	Cambio desde mayo de 2019, fecha prevista de entrada en vigor	Productos afectados
34	22	—	Productos agrícolas, piezas de automóviles
16	32	—	Materias primas, equipamiento médico
60 (a)	56	5-10% al 5-25 % (1 jun-19)	Productos agrícolas, productos químicos
75 (a)	71	Nuevo: 5-10 % (1 sep-19) Nuevo: 5-10 % (15 dic-19)	Productos agrícolas, productos químicos, maquinaria industrial

FUENTES: CEIC y Peterson Institute for International Economics.

a Existen solapamientos en los bienes gravados por otras rondas, por lo que se muestra únicamente el efecto adicional sobre el porcentaje de las importaciones gravadas.

## EL AUMENTO DEL PROTECCIONISMO ENTRE ESTADOS UNIDOS Y CHINA Y SUS REPERCUSIONES SOBRE LA ECONOMÍA MUNDIAL (cont.)

El aumento del proteccionismo entre estas dos economías, que son las de mayor tamaño a escala global y cada vez están más interconectadas entre sí y con el resto, puede tener una elevada incidencia en la economía mundial a través de numerosos canales de naturaleza directa e indirecta. Un canal directo discurre a través de los cambios en la demanda y en los precios relativos de los bienes. En concreto, el aumento de los aranceles da lugar a una erosión de la renta disponible de los consumidores, lo que afecta negativamente al consumo y la inversión, aunque, en sentido contrario, también hace más atractiva la producción doméstica frente a la importada. En cualquier caso, de haber represalias arancelarias, la demanda externa se vería reducida. En el caso particular sinoestadounidense, cobra especial relevancia el efecto derivado de la caída de los precios de las materias primas como consecuencia de la posición dominante de los dos países en la demanda mundial de petróleo y metales industriales. Un mecanismo directo adicional es el que opera a través de las posiciones financieras transfronterizas —si bien la limitada apertura de la cuenta de capital china limita la potencia de este canal—. Los canales indirectos están relacionados con el aumento de la incertidumbre, que merma la confianza de consumidores y empresas, lo que deprime el consumo y la inversión, y, en el plano financiero, con el aumento de la aversión al riesgo y el retroceso en las valoraciones de los activos.

Con los datos disponibles resulta complejo estimar de forma precisa el impacto específico que las distintas oleadas de aumentos de los aranceles pueden haber tenido sobre la actividad económica mundial. Esta consideración afecta, en particular, a las acciones anunciadas más recientemente, dentro de la escalada que comenzó en mayo de este año, dado que la mayoría de ellas no han entrado en vigor todavía (lo harán en octubre y diciembre), o lo han hecho muy recientemente (en septiembre). Para aproximar el posible impacto económico de estas acciones sobre la actividad global se

ha realizado un ejercicio de simulación con un modelo macroeconómico<sup>1</sup>. En concreto, se ha simulado el efecto de los aranceles anunciados por Estados Unidos y China desde mayo de este año, hayan sido ya aplicados o no. Estas medidas inciden sobre la totalidad de las importaciones estadounidenses de China y sobre el 71 % del flujo recíproco. En el gráfico 1.4 se presentan dos escenarios, que reflejan los canales de transmisión descritos anteriormente. El primer escenario recoge los canales directos reales, esto es, los que discurren a través de los cambios en el comercio bilateral entre los dos países y los efectos de segunda ronda globales por la reducción de la demanda mundial. Por su parte, el segundo escenario añade además los posibles efectos derivados de la caída de la confianza y el aumento de la incertidumbre. Este canal se aproxima a través de un incremento *ad hoc* de 25 puntos básicos (pb) en la prima de riesgo de la inversión en Estados Unidos y China, y de 10 pb en la del resto de las economías, una perturbación de magnitud inferior al aumento observado en agosto de este año<sup>2,3</sup>.

Según las simulaciones realizadas, el aumento de los aranceles (escenario 1) conllevaría una retracción significativa de la actividad en Estados Unidos, en China y también en el área del euro, dando lugar a una reducción del PIB mundial de un 0,25 % respecto al escenario central en términos acumulados en 2019-2021, con caídas del PIB de Estados Unidos y China del 0,26 % y el 0,38 %, respectivamente. El mayor impacto en la economía china refleja el hecho de que los aranceles estadounidenses afectan a un volumen de importaciones en relación con su PIB superior al que las autoridades chinas han represaliado. En cuanto al área del euro, su PIB se contraería un 0,2 %, reflejando el elevado grado de apertura comercial, lo que la hace más vulnerable a la caída de la actividad mundial (véase gráfico 1.3). En el segundo escenario, por su parte, puede observarse cómo los efectos confianza podrían llegar a generar impactos adversos significativos, en

1 En concreto, el modelo NiGEM del National Institute of Economic and Social Research del Reino Unido. La documentación del modelo está disponible en <https://nimodel.niesr.ac.uk/>.

2 La magnitud de la perturbación de las primas de riesgo de la inversión es algo inferior a la observada como reacción a las registradas en los spreads corporativos en agosto de 2019, en pleno repunte de las tensiones comerciales.

3 La simulación incorpora diversos supuestos. En concreto, se considera que las expectativas son racionales, la política monetaria es exógena y la política fiscal actúa como estabilizador automático (manteniendo, simultáneamente, un objetivo de saldo presupuestario a medio plazo). El supuesto sobre la política monetaria se introduce para evitar que el aumento de los precios de bienes importados conduzca en Estados Unidos a un incremento de los tipos de interés, lo que sería contradictorio con la reacción de la Reserva Federal que se ha observado.

## EL AUMENTO DEL PROTECCIONISMO ENTRE ESTADOS UNIDOS Y CHINA Y SUS REPERCUSIONES SOBRE LA ECONOMÍA MUNDIAL (cont.)

relación con los que se derivan de los canales reales, no solo por el impacto directo derivado del aumento de las primas de riesgo de la inversión, sino también por el efecto segunda ronda en la actividad mundial, que afecta considerablemente al área del euro. No obstante, la incidencia de la guerra comercial sobre la incertidumbre resulta difícil de calibrar y, por lo tanto, sus efectos deben tomarse con más cautela que los correspondientes a los canales reales<sup>4</sup>.

Existen diversos factores que, sin embargo, podrían hacer que los efectos fueran distintos de los considerados en estas simulaciones. En primer lugar, el ejercicio realizado no tiene en cuenta la reacción expansiva de las políticas

monetarias a nivel global que ya se ha iniciado y que tendería a reducir la magnitud del impacto. En segundo lugar, las tensiones comerciales pueden originar cambios en la localización de las cadenas de producción globales, en las que China tiene un papel prominente, con efectos sobre la actividad de terceros países, que podrían ser positivos o negativos, según los casos, dependiendo de su complementariedad o sustituibilidad respecto a la producción de China. Otro elemento no considerado en las simulaciones, dadas las limitaciones del modelo utilizado, es la posible desviación de comercio hacia terceras economías, como el área del euro, que se podrían ver beneficiadas en relación con sus exportaciones de ciertos tipos de productos y servicios.

4 Las simulaciones arrojan efectos del mismo orden de magnitud que otros estudios, si bien no son directamente comparables por la distinta naturaleza de las perturbaciones introducidas. El FMI, en el *World Economic Outlook* de octubre de 2018, arroja impactos en el escenario puramente comercial de -0,3 % en Estados Unidos y -0,6 % en China en 2021. Por otro lado, en el ejercicio de la OCDE incluido en el *Economic Outlook* de abril de 2019, el impacto de un escenario adverso con deterioro acusado de la confianza es del -0,8 % para Estados Unidos y el -1,2 % para China en 2021.

### EL ACUERDO COMERCIAL ENTRE LA UE Y MERCOSUR Y SU IMPACTO SOBRE LAS ECONOMÍAS EUROPEAS

A finales de junio, la Unión Europea (UE) y los cuatro países latinoamericanos que constituyen el bloque comercial de MERCOSUR (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay) firmaron, después de 20 años de negociaciones, un acuerdo comercial histórico. El tratado, pendiente de su redacción final y ratificación<sup>1</sup>, prevé la eliminación de aranceles en más del 90 % de los intercambios de bienes entre las dos áreas e incluye disposiciones que facilitan el comercio de servicios y la liberalización de los procesos de contratación pública. Dada la amplitud de su alcance, se espera que el acuerdo impulse de manera notable los flujos comerciales bilaterales y la integración económica entre las dos regiones. El tratado representa también una señal del compromiso de la UE con el mantenimiento del libre comercio en un contexto global caracterizado por crecientes tensiones proteccionistas. En este recuadro se describen las principales características del acuerdo y se discute su alcance desde una perspectiva sectorial.

Según el acuerdo, los países de MERCOSUR eliminarán los aranceles sobre el 91 % de los bienes importados de la UE, entre los cuales se encuentran productos de exportación clave para la UE, como los vehículos y la maquinaria. A su vez, la UE liberalizará el 95 % de las importaciones de bienes procedentes de MERCOSUR, incluyendo el 82 % de las importaciones de productos agrícolas. Algunos productos, como la carne o el azúcar, registrarán una liberalización parcial. En general, la reducción de aranceles tiene lugar en un período de 10 años desde la ratificación del acuerdo. El acuerdo contiene también provisiones que reducen las barreras no arancelarias a través de la simplificación de los procesos de aduanas y otras que facilitan el comercio de servicios mediante cláusulas de no discriminación de las empresas extranjeras. Asimismo, se contempla la liberalización de los procesos de contratación pública por ambas partes. De esta forma, las empresas europeas serán las primeras empresas no pertenecientes a MERCOSUR en acceder a estos procesos en igualdad de condiciones que las empresas locales, una situación en la que, hasta ahora, solo podían participar a través de sus subsidiarias<sup>2</sup>. En

línea con el modelo de acuerdos comerciales que se ha impuesto en los últimos años, el tratado incluye también disposiciones de salvaguarda del medioambiente y de los estándares laborales, tales como la libertad de asociación de los trabajadores, el derecho a la negociación colectiva o la no discriminación en el trabajo.

Actualmente, la UE es, después de China, el principal socio comercial de MERCOSUR, y representa el 20 % del comercio de bienes del bloque latinoamericano. En el caso de la UE, el comercio con MERCOSUR constituye únicamente el 2,2 % de los intercambios comerciales de bienes y servicios<sup>3</sup>. Como es habitual en el patrón de comercio entre las economías desarrolladas y las emergentes, la UE presenta ventaja comparativa frente a MERCOSUR (véase gráfico 1.3) en la provisión de productos de mayor contenido tecnológico, como la maquinaria, el material eléctrico o los productos químicos, mientras que los países de MERCOSUR muestran ventaja comparativa en aquellos bienes intensivos en materias primas o recursos naturales, como los animales, minerales, alimentos o vegetales. Ello se refleja en la estructura del comercio bilateral entre ambas áreas que se presenta en los gráficos 1.1 y 1.2, junto con los niveles arancelarios que en la actualidad gravan los distintos tipos de productos. Como se aprecia en los gráficos, mientras que las importaciones de la UE provenientes del bloque latinoamericano se concentran en productos agrícolas y alimenticios, las exportaciones europeas a MERCOSUR están constituidas principalmente por productos químicos y farmacéuticos, maquinaria, vehículos y productos eléctricos, que se enfrentan en la actualidad a aranceles elevados. En lo que se refiere a los servicios —aunque no se presentan en el gráfico—, la UE resulta proveedora neta de todas las tipologías de prestaciones.

El acuerdo tiene una notable trascendencia para la UE, dadas las elevadas barreras arancelarias de MERCOSUR en sectores clave del comercio bilateral. En términos del tamaño de los flujos comerciales afectados, el tratado con MERCOSUR es de una magnitud similar o algo

1 El acuerdo deberá ser aprobado por el Parlamento Europeo y, probablemente —en función de las disposiciones contenidas en el texto final—, también por los Parlamentos nacionales de los Estados involucrados (<https://ec.europa.eu/trade/policy/in-focus/eu-mercosur-association-agreement-agreement-explained/>).

2 Empresas con sede en el bloque latinoamericano y controladas por una matriz europea.

3 El saldo comercial europeo frente al bloque latinoamericano ha sido, en los últimos años, ligeramente superavitario (+0,02 % del PIB en el comercio de bienes en 2018 y +0,08 % en los intercambios de servicios en 2017).

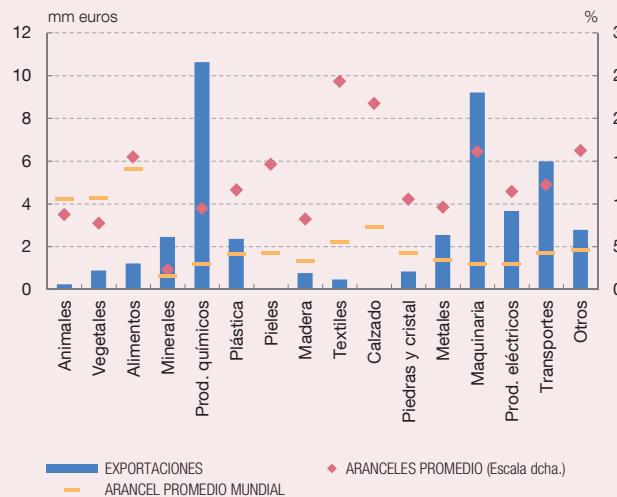
## EL ACUERDO COMERCIAL ENTRE LA UE Y MERCOSUR Y SU IMPACTO SOBRE LAS ECONOMÍAS EUROPEAS (cont.)

inferior a la de los recientes tratados firmados con Canadá o Japón. Sin embargo, en comparación con estos, el tratado con MERCOSUR supondrá una reducción en los costes de la exportación mucho mayor, debido a que la

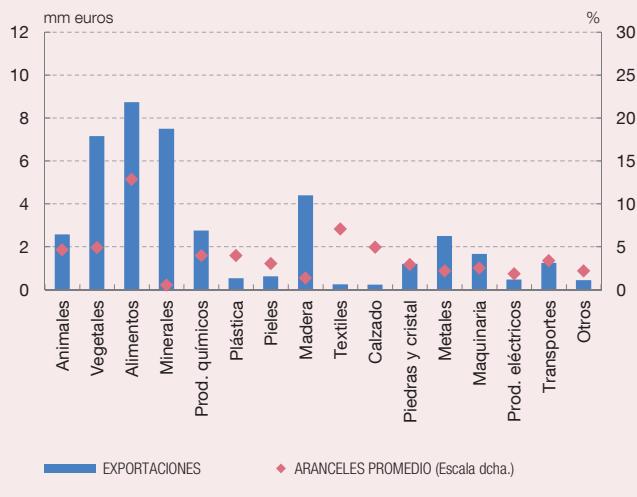
disminución de aranceles en este acuerdo será comparativamente más pronunciada en los principales productos de exportación europeos, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea<sup>4</sup>. En términos de

Gráfico 1  
LAS RELACIONES COMERCIALES ACTUALES ENTRE LA UE Y MERCOSUR

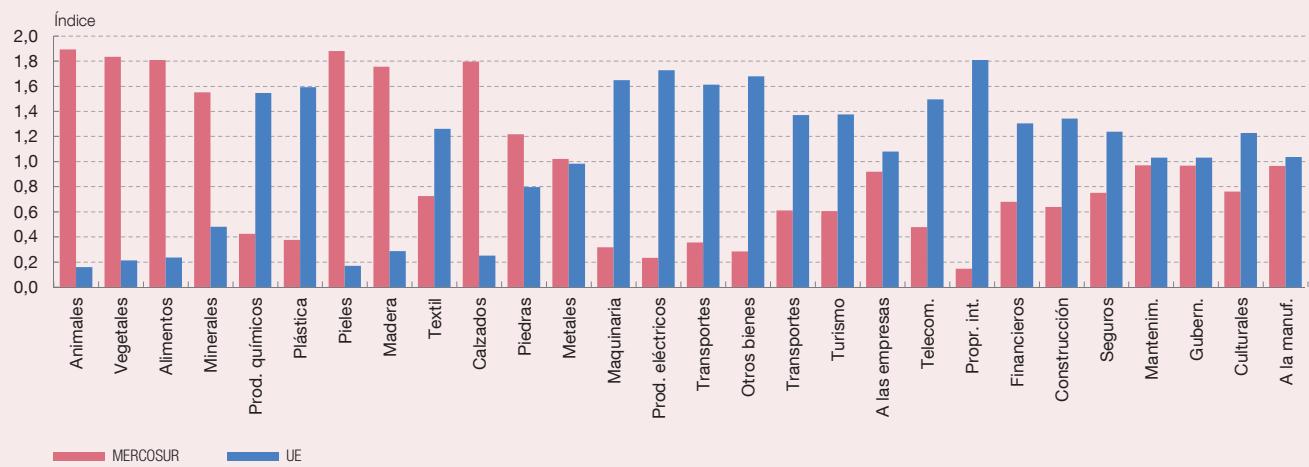
## 1 COMERCIO DE BIENES: EXPORTACIONES DE LA UE A MERCOSUR Y ARANCELES PROMEDIOS



## 2 COMERCIO DE BIENES: EXPORTACIONES DE MERCOSUR A LA UE Y ARANCELES PROMEDIOS



## 3 ÍNDICE DE VENTAJA COMPARATIVA



FUENTES: Eurostat, OMC, Banco Mundial y Banco de España.

4 La Comisión Europea calcula un ahorro en términos de menores aranceles como resultado del acuerdo con MERCOSUR de alrededor de 4 mm de euros. Para los acuerdos con Canadá o Japón, este ahorro se estimaba en una cantidad menor o igual a 1 mm de euros.

### Recuadro 3

#### EL ACUERDO COMERCIAL ENTRE LA UE Y MERCOSUR Y SU IMPACTO SOBRE LAS ECONOMÍAS EUROPEAS (cont.)

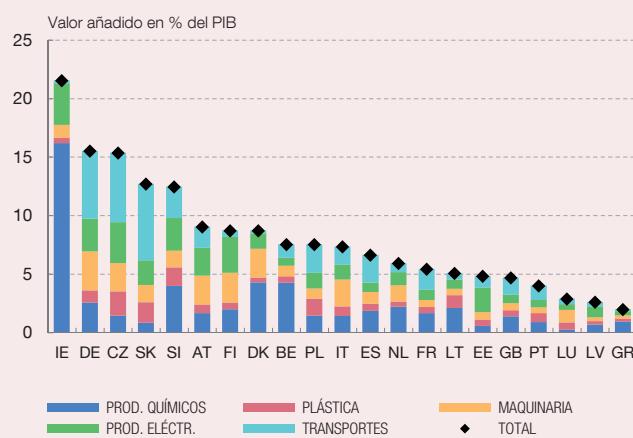
sus efectos sobre la actividad de la UE, algunos estudios disponibles indican que el impacto positivo del acuerdo sobre la actividad en el largo plazo se situaría entre el 0,1 % y el 0,3 % del PIB<sup>5</sup>.

El gráfico 2.1 muestra las economías de la UE que, en principio, podrían beneficiarse más de la supresión de los aranceles al estar especializadas en la producción de sectores que presentan ventaja comparativa frente a

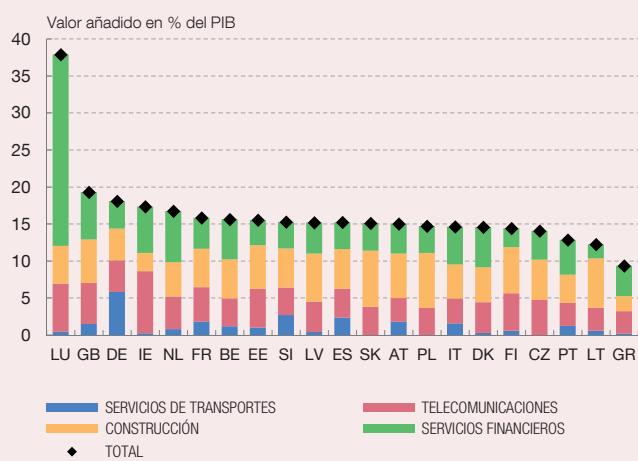
Gráfico 2

VENTAJA COMPARATIVA DE LOS DOS BLOQUES. PAÍSES MÁS FAVORECIDOS POR EL ACUERDO Y ECONOMÍAS MÁS EXPUESTAS A LA COMPETENCIA DE MERCOSUR

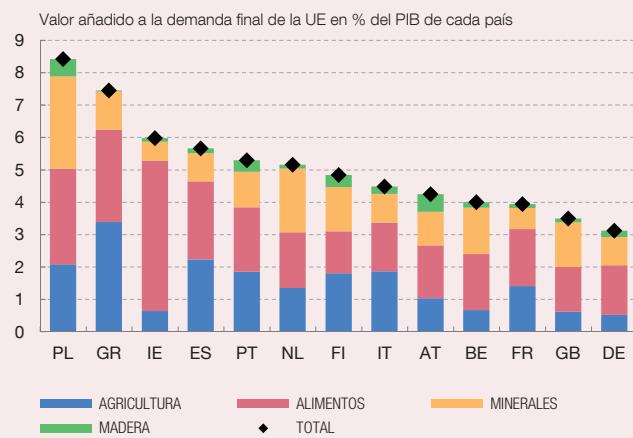
1 BIENES: RELEVANCIA DE LOS SECTORES DE VENTAJA COMPARATIVA DE LA UE



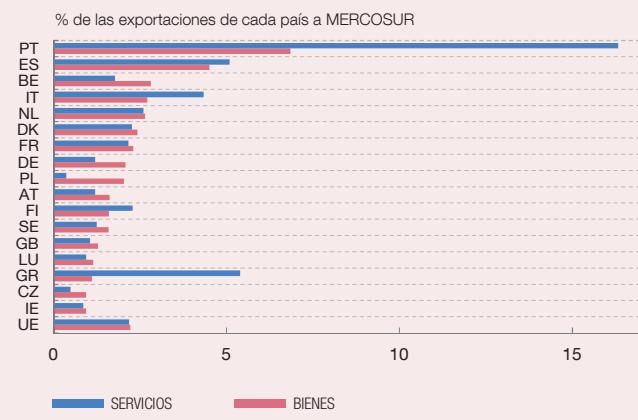
2 SERVICIOS: RELEVANCIA DE LOS SECTORES DE VENTAJA COMPARATIVA DE LA UE (a)



3 EXPOSICIÓN A LA COMPETENCIA DE MERCOSUR



4 RELEVANCIA DEL COMERCIO CON MERCOSUR



FUENTES: Eurostat, Comtrade, OECD TiVA, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a Para Polonia, la República Checa y Eslovaquia, se omite el valor añadido aportado por los servicios de transporte por carretera, que previsiblemente no se verían beneficiados por el acuerdo.

5 C. Kirkpatrick y C. George (2009), *Trade sustainability impact assessment (SIA) of the association agreement under negotiation between the European Community and MERCOSUR*, Institute for Development Policy and Management, University of Manchester, y A. Burrell et al. (2011), *Potential EU-MERCOSUR free trade agreement: impact assessment*, Publications Office of the European Union.

MERCOSUR, y que además se beneficiarán de rebajas arancelarias sustanciales. Entre estos países, destacan aquellos especializados en la industria química y la industria de transportes, maquinaria y productos eléctricos. Además, los países europeos relativamente más especializados en la provisión de servicios podrían disfrutar de nuevas oportunidades de expansión en estos mercados (véase gráfico 2.2)<sup>6</sup>.

Los países de MERCOSUR, por su parte, tienen, como se ha señalado, una ventaja en la producción de alimentos, productos agrícolas y minerales. El gráfico 2.3 muestra, para las principales economías europeas, el peso en el PIB de los sectores en los cuales MERCOSUR tiene una ventaja comparativa, basado en la participación del valor añadido por dichos sectores a la demanda final de la UE. Los países que quedarían más expuestos a la competencia de MERCOSUR serían aquellos con mayor peso de los sectores agrícolas y de alimentos. A estas economías más expuestas se añadiría Francia, al considerar la producción de carne vacuna, una rama de la industria agrícola en la que el bloque latinoamericano tiene una ventaja comparativa especialmente elevada.

No obstante, el análisis realizado únicamente a partir de las ventajas comparativas reveladas subestima las

oportunidades que el acuerdo ofrece en sectores que están actualmente muy protegidos en América Latina, como el textil y el de calzados, y de los que se podrían beneficiar economías europeas con una especialización relativa, como Portugal, Italia y España<sup>7</sup>. Además, el análisis no tiene en cuenta las ventajas que puede ofrecer este acuerdo para países como España y Portugal, sobre la base de otros determinantes del comercio, como los vínculos culturales y lingüísticos<sup>8</sup>. De hecho, el comercio de bienes y servicios con el bloque latinoamericano representa el 4,5 % de los intercambios comerciales de España, el doble que el promedio de la UE, una característica que comparte con Portugal, el otro país de la Unión que tiene un idioma común con una economía de MERCOSUR (véase gráfico 2.4). Además, España es, actualmente, el segundo proveedor de servicios al bloque latinoamericano entre los países europeos. Esta circunstancia sitúa a España en una posición privilegiada para aprovechar las oportunidades que brinda este acuerdo, tanto en el ámbito comercial como en lo que concierne a la provisión de servicios y a la participación en los procesos de contratación pública, aunque algunos sectores intensivos en materias primas experimentarán mayores presiones competitivas.

6 No se incluyen en el análisis los servicios relativos al turismo, para los que el impacto del acuerdo sería reducido, ni los derechos de propiedad intelectual, pues la clasificación de la base de datos TiVA no permite la cuantificación de su peso en el PIB.

7 El valor añadido por estas industrias en porcentaje del PIB es del 2,6 %, 1,9 % y 0,7 % en Portugal, Italia y España, respectivamente.

8 La literatura sustenta la influencia de estos factores a la hora de explicar los flujos bilaterales de comercio. Véase, por ejemplo, Bayer *et al.* (2007), «Free trade agreements in the Americas: are the trade effects larger than anticipated?», *The World Economy*.

## EVOLUCIÓN RECENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO

Los mercados inmobiliarios en la zona del euro han mostrado un dinamismo notable en los últimos años, que, entre otras dimensiones, se ha manifestado en un significativo aumento de los precios de la vivienda. La mejora de la actividad económica y, en particular, de las condiciones del mercado de trabajo ha impulsado la demanda de activos residenciales. También lo ha hecho el entorno de tipos de interés muy reducidos, que ha proporcionado un estímulo adicional a la demanda de vivienda como bien de consumo —debido a la mejora de las medidas de accesibilidad— y por motivo de inversión. Junto con estos factores de demanda, otros de oferta o de carácter más estructural, como los demográficos, también han condicionado el comportamiento de los precios en algunos países<sup>1</sup>.

Existen diversos motivos que aconsejan que la dinámica del mercado inmobiliario sea objeto de un seguimiento estrecho por parte de los responsables de las políticas económicas. Por un lado, el sector tiene una gran relevancia para la marcha de la economía<sup>2</sup> y su evolución puede originar riesgos para la financiera. En el caso concreto de nuestro país, el Banco de España realiza un seguimiento regular en sus informes de estabilidad financiera y, en particular, para la determinación del colchón de capital anticíclico. Por otro, la senda de los precios y las condiciones de accesibilidad a la vivienda pueden tener implicaciones sociales relevantes. En este recuadro se pone el foco en la evolución reciente del precio de la vivienda y del crédito para los países del área del euro.

Desde 2014, la vivienda se ha revalorizado más de un 18 %, en términos nominales, en la zona del euro y, como se ilustra en el gráfico 1.1, este comportamiento alcista es generalizado, con las excepciones de Italia, Grecia y Chipre. En varias economías de la UEM (como Luxemburgo, Austria y Bélgica) se han alcanzado niveles de precios claramente superiores a los vigentes antes de la crisis de 2008.

Los datos más recientes, no obstante, apuntan a una ligera desaceleración. El precio de la vivienda en la zona del euro creció un 4 % interanual en el primer trimestre de 2019, frente a una tasa interanual media del 4,8 % en 2018. Sin embargo, el crecimiento de esta variable sigue siendo elevado en numerosos países, y es Italia el único miembro de la UEM en el que el valor de los inmuebles registró en el primer trimestre caídas interanuales (del 0,8 %). Así, el aumento del precio de la vivienda en el primer trimestre fue del 9 % interanual en Portugal, del 8 % en los Países Bajos y Eslovenia, y cercano al 7 % en Alemania y España. En algunas economías se observó una clara desaceleración, como en Irlanda o Austria, donde el incremento interanual del precio de la vivienda se situó en torno al 4 % en el primer trimestre, tras avances medios del 10 % y del 7 % durante 2018. En el promedio de los cuatro últimos trimestres, Alemania, los Países Bajos, Portugal, Irlanda y Eslovenia superan un crecimiento interanual del 6 % en términos reales, y es este umbral la referencia que la Comisión Europea utiliza como señal de alerta para examinar la presencia de desequilibrios en el mercado inmobiliario y su gravedad (véase gráfico 2.1)<sup>3</sup>.

1 Véase BCE (2018), «The state of the Housing Market in the Euro Area», *Economic Bulletin*, n.º 7. Para un análisis de la relevancia de factores estructurales e institucionales en una comparación internacional, véase N. Geng (2018), *Fundamental Drivers of House Prices in Advanced Economies*, Documentos de Trabajo, n.º 18/164, Fondo Monetario Internacional.

2 En el área del euro, la inversión en vivienda supone casi un 6 % del PIB y un 27 % de la formación bruta de capital fijo en el promedio histórico desde 2000. En 2018, estas ratios fueron algo inferiores. Además, la vivienda constituye también un determinante importante del consumo vía efectos riqueza y como colateral en los préstamos.

3 Véase Comisión Europea (2018), *Informe sobre el Mecanismo de Alerta de 2019*, noviembre.

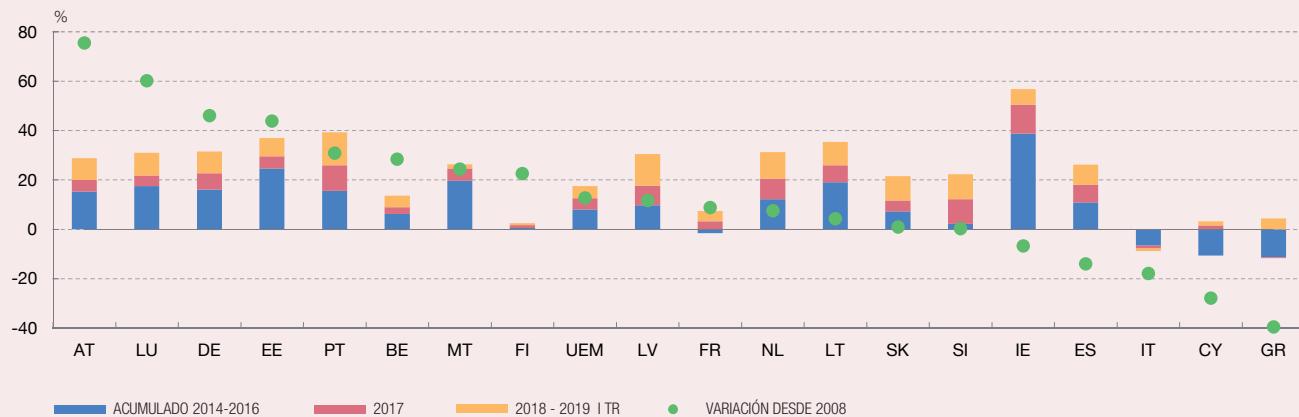
Considerando una perspectiva temporal más amplia, se aprecian situaciones claramente diferenciadas entre países. Así, en Italia, España, los Países Bajos, Irlanda y Grecia, el precio de la vivienda registró una caída acusada durante la crisis, de más del 40% en términos reales en algunos casos (véase gráfico 1.2). Tras este ajuste, el nivel de precios tendió a estabilizarse en Grecia e Italia, mientras que en España, los

Países Bajos e Irlanda retomó una nueva senda alcista, particularmente intensa en este último país. En un segundo grupo de economías, que incluye a Francia, Bélgica y Luxemburgo, el precio de la vivienda se corrigió de forma más leve durante la crisis, pese a que también hubo un proceso de revalorización importante antes de 2008. Como resultado, los precios han alcanzado niveles muy elevados en alguno de

## Gráfico 1 REVALORIZACIÓN DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

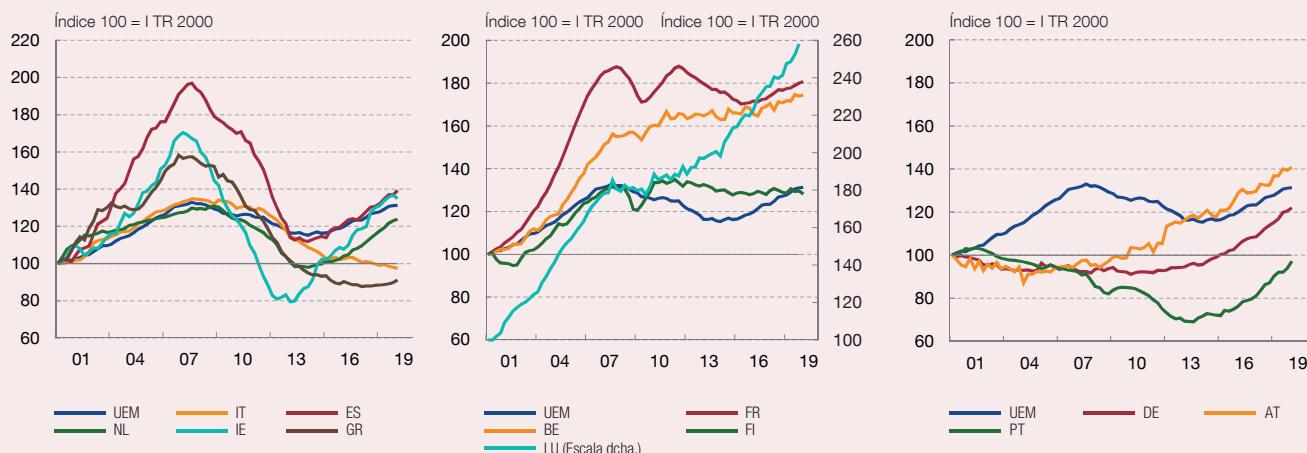
## 1 PRECIO DE LA VIVIENDA (a)

Variación acumulada en el período indicado



## 2 PRECIO DE LA VIVIENDA

Evolución en términos reales utilizando el deflactor de consumo



**FUENTES:** Banco de Pagos Internacionales, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Datos nominales. Los referidos a Luxemburgo y Chipre, hasta el cuarto trimestre de 2018.

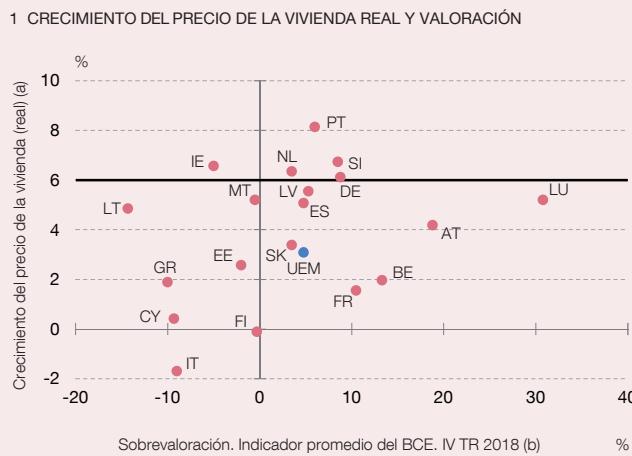
## EVOLUCIÓN RECENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (cont.)

estos países. Por último, en un tercer grupo de economías, que incluye a Alemania, Austria y Portugal, la revalorización de la vivienda desde 2014 no vino precedida por subidas fuertes de los precios antes de la crisis.

De acuerdo con los distintos análisis disponibles, el precio de la vivienda en algunos países presenta signos de sobrevaloración con respecto a sus niveles de equilibrio<sup>4</sup>. En el caso de España, las estimaciones del Banco de España indican que el precio de la vivienda no está, en promedio, alejado de su valor de equilibrio<sup>5</sup>. Es necesario tener en cuenta que la valoración del nivel de precios de la vivienda con respecto a sus

determinantes fundamentales, a sus niveles de equilibrio o a determinadas referencias históricas está rodeada de gran incertidumbre, como reflejan los diferentes resultados que arrojan las distintas aproximaciones metodológicas (véase gráfico 2.2). Además, las estimaciones a escala nacional pueden encubrir situaciones divergentes del mercado de la vivienda a escala regional o local<sup>6</sup>. Este tipo de indicadores, dentro de un análisis más amplio que incluía también el relativo a la evolución del crédito, llevó en 2016 a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) a emitir alertas de vulnerabilidades a medio plazo en el mercado inmobiliario residencial de ocho países de la UE<sup>7</sup>,

Gráfico 2  
PRECIO DE LA VIVIENDA Y MÉTRICAS DE VALORACIÓN



2 MÉTRICAS DEL BCE SOBRE EL GRADO DE SOBREVALORACIÓN DE LA VIVIENDA. CUARTO TRIMESTRE DE 2018 (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Se considera el promedio de las tasas interanuales de los cuatro últimos trimestres disponibles.  
 b Estimaciones a partir de cuatro métodos, dos de ellos basados en la ratio precio-alquileres y la ratio precio-renta. Véanse BCE (2011), «Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals», *Financial Stability Review*, recuadro 3, junio; y BCE (2015), «A model-based valuation metric for residential property markets», *Financial Stability Review*, recuadro 3, noviembre. Los datos de Bélgica y Chipre corresponden al tercer trimestre de 2018.

4 Para una descripción de las diferentes metodologías, consultense BCE (2011), *Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals*, *Financial Stability Review*, junio; y BCE (2015), «A model-based valuation metric for residential property markets», *Financial Stability Review*, noviembre.

5 Véase el *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera de 2019. Véase, en concreto, el panel B del gráfico 1.4.

6 Véase BCE (2017), «Residential real estate prices in capital cities: a review of trend», recuadro 3, *Financial Stability Review*, mayo.

7 Véase ESRB (2016), *Vulnerabilities in the EU residential real estate sector*, noviembre.

## EVOLUCIÓN RECENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (cont.)

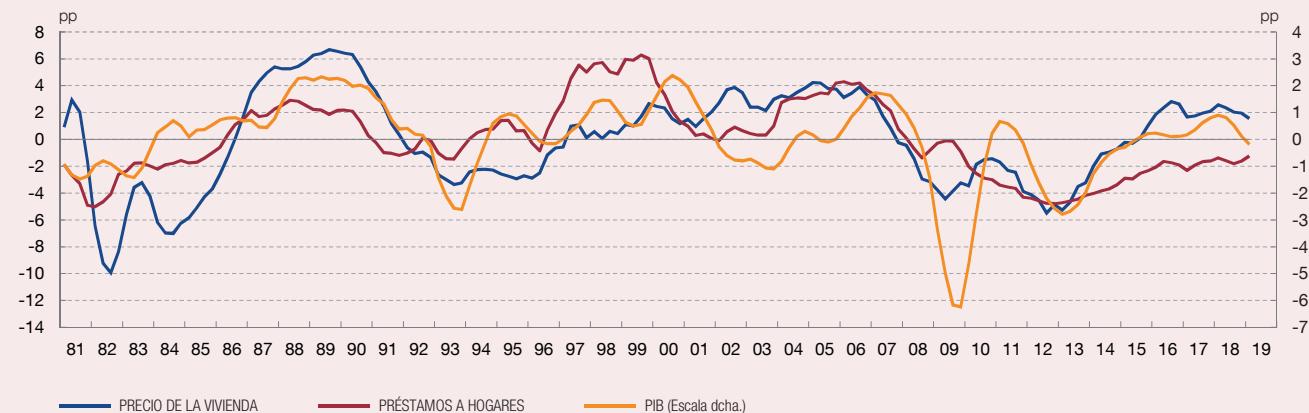
incluidos Austria, Bélgica, Luxemburgo, Finlandia y Países Bajos de la eurozona.

Una característica del actual ciclo expansivo del precio de la vivienda y de la actividad económica en el área del euro es que ha venido acompañado de un crecimiento del crédito hipotecario más moderado que el sugerido por las pautas históricas pasadas (véase gráfico 3.1). A pesar del contexto de tipos de interés históricamente

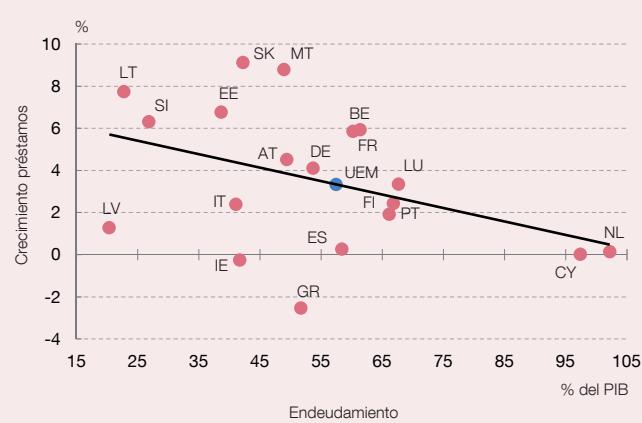
bajos, el proceso de desendeudamiento en algunos países está limitando el incremento del stock de crédito (véase gráfico 3.2). En concreto, en la medida en que la evolución de esta variable viene determinada tanto por las nuevas operaciones de préstamo como por las amortizaciones, un volumen alto de estas últimas podría estar encubriendo la pujanza de los nuevos préstamos. De hecho, si se considera exclusivamente el nuevo volumen

Gráfico 3  
PRECIO DE LA VIVIENDA Y CRECIMIENTO DEL CRÉDITO EN LOS PAÍSES DE LA EUROZONA

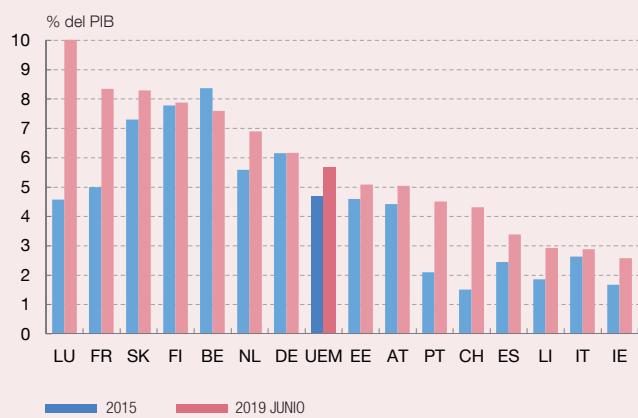
1 PIB, PRECIO DE LA VIVIENDA Y PRÉSTAMOS EN TÉRMINOS REALES (a)  
Crecimiento interanual en desviaciones con respecto al promedio histórico



2 ENDEUDAMIENTO Y PRÉSTAMOS A HOGARES (b)



3 NUEVAS OPERACIONES DE PRÉSTAMOS PARA VIVIENDA  
Sin renegociaciones. Acumulado de doce meses (c)



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a Para expresar en términos reales se utiliza el deflactor del consumo.

b Datos referidos al primer trimestre de 2019. El crecimiento de los préstamos se expresa en tasa de variación interanual.

c Las renegociaciones se excluyen porque no implican aportaciones adicionales de fondos.

**EVOLUCIÓN RECENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (cont.)**

de operaciones de crédito destinado a la adquisición de vivienda, el mayor dinamismo en la concesión de préstamos desde 2015 ha sido generalizado (véase gráfico 3.3). Sin embargo, en los países con mayor endeudamiento o que han llevado a cabo recientemente procesos de desapalancamiento (como los Países Bajos, Chipre, España, Irlanda y Portugal), el aumento de las nuevas operaciones no ha llegado a traducirse en incrementos significativos del stock de deuda del sector a escala agregada.

En resumen, el mercado inmobiliario en la eurozona presenta un notable dinamismo, con alzas sostenidas de los precios en numerosos países. Esta evolución justifica que, particularmente en el contexto actual de tipos de interés reducidos, las autoridades deban someter a vigilancia el comportamiento del mercado residencial, dada su estrecha vinculación con los ciclos económico y de crédito, así como sus implicaciones sociales. Esto ha llevado ya en diversos países a la aplicación de medidas de carácter macroprudencial<sup>18</sup>.

<sup>8</sup> Véase ERSB (2019), *A review of Macroprudential Policy in the EU in 2018*, abril.

## Recuadro 5

### LA EVOLUCIÓN RECENTE DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA

De acuerdo con las últimas Cifras de Población publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la población residente en España a 1 de enero de 2019 se situó ligeramente por encima de los 46,9 millones de personas, superando en algo más de 100.000 personas el anterior máximo alcanzado en 2012. Esta evolución representa un incremento anual de cerca de 280.000 individuos, lo que elevó la tasa de crecimiento anual hasta el 0,6 %, desde el 0,3 % de un año antes, y prolongó el perfil de suave recuperación de los años pasados (véase gráfico 1). Este avance de la población superó el previsto en las últimas proyecciones del INE (0,4 %), de octubre de 2018, y se debió, exclusivamente, al aumento observado en el

colectivo de nacionalidad extranjera. Este grupo poblacional aumentó en 290.000 personas en 2018, elevó su ritmo de crecimiento hasta el 6,3 % y situó su peso sobre la población total por encima del 10 %, 0,5 puntos porcentuales (pp) más que un año antes.

El elevado dinamismo de los flujos migratorios en 2018 contrarrestó el deterioro del saldo vegetativo, definido como la diferencia entre el número de nacimientos y el de defunciones (véase gráfico 2). Este saldo fue negativo por segundo año consecutivo, superando las 50.000 personas, como consecuencia del retroceso en los nacimientos (-6,2 % respecto a 2017), hasta los 369.302,

Gráfico 1  
POBLACIÓN TOTAL (a)  
Tasa de variación anual



Gráfico 2  
SALDO VEGETATIVO



Gráfico 3  
SALDO MIGRATORIO EXTERIOR

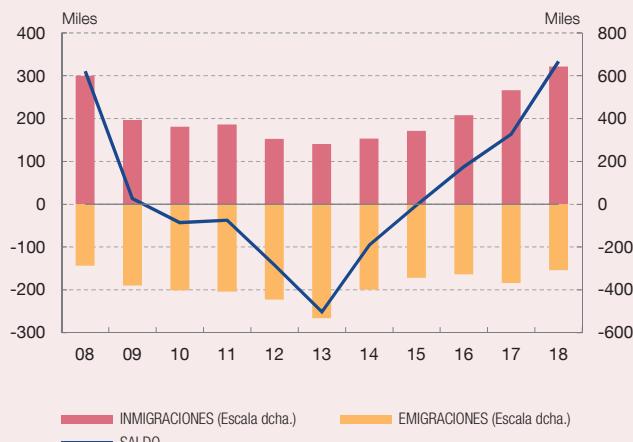


Gráfico 4  
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DEPENDENCIA (a) (b)



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Datos correspondientes a 1 de enero de cada año.

b. Definida como la población de más de 64 años sobre el colectivo de entre 16 y 64.

Recuadro 5

LA EVOLUCIÓN RECENTE DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)

acerándose así al mínimo histórico alcanzado en 1996) y del leve aumento de las defunciones (0,4%). En particular, las entradas de inmigrantes aumentaron un 21%, lo que, unido al descenso del 16% en las salidas con respecto al año anterior, permitió que el flujo de entrada neto más que se duplicara frente a 2017, hasta superar las 330.000 personas, un nivel similar al observado en 2008, tras los fuertes descensos de las entradas netas observadas durante el período de crisis (véase gráfico 3). Con respecto a las últimas Proyecciones de Población del INE, de octubre de 2018, estos datos han supuesto una sorpresa al alza de en torno a 80.000 personas, tanto por unas entradas mayores que las previstas como por un menor flujo de salidas.

Por el contrario, el colectivo nacional reflejó un leve retroceso (de unas 9.000 personas). Esto es resultado de dos fuerzas de signo opuesto. Por un lado, el saldo vegetativo negativo fue superior a 100.000 individuos (duplicando, por tanto, la magnitud del observado para el total poblacional, que incluye tanto a los nacionales como a los extranjeros). Por otro lado, este factor fue casi compensado por el aumento en las adquisiciones de nacionalidad española (de casi 100.000, frente a las 26.000 observadas en 2017). En conjunto, esta evolución demográfica dio lugar a una prolongación del proceso de progresivo envejecimiento de la población en España, elevando la tasa de dependencia (definida como la población de más de 64 años sobre el colectivo de entre

Gráfico 5  
RELACIÓN ENTRE INMIGRACIÓN DE EXTRANJEROS Y POBLACIÓN EXTRANJERA EN CADA COMUNIDAD AUTÓNOMA

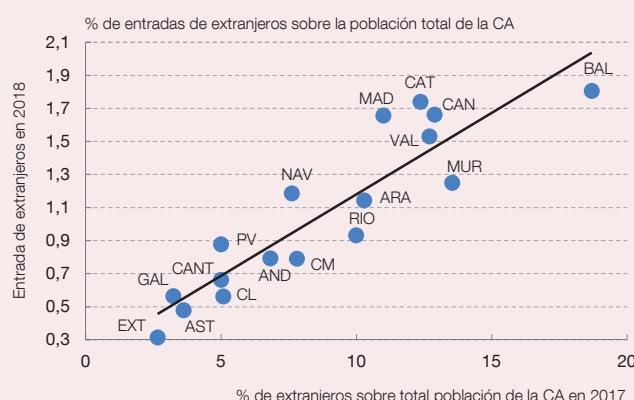


Gráfico 6  
RELACIÓN ENTRE INMIGRACIÓN DE EXTRANJEROS Y CREACIÓN DE EMPLEO EN CADA COMUNIDAD AUTÓNOMA

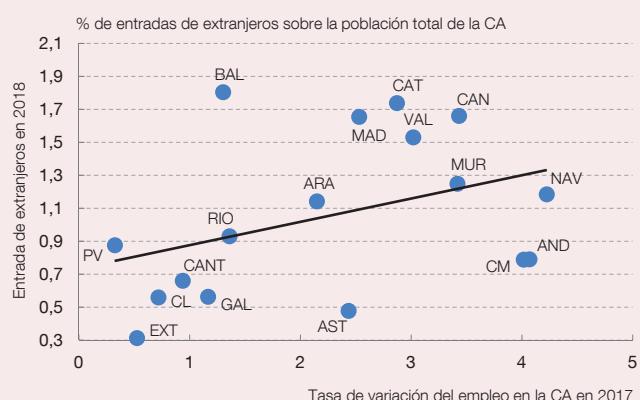


Gráfico 7  
INMIGRANTES EXTRANJEROS SEGÚN NACIONALIDAD

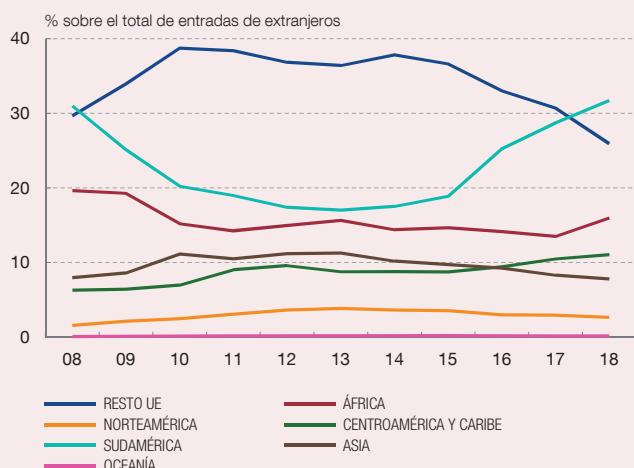


Gráfico 8  
INMIGRANTES EXTRANJEROS POR NIVEL EDUCATIVO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

## LA EVOLUCIÓN RECENTE DE LA POBLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)

16 y 64) hasta el 29,9 %, casi 6 pp por encima del valor observado en 2008 (véase gráfico 4).

Dado el papel fundamental de los flujos migratorios de los extranjeros para explicar la evolución reciente de la población, a continuación se presenta un análisis más detallado del destino y de la procedencia de estos flujos. Respecto al destino de los flujos de entrada de inmigrantes, en términos absolutos, Cataluña, Madrid, Andalucía y la Comunidad Valenciana concentraron la mayor parte de ellos en 2018, si bien, en términos relativos a la población de cada comunidad, Baleares y Canarias mostraron unas entradas de inmigrantes similares a las observadas en Cataluña y Madrid. Como se observa en el gráfico 5, las entradas de inmigrantes se produjeron en las regiones que ya tenían un mayor porcentaje de población extranjera, como suele suceder habitualmente, dada la importancia de los efectos de red en la determinación de los flujos migratorios<sup>1</sup>. En línea también con lo esperado, los determinantes económicos habrían desempeñado un papel relevante a la hora de atraer inmigrantes, de forma que los flujos de inmigración han tendido a dirigirse hacia las regiones con mayor crecimiento del empleo (véase gráfico 6) y, aunque la relación en este caso es menos clara, con menores tasas de desempleo. Por su parte, la concentración de los trabajadores de nacionalidad extranjera en el sector servicios provocó que los flujos de entrada de inmigrantes se dirigieran con mayor intensidad a aquellas comunidades autónomas con mayor peso de este sector.

Los datos más recientes procedentes de la Encuesta de Población Activa del segundo trimestre muestran un

mantenimiento del dinamismo de la población extranjera, con un aumento del 7,1 %, levemente por encima del 6,2 % observado a finales de 2018.

Con respecto a la procedencia de estos flujos de inmigración, el aumento reciente de los flujos de entrada ha ido acompañado de algunos cambios en su composición por países de origen respecto a la observada durante el período de crisis. Así, durante la fase de recuperación económica iniciada en 2014 han ido ganando peso relativo las entradas procedentes de países iberoamericanos (desde el 17,5 % en 2014 hasta el 31,7 % de las entradas totales en 2018) (véase gráfico 7), destacando el aumento de unos 6 pp en el peso relativo de los flujos procedentes de Colombia (hasta el 9,5 %) y Venezuela (hasta el 8,4 %). Aumentos de menor intensidad se han producido desde los países centroamericanos y africanos. Por el contrario, el peso de las entradas de inmigrantes procedentes de países de la UE ha caído casi 12 pp, hasta el 25,9 %. En este caso, destaca el retroceso en el peso relativo de las entradas desde Rumanía (en más de 6 pp), aunque continúa siendo uno de los principales países de procedencia de los flujos inmigratorios. Estas modificaciones recientes en la distribución de los flujos de entrada por países no han producido cambios significativos en la composición por nivel educativo de las llegadas de inmigrantes, manteniéndose el grupo con estudios medios como el colectivo mayoritario, aunque cabe destacar la caída que se ha producido a lo largo de los últimos diez años de la incidencia del colectivo con estudios bajos (véase gráfico 8).

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, M. Izquierdo, A. Lacuesta y J. F. Jimeno (2016), «Spain: from massive immigration to vast emigration?», *IZA Journal of Migration*, vol. 5(1), para un análisis de los determinantes de los flujos migratorios en España.

## Recuadro 6

### CAMBIOS EN LA DECISIÓN DE PARTICIPACIÓN LABORAL DE LOS JÓVENES TRAS LA CRISIS

La tasa de actividad de los jóvenes menores de 30 años en España se ha reducido de forma significativa tras la crisis, pasando del entorno del 70 % en 2007 al 53 % en el segundo trimestre de 2019. Los gráficos 1.1 y 1.2 muestran, por un lado, que este descenso constituye un hecho diferencial de este grupo poblacional con respecto a otros colectivos de mayor edad y, por otro lado, que la caída de la actividad de los jóvenes fue común a ambos sexos. Así, según la Encuesta de Población Activa (EPA)

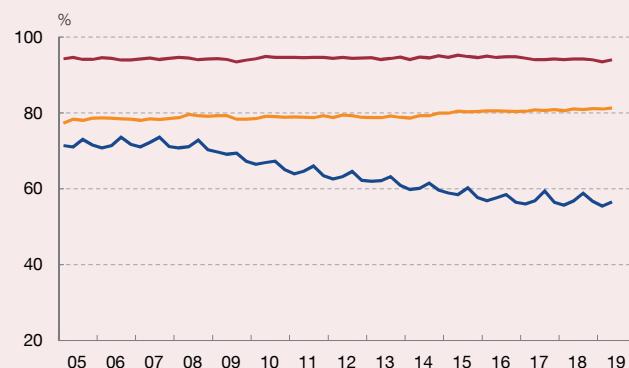
del Instituto Nacional de Estadística, la tasa de actividad de los varones menores de 30 años se redujo del 72,2 % en el segundo trimestre de 2007 al 56,5 % en el mismo período de 2019, mientras que la de las mujeres del mismo grupo de edad lo hizo del 63,4 % al 51,8 %<sup>1</sup>.

En términos de flujos entre un trimestre y el siguiente, se observa que la caída de la tasa de actividad se debió tanto a una menor entrada de jóvenes en la población

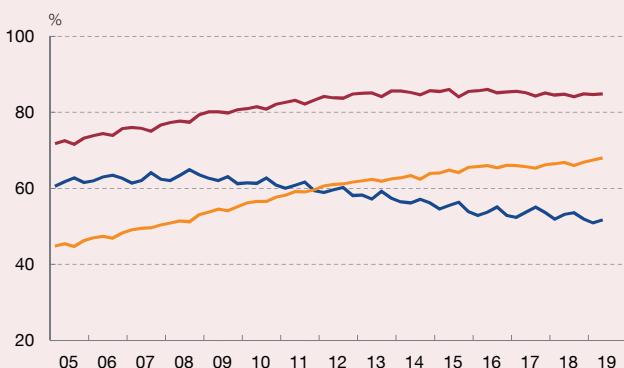
Gráfico 1

TASA DE ACTIVIDAD POR EDADES Y SEXO, Y FLUJOS TOTALES DE ENTRADAS Y SALIDAS DE LA ACTIVIDAD POR EDADES

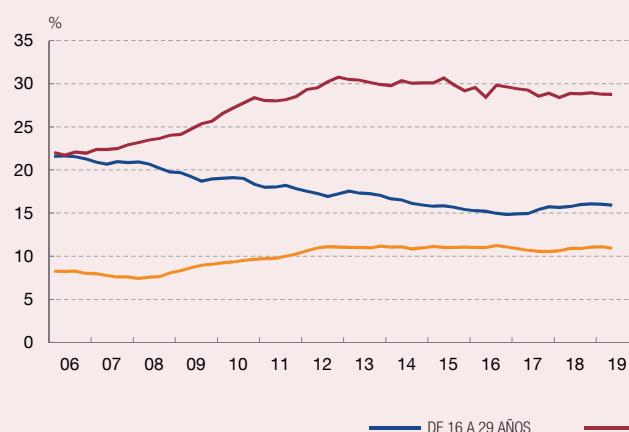
1 TASA DE ACTIVIDAD DE LOS HOMBRES



2 TASA DE ACTIVIDAD DE LAS MUJERES



3 FLUJOS DE ENTRADA A LA POBLACIÓN ACTIVA (a)



4 FLUJOS DE SALIDA DE LA POBLACIÓN ACTIVA (a)



— DE 16 A 29 AÑOS — DE 30 A 44 AÑOS — DE 45 A 64 AÑOS

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a En porcentaje de la población origen. Promedio de cuatro trimestres. Elaboración propia con los microdatos del INE. Ambos sexos.

1 Dentro del colectivo de menores de 30 años, el descenso de la tasa de actividad ha sido mayor para la población de 18 y 19 años, con una reducción de casi 20 pp. No obstante, también ha sido significativo entre la población con edades comprendidas entre los 20 y los 24 años —de unos 10 pp—, mientras que la actividad de la población de entre 25 y 29 años ha experimentado pocas variaciones.

## CAMBIOS EN LA DECISIÓN DE PARTICIPACIÓN LABORAL DE LOS JÓVENES TRAS LA CRISIS (cont.)

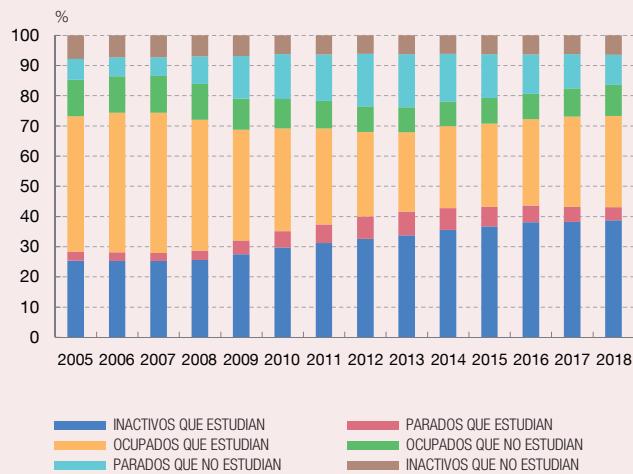
activa como a una mayor salida hacia la inactividad de menores de 30 años, lo que contrasta con lo observado para otros grupos de edad. Así, el flujo de entrada a la actividad de los jóvenes se redujo de un 20,7 % en 2008 a un 16,5 % en 2014, en contraste con el aumento observado en el caso de los mayores de 30 años (véanse gráficos 1.3 y 1.4). En la recuperación, tras 2014, el flujo de entrada a la actividad se ha mantenido prácticamente estable, situándose en el 15,9 % en el segundo trimestre de 2019. Por su parte, el flujo de salidas de los jóvenes durante la crisis experimentó un repunte desde el 8,3 % en 2008 hasta el 9,2 % en 2014, en contraste con la caída de la tasa de salida de la actividad de los más mayores. Recientemente, con la recuperación, no solo no se ha frenado esta tendencia al alza en el caso de los jóvenes, sino que la tasa ha seguido repuntando, hasta alcanzar el 10,4 % en el segundo trimestre de 2019.

La mayoría de los jóvenes que decidieron retrasar su entrada al mercado laboral o salirse de él por las dificultades

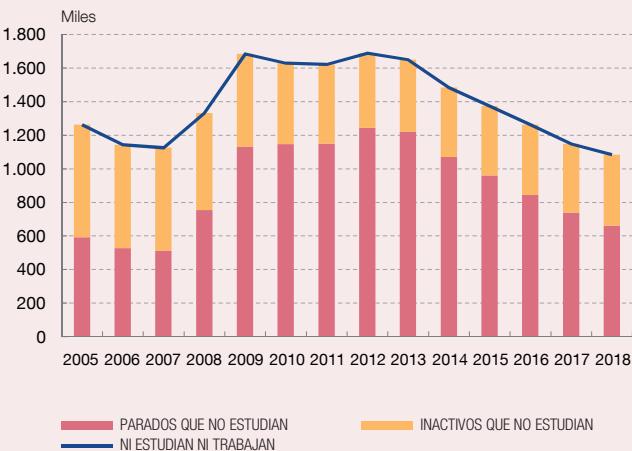
de encontrar empleo a lo largo de la crisis lo hicieron para dedicarse a mejorar su formación. Así, en el gráfico 2.1 se puede observar que el porcentaje de jóvenes inactivos que estudian ha aumentado desde el 25,3 % de 2007 hasta el 38,7 % de 2018. Las menores oportunidades de empleo tras la crisis se han traducido en una disminución del porcentaje de menores de 30 años que están ocupados. Pero, además, la proporción de aquellos que no estando ocupados tampoco estudian se ha reducido considerablemente a partir de la salida de la crisis. En concreto, el número de menores de 30 años que ni estudia ni trabaja es ahora inferior en más de 600.000 personas al máximo de 1,7 millones alcanzado en 2012, y menor en unas 17.000 personas a la cota alcanzada en 2007 (véase gráfico 2.2). El repunte transitorio que hubo durante la recesión de la población juvenil que ni estudia ni trabaja se produjo por el aumento de los jóvenes que habían dejado sus estudios durante el período expansivo de entre 1995 y 2007 y que pasaron a la situación de desempleo con la crisis (véase gráfico 2.2)<sup>2</sup>. Por otro lado, tanto el nivel como

Gráfico 2  
EVOLUCIÓN Y ESTRUCTURA DE LA POBLACIÓN JUVENIL SEGÚN SU RELACIÓN CON EL MERCADO LABORAL Y LOS ESTUDIOS (a)

1 ESTRUCTURA DE LA POBLACIÓN JUVENIL EN RELACIÓN CON EL MERCADO LABORAL. PESO SOBRE EL TOTAL DE LOS JÓVENES



2 JÓVENES QUE NO TRABAJAN NI ESTUDIAN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a) Elaboración propia con los microdatos de la EPA. Se consideran estudios reglados y no reglados. A los que se declaran estudiantes pero están de vacaciones se les considera estudiantes. Jóvenes de entre 16 y 30 años.
- 2) Respecto al aumento en el porcentaje de jóvenes que no habían conseguido el título de la Educación Secundaria Obligatoria (ESO) en la anterior expansión, véase A. Lacuesta y A. Regil (2013), «Desempleo juvenil y cambios en las pautas de formación de los jóvenes sin empleo», recuadro 1, en «La evolución del empleo y del paro en el año 2012, según la Encuesta de Población Activa», Boletín Económico, Banco de España, febrero.

## CAMBIOS EN LA DECISIÓN DE PARTICIPACIÓN LABORAL DE LOS JÓVENES TRAS LA CRISIS (cont.)

el porcentaje de los jóvenes inactivos que además no estudian se han mantenido relativamente estables durante los últimos 15 años, incluso en el período de crisis.

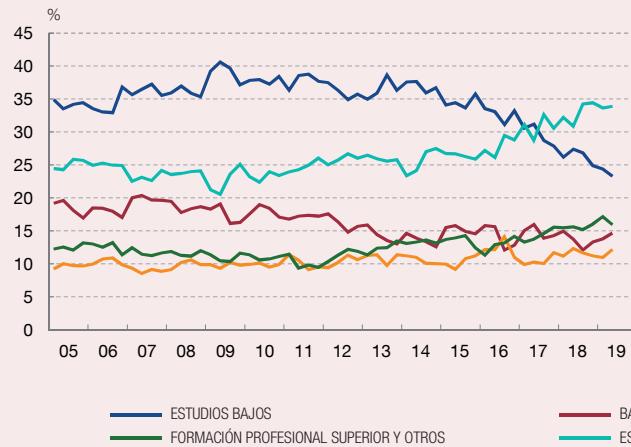
El alargamiento observado en el período formativo de los jóvenes ha venido acompañado de una mejora de su nivel educativo (véase gráfico 3.1), sin que ello haya impedido que la tasa de abandono escolar siga manteniéndose en niveles elevados, aunque mucho menores que los observados en el pasado<sup>3</sup>. Para ilustrar la mejora del nivel educativo, el gráfico 3.1 compara el máximo nivel formativo alcanzado por la población de 25 años de diferentes generaciones<sup>4</sup>. Como puede observarse, el porcentaje de jóvenes que habrían obtenido como máximo el título de la ESO a los 25 años se ha reducido desde el 36,5 % hasta el 23,3 % entre el segundo trimestre de 2007 y el mismo período de 2019<sup>5</sup>. La mayor parte de esta disminución se tradujo casi exclusivamente en un aumento en el

porcentaje de jóvenes que obtienen titulación universitaria (del 23,1 % al 33,9 %), mientras que la proporción de los que concluyen con éxito algún otro tipo de formación terciaria se incrementó desde el 11,5 % hasta el 15,9 %.

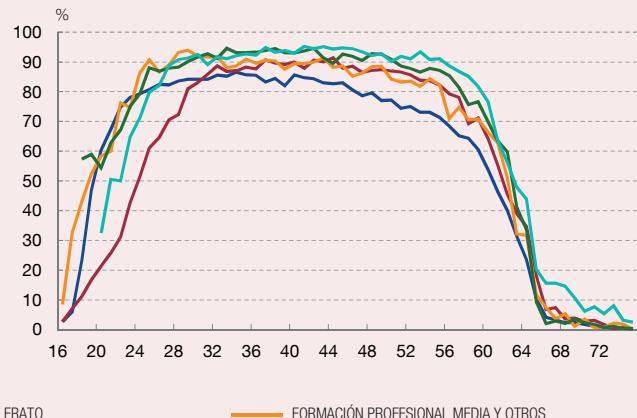
En general, el disponer de una titulación académica superior repercute en mejores resultados laborales. Como se observa en el gráfico 3.2, si bien una persona que obtiene como máximo el título de la ESO presenta tasas de actividad comparativamente elevadas durante los primeros años de su carrera laboral, esta suele ser más corta, lo que repercute en los ingresos totales a lo largo de la carrera laboral. Asimismo, existen diferencias en términos de tasa de paro y de remuneración media. A partir de los datos de la EPA, por ejemplo, se puede observar que, en media, la tasa de desempleo de los individuos con edades comprendidas entre los 25 y los 30 años en el segundo trimestre de 2019 fue del 34 % para los que poseían como

Gráfico 3  
LOS JÓVENES SEGÚN NIVEL DE ESTUDIOS A LOS 25 AÑOS, Y TASA DE PARTICIPACIÓN POR EDADES EN 2018 SEGÚN NIVEL DE ESTUDIOS (a)

1 ESTRUCTURA DE LA POBLACIÓN JUVENIL SEGÚN NIVEL DE ESTUDIOS. PESO SOBRE EL TOTAL DE LA POBLACIÓN DE 25 AÑOS



2 TASA DE ACTIVIDAD SEGÚN NIVEL DE ESTUDIOS POR EDAD. AÑO 2018



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Elaboración propia con los microdatos de la EPA. La tasa de actividad de los jóvenes con estudios universitarios no se presenta antes de los 20 años por su erradicidad. «Estudios bajos»: sin estudios, solo con estudios primarios o con estudios de la primera etapa de educación secundaria, con o sin título; «Formación Profesional media y otros» requiere el título de la ESO.

3 Según Eurostat, la tasa de abandono escolar de alumnos de entre 18 y 24 años se situó en 2018 en el 17,9 % (11 % en el área euro), cuando afectaba al 30 % de los jóvenes en 2007.

4 Se ha seleccionado la edad de 25 años para permitir que a los individuos les haya dado tiempo a acabar estudios terciarios de primer ciclo.

5 Véase A. Lacuesta, S. Puente y E. Villanueva (2012), *The Schooling Response to a Sustained Increase in Low-Skill Wages: Evidence from Spain 1989-2009*, Documentos de Trabajo, n.º 1208, Banco de España.

**CAMBIOS EN LA DECISIÓN DE PARTICIPACIÓN LABORAL DE LOS JÓVENES TRAS LA CRISIS (cont.)**

máximo el título de la ESO, mientras que la cifra se reducía al 15% para los universitarios y al 18% para los demás colectivos con titulación superior.

En definitiva, parece que la recuperación actual está asentada en un patrón que, a diferencia de lo que

ocurrió en la anterior expansión, no está incentivando a los jóvenes a salir del sistema educativo. Esta disminución actual de la tasa de actividad para este colectivo podría verse compensada por incrementos de la actividad y de la productividad de esta generación en el futuro.

## LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS

El sector de sociedades no financieras experimentó entre 2007 y 2013 una crisis profunda, que se tradujo en un importante deterioro de su actividad, de sus excedentes y de su nivel de empleo. Transcurridos seis años desde el final del período recesivo, este recuadro compara la situación actual del sector con la existente antes del comienzo de la crisis y en el peor momento de esta. El análisis se centra en el comportamiento de la rentabilidad empresarial, pues esta variable constituye un buen indicador de la situación económica y financiera de las empresas, así como de su capacidad de resistencia ante perturbaciones adversas y de su propensión a invertir. El ejercicio se realiza a partir de la información de la Central de Balances Integrada (CBI), que dispone de datos hasta 2017 para más de 600.000 empresas no financieras, y de la Central de Balances Trimestral (CBT), que, para una muestra más reducida (entre 800 y 1.000 compañías), donde están sobrerepresentadas las de mayor tamaño, proporciona información sobre la evolución más reciente (hasta junio de 2019). Como medida de rentabilidad se considera la ratio entre el resultado de la actividad ordinaria de explotación y el nivel de los recursos propios<sup>1</sup>.

La información de la CBI evidencia que la rentabilidad de los recursos propios del sector empresarial experimentó un fuerte deterioro como consecuencia de la crisis, y descendió desde el 14,5% registrado en media del período 2003-2007 hasta el 5,2% de 2013 (véase gráfico 1). A partir de este año, este indicador fue creciendo progresivamente, en línea con la recuperación del entorno macroeconómico, y se situó en 2017 (último año disponible en la CBI), en un 9,7%. Al diferenciar por tamaños, se observa que la rentabilidad tanto de las empresas grandes como de las pymes presenta un perfil similar al descrito para el total, si bien hay que destacar que las compañías de mayor dimensión siempre mantuvieron unos niveles de rentabilidad superiores a los de las más pequeñas.

El detalle por sectores revela, no obstante, que la recuperación de la rentabilidad ha sido desigual entre los distintos sectores. Así, en las ramas de industria, comercio y hostelería, y transporte y almacenamiento los niveles de rentabilidad en 2017 eran ya similares o superiores a los del período 2003-2007. Sin embargo, en la construcción la rentabilidad, que llegó a ser negativa en 2013, se

encontraba en 2017 aún muy lejos de su nivel precrisis. Por último, cabe resaltar la peculiar evolución de los sectores de energía y de información y comunicaciones, que experimentaron fuertes descensos en su rentabilidad hasta 2013, no solo como consecuencia de la crisis, sino también por el impacto derivado de la creciente competencia que se fue introduciendo en ambas ramas. Este último factor siguió afectando a ambos agregados durante la posterior recuperación, e hizo que, a diferencia de lo ocurrido en el resto de los sectores, sus niveles medios de rentabilidad continuaran descendiendo hasta 2017, aunque de forma ya mucho más moderada.

Cuando se analiza la distribución de las empresas según su nivel de rentabilidad, se observa que entre 2003 y 2007 hubo un aumento del porcentaje de empresas con rentabilidad positiva, reflejo de la expansión en ese período (véase gráfico 2). Posteriormente, en 2013, como cabría esperar, se aprecia un desplazamiento de la distribución de rentabilidades empresariales hacia valores más bajos en comparación con la situación previa a la crisis. Esto se debe tanto al aumento del porcentaje de empresas con rentabilidades negativas como al descenso en el porcentaje de compañías con rentabilidades superiores al 10%. Tras la recuperación, la distribución de rentabilidades ha vuelto a desplazarse hacia la derecha. Sin embargo, si se compara con la situación previa a la crisis, se aprecia que en 2017 hay una mayor concentración de empresas en niveles de rentabilidad positivos (pero moderados), mientras que el porcentaje de compañías con rentabilidades relativamente elevadas (superiores al 10%) se ha reducido con respecto al que había en 2007. Independientemente del nivel medio de la rentabilidad empresarial en 2017, el hecho de que su distribución muestre un porcentaje muy significativo de empresas con niveles de rentabilidad relativamente reducidos (aunque positivos) sugeriría que la sensibilidad de una proporción significativa de las compañías analizadas ante un eventual *shock* negativo en el entorno macrofinanciero aún podría ser considerable.

Es interesante revisar también cuál ha sido la contribución de los principales componentes del resultado ordinario neto (RON), es decir, el numerador en la ratio de rentabilidad considerada en el presente estudio. En este sentido, el gráfico 3 evidencia que el resultado económico bruto (REB) ha sido el componente más relevante a la hora de explicar

1 Los resultados obtenidos con otras medidas alternativas de rentabilidad (por ejemplo, utilizando la rentabilidad sobre el activo neto) son coherentes con los presentados en este recuadro.

Recuadro 7

LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (cont.)

Gráfico 1  
RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.2) (a)

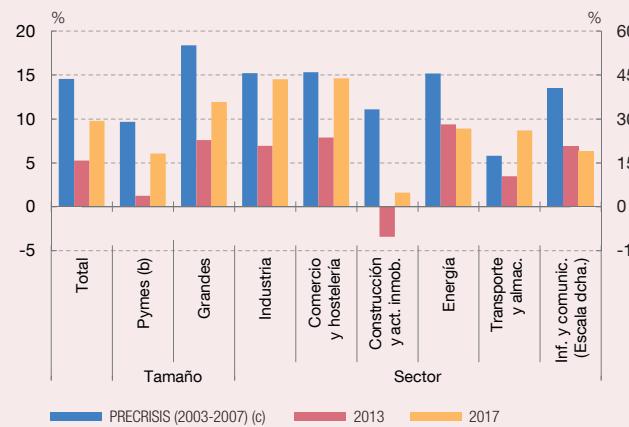


Gráfico 2  
DISTRIBUCIÓN DE R.2. POR EJERCICIO (d)

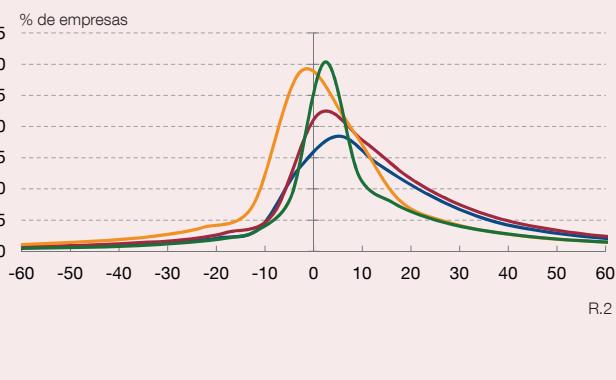


Gráfico 3  
DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.2)

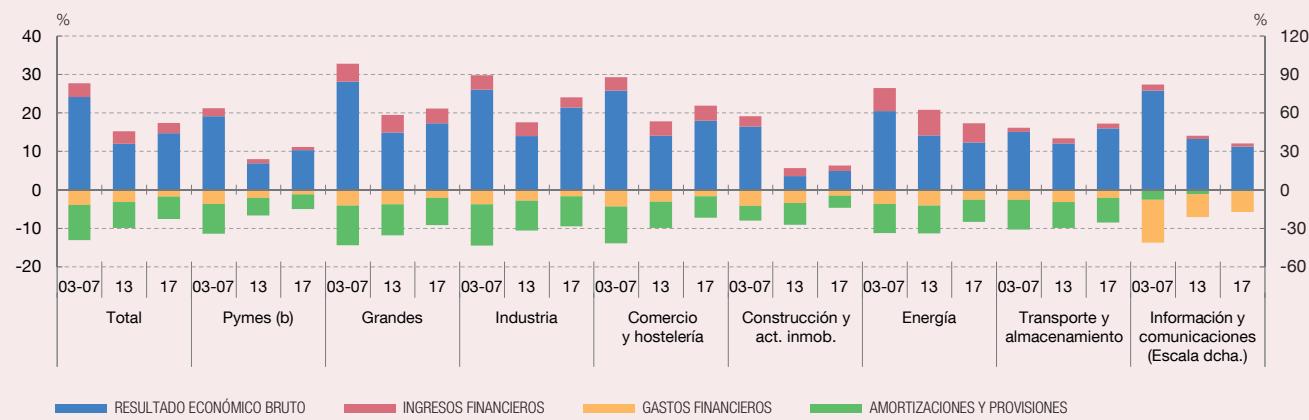
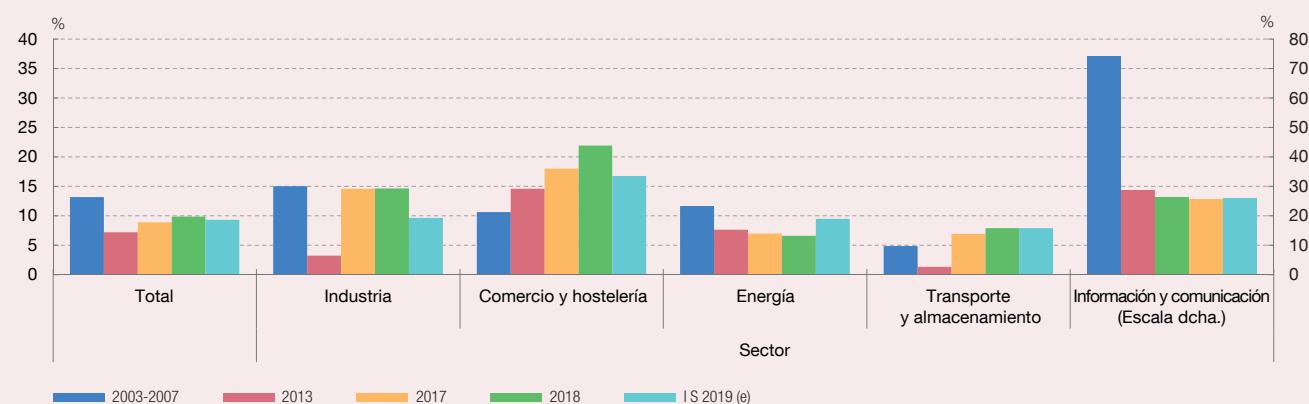


Gráfico 4  
RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS (CBT)



FUENTE: Banco de España.

- a La rentabilidad de los recursos propios se define como Resultado ordinario neto / Patrimonio neto.
- b Definición de tamaños de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE.
- c La rentabilidad del período precrisis está calculada como la media ponderada por el VAB de las rentabilidades de los ejercicios 2003 a 2007.
- d Para la elaboración de este gráfico se han excluido las empresas con patrimonio neto menor o igual a cero.
- e La rentabilidad de 2019 corresponde al primer semestre, pero se ha anualizado para que sea comparable con los años previos.

**LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (cont.)**

la evolución observada, y fue el que contribuyó en mayor medida tanto al descenso de la rentabilidad durante la crisis como a su posterior recuperación. No obstante, hay dos elementos adicionales que también habrían contribuido a explicar la evolución de la rentabilidad de los recursos propios. Por una parte, los gastos financieros, que perdieron peso relativo en el RON a lo largo de todo el período analizado, especialmente en el segmento de las pymes, como consecuencia tanto del proceso de desendeudamiento que el sector ha acometido en los últimos años como, sobre todo, de las sucesivas caídas de tipos de interés registradas en estos años. Por otro lado, el denominador (patrimonio neto) aumentó notablemente entre 2007 y 2013, favoreciendo la caída de la rentabilidad en este período, de forma más acusada en las empresas grandes y en algunos sectores concretos (energía, construcción, e información y comunicaciones). Este incremento de los fondos propios vendría explicado, entre otros factores, por la ejecución de importantes ampliaciones de capital (por ejemplo, a través de la conversión de deuda corporativa en fondos propios) y

por aumentos de las reservas (derivados, por ejemplo, de cambios en la política de reparto de dividendos o de beneficios extraordinarios vinculados a inversiones en activos financieros).

Finalmente, la CBT permite valorar la evolución de la rentabilidad empresarial en el período más reciente<sup>2</sup>. Según esta información, se desprende que los niveles medios de rentabilidad habrían seguido creciendo en 2018 para el conjunto de la muestra trimestral, pero que habrían caído levemente en 2019, con datos hasta junio (véase gráfico 4). La caída de la rentabilidad en los últimos meses se habría debido, fundamentalmente, al deterioro que la actividad de explotación ha experimentado en este período, en un contexto de desaceleración económica. Esto se habría traducido en descensos generalizados del REB en todos los principales sectores analizados por la muestra trimestral, excepto en el de energía, que sería el único con un comportamiento algo más expansivo.

2 Los niveles de rentabilidad que refleja la CBT no son directamente comparables con los de la CBI, ni en términos de los totales ni en cuanto a los desgloses sectoriales. Esto se debe al menor número de empresas analizadas en la CBT y a la sobrerepresentación de grandes compañías en la muestra trimestral. No obstante, la CBT sí resulta informativa a la hora de valorar la tendencia en el comportamiento empresarial en el período más reciente.

## Recuadro 8

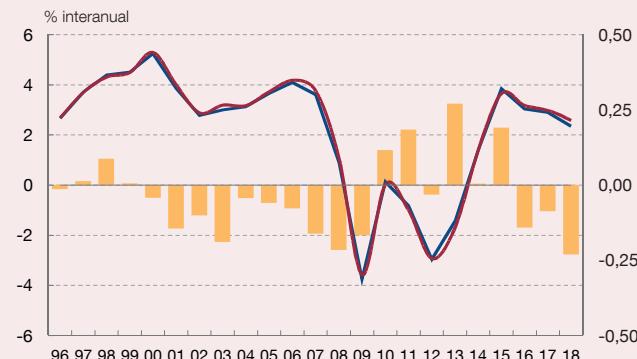
### REVISIÓN DE LA CONTABILIDAD NACIONAL ANUAL DE ESPAÑA 1995-2018: PRINCIPALES AGREGADOS

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la revisión de la Contabilidad Nacional Anual (CNA) para el período 1995-2018, publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) el 16 de septiembre de 2019<sup>1</sup>. Este tipo de revisiones (conocidas como *benchmark* en la terminología

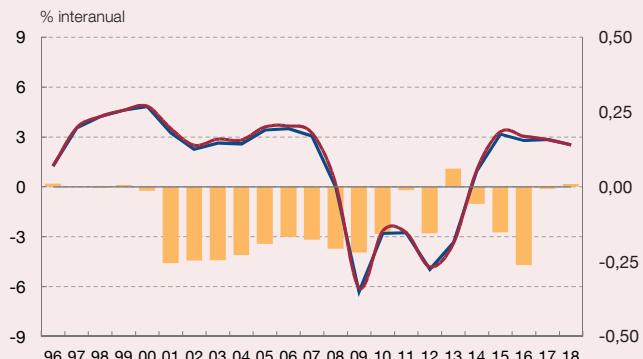
estadística) tienen lugar con una frecuencia, al menos, quinquenal y obedecen a la necesidad de actualizar periódicamente las fuentes y los métodos de estimación empleados para la compilación de la CNA<sup>2</sup>. En esta ocasión, las series completas de la CNA se revisan desde

Gráfico 1  
COMPARACIÓN DE LOS PRINCIPALES AGREGADOS DE CONTABILIDAD NACIONAL

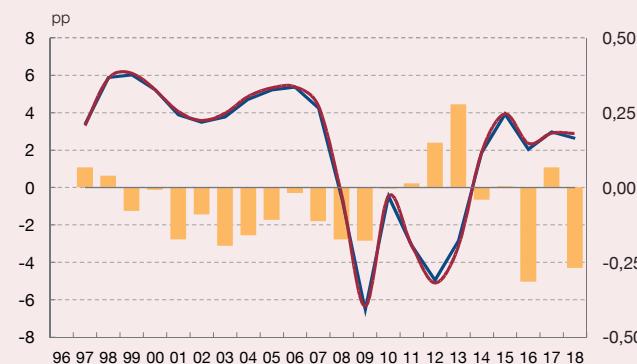
1 PIB REAL



2 EMPLEO



3 APORTACIÓN DE LA DEMANDA NACIONAL



4 APORTACIÓN DE LA DEMANDA EXTERIOR NETA



■ DIFERENCIA (Escala dcha.) (a) ■ DATOS NUEVOS ■ DATOS ANTERIORES

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Diferencia entre las tasas de crecimiento interanual (o las aportaciones) de los distintos agregados con los nuevos datos y con los anteriores.

- 1 Esta revisión se ha realizado de forma coordinada con los correspondientes procesos llevados a cabo por el Banco de España (en las estadísticas de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional y en las Cuentas Financieras de los Sectores Institucionales de la economía nacional) y por la Intervención General de la Administración del Estado (por lo que respecta a las Cuentas de las Administraciones Públicas), de forma que los datos que proporciona serán coherentes con los de estos organismos.
- 2 Para más detalle, véase «Contabilidad Nacional Anual de España: Principales agregados. Revisión estadística 2019. Series 1995-2018», nota de prensa publicada por el INE el 16 de septiembre de 2019. Sobre el concepto de revisión *benchmark* y sus implicaciones para la balanza de pagos y posición de inversión internacional, y para las cuentas financieras, pueden consultarse las siguientes notas: <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/notamet/revBPPII2019.pdf>, <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/notamet/revCCFF2019.pdf>.

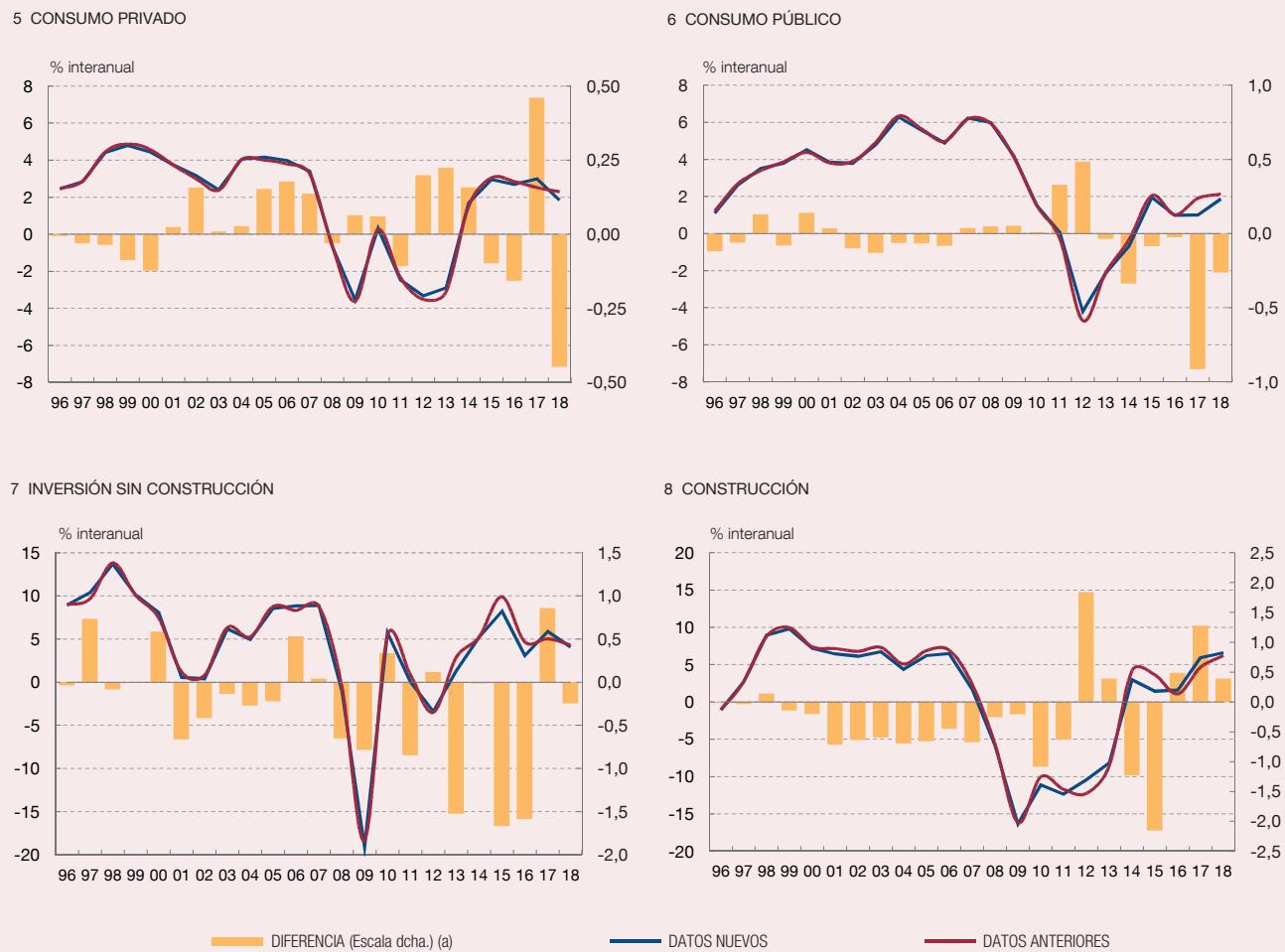
## REVISIÓN DE LA CONTABILIDAD NACIONAL ANUAL DE ESPAÑA 1995-2018: PRINCIPALES AGREGADOS (cont.)

1995, que es el año de referencia. Por el momento se ha difundido la revisión de las series correspondientes a los principales agregados de la CNA. Simultáneamente, se ha publicado una primera actualización de las series de la Contabilidad Nacional Trimestral, coherente con las series anuales revisadas. No obstante, estos datos trimestrales tienen un carácter provisional, y las series revisadas se

difundirán el próximo 30 de septiembre<sup>3</sup>. Estas series serán coherentes con los datos trimestrales de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional que publicará el Banco de España el 26 de septiembre<sup>4</sup>.

Como resultado de esta revisión, el nivel del PIB nominal de 2018 resulta un 0,5% inferior al del dato previo, lo que

Gráfico 1  
COMPARACIÓN DE LOS PRINCIPALES AGREGADOS DE CONTABILIDAD NACIONAL (cont.)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Diferencia entre las tasas de crecimiento interanual (o las aportaciones) de los distintos agregados con los nuevos datos y con los anteriores.

- 3 De acuerdo con el calendario de publicación del INE, en esa fecha se difundirán los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral de España: Principales Agregados y los de las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales hasta el segundo trimestre de 2019. En esa misma fecha se publicarán las series de los Agregados por Ramas de Actividad y de las Cuentas Anuales no Financieras de los Sectores Institucionales. Por su parte, las Tablas de Origen y Destino relativas al año 2016 se publicarán en noviembre de 2019 y, al mes siguiente, las Tablas Input-Output referidas también a dicho año.
- 4 Por su parte, la revisión de las cuentas financieras se publicará el 15 de octubre.

## REVISIÓN DE LA CONTABILIDAD NACIONAL ANUAL DE ESPAÑA 1995-2018: PRINCIPALES AGREGADOS (cont.)

se explica por una evolución menos favorable del PIB en términos reales. En concreto, el ritmo de crecimiento anual de esta variable se rebaja levemente en promedio, lo que se traduce en una disminución acumulada de su nivel desde 1995 de 1,3 puntos porcentuales (pp) (véanse gráfico 1 y cuadro 1). Con la nueva serie, la caída del producto durante la crisis es ahora algo más suave. De modo análogo, también se modera el dinamismo de la actividad durante la fase expansiva actual, con la excepción de 2015, año en que se efectúa una revisión al alza de 0,2 pp. Posteriormente, se rebaja el avance del producto entre 0,1 y 0,2 pp, en cada uno de los tres años siguientes, lo que da lugar a un perfil reciente de desaceleración más pronunciado. En particular, en 2018 el crecimiento del PIB en términos reales se reduce en 0,2 pp, hasta el 2,4 %.

En el conjunto del período, la revisión del empleo agregado (en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo) opera en el mismo sentido que la

efectuada sobre el producto, si bien resulta más pronunciada, de manera que la reducción acumulada desde 1995 alcanza 3,6 pp. En la fase de crecimiento actual, esta rebaja ha sido más acusada en 2015 y en 2016 que con posterioridad.

Las revisiones de la CNA son más pronunciadas cuando se desciende a los componentes de la demanda. La moderación del crecimiento del PIB real en el conjunto del período es el resultado de una menor contribución de la demanda nacional, que se debe a unos menores aumentos de la formación bruta de capital y consumo público con respecto a los estimados anteriormente. En sentido contrario, entre 1995 y 2018 se eleva el consumo privado, a pesar de la rebaja efectuada en los últimos años de la serie. Las revisiones de la aportación de la demanda nacional muestran un patrón temporal similar al del producto (con una menor caída durante la crisis y un dinamismo también más reducido en la expansión actual).

Cuadro 1  
REVISIÓN DE LOS PRINCIPALES AGREGADOS DE LA CONTABILIDAD NACIONAL

Tasas interanuales	Diferencia acumulada desde 1995	2015		2016		2017		2018	
		Nuevo	Dif.	Nuevo	Dif.	Nuevo	Dif.	Nuevo	Dif.
Producto interior bruto	-1,3	3,8	0,2	3,0	-0,1	2,9	-0,1	2,4	-0,2
Gasto en consumo final nacional (76,9)	0,4	2,7	-0,1	2,3	-0,1	2,5	0,1	1,9	-0,4
De los hogares y de las ISFLSH (58,3)	1,1	2,9	-0,1	2,7	-0,2	3,0	0,5	1,8	-0,4
De las AAPP (18,6)	-2,0	2,0	-0,1	1,0	0,0	1,0	-0,9	1,9	-0,3
Formación bruta de capital (20,4)	-9,3	10,1	1,1	1,4	-1,1	5,6	0,2	6,1	0,6
Capital fijo (19,4)	-9,4	4,9	-1,8	2,4	-0,5	5,9	1,1	5,3	0,0
Bienes de equipo (6,5)	-33,7	9,9	-2,4	1,9	-3,2	8,5	2,9	5,6	0,4
Construcción (9,6)	-6,6	1,5	-2,2	1,6	0,5	5,9	1,3	6,6	0,4
Vivienda (5,3)	11,2	-3,2	-2,3	8,9	1,9	11,5	2,5	7,7	0,8
Otras construcciones (4,3)	-17,6	5,7	-1,7	-4,8	-1,2	0,2	-0,3	5,3	-0,2
Activos fijos inmateriales (3,3)	38,6	5,3	0,7	5,2	1,6	1,3	-2,3	1,1	-1,1
Variación de existencias (b)	-	0,9	0,5	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,2	0,1
Demanda nacional (97,3)	-1,9	4,1	0,0	2,1	-0,3	3,1	0,1	2,7	-0,3
Exportaciones de bienes y servicios (35,1)	3,1	4,3	0,1	5,4	0,2	5,6	0,4	2,2	-0,1
Importaciones de bienes y servicios (32,4)	1,0	5,1	-0,4	2,6	-0,3	6,6	1,1	3,3	-0,2
<i>Pro memoria</i>									
Aportación de la demanda nacional	-	3,9	0,0	2,0	-0,3	3,0	0,1	2,6	-0,3
Aportación de la demanda exterior neta	-	-0,1	0,2	1,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,3	0,0
Empleo. Total economía	-3,6	3,2	-0,2	2,8	-0,3	2,8	0,0	2,5	0,0

**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Entre paréntesis, el peso de cada componente sobre el PIB de acuerdo con las nuevas series.

b Aportaciones al crecimiento.

La menor aportación, en promedio, de la demanda nacional se compensa parcialmente con una contribución más elevada, en términos generales, de la demanda exterior neta, tanto durante la crisis como en la fase expansiva posterior.

Durante el período más reciente, la trayectoria de avance experimentada por el PIB se sustenta de forma menos acusada en la demanda interna de lo que apuntaban los datos previos de la CNA. En concreto, la revisión a la baja del ritmo de avance del PIB en 2016 y en 2018 refleja una menor aportación de la demanda interna, que se compensa parcialmente por la mejora de la contribución del sector exterior.

En los últimos años, el comportamiento del consumo, tanto privado como público, ha sido menos favorable de lo que se estimaba hasta ahora, sobre todo en 2018. Las revisiones de la formación bruta de capital son de mayor

magnitud y volatilidad. Así, el repunte más pronunciado de este agregado en 2015 se revierte por una ralentización más acusada, en la misma cuantía, en 2016. En los dos últimos años del período analizado, la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital se revisa al alza, especialmente en 2018.

En cuanto a las transacciones con el resto del mundo, la mejora de la aportación de la demanda exterior neta en 2015 y en 2016 refleja un crecimiento algo más elevado de las exportaciones de bienes y servicios y, sobre todo, una rebaja del ritmo de avance de las compras al exterior. En 2017, el mayor repunte de las compras al resto del mundo explica el deterioro de la contribución del sector exterior en dicho año. Finalmente, en 2018 se rebajan las tasas de crecimiento de las transacciones comerciales, de forma más acusada en las importaciones, lo que arroja como resultado una aportación más elevada del sector exterior.

**El aumento de la incertidumbre geopolítica y las dudas sobre la evolución de la actividad dieron lugar a caídas pronunciadas de la rentabilidad de la deuda soberana y a episodios de volatilidad en las bolsas, y llevaron a los principales bancos centrales a adoptar nuevas medidas expansivas**

**En el tercer trimestre del año hubo un aumento generalizado de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.** El precio de los activos financieros fluctuó, principalmente, en función del grado de optimismo de los inversores en cuanto al desenlace de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, de la evolución de algunos indicadores de actividad, y de la incertidumbre geopolítica, asociada, por ejemplo, al *brexit*, a la estabilidad del Gobierno en Italia o a las recientes tensiones en Oriente Medio.

**Las cotizaciones en los mercados de renta variable mantuvieron una senda alcista hasta finales del mes de julio, pero cayeron con intensidad en la primera mitad de agosto.** La dinámica positiva que caracterizó el comportamiento de las bolsas mundiales en junio se mantuvo durante buena parte del mes de julio, lo que permitió que algunos de los principales índices internacionales, como los de las bolsas de Estados Unidos, alcanzasen sus máximos anuales en este período. Sin embargo, entre finales de julio y la primera mitad de agosto, el aumento generalizado de la aversión al riesgo entre los inversores se tradujo en importantes retrocesos en los índices bursátiles. Con posterioridad, los precios de las acciones han venido recuperándose, debido, sobre todo, a las mejores perspectivas sobre el futuro de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. Esto ha permitido que los índices bursátiles de las principales economías avanzadas, con la excepción del Reino Unido, se situaran en la fecha de cierre de este informe por encima del nivel con el que cerraron el segundo trimestre (véase gráfico 2.1). En cambio, los índices de los mercados bursátiles de las economías emergentes han experimentado retrocesos generalizados durante el trimestre, con un peor comportamiento relativo en el caso de los mercados latinoamericanos.

**En los mercados de deuda soberana, las rentabilidades a largo plazo han llegado a alcanzar mínimos históricos en la mayoría de los países de la zona del euro y en Estados Unidos.** La rentabilidad de la deuda soberana ha caído con fuerza y de manera generalizada durante la mayor parte del trimestre (véase gráfico 2.2). En Estados Unidos, la acusada caída registrada en la rentabilidad de los bonos del tesoro a diez años provocó que la pendiente de la curva de rendimientos de la deuda soberana se invirtiese en el tramo de dos a diez años por primera vez

---

## Gráfico 2

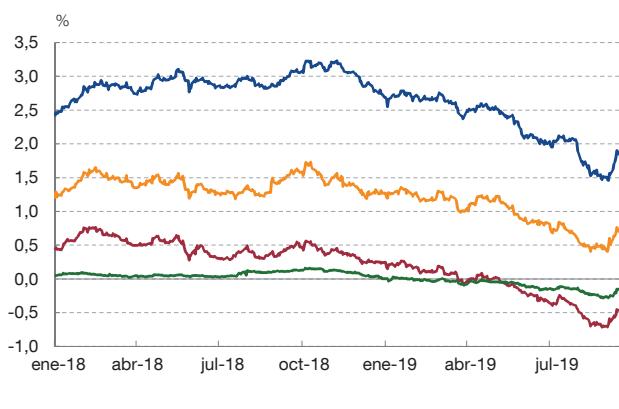
### MODERADOS AUMENTOS BURSÁTILES Y CAÍDA DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA EN UN CONTEXTO DE MAYOR VOLATILIDAD

El comportamiento de los mercados financieros durante el trimestre se ha visto influido por el episodio de volatilidad y fuerte aversión al riesgo ocurrido en agosto, debido principalmente a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y por la mejora del sentimiento entre los inversores que ha tenido lugar en las últimas semanas. Los principales mercados bursátiles han experimentado moderadas ganancias, si bien en España el IBEX-35 ha sufrido un leve retroceso. En los mercados de deuda soberana, las rentabilidades experimentaron caídas acusadas durante la mayor parte del trimestre, como consecuencia de la debilidad del entorno macroeconómico y de la búsqueda de activos refugio por parte de los inversores.

#### 1 ÍNDICES BURSÁTILES



#### 2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



FUENTE: Datastream.

---

desde 2007, evento que históricamente ha servido como indicador adelantado de recesiones en ese país<sup>4</sup>. Por su parte, la rentabilidad de los bonos a treinta años marcó mínimos históricos durante el trimestre, llegando a situarse por debajo del 2 %. En la zona del euro, la rentabilidad de la deuda soberana a diez años registró también mínimos históricos en la mayoría de los países a mediados del mes de agosto. Desde entonces, estas rentabilidades se han recuperado ligeramente, al igual que en el caso de los mercados de renta variable.

**Los diferenciales de rentabilidad de la deuda con riesgo elevado tuvieron un comportamiento acorde con los cambios en la aversión al riesgo durante el trimestre.** Así, por ejemplo, el diferencial de rentabilidad de la deuda corporativa estadounidense de alto rendimiento (respecto de la del bono soberano) continuó reduciéndose en julio, pero aumentó con fuerza en agosto. En septiembre, en línea con la evolución más favorable del resto de los mercados, este diferencial volvió a reducirse, y a la fecha de cierre de este informe registraba un nivel similar al de

4 Véase «El aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos», J. C. Berganza y A. Fuertes (2018), *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

principios del trimestre. En los mercados cambiarios, el yen se apreció significativamente durante el mes de agosto, en línea con su tradicional consideración de activo refugio, mientras que la libra se depreció un 1,7 % en el conjunto del trimestre debido a la incertidumbre sobre el *brexit*. Por su parte, el precio del oro, otro activo considerado seguro en períodos de incertidumbre, se incrementó un 6,6 % durante el trimestre.

### 3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

#### 3.1 Entorno exterior del área del euro

**La economía mundial se desaceleró en el segundo trimestre y los indicadores de alta frecuencia apuntan a que la debilidad persistirá en los próximos meses**

**En el segundo trimestre de 2019, la actividad global se desaceleró de forma generalizada, en un contexto de elevada incertidumbre por las tensiones comerciales y la intensificación de los riesgos geopolíticos.** El crecimiento del producto interior bruto (PIB) mundial se redujo al 2,8 % interanual, dos décimas menos que en el primer trimestre y más de 1 punto porcentual (pp) por debajo del registrado hace un año (véase gráfico 3.1). La debilidad se sigue concentrando en la inversión, el comercio exterior y el sector de las manufacturas, mientras que los servicios y el consumo se han mantenido más robustos (véase gráfico 3.2). La economía de Estados Unidos mantuvo su senda de desaceleración y creció un 0,5 % trimestral, frente al 0,8 % del primer trimestre. Del mismo modo, el PIB de China se moderó ligeramente en el segundo trimestre, pasando del 6,4 % al 6,2 % interanual. En el Reino Unido, el PIB se contrajo un 0,2 % intertrimestral entre el primer y el segundo trimestre, en gran medida, al revertirse la acumulación de existencias importadas en el primer trimestre, reflejando una situación muy marcada por la continuación de la incertidumbre asociada al proceso de salida de este país de la Unión Europea (UE). En América Latina, por su lado, el crecimiento repuntó ligeramente en el segundo trimestre, por los mejores datos de Brasil y de México, mientras que los indicadores económicos de Turquía continuaron ofreciendo señales negativas. En general, la información relativa al tercer trimestre apunta a un mantenimiento de la debilidad de la actividad, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En este contexto, se han producido algunas revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2019 (véase gráfico 3.3).

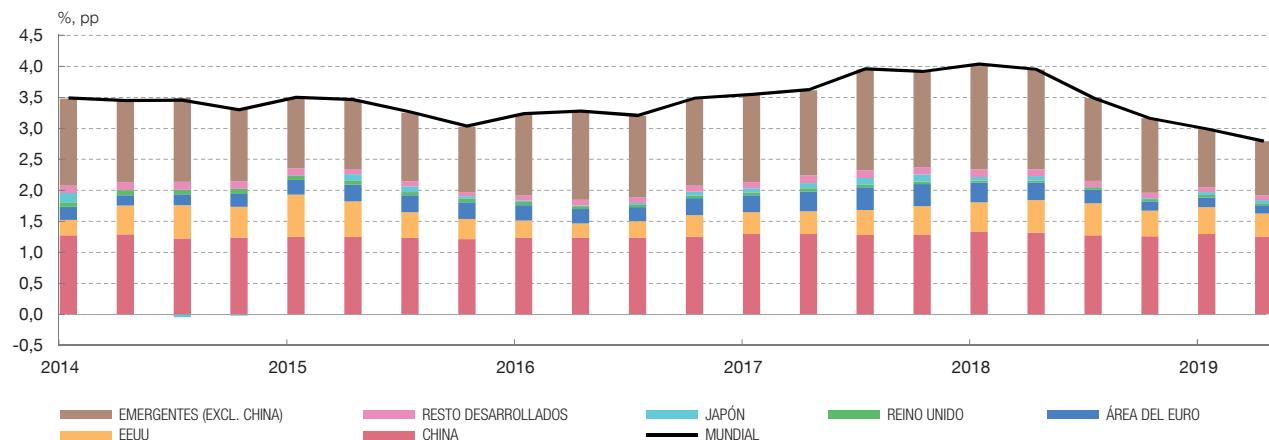
**Las tasas de inflación en las principales economías avanzadas han vuelto a disminuir, situándose, con frecuencia, por debajo de los objetivos de los bancos centrales.** Las tasas de inflación en la mayor parte de las economías avanzadas se redujeron en los últimos meses (véase gráfico 4.1), debido en parte a la evolución de los precios de la energía. Las tasas subyacentes siguen situándose, en general, en valores muy moderados y las expectativas de inflación han vuelto a flexionar a la baja, en particular en el área del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 4.2). En las economías emergentes, la inflación se ha desacelerado en casi todas las áreas, como consecuencia de la evolución de los componentes más volátiles, como la energía y los alimentos. Una excepción es el aumento de la

### Gráfico 3

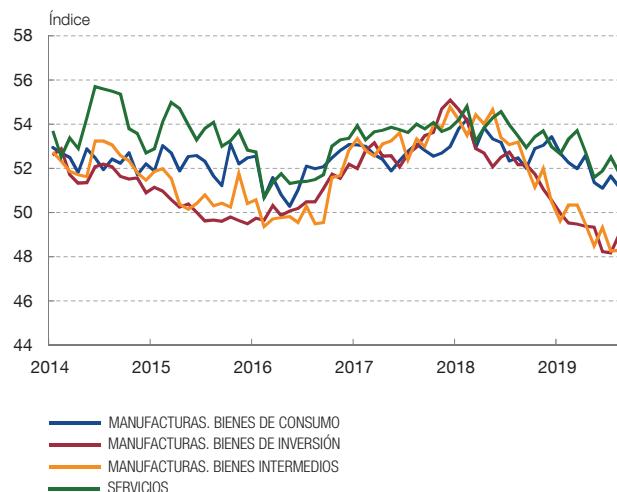
#### EL CRECIMIENTO GLOBAL SE HA DESACELERADO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE, EN LÍNEA CON LO ESPERADO, Y LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA EL CONJUNTO DEL AÑO ESTÁN A LA BAJA

El crecimiento de la economía mundial se ha reducido en el segundo trimestre del año, en línea con las expectativas, y los indicadores de alta frecuencia se mantienen débiles, lo que ha dado lugar a revisiones a la baja para el crecimiento de este año.

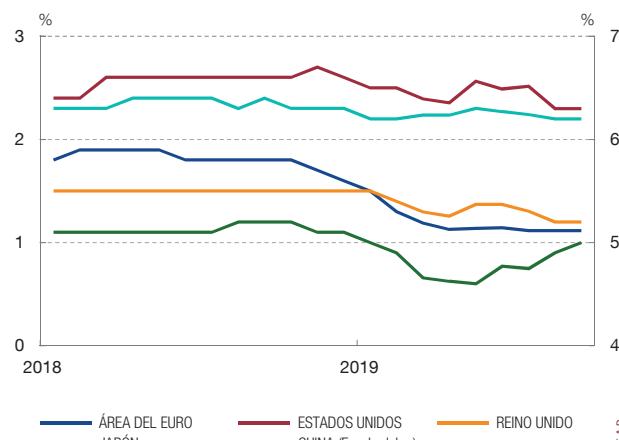
1 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL  
Tasa interanual



2 PMI GLOBALES



3 PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB (2019)



FUENTES: Fuentes nacionales, Thomson Reuters, Consensus y JP Morgan.



inflación en China en los últimos meses, en gran medida debido al incremento de los precios de los alimentos por los efectos de la peste porcina en el país asiático.

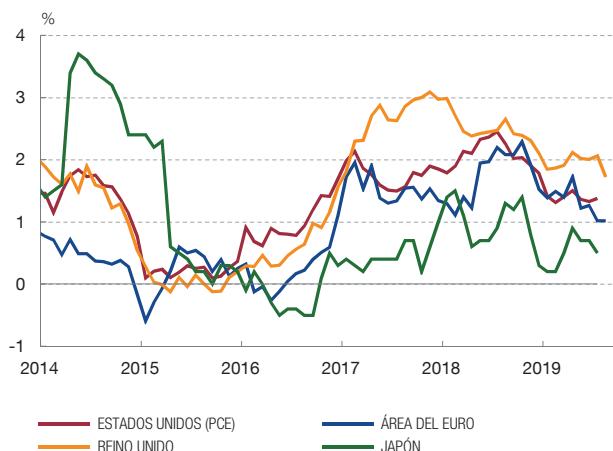
#### El comercio mundial ahonda su contracción, en un contexto de recrudecimiento de las tensiones comerciales

**El comercio mundial se contrajo en el segundo trimestre con más intensidad que en el primero.** El comercio de bienes se redujo un 0,7 % en el período abril-junio

Gráfico 4

## INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LA BAJA

Las tasas de inflación en las principales economías avanzadas han tendido a disminuir. Las expectativas de inflación a medio plazo también están a la baja, especialmente en Estados Unidos y en el área del euro.

1 INFLACIÓN GENERAL  
Tasa interanual2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN CINCO AÑOS-CINCO AÑOS  
Tasa interanual

FUENTES: Fuentes nacionales y Thomson Reuters.



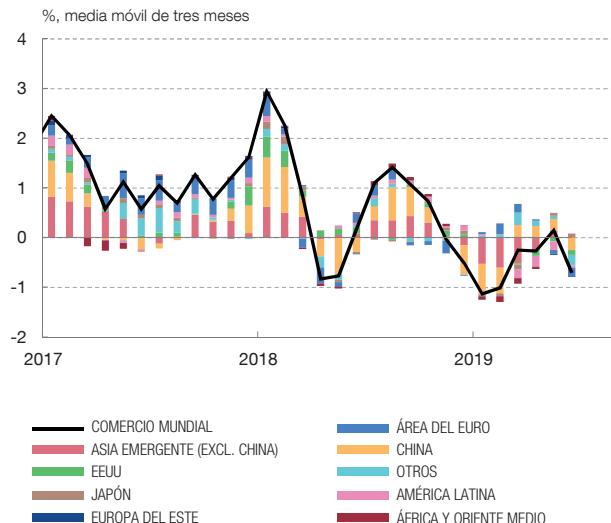
con respecto a los tres meses precedentes, tras el descenso del 0,3% en el primer tramo de este año (véase gráfico 5.1), reflejando la menor actividad importadora de la mayoría de las economías avanzadas y de China. Además, con respecto a la información más reciente, a lo largo del verano tuvo lugar una escalada de la disputa comercial que mantienen Estados Unidos y China (véase gráfico 5.2). En agosto, Estados Unidos anunció la imposición de aranceles más elevados (del 10%) sobre un amplio conjunto de importaciones de bienes de consumo procedentes de China, por valor de 260 mm de dólares (en algunos casos, el arancel se aplicaría a partir del 1 de septiembre y, en otros, a partir del 15 de diciembre), a lo que China respondió con aranceles del 5%-10% sobre importaciones procedentes de Estados Unidos, por valor de 75 mm de dólares. Este último país, por su parte, reaccionó con la amenaza de elevar, a partir del 1 de octubre, los aranceles anunciados desde el 10% al 15%, así como otros, que ya estaban en vigor anteriormente, del 25% al 30%. Adicionalmente, la depreciación del renminbi con respecto al dólar, hasta valores inferiores a la referencia de siete renminbi por dólar, llevó al Tesoro norteamericano, a principios de agosto, a designar a China como país «manipulador del tipo de cambio» y considerar que habría incurrido en prácticas desleales de acuerdo con las reglas internacionales, anunciando que podría tomar medidas de represalia. Las noticias más recientes apuntan a una cierta relajación de las tensiones, con declaraciones favorables a la búsqueda de un acuerdo entre ambas potencias y anuncios de diferimientos y rebajas de algunos de los aranceles, aunque la incertidumbre al respecto sigue siendo muy elevada. En el recuadro 2 se estima el impacto que este recrudecimiento de las tensiones comerciales podría tener

## Gráfico 5

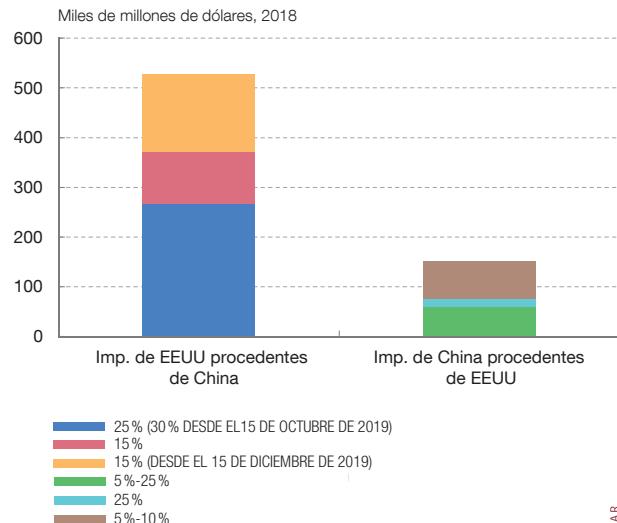
### EL COMERCIO MUNDIAL VUELVE A CONTRAERSE Y LAS TENSIONES COMERCIALES SE RECRUDECEN

Debilidad de los datos de comercio en el segundo trimestre para la mayoría de las áreas. El aumento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, con la introducción de nuevos aranceles, arroja perspectivas pesimistas en torno a la evolución futura de las relaciones comerciales.

1 CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL  
Tasa intertrimestral



2 ARANCELES ENTRE ESTADOS UNIDOS Y CHINA (a)



FUENTES: Fuentes nacionales y CPB.

- a) Tipos impositivos de los aranceles anunciados o impuestos por Estados Unidos y China a las importaciones bilaterales de distintos productos, por el volumen importado de estos en 2018.

DESCARGAR

sobre la economía mundial. En un tono más positivo, dentro del ámbito comercial, destaca la firma, a finales de junio, de un acuerdo comercial entre la UE y MERCOSUR, cuyos aspectos básicos se describen en el recuadro 3.

**El precio del petróleo ha registrado una elevada volatilidad en los días previos al cierre del Informe, si bien a lo largo del último trimestre ha mantenido una trayectoria predominantemente bajista.** La atonía de los precios de esta materia prima se vio interrumpida, a mediados de septiembre, por el ataque terrorista sobre la infraestructura petrolera de Arabia Saudí, uno de los principales productores mundiales. El impacto de este evento, que en el medio plazo es incierto, ha llevado el precio del barril de *Brent* a situarse en el entorno de 65 dólares, y cuyos efectos podrían prolongarse meses. Otras materias primas, por su parte, experimentaron un abaratamiento, a excepción de las que sirven de activo refugio, como el oro.

**El tono de las políticas monetarias se ha vuelto más expansivo, con la notable excepción de Argentina, que atraviesa de nuevo importantes tensiones financieras**

**Esta configuración de mayores riesgos para el crecimiento y ausencia de presiones inflacionistas ha llevado a una nueva relajación de las políticas**

**monetarias a escala global.** En su reunión de julio, la Reserva Federal estadounidense redujo el objetivo del tipo de interés de los fondos federales en 25 pb, situándolos en el rango del 2 %-2,25 %, como medida preventiva frente a la desaceleración global y los riesgos derivados del conflicto comercial. Esta rebaja fue la primera desde 2008. Además, adelantó en dos meses la fecha de finalización de su proceso de reducción del tamaño del balance. En septiembre, la Reserva Federal recortó adicionalmente el rango objetivo de su tipo de referencia en otros 25 pb. Por su parte, como se detalla más adelante, el BCE aprobó un amplio paquete de medidas con un marcado sesgo acomodaticio en su reunión de septiembre, destacando la reducción de 10 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósito y la reactivación de las compras netas de activos. En la fecha de cierre de este Informe, los mercados descuentan que el tipo de interés de referencia de la Reserva Federal estadounidense se situará 25 pb por debajo de su nivel actual en diciembre de 2019 y que el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE no registrará ningún cambio adicional en lo que resta del año (véase gráfico 6.1). En ambos casos, estas expectativas sitúan el nivel futuro de los tipos de interés de referencia por encima de lo que se anticipaba hace algunas semanas, incremento que podría responder, sobre todo, a la reciente mejora en las perspectivas sobre el conflicto comercial entre Estados Unidos y China. En las economías emergentes se ha producido, igualmente, una suavización del tono de las políticas monetarias, con descensos de los tipos de interés oficiales en un gran número de países ante los signos de desaceleración económica, los mayores riesgos globales y las tasas de inflación, en general, contenidas (véase gráfico 6.2).

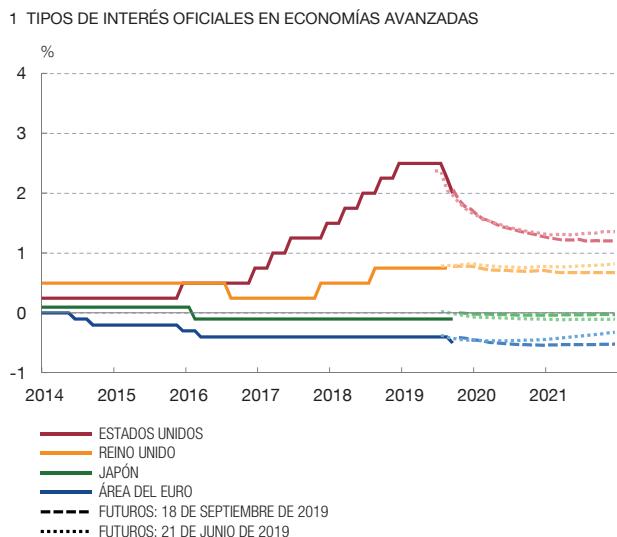
**La principal excepción a este panorama general es Argentina, sumida de nuevo en importantes tensiones financieras.** Tras las elecciones primarias de principios del pasado agosto, se produjo un deterioro importante en los mercados financieros del país. Para frenar la depreciación cambiaria, el banco central respondió aumentando el tipo de interés de referencia en más de 15 pp (véase gráfico 7.1). Al no cesar las tensiones, el Gobierno anunció la intención de llevar a cabo un programa de reestructuración de la deuda, alargando de forma obligatoria el plazo de vencimiento de las letras del Tesoro en manos de inversores institucionales y, de forma voluntaria, el de la deuda a más largo plazo, en manos tanto de residentes como de no residentes. Asimismo, el Gobierno solicitó un cambio de la senda del pago de la deuda que tiene contraída con el Fondo Monetario Internacional. Finalmente, tras el continuo deterioro de la situación financiera, a principios de septiembre se introdujeron controles de capitales y límites a la compra de dólares, y el banco central abandonó temporalmente su esquema de crecimiento nulo de la base monetaria, permitiendo un cierto aumento para evitar una contracción monetaria que podría resultar excesiva.

**Los restantes mercados financieros emergentes también se han visto afectados, aunque en menor medida, por la incertidumbre global.** Durante el mes de agosto, los tipos de cambio de las monedas de muchas de estas economías se depreciaron, sus diferenciales soberanos aumentaron y los índices bursátiles

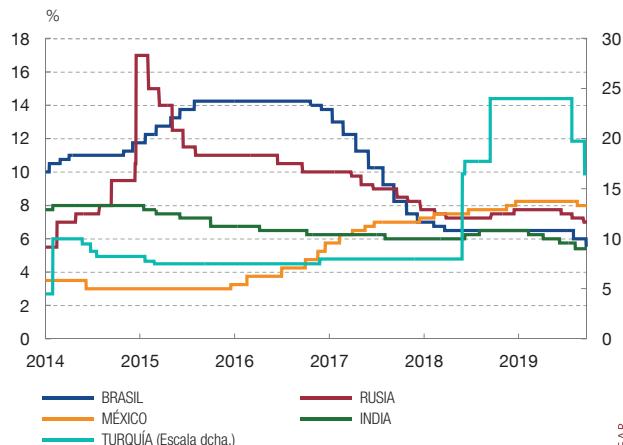
Gráfico 6

**A ESCALA GLOBAL, EL TOÑO ACTUAL Y ESPERADO DE LA POLÍTICA MONETARIA ES MÁS ACOMODATICIO**

La Reserva Federal recortó el tipo de interés de los fondos federales en sus reuniones de julio y septiembre, y el Banco Central Europeo también recortó tipos en su reunión de septiembre. Se espera un tono más expansivo por parte de los bancos centrales en economías avanzadas, y son varios los bancos centrales de países emergentes que han recortado sus tipos oficiales.



## 2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Thomson Reuters y Bloomberg.



registraron descensos, si bien la situación parece haberse estabilizado más recientemente, al mejorar las perspectivas de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China (véase gráfico 7.2).

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

**En este contexto de aumento de la incertidumbre global, la zona del euro continuó inmersa en un escenario de bajo crecimiento y desaceleración económica**

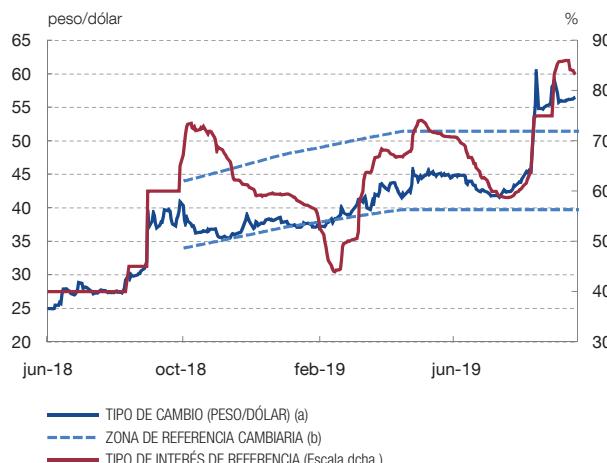
**El crecimiento del PIB se desaceleró en el segundo trimestre de 2019, debido, en buena medida, al retroceso de las exportaciones.** La información recibida tras el Informe de junio ha confirmado que el repunte de la actividad en el primer trimestre tuvo un carácter transitorio. El PIB avanzó solo un 0,2% intertrimestral en el segundo trimestre en el conjunto del área del euro, tras el 0,4% observado en el primer trimestre del año (véase gráfico 8.1), lastrado por la debilidad de las exportaciones y por la atonía de la inversión. En cambio, el consumo privado siguió expandiéndose, impulsado por la relativa robustez del mercado de trabajo. Desde la perspectiva de la oferta, las actividades industriales se contrajeron en ese período, mientras que los servicios mantuvieron un comportamiento más favorable. Por

Gráfico 7

## LOS MERCADOS FINANCIEROS EMERGENTES (ESPECIALMENTE, ARGENTINA) SE HAN VISTO PERJUDICADOS POR LOS DESARROLLOS DEL TRIMESTRE

Tras las elecciones primarias argentinas, el peso se depreció considerablemente y el banco central aumentó el tipo de interés para detener la pérdida de valor de la moneda. Los restantes mercados emergentes también se vieron afectados por los acontecimientos globales del verano, si bien la situación parece haberse estabilizado más recientemente.

1 ARGENTINA: TIPO DE CAMBIO Y TIPO DE INTERÉS



2 CONDICIONES FINANCIERAS (MERCADOS EMERGENTES) (c)



FUENTES: JP Morgan, Morgan Stanley y Thomson Reuters.

- a Un aumento es una depreciación.  
b Hasta el 29 de abril: «zona de no intervención».  
c EMBI (diferencial soberano) y EMCI, publicados por JP Morgan; MSCI, por Morgan Stanley.  
d Un aumento es una apreciación.

DESCARGAR



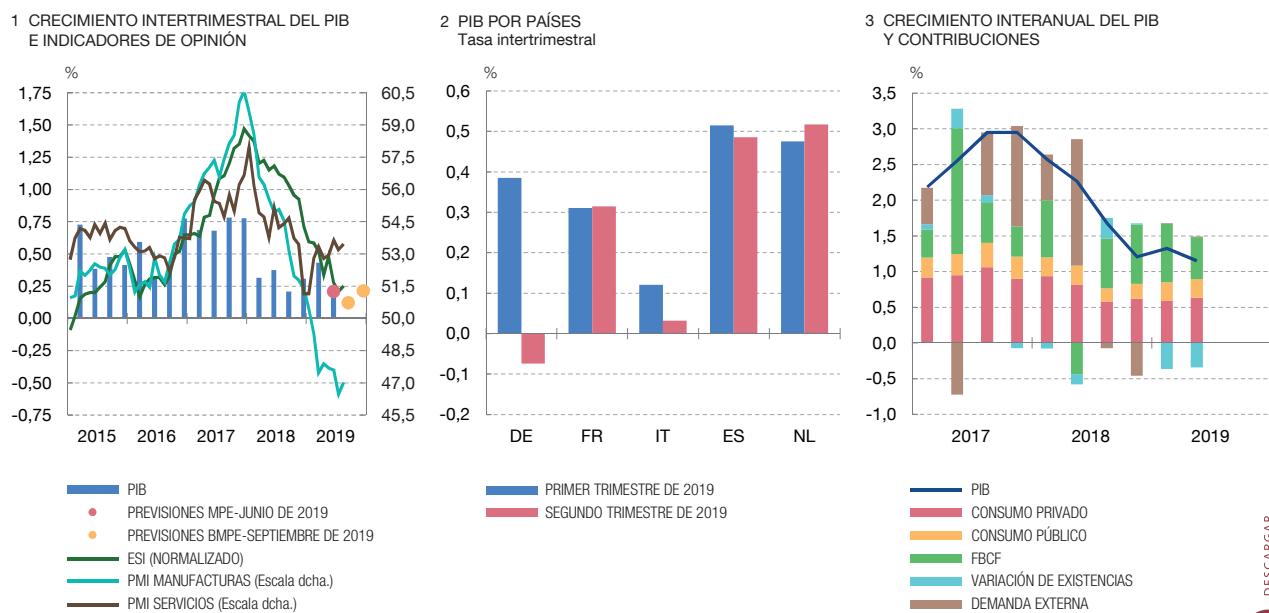
países, la ralentización de la actividad afectó, de entre las cuatro principales economías del área, a Alemania y a Italia, mientras que en Francia y en España el PIB mantuvo el ritmo de expansión del trimestre anterior (véase gráfico 8.2). Destaca, en el segundo trimestre, la contracción de la actividad de la economía alemana. Para el conjunto del área, el crecimiento interanual disminuyó una décima, hasta el 1,2% (gráfico 8.3).

**Los indicadores disponibles sugieren que la debilidad de la actividad económica en el área del euro ha persistido en el tercer trimestre del año, especialmente en la industria.** La información disponible para el trimestre en curso apunta a la prolongación de la senda de bajo crecimiento, en el complejo contexto internacional descrito anteriormente. En efecto, el recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y el aumento de la incertidumbre asociada al proceso de salida del Reino Unido de la UE, junto con la paulatina desaceleración china y la vulnerabilidad de algunas economías emergentes, configuran un entorno desfavorable para economías tan abiertas al comercio internacional como las europeas. De este modo, los indicadores relativos al comercio y a la actividad industrial (producción industrial, carteras de pedidos de exportación, confianza manufacturera y expectativas de producción industrial)

Gráfico 8

## EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL ÁREA DEL EURO SIGUE SIENDO MODERADO

El PIB del área del euro retoma la senda de bajo crecimiento en el segundo trimestre, en línea con el retroceso de las exportaciones. La economía alemana se enfriá e Italia continúa estancada. De cara al tercer trimestre, la debilidad de la industria y del sector exterior comienza a repercutir en los servicios y en el empleo.



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

siguieron deteriorándose en el tercer trimestre del año. Asimismo, algunos indicadores cualitativos de actividad y empleo en los servicios mostraron una flexión a la baja, lo que podría indicar que la debilidad comienza a propagarse a estas actividades. La desaceleración del empleo, junto con el paulatino retroceso de la confianza de los consumidores en el tercer trimestre del año, apunta a una expansión más modesta del consumo privado, que hasta ahora ha constituido el principal soporte del crecimiento.

**Las previsiones del Eurosistema revisaron a la baja las expectativas de crecimiento del PIB del área del euro, en especial en 2020.** El ejercicio de previsión de septiembre proyecta un crecimiento del PIB del 1,1 %, y del 1,2 % para 2019 y 2020, respectivamente, cifras inferiores, en ambos casos, a lo previsto en junio. Esta revisión a la baja, en un contexto de condiciones de financiación holgadas para el conjunto de la economía, refleja principalmente el deterioro de las expectativas de crecimiento del comercio mundial, debido al recrudecimiento de las tensiones comerciales y a la desaceleración de China y de otras economías emergentes (véase cuadro 2). Más a medio plazo, se espera una recuperación de la actividad, apoyada en la persistencia de unas condiciones financieras favorables, el tono ligeramente expansivo de la política fiscal y la paulatina desaparición de la incertidumbre política y comercial. Con todo, subsisten importantes riesgos a la baja en torno a este escenario central, derivados, principalmente, de la posibilidad de un *brexit* sin

Cuadro 2

## PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM (a)

	2019		2020		2021	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (septiembre de 2019)	1,1 (-0,1)	1,2 (-0,1)	1,2 (-0,2)	1,0 (-0,3)	1,4 (0,0)	1,5 (-0,1)
Comisión Europea (julio de 2019)	1,2 (0,0)	1,3 (-0,1)	1,4 (-0,1)	1,3 (-0,1)	—	—
OCDE (septiembre de 2019)	1,1 (-0,1)	—	1,0 (-0,4)	—	—	—
Fondo Monetario Internacional (julio de 2019)	1,3 (0,0)	—	1,6 (0,1)	—	—	—
Consensus Forecast (septiembre de 2019)	1,1 (0,0)	1,1 (0,0)	1,1 (-0,1)	1,3 (-0,1)	—	—

**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 junio de 2019 para el BCE, a mayo para la CE, a marzo para la OCDE, a abril para el FMI y a agosto para *Consensus*.

acuerdo y de una eventual escalada en las tensiones comerciales. En cambio, en el ámbito interno, parece haberse producido en Italia un cierto alivio de las recientes tensiones políticas.

**La inflación se ha mantenido en niveles reducidos, alejados de los valores de referencia de la política monetaria, y se observaron reducciones adicionales de las expectativas de inflación**

**La inflación en el área del euro continúa en niveles reducidos.** En el tercer trimestre, la evolución de la inflación en el área del euro estuvo marcada por la dinámica bajista de los precios de la energía y por la persistencia de tasas moderadas en los servicios y en los bienes industriales. La tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se mantuvo estable en el 1 % en agosto, por segundo mes consecutivo, tras haber superado el 2 % a finales de 2018. Este resultado refleja la evolución de los precios de la energía, que entraron en terreno contractivo en agosto, lo que fue compensado, en parte, por un aumento notable de la inflación de los alimentos no elaborados. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los precios de la energía y de los alimentos, permaneció en el 0,9 % (gráfico 9.1), debido al mantenimiento de una inflación muy moderada tanto en los servicios como en los bienes industriales no energéticos. En el ámbito de las negociaciones salariales, la información más reciente apunta a crecimientos de los salarios en torno al 2,5 %, similar al de los meses precedentes. Por último, la notable caída de los precios del petróleo ha podido atenuar los costes empresariales (gráfico 9.2).

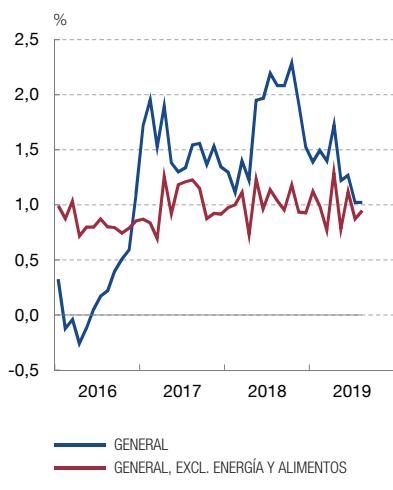
**Esta ausencia de presiones inflacionistas y la debilidad de la demanda, junto con las expectativas de caída de los precios del petróleo y de deterioro del entorno global, llevaron a una nueva revisión a la baja en las previsiones de la**

## Gráfico 9

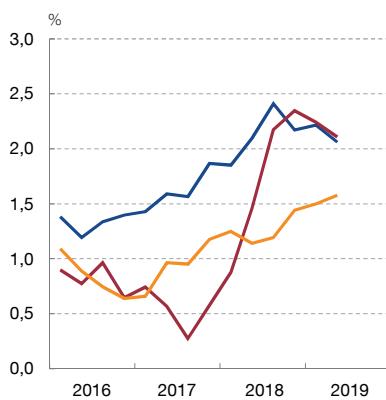
### LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO PERMANECE EN NIVELES BAJOS

La inflación general en el área del euro se estabiliza en el 1 % en agosto, por la compensación de los componentes energético y de servicios, mientras que la inflación subyacente se sitúa de nuevo en el 0,9 %. La dinámica bajista de los precios de la energía condiciona la senda de inflación en los próximos meses.

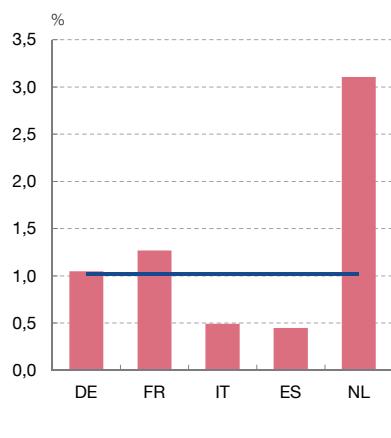
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



2 SALARIOS Y COSTES



3 IAPC GENERAL  
Agosto 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

**inflación del Eurosistema** (cuadro 2). Las previsiones de inflación se situaron en el 1,2 % y el 1 % en 2019 y 2020, respectivamente, destacando la revisión a la baja de cuatro décimas en ese último año. Para 2021, la inflación se situaría en el 1,5 %, claramente por debajo del objetivo de la política monetaria.

**El BCE acordó introducir un paquete de medidas con un claro sesgo acomodaticio, en su Consejo de Gobierno del 12 de septiembre, para favorecer la convergencia de la inflación hacia su objetivo en el medio plazo.** En particular, el BCE aprobó una rebaja de 10 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósito, situándolo en el -0,50 %, y reforzó su *forward guidance* sobre los tipos de interés al indicar que estos se mantendrán en los niveles actuales, o inferiores, hasta que se observe una «convergencia sólida» de las perspectivas de inflación hasta un nivel «suficientemente próximo», aunque inferior, al 2 %. Dicha convergencia también deberá reflejarse de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente. El BCE acordó, además, reanudar las compras netas en el marco de su programa de compra de activos, a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre y sin un límite temporal definido. Al objeto de mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, también se modificaron las condiciones de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO-III), eliminando el diferencial de 10 pb que se había establecido

sobre los tipos de interés aplicados a aquellas y ampliando su plazo de vencimiento de dos a tres años. Finalmente, con el fin de apoyar la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito, se anunció el establecimiento de un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas (*two-tier system*), de forma que a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades no se le aplicará el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito.

**La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) señala que, durante el segundo trimestre, los criterios de aprobación de los créditos se habrían endurecido para las empresas por primera vez desde 2014 y para los hogares en el segmento de consumo y otros fines, en línea con la tendencia iniciada en la segunda mitad de 2018.** Estos criterios habrían permanecido prácticamente inalterados en el segmento de crédito a los hogares para la compra de vivienda. De cara al tercer trimestre, las entidades esperaban una relajación de los criterios de los préstamos para consumo, mientras que los relativos a sociedades y a la compra de vivienda permanecerían sin cambios. Por el lado de la demanda, la EPB evidencia que esta habría aumentado durante el segundo trimestre en todos los segmentos. Para el tercer trimestre, las entidades esperan que la demanda siga avanzando, en particular en el segmento de consumo.

**El crecimiento del crédito bancario a las sociedades no financieras sigue siendo sólido, expandiéndose a un ritmo interanual del 3,9 % en julio.** Por su parte, la financiación empresarial mediante valores de renta fija se ha incrementado en los últimos meses, creciendo a una tasa del 4,7 % en julio, 0,7 pp más que en abril. En los hogares, el crédito continúa con su mejora gradual, avanzando el de consumo a una tasa del 6,2 % en julio (frente al 5,8 % de abril), mientras que el destinado a la compra de vivienda se ha mantenido en el 3,5 %. En relación con los agregados monetarios, tanto el indicador M3 como el M1 muestran tasas de avance interanual en julio ligeramente superiores a las registradas en abril.

### **Los mercados financieros reflejaron el entorno global de mayor aversión al riesgo**

**La evolución de los mercados financieros nacionales durante la parte transcurrida del tercer trimestre ha venido determinada principalmente por un entorno global de mayor aversión al riesgo.** En este contexto, los índices de la bolsa española mostraron pérdidas significativas en agosto. En las últimas semanas, la disminución de las tensiones comerciales y geopolíticas ha favorecido una recuperación de las cotizaciones, de forma que, en la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 se encontraba en niveles muy similares a los registrados a finales de junio (una caída del 0,2%). Esta evolución, que contrasta con la revalorización del 2,8% observada en la bolsa europea durante el mismo período, vendría principalmente condicionada por el peor comportamiento bursátil de las cotizaciones de los bancos españoles en comparación con el resto de los bancos del área del euro, así como por el peso relativamente elevado que los bancos españoles representan en el conjunto del IBEX.

**La mayor aversión al riesgo de los inversores durante el trimestre y el sesgo más acomodaticio de la política monetaria provocaron importantes caídas en la rentabilidad de la deuda pública.** Así, la rentabilidad del bono español a diez años alcanzó mínimos históricos durante el mes de agosto, situándose en el 0,06 %. A pesar del repunte observado en las últimas semanas, en la fecha de cierre de este Informe, esta rentabilidad aún se situaba unos 20 pb por debajo del nivel alcanzado a finales de junio. Dado que el bono alemán equivalente también ha registrado una caída similar en su rentabilidad durante el trimestre, la prima de riesgo de la deuda española frente a la alemana se ha mantenido estable en el entorno de los 75 pb. Por último, en línea con la revisión a la baja de las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés que se produjo en julio y en agosto, el euríbor a doce meses llegó a caer hasta el -0,40 %, si bien el repunte posterior de estas expectativas lo ha situado en el -0,30 % en la fecha de cierre de este Informe.

**Las condiciones de financiación de los hogares se habrían endurecido levemente en el segundo trimestre de 2019.** Al igual que durante los tres primeros meses del año, la EPB correspondiente al segundo trimestre señala un endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos a los hogares (véase gráfico 10.1). Esto sería consecuencia de una menor tolerancia al riesgo por parte de las entidades y, en el caso del crédito al consumo y otros fines, también de una percepción de una menor solvencia de los prestatarios, lo que sería coherente con el reciente incremento de la morosidad en este segmento. En la misma línea, la EPB también muestra un endurecimiento de los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo para la

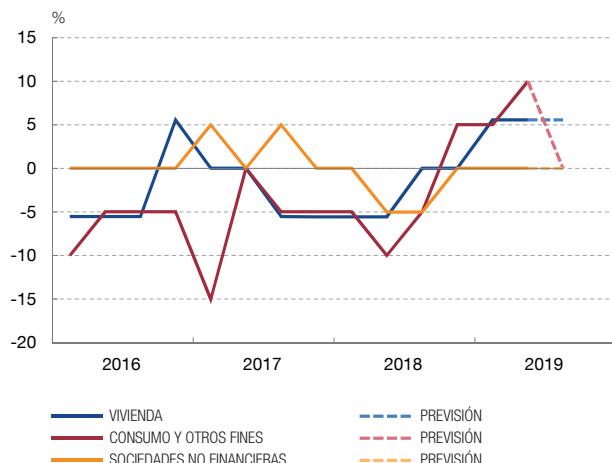
---

#### Gráfico 10

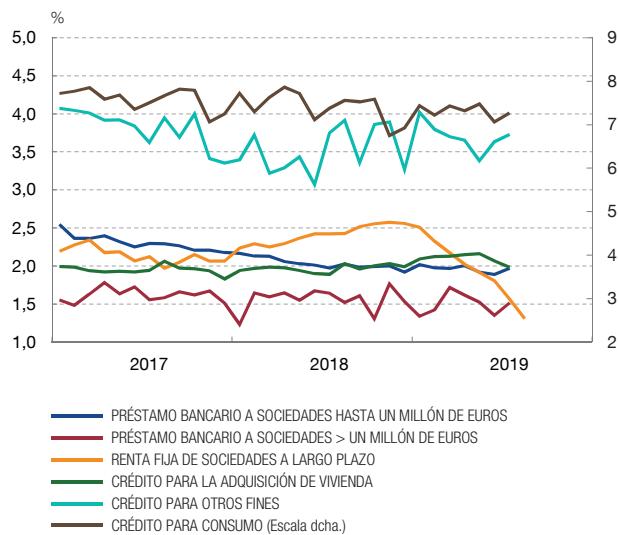
### LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES SE HABRÍAN ENDURECIDO LIGERAMENTE EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

De acuerdo con la EPB, los criterios de aprobación de préstamos a los hogares se habrían endurecido en los últimos meses, mientras que se habrían mantenido estables para los créditos a sociedades. El coste de la financiación para la compra de vivienda habría descendido en cerca de 20 pb en junio y julio. Esta caída podría ser consecuencia, en parte, del descenso en los tipos de interés de mercado durante este período. También podría haberse visto influida por la entrada en vigor de la nueva Ley de Crédito Inmobiliario, si bien aún es pronto para valorar a través de qué canales se habría materializado este efecto y si estos tienen un carácter transitorio o permanente. El coste de la financiación de mercado para las sociedades no financieras se ha reducido con intensidad en lo que va de año, aumentando el atractivo de esta fuente de financiación para las empresas.

1 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN PARA LA CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (a)



2 COSTE DE FINANCIACIÓN (b)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  – porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$ .

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

DESCARGAR

compra de vivienda. En el caso de las sociedades no financieras, los criterios de aprobación se habrían mantenido inalterados y las condiciones generales incluso se habrían relajado. El coste de la financiación bancaria ha permanecido relativamente estable en todos los segmentos, excepto en el de compra de vivienda, en el que experimentó un cierto descenso en junio y en julio (véase gráfico 10.2).

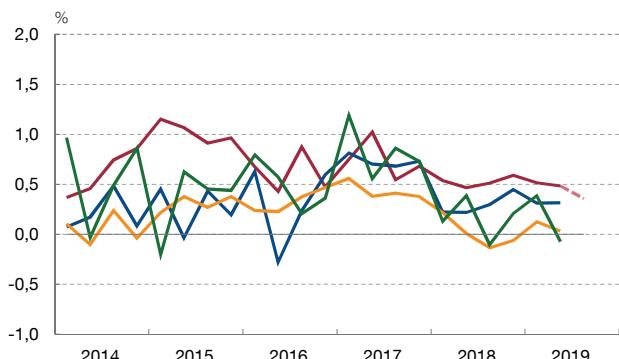
**La economía española mantiene una trayectoria expansiva, aunque su ritmo de crecimiento se estaría moderando, en un contexto en el que el deterioro del sector exterior habría comenzado a incidir negativamente sobre la demanda nacional**

**La economía española mantuvo un ritmo de crecimiento relativamente sostenido en el segundo trimestre de 2019, en un contexto de incertidumbre y**

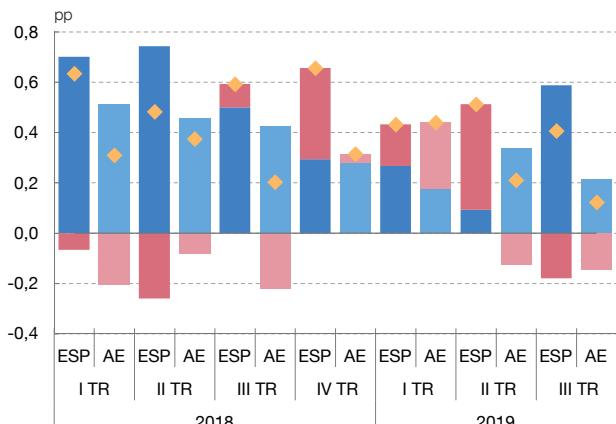
Gráfico 11

## LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MANTIENE SU TONO ROBUSTO

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)

2 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB REAL (a)



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

a Para el tercer trimestre de 2019, previsiones del Banco de España para la economía española y del BCE para el área del euro.

DESCARGAR

**de debilidad del comercio mundial.** En concreto, el PIB aumentó, como en el primer trimestre, un 0,5 % en tasa intertrimestral ajustada de estacionalidad. En todo caso, pudo observarse un cambio en la composición del crecimiento, con una moderación de la contribución de la demanda nacional, mientras que, por el contrario, la aportación positiva del sector exterior fue más acusada (véase gráfico 11). La desaceleración de la demanda interna fue especialmente pronunciada en la inversión en equipo, que retrocedió en relación con el trimestre previo, en un entorno caracterizado por la presencia de elementos de incertidumbre y por la debilidad de las transacciones comerciales internacionales, desarrollos que están teniendo una mayor incidencia sobre el sector manufacturero. Cabe destacar, asimismo, la ralentización del consumo privado, que registró una tasa de variación intertrimestral nula, la más baja desde el inicio de la recuperación. Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta, que fue positiva por cuarto trimestre consecutivo, repuntó como resultado de un avance bastante menos pronunciado de las importaciones, que sorprendieron a la baja, que de las exportaciones.

**De acuerdo con la nueva información disponible, la fortaleza de la actividad en los últimos trimestres habría sido algo menor de lo que se estimaba hasta ahora.** El INE ha revisado recientemente las series históricas de la Contabilidad Nacional (véase recuadro 8). Los nuevos datos apuntan a una cierta pérdida de

intensidad de la expansión de la actividad desde comienzos del año pasado. Además, a partir del verano de 2018, el dinamismo de la demanda nacional (y, en particular, del consumo privado) habría sido menos pronunciado de lo que se estimaba con los datos anteriormente disponibles.

**En el tercer trimestre se estaría produciendo una cierta desaceleración del PIB, estimada en una décima, hasta el 0,4 % en tasa intertrimestral.** El avance del producto se habría apoyado en un mayor crecimiento de la demanda nacional, sustentado en un cierto repunte de la inversión (sobre todo, en equipo, tras la fuerte contracción observada en el trimestre anterior) y del consumo privado. 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 mantiene un diferencial de crecimiento positivo con la UEM, pero no está siendo inmune a la persistencia de la incertidumbre y al deterioro del entorno exterior.** En el tercer trimestre se estima que se habría mantenido el diferencial positivo de crecimiento de la economía española frente al conjunto del área del euro. Ello se está produciendo en un contexto de revisiones generalizadas a la baja del crecimiento del PIB, que, aunque con menor intensidad, también están afectando a España.

**El empleo habría continuado moderando su ritmo de avance en el tercer trimestre.** Los últimos datos disponibles de afiliación a la Seguridad Social apuntan a una desaceleración del empleo en los meses de verano. En promedio, el crecimiento mensual de la ocupación entre mayo y agosto ha sido inferior al de los primeros meses del año. Esta moderación del empleo, bastante generalizada entre las ramas de actividad de la economía de mercado, es algo más intensa en la construcción y la industria (véase gráfico 12). Por su parte, de acuerdo con la Encuesta de Población Activa (EPA), la tasa de paro se situó en el segundo trimestre en el 14 %, 1,3 pp por debajo del nivel alcanzado en el mismo período del año anterior. No obstante, al mismo tiempo pudo observarse una ralentización del ritmo de descenso del número de desempleados, que, según los datos de paro registrado, habría continuado en los meses de julio y agosto, como consecuencia de la moderación del empleo y del repunte observado en la población activa.

**Se espera que la demanda interna ejerza una contribución positiva al crecimiento, aunque las perspectivas del consumo privado y de la inversión están sujetas a riesgos a la baja**

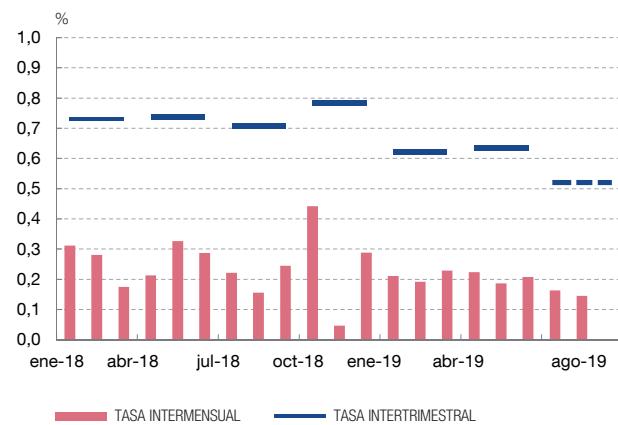
**El consumo privado habría recobrado un cierto dinamismo en el tercer trimestre.** De acuerdo con la información coyuntural disponible, se estima que entre julio y septiembre el ritmo de avance del gasto de los hogares habría sido ligeramente positivo, frente a la tasa nula del trimestre precedente (véase gráfico 13). En esta dirección apunta la información relativa al comercio al por menor, que

Gráfico 12

**SE ACENTÚA LA TENDENCIA A LA MODERACIÓN EN EL RITMO DE AVANCE DEL EMPLEO**

El crecimiento del empleo se ha desacelerado en los meses de verano, aunque se mantiene la tendencia a la disminución de la tasa de paro.

1 AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL



2 TASA DE PARO (EPA)



DESCARGAR



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

muestra una evolución algo más favorable en los últimos meses, y al saldo de crédito destinado al consumo, que ha repuntado tras la desaceleración que venía presentando desde mediados de 2018. Sin embargo, como se ha apuntado, los afiliados a la Seguridad Social han presentado un menor avance que en trimestres previos. Además, sigue observándose, en el entorno de mayor incertidumbre que se ha descrito, una evolución desfavorable de los indicadores de confianza. Por último, el gasto en bienes duraderos se está contrayendo, en un contexto en el que el proceso de absorción de la demanda embalsada de este tipo de bienes que se acumuló durante la crisis habría tendido a completarse.

**El bajo nivel de la tasa de ahorro de las familias sugiere que este tipo de gasto seguirá mostrando un reducido dinamismo en los próximos trimestres.** En este sentido, a falta de series completas revisadas de las cuentas de los hogares, los datos más recientes de la Contabilidad Nacional relativos al consumo nominal y las rentas laborales apuntarían a un nivel de la tasa de ahorro que podría ser incluso algo inferior al estimado hasta ahora (si bien habría repuntado recientemente). En sentido contrario, el ritmo todavía sostenido de creación de empleo, los reducidos niveles que continúan presentando los costes de financiación y la mejora de la situación patrimonial de las familias, en términos del conjunto del sector, siguen actuando como soporte del dinamismo del consumo.

**La inversión residencial habría prolongado la fase de menor dinamismo iniciada a lo largo de 2018.** A partir de la segunda mitad del pasado año, un número creciente

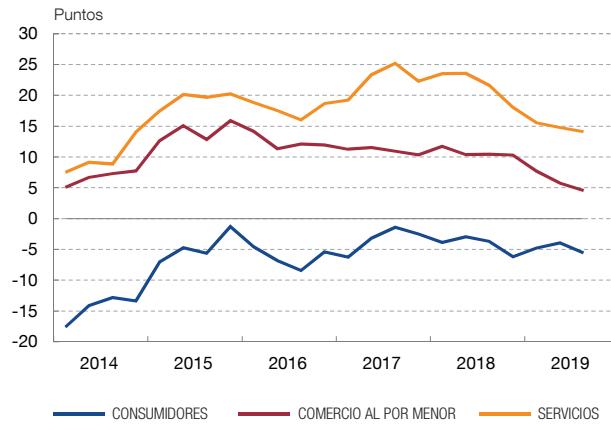
Gráfico 13

## EL CONSUMO PRIVADO RECUPERA CIERTO DINAMISMO

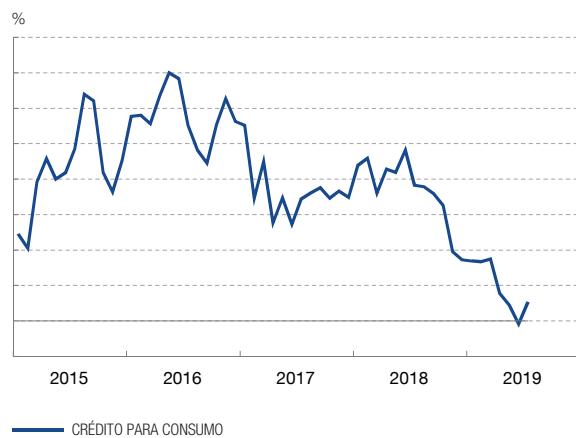
El consumo privado habría recobrado cierto dinamismo en el tercer trimestre, si bien la evolución reciente del empleo, la desaceleración del crédito y el contexto de mayor incertidumbre plantean riesgos para la continuidad a medio plazo de esta tónica.

1 CONSUMO PRIVADO Y COMERCIO AL POR MENOR  
Tasas trimestrales

2 INDICADORES DE CONFIANZA (COMISIÓN EUROPEA)



3 CONSUMO DURADERO

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

FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Google Trends y Banco de España.

a Datos observados hasta julio y previsiones para el resto del trimestre.

b Calculadas sobre el flujo acumulado de tres meses.

DESCARGAR



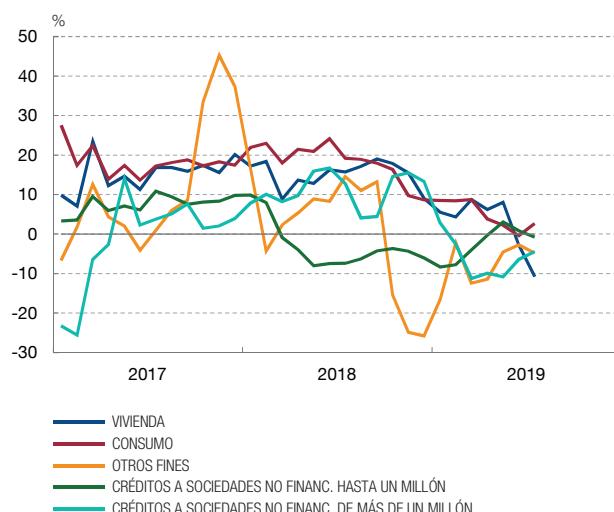
de indicadores de actividad del sector comenzó a mostrar una cierta debilidad, tendencia que se ha hecho más evidente durante 2019. En particular, en los últimos meses se ha observado una menor pujanza de las compraventas de vivienda —tanto en su segmento de obra nueva como, con algo más de intensidad, en el de segunda mano— y de las nuevas operaciones de crédito para este fin, cuyo volumen se ha contraído en términos interanuales en el bimestre junio-julio. Parte de este fenómeno, que no se producía desde principios de 2014, podría estar influido por la entrada en vigor de la nueva Ley de Crédito Inmobiliario, que ha motivado un cierto proceso de

Gráfico 14

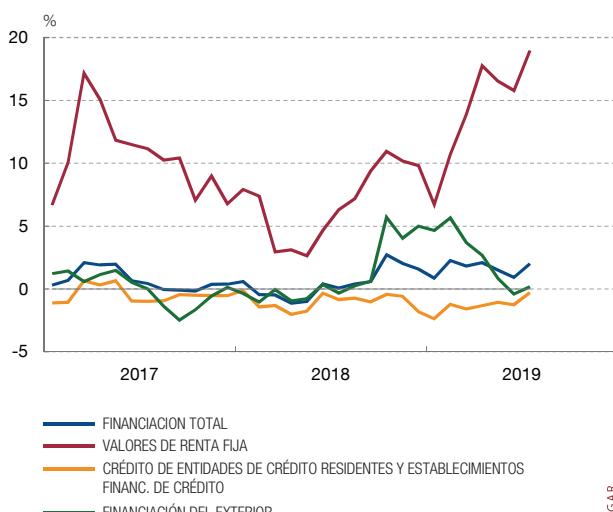
## LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO SE CONTRAEN, AL TIEMPO QUE SE INCREMENTA LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS VÍA MERCADO

Las nuevas operaciones de crédito se contraen prácticamente en todos los segmentos. En el de compra de vivienda, la actividad crediticia cae desde junio, lo que podría estar relacionado con la entrada en vigor de la nueva Ley de Crédito Inmobiliario, aunque todavía es pronto para valorar el carácter transitorio o permanente de los factores que han influido en esta dinámica. En los últimos meses, el recurso de las sociedades no financieras a la financiación mediante la emisión de valores de renta fija se ha incrementado de forma notable, favorecido por el descenso en el coste de estos instrumentos.

1 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO  
Crecimiento interanual (a)



2 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Crecimiento interanual



FUENTE: Banco de España.

a Calculado sobre el flujo acumulado de tres meses.

DESCARGAR



adaptación por parte de las entidades financieras y otros agentes al nuevo marco jurídico (véase gráfico 14.1). En este sentido, cabría esperar que, conforme dicha adaptación vaya completándose, el flujo de transacciones inmobiliarias recobre mayor dinamismo que el evidenciado durante los meses de verano.

**También los precios de la vivienda han moderado su ritmo de crecimiento recientemente.** La desaceleración de esta variable comenzó a finales de 2018 en el caso de la vivienda de segunda mano, mientras que en el de la obra nueva se ha circunscrito al último dato, correspondiente al segundo trimestre. En este último segmento, los precios continúan presentando ritmos de avance elevados, que han llevado a que su nivel se sitúe cerca del máximo histórico, correspondiente al tercer trimestre de 2008. Por su parte, el precio de la vivienda usada se encuentra todavía bastante alejado de su máximo precrisis, alcanzado un año antes que en el caso de la vivienda nueva.

**Tras el retroceso del segundo trimestre, la inversión empresarial habría mostrado un cierto repunte en el tercero.** En esta dirección apuntan los datos

más recientes de algunos indicadores, como las importaciones de bienes de capital y las matriculaciones de vehículos de carga. Además, el entorno en el que se desenvuelve la inversión sigue conservando rasgos positivos, como la persistencia de una elevada utilización de la capacidad productiva, el mantenimiento de condiciones financieras holgadas y la prolongación de la tendencia a la mejora de la posición patrimonial de las sociedades no financieras. No obstante, algunos indicadores, como el PMI de manufacturas, sugieren una cierta intensificación del deterioro del clima de confianza del sector, con el trasfondo del mantenimiento de la incertidumbre global, lo que podría frenar la expansión de este componente de demanda en el futuro (véase gráfico 15).

**En este contexto, la financiación de las sociedades no financieras ha seguido expandiéndose en términos interanuales.** Esto es consecuencia del notable incremento del recurso a las emisiones de valores de renta fija, favorecido por la fuerte caída de los tipos de interés de mercado, que compensa la contracción del saldo de crédito obtenido de las entidades residentes y de la financiación procedente del exterior, cuyo abaratamiento ha sido comparativamente menor (véase gráfico 14.2).

**Las exportaciones de bienes avanzan a ritmos moderados, mientras que las importaciones consolidan su recuperación**

**El sector exterior habría registrado una contribución negativa al crecimiento del producto en el tercer trimestre, como reflejo del avance más acusado de las importaciones en relación con el de las exportaciones.** En el segundo trimestre, las transacciones comerciales con el exterior cobraron algo más de impulso, tras la atonía del primer trimestre. En todo caso, el reducido crecimiento de las importaciones, inferior al proyectado, dio pie a una abultada contribución positiva de la demanda externa al crecimiento intertrimestral del PIB. La información disponible para el tercer trimestre, que es por el momento muy reducida, indica que la evolución de las exportaciones continúa condicionada por el deterioro de la demanda exterior, afectada por el recrudecimiento de las tensiones proteccionistas y la ralentización de la actividad industrial (véase gráfico 16). Los indicadores de perspectivas sobre la cartera de pedidos exteriores de las principales áreas —incluida el área del euro, que es el principal mercado de exportación de España— siguen anticipando una prolongación del tono de atonía en los próximos meses. Por su parte, las importaciones muestran algunos signos de realineamiento paulatino con sus determinantes tras la relativa debilidad reciente.

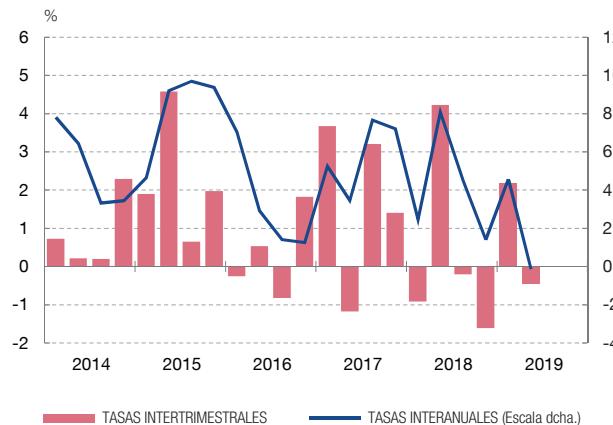
**En el caso concreto de los bienes, las exportaciones retornaron en el segundo trimestre a tasas positivas de crecimiento.** Este tono algo más dinámico se produce tras la contracción acumulada en 2018 y en los primeros meses del presente ejercicio. De acuerdo con los datos de Aduanas, el incremento de las exportaciones reales de bienes reflejó una mejora relativamente generalizada por tipos de

Gráfico 15

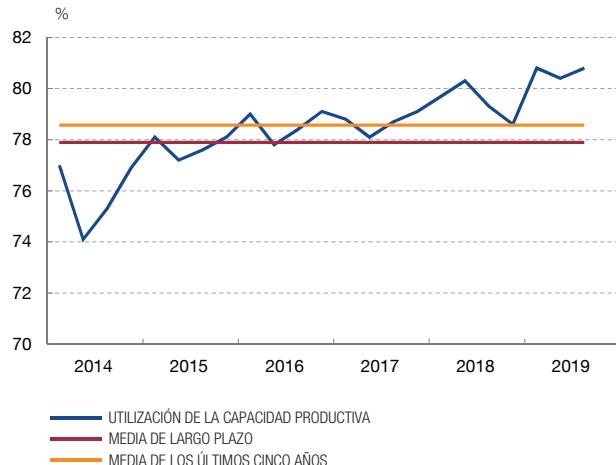
## LA INVERSIÓN EMPRESARIAL RETOMA CIERTO DINAMISMO, TRAS EL RETROCESO DEL TRIMESTRE ANTERIOR

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, el reciente deterioro del clima de confianza industrial y la persistencia de la incertidumbre, tanto interna como externa, suponen un factor de riesgo.

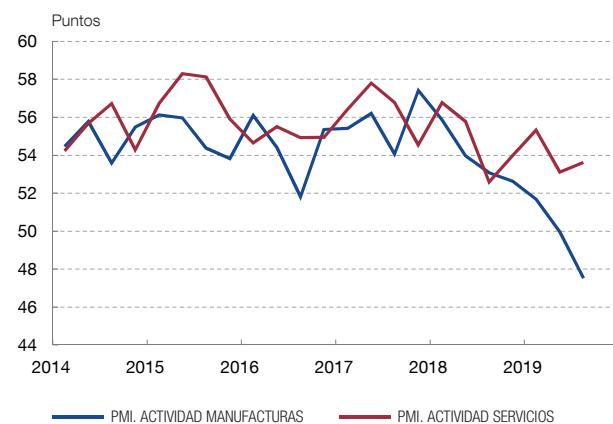
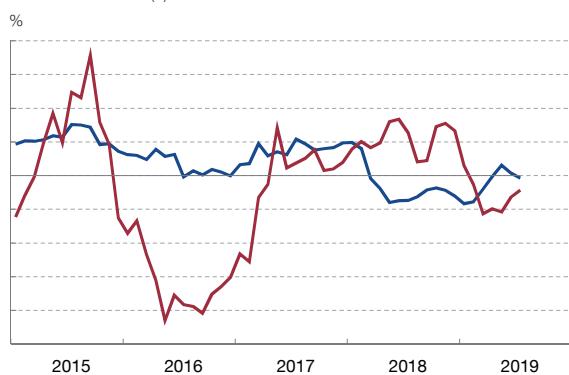
1 INVERSIÓN EN EQUIPO, INTANGIBLES Y RESTO (a)



2 UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA EN LA INDUSTRIA



3 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS

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

FUENTES: Comisión Europea, Markit Economics, 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.  
b Calculadas sobre el flujo acumulado de tres meses.

DESCARGAR

productos, más pronunciada en los casos de los bienes de equipo y los energéticos. La excepción vino dada por las ventas de bienes de consumo duradero (en particular, automóviles), que continuaron disminuyendo en términos interanuales. Por áreas geográficas, el incremento de las exportaciones de bienes fue algo más acusado en las ventas destinadas a la UE, incluida el área del euro. Por su parte, la trayectoria de las importaciones reales estaría en línea con la evolución de la demanda final. En este sentido, la debilidad de la demanda, tanto nacional como procedente del exterior, de automóviles, bien cuyo contenido importador es muy elevado, está condicionando a la baja el perfil de crecimiento de las compras al exterior.

Gráfico 16

**LAS EXPORTACIONES ACUSAN LA DEBILIDAD DEL COMERCIO GLOBAL**

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

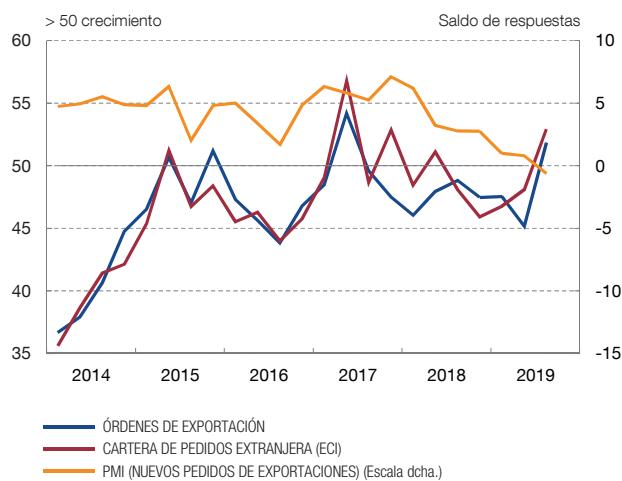
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)



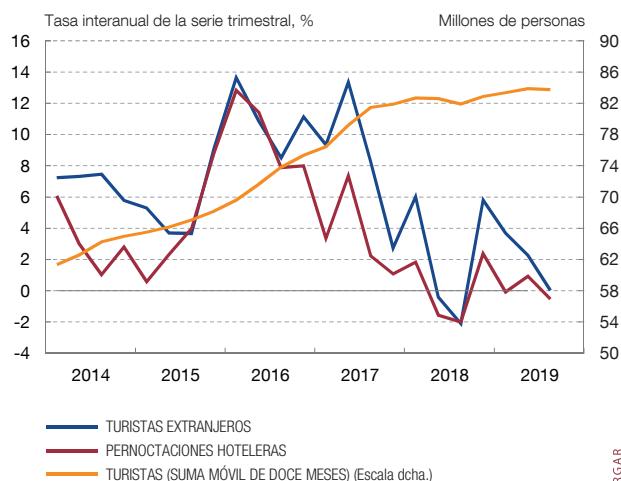
2 IMPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)



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.

DESCARGAR

**En cuanto a las exportaciones de servicios, han podido apreciarse algunos signos de desaceleración del turismo no residente durante los meses de verano.** De acuerdo con la información disponible, que comprende hasta el mes de julio, el gasto turístico total realizado por no residentes está moderando su ritmo de avance interanual, aunque se mantiene en tasas de crecimiento positivas gracias al incremento del gasto medio por turista, que ha compensado la ralentización de las cifras de entradas totales. Este menor dinamismo, que afecta a los principales mercados emisores (en especial, al británico), sería el resultado principalmente de la recuperación de algunos destinos competidores del arco mediterráneo (en

particular, de Turquía). Como nota más positiva, en los meses más recientes ha proseguido la diversificación geográfica de las entradas de turistas, que es consecuencia del dinamismo de las procedentes de países extracomunitarios, cuyo gasto medio diario es, en promedio, comparativamente más elevado.

## **El deterioro de la actividad está reflejando la evolución de la industria y la construcción**

**Por el lado de la oferta, se está prolongando la divergencia observada en la evolución de las ramas de manufacturas frente a las de servicios.** La desaceleración de los últimos meses ha sido generalizada entre los diferentes sectores de actividad. No obstante, ha sido más pronunciada en el caso de la industria. En particular, el progresivo deterioro del PMI de manufacturas ha llevado a este indicador a terreno contractivo en agosto, mientras que el nivel del indicador análogo referido a los servicios es todavía compatible, a pesar de los descensos observados, con una expansión de la actividad. La afiliación a la Seguridad Social confirma este patrón divergente entre ambos sectores desde la segunda mitad de 2018. Esta distinta evolución relativa de la actividad en la industria y los servicios estaría relacionada con factores como la debilidad del comercio internacional y las perspectivas desfavorables del entorno exterior. Más recientemente, los indicadores relativos a la actividad en la construcción, como, por ejemplo, las cifras de afiliación, muestran que este sector ha experimentado también una desaceleración significativa.

## **La última información disponible relativa a las Administraciones Públicas (AAPP) es indicativa de una ligera reducción del déficit público en 2019 con respecto al año anterior**

**La evolución más reciente de las finanzas públicas sería compatible con una ligera mejora de su saldo en 2019.** El déficit de las AAPP, excluyendo las Corporaciones Locales, se situó en el primer semestre de 2019 en el 2,1 % del PIB, 0,2 pp por encima del mismo período del año anterior. Este modesto empeoramiento vendría explicado principalmente por el aumento del gasto derivado del distinto calendario de aprobación de la revalorización de las pensiones y los salarios públicos en 2018 y 2019, que debería corregirse en el segundo semestre de este año<sup>5</sup>. Por este motivo, la información más reciente sería compatible con una

---

<sup>5</sup> En 2018, la revalorización de las pensiones y los salarios de los empleados públicos se hizo efectiva a partir de julio, aunque con efectos retroactivos desde enero, tras la aprobación de la Ley de Presupuestos Generales del Estado y la Seguridad Social el 3 de julio ([Ley 6/2018](#)). Por el contrario, en 2019 la revalorización se aprobó a finales de diciembre de 2018 y tuvo efecto desde el 1 de enero (reales decretos-leyes [24/2018](#) y [28/2018](#)).

mejora en el conjunto del año, propiciada, en una parte sustancial, por el buen comportamiento de las cotizaciones sociales, que a su vez refleja, en parte, los efectos de las medidas adoptadas en este ámbito a finales de 2018. En sentido contrario, los ingresos impositivos señalan una cierta desaceleración, en línea con la evolución económica, que ha llevado a una moderación del crecimiento de las bases.

**Las autoridades europeas han confirmado la superación de la situación de «déficit excesivo» de las AAPP españolas, si bien señalan un riesgo significativo de incumplimiento de los requerimientos de convergencia hacia el equilibrio presupuestario estructural a medio plazo.** El Consejo de la UE aprobó en junio la derogación del Procedimiento de Déficit Excesivo en el que se encontraba inmersa desde el año 2009 la economía española, que ha pasado a estar sometida al denominado «brazo preventivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). De acuerdo con las estimaciones disponibles, el déficit estructural de las AAPP españolas se encuentra todavía alejado del objetivo de medio plazo del 0 %, lo que exigiría la adopción de nuevas medidas en los próximos años. En concreto, la Comisión Europea (CE) ha recomendado a las autoridades españolas que lleven a cabo un ajuste estructural del 0,65 % del PIB tanto en 2019 como en 2020, así como que limiten al 0,6 % y 0,9 %, respectivamente, el crecimiento de la parte del gasto público computable a estos efectos<sup>6</sup>. No obstante, la nueva convocatoria de elecciones generales prácticamente imposibilita la aprobación de los presupuestos generales del Estado para 2020 antes de finales de este año, lo que supondría una nueva prórroga de los presupuestos de 2018.

**El crecimiento de los precios de consumo se ha moderado como resultado de la evolución del componente energético, en un contexto de escasas presiones inflacionistas externas, aunque en el ámbito interno repuntan los salarios**

**La inflación, medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), se ha moderado en los últimos meses, hasta alcanzar un 0,4 % en agosto** (véase gráfico 17). Este comportamiento ha reflejado, principalmente, la desaceleración de los precios de la energía. Por su parte, la inflación subyacente creció en agosto un 1,2 %, tasa similar a la que se viene observando desde finales de 2017, a pesar de la ampliación de la brecha de producción positiva, que indica que está aumentando el grado de utilización de los factores productivos. Por

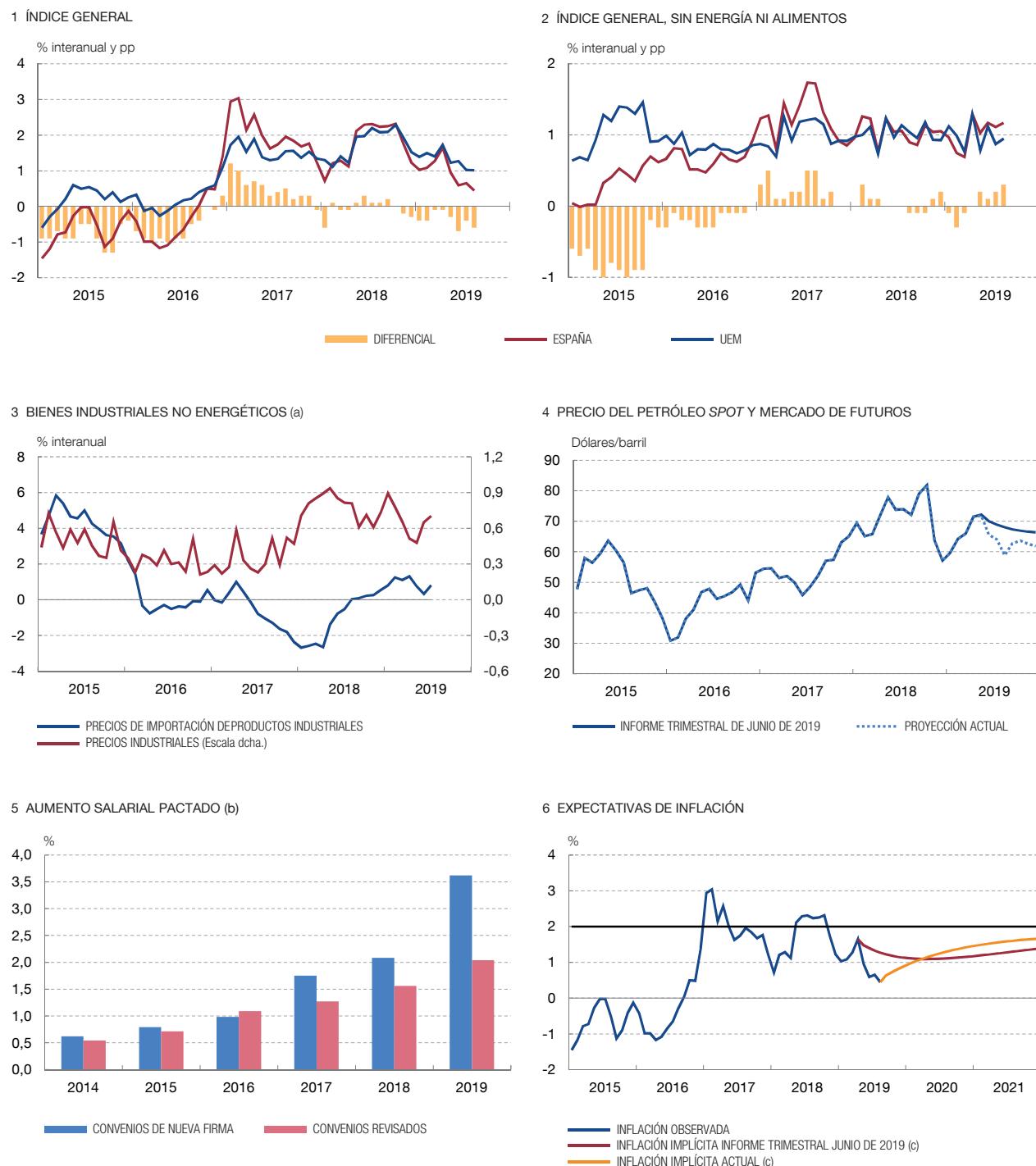
---

<sup>6</sup> El gasto computable, a efectos de la regla de gasto aplicable bajo el brazo preventivo del PEC, excluye los intereses, la parte no discrecional de las prestaciones por desempleo y los gastos financiados por la UE, así como los aumentos permanentes de ingresos debidos a cambios normativos [véase *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact (2019)*].

Gráfico 17

## MODESTO DINAMISMO DE LOS PRECIOS DE CONSUMO Y REPUNTE DE LOS SALARIOS

La inflación de España mantiene un diferencial negativo respecto a la del área del euro, en un contexto de incrementos del componente energético menores de lo esperado, 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.



**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 agosto de 2019.

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

DESCARGAR

componentes, la inflación de los servicios se situó en el 1,5 %, tasa similar a la observada desde principios del pasado año, con variaciones transitorias asociadas a las partidas relacionadas con el turismo. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos han registrado una leve aceleración en los últimos meses, hasta alcanzar una tasa interanual del 0,6 % en agosto. La moderación reciente de la inflación en España ha sido algo más intensa que la del área del euro, de forma que se ha ampliado el diferencial negativo entre ambas variables.

**Las presiones inflacionistas externas son muy modestas, en el contexto del reciente abaratamiento del petróleo.** El precio del crudo siguió una trayectoria descendente hasta mediados del mes de agosto, con una ligera recuperación posterior, que se intensificó un mes después, a raíz de los ataques a instalaciones petrolíferas de Arabia Saudí. La incertidumbre acerca de la persistencia de este repunte más reciente es elevada. En todo caso, el encarecimiento inicial ha tendido a moderarse en la fecha de cierre de este Informe. Además, la información procedente de los mercados de futuros, que describen una pendiente notablemente decreciente del precio del crudo, también apuntaría a un impacto predominantemente transitorio. Por su parte, los precios de importación de productos industriales no energéticos han continuado mostrando ritmos de crecimiento interanual moderados. Asimismo, los precios de producción industrial interior han mantenido ritmos de avance muy contenidos.

**La tasa de inflación ha tendido a situarse en los últimos meses por debajo de lo previsto.** En particular, el dinamismo del componente energético ha sido inferior al esperado, como resultado de las sorpresas negativas en los precios de la electricidad, del gas y de los combustibles y carburantes, lo que ha contribuido a que las proyecciones del IAPC para el conjunto de 2019 hayan sido revisadas a la baja. La proyección relativa al IAPC, excluyendo energía y alimentos, para este año, de un crecimiento algo inferior al 1 %, también se ha modificado ligeramente a la baja en los últimos meses, a la luz del comportamiento, menos dinámico que el esperado, de los precios de los servicios.

**Por el lado de los costes, los indicadores salariales han repuntado en 2019.** Las tarifas salariales de los convenios colectivos han mostrado, con datos hasta agosto, un incremento medio del 2,3 %, por encima del 1,8 % del año anterior, afectando ya a un número muy elevado de trabajadores (8,4 millones). Estas subidas son notablemente superiores en los convenios de nueva firma, a los que, hasta la fecha, ya están acogidos 1,3 millones de trabajadores. En concreto, la subida salarial media pactada en este caso es del 3,6 %, tasa que rebasa en seis décimas el límite superior del intervalo de cifras de referencia recogidas en el último Acuerdo de Negociación Colectiva. En el contexto actual de creciente incertidumbre sobre la evolución económica futura, sería deseable asegurar, por un lado, que los incrementos salariales acordados guarden una estrecha relación con las condiciones específicas de las empresas y los sectores afectados y, por otro lado, que la negociación

colectiva se dote de los instrumentos de flexibilidad necesarios para poder adecuar los costes laborales ante posibles perturbaciones negativas y reducir así su eventual impacto sobre el empleo.

20.9.2019.



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

### LA RELACIÓN ENTRE LAS TASAS DE VARIACIÓN MEDIAS ANUALES Y LAS INTERTRIMESTRALES DEL PIB: IMPLICACIONES PARA LAS PROYECCIONES Y EL ANÁLISIS MACROECONÓMICO

José González Mínguez y Carmen Martínez Carrascal

Publicado el 18 de septiembre de 2019

La tasa media anual de crecimiento del PIB se puede formular, algebraicamente, como una media ponderada de las tasas de crecimiento intertrimestral del año precedente y del año corriente. En ocasiones, esa relación puede dar lugar a resultados contraintuitivos y a interpretaciones erróneas sobre la evolución de la economía. Así, por ejemplo, una misma evolución del producto, en términos de las tasas intertrimestrales, a lo largo del año corriente, puede originar medias anuales muy distintas en función de cuál fuera la trayectoria del PIB en el año anterior. Además, dadas unas cifras de crecimiento intertrimestral en los cuatro trimestres de un determinado año, la media de crecimiento del PIB será mayor cuanto antes se hayan producido, dentro del transcurso del año, los aumentos intertrimestrales más elevados.

Por último, en el contexto de las proyecciones macroeconómicas, el análisis de las tasas de crecimiento del PIB en media anual suele tener preeminencia, en la medida en que ofrecen una versión resumida de las perspectivas. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las revisiones de las proyecciones para el año corriente de un determinado signo (por ejemplo, al alza) pueden recoger cambios de dos tipos: por un lado, la publicación de nuevos datos de Contabilidad Nacional para los trimestres pasados más favorables que los conocidos con anterioridad; por otro, una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento para los trimestres que faltan para concluir el año. Por tanto, sería erróneo concluir, por la mera observación de que se haya producido una revisión al alza del crecimiento medio anual, que ha tenido lugar una mejora de las perspectivas económicas.

### LAS PREVISIONES MACROECONÓMICAS DEL BANCO DE ESPAÑA A LA LUZ DE UN MODELO ECONOMÉTRICO

Gergely Ganics y Eva Ortega

Publicado el 11 de septiembre de 2019

La realización de proyecciones de variables macroeconómicas es una labor importante del Banco de España para el adecuado seguimiento de la situación

económica. Las proyecciones macroeconómicas se elaboran mediante la utilización conjunta de diversos modelos econométricos y del juicio de los expertos. Este artículo compara las proyecciones del crecimiento del producto interior bruto (PIB) y de la inflación españolas publicadas por el Banco de España con las que se obtendrían automáticamente a partir de un modelo econométrico alternativo. Este ejercicio revela que las proyecciones del Banco de España superan a las del modelo econométrico en términos de su grado de aproximación a las variables citadas —PIB e inflación—, esto es, cometan menores errores de predicción. Se confirma así que la información proporcionada por la opinión de los expertos mejora la precisión de las proyecciones, sobre todo en horizontes cortos, y en particular a la hora de hacer pronósticos sobre el crecimiento del PIB. Se encuentra, además, que, en la última década, predecir con precisión la inflación ha resultado considerablemente más difícil que en el caso del crecimiento del PIB.

## **EVOLUCIÓN RECENTE DEL MERCADO DEL ALQUILER DE VIVIENDA EN ESPAÑA**

David López-Rodríguez y María de los Llanos Matea

Publicado el 1 de agosto de 2019

La proporción de población que reside en viviendas de alquiler en España es reducida en relación con la de las principales economías de la Unión Europea. No obstante, en los últimos años se aprecia una tendencia creciente del peso relativo del alquiler en el mercado residencial español, cuya mayor relevancia y dinamismo se concentran en determinados colectivos (fundamentalmente, hogares jóvenes, inmigrantes y trabajadores temporales) y en áreas geográficas específicas (sobre todo, Madrid, Cataluña, Baleares y Canarias). La dificultad de los colectivos con menor renta para incrementar sus ingresos por la aún elevada incidencia del desempleo, la escasa duración de los nuevos contratos laborales o la mayor relevancia de la jornada reducida habrían aumentado la demanda de alquiler residencial, especialmente entre los hogares jóvenes. La reducción del promedio de las ratios préstamo-precio de las nuevas hipotecas, la concentración de la actividad económica en zonas geográficas con una oferta rígida de vivienda residencial o la fiscalidad asociada a la vivienda serían otros factores que habrían contribuido a un notable incremento de la demanda en el mercado del alquiler residencial en España. El aumento de la demanda concentrada en determinados mercados, frente a una oferta de alquiler residencial relativamente rígida en el corto plazo, explicaría el dinamismo de los precios de oferta del alquiler en esas localizaciones. Esta fortaleza de la demanda en determinados mercados habría sido contrarrestada solo parcialmente por el incremento de la oferta privada tras la entrada de nuevos agentes profesionalizados en el mercado del alquiler, que habría sido incentivada por el aumento de la rentabilidad bruta del alquiler residencial en el período 2014-2017. El menor dinamismo de la oferta se produce en un contexto de debilidad de la oferta pública de alquiler, y en el que aparecen fines alternativos para la vivienda residencial, como el alquiler vacacional. Un análisis más completo del mercado del alquiler residencial en España exigiría disponer de mayor

información sociodemográfica y económica, incluido el precio del alquiler, a nivel municipal o con la mayor desagregación geográfica posible.

## **EVOLUCIÓN RECENTE DE LA FINANCIACIÓN Y DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO**

Pana Alves, Fabián Arrizabalaga, Javier Delgado e Irene Roibás

Publicado el 24 de julio de 2019

Este trabajo inicia una serie de artículos analíticos que, con periodicidad semestral, estudiarán la evolución reciente de la financiación captada por el sector privado no financiero español y la exposición crediticia de las entidades de depósito residentes frente a dicho sector. Así, en los primeros meses de 2019, las condiciones de acceso a la financiación bancaria para los hogares y las empresas españolas continuaron siendo muy holgadas; sin embargo, después de varios años en los que estas han venido relajándose, empiezan a apreciarse síntomas de agotamiento en esta tendencia. A pesar de ello, el saldo vivo de crédito frente a este sector de las entidades de depósito mantuvo su tendencia descendente en el primer trimestre de 2019, al reducirse un 2,1 % en tasa interanual. Esto no fue óbice para que la tasa de dudosos continuara reduciéndose.

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

Álvaro Menéndez Pujadas

Publicado el 23 de julio de 2019

Los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios evidencian, en general, una evolución algo menos expansiva de la oferta de crédito, tanto en España como en la Unión Económica y Monetaria (UEM), durante el segundo trimestre de 2019. Así, los criterios de aprobación de préstamos se endurecieron en España en los dos segmentos de hogares, mientras que en la UEM el endurecimiento afectó a la financiación de empresas y a la de hogares para consumo y otros fines. En cambio, las condiciones de los nuevos préstamos se relajaron algo en el segmento de consumo en nuestro país y en la UEM, mientras que en el de financiación a empresas se suavizaron en España y se endurecieron en la eurozona. Según las entidades nacionales, se habrían reducido la demanda de crédito procedente de las empresas y la de los hogares destinada a consumo y otros fines, en tanto que en la UEM las solicitudes de fondos habrían aumentado de forma generalizada. Por otra parte, las condiciones de acceso a los mercados financieros mayoristas y minoristas se habrían mantenido estables o habrían mejorado en ambas zonas. Según las entidades encuestadas, las medidas regulatorias y supervisoras de capital, apalancamiento o liquidez habrían propiciado un cierto endurecimiento de la oferta de crédito en el primer semestre de 2019, tanto en España como en la eurozona. Por último, la ratio de morosidad

también habría contribuido, entre enero y junio de este año, a un ligero endurecimiento de la oferta en ambas zonas.

## LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES EN LA ZONA DEL EURO EN 2018

Ana del Río y José Antonio Cuenca

Publicado el 11 de junio de 2019

A partir de las cuentas de los sectores institucionales, este artículo describe el comportamiento de la renta, el ahorro, la financiación y la posición patrimonial de los hogares en la zona del euro en 2018. La mejora del mercado de trabajo y el comportamiento más dinámico de los salarios continuaron impulsando la renta de las familias, que, junto con la revalorización de los activos —en particular, la vivienda— y en un entorno de tipos de interés muy bajos, sostuvo el nivel de gasto. La tasa de ahorro experimentó un suave repunte en el conjunto del área, si bien hay amplias divergencias entre países. La demanda de financiación de los hogares ha continuado creciendo de forma moderada, lo que se ha reflejado en una ligera caída de su ratio de endeudamiento.

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

### EL SEMESTRE EUROPEO 2019 Y LAS RECOMENDACIONES ESPECÍFICAS PARA ESPAÑA

Pilar García Perea, Jorge Martínez Pagés, Antonio Millaruelo de Lafuente y Carmen Sánchez Carretero

Publicada el 6 de agosto de 2019

El Semestre Europeo es el proceso durante el cual la Comisión Europea diseña y coordina las políticas económicas de los Estados miembros. El ciclo de 2019 se puso en marcha el 21 de noviembre de 2018 y concluyó el 9 de julio de 2019. En conjunto, se constata una pérdida significativa de impulso reformador de los países, y en especial de los países que presentan desequilibrios macroeconómicos. En el terreno fiscal, las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento constituyen una valiosa hoja de ruta de cara al necesario proceso de consolidación de las finanzas públicas, si bien su efectividad en el brazo preventivo es todavía incierta. En el ámbito de las políticas estructurales, resultaría de interés explorar la creación de comités nacionales de productividad en aquellos países donde aún no existan.

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

Irune Solera y Mario Izquierdo

Publicada el 25 de julio de 2019

La Encuesta de Población Activa (EPA) mostró una moderación en el ritmo de crecimiento del empleo en el segundo trimestre de 2019, con un avance interanual del 2,4 %, 0,8 puntos porcentuales (pp) por debajo del ritmo alcanzado en el primer trimestre. En términos intertrimestrales de la serie desestacionalizada, se estima un aumento del empleo del 0,3 %, cuatro décimas por debajo respecto al del trimestre pasado. El menor avance del empleo en el segundo trimestre del año se concentró en el colectivo de asalariados y, en especial, en los asalariados temporales. La población activa mantuvo la tendencia de suave recuperación de los trimestres pasados, hasta un avance del 0,9 %, apoyada en el crecimiento de la población extranjera. Por su parte, el ritmo interanual de reducción de los desempleados se redujo hasta el -7,4 %, tras el -11,6 % previo, con un aumento trimestral, en términos

desestacionalizados, del 0,5 %, tras los descensos ininterrumpidos de los seis últimos años. Esta evolución situó la tasa de paro en el 14 %, 1,3 pp inferior a la observada un año antes.

## LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA EN 2018

Mario Alloza, Mar Delgado-Téllez, Blanca García-Moral y Víctor González-Díez

Publicada el 3 de julio de 2019

Esta nota analiza la situación de la deuda de las Administraciones Públicas españolas en el año 2018. La deuda pública se redujo hasta el 97,1 % del PIB, debido principalmente al elevado crecimiento económico. La vida media de la deuda se situó en siete años y medio, con un peso de los valores del 86,4 % de la deuda total y una mayor participación de las tenencias de los no residentes. Por subsectores, la Administración Central sigue siendo el más endeudado, con un 86,7 % del PIB, si bien la financiación a otros subsectores se ha incrementado hasta 18,9 puntos porcentuales del PIB. Por último, este artículo ofrece una descripción en detalle del proceso de desendeudamiento de las Corporaciones Locales.

## 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/bde/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 Pùblicas	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	IPPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CE	Comisión Europea	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día ( <i>Euro Overnight Index Average</i> )	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros ( <i>Euro Interbank Offered Rate</i> )	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del Mundo
EPA	Encuesta de población activa	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEPP	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 (leva búlgara)
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 croata)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forinto húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (eslòti 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.
—	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.