

BOLETÍN ECONÓMICO

4/2019

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema







## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### 1 Principales mensajes 7

### 2 Los mercados financieros internacionales 45

### 3 Entorno exterior de la economía española 48

### 4 La economía española 58

#### Recuadros

- 1 La economía de Estados Unidos: elementos de resistencia y de vulnerabilidad 13
- 2 La incidencia de la economía china en la UEM y en España a través de las cadenas europeas de valor 16
- 3 Perspectivas y valoración de la política fiscal en el área del euro en 2020 19
- 4 La evolución de las condiciones financieras de la economía española a la luz de las comunicaciones y decisiones del BCE en los últimos meses 23
- 5 Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE 26
- 6 La relación entre la evolución del consumo y el empleo durante la recuperación 29
- 7 La revisión *benchmark* 2019 de la Balanza de Pagos/PII y la Contabilidad Nacional: aspectos metodológicos y algunas implicaciones para el análisis de la economía española 32
- 8 La reciente desaceleración de la actividad desde una perspectiva sectorial 36
- 9 Relación entre el crecimiento del PIB y el del empleo en la economía española 41

Artículos Analíticos 71

Notas Económicas 77

Publicaciones del Banco de España 79

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 80

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



## 1 PRINCIPALES MENSAJES

**El tramo final de 2019 se ha caracterizado por la aparición de algunos indicios, aún muy incipientes, de estabilización del ritmo de crecimiento mundial.** Estas señales son, por el momento, muy tentativas y deberán ser confirmadas en los próximos meses. Tras el gradual empeoramiento que había venido observándose desde la primavera de 2018, estos indicios algo más favorables han venido acompañados de una cierta moderación del grado de incertidumbre en torno a varios focos de riesgo. Por un lado, las autoridades chinas y estadounidenses han venido lanzando algunos mensajes, a veces contradictorios, que apuntan en la dirección de una cierta distensión en el conflicto comercial que enfrenta a ambos países. Por otro lado, en relación con el *brexit*, el resultado de las recientes elecciones británicas parece haber reducido, por el momento, la probabilidad de que se materialice el escenario más desfavorable de una salida de la UE sin un acuerdo previo por parte del Reino Unido. Con todo, solo la conclusión de un nuevo acuerdo comercial, cuya negociación no se prevé ni sencilla ni rápida, podrá disipar este foco de incertidumbre.

**Este escenario algo más favorable se ha reflejado en un cierto aumento del apetito por el riesgo en los mercados financieros.** Aunque con altibajos, relacionados principalmente con los vaivenes de las negociaciones entre Estados Unidos y China, estos desarrollos han llevado aparejadas moderadas alzas bursátiles, un modesto repunte de las rentabilidades de la deuda soberana en las economías avanzadas y una compresión de los diferenciales de la deuda corporativa.

**Las señales de estabilización de la actividad observadas a escala global han sido patentes también en el área del euro.** Dado su elevado grado de apertura al exterior, esta región se ha visto particularmente afectada en el último año y medio por el debilitamiento de los intercambios comerciales. Además, el área del euro ha padecido con particular intensidad las perturbaciones específicas que han recaído sobre el sector del automóvil. La pérdida de empuje de la actividad ha sido más acusada en las ramas manufactureras, más dependientes de los intercambios comerciales, que en el sector servicios, cuya vinculación con la demanda interna es mayor, en un contexto en el que la evolución del gasto de hogares y de empresas ha seguido viéndose favorecida por las condiciones financieras favorables y, en el caso del consumo privado, por los aumentos de salarios reales y por la fortaleza del empleo. No obstante, los indicadores de actividad del sector servicios han tendido también a mostrar un cierto deterioro, que, por ramas, ha sido más intenso en las que tienen mayores vínculos con la actividad manufacturera. En todo caso, la información más reciente apunta a una estabilización del ritmo de avance del producto, aunque a tasas muy reducidas.

**Las proyecciones más recientes del Eurosistema apenas han comportado modificaciones de las sendas esperadas de evolución del PIB y de la inflación en los próximos años<sup>1</sup>.** Tras varios trimestres consecutivos en los que las perspectivas de evolución de la actividad en el área habían sido revisadas a la baja, las proyecciones de diciembre, que, por primera vez, abarcan el año 2022, mantienen casi inalterada la senda de crecimiento del PIB. Esto es el resultado, por un lado, de un empeoramiento del contexto exterior frente a las proyecciones hechas tres meses antes y, por otro, de un mayor apoyo esperado de la política fiscal. En el ámbito de los precios, las nuevas proyecciones tampoco comportan cambios significativos con respecto a las anteriores. En 2022, al final del nuevo horizonte de proyección, la tasa de inflación se situaría, en media anual, en el 1,6 %, relativamente alejada todavía, por tanto, del objetivo de la política monetaria.

**El debate sobre la combinación más adecuada de políticas económicas está virando hacia un papel más activo de la política fiscal.** La resistencia de las tasas de inflación a converger hacia los objetivos de medio plazo de la política monetaria y el debilitamiento de la actividad y del comercio globales desde comienzos de 2018 han impulsado el debate acerca de la contribución más apropiada que la política monetaria y la política fiscal pueden realizar para la superación de esta situación. Hasta la fecha, la política monetaria ha hecho una aportación decisiva para ayudar a revertir esta dinámica. Sin embargo, el estrechamiento del margen de actuación de esta herramienta de política económica ha dado pie a que se abogue por un uso más activo de la política fiscal, especialmente dada la evidencia de que la capacidad de una expansión presupuestaria para afectar positivamente a la actividad y a los precios es precisamente mayor cuando los tipos de interés se encuentran en las proximidades de su cota inferior. En el caso concreto del área del euro, esto aconseja que los países en una posición fiscal más favorable utilicen el margen disponible para impulsar políticas presupuestarias expansivas, centradas particularmente en proyectos de inversión con un impacto positivo elevado sobre el crecimiento de largo plazo<sup>2</sup>. Sin embargo, existe un amplio consenso en que la prioridad para aquellas otras economías con niveles de deuda elevados, como es el caso de España, debe continuar siendo alcanzar una posición presupuestaria más saneada, de modo que se genere un margen de maniobra mayor para combatir una eventual desaceleración más acusada de la actividad. En cualquier caso, la carencia de instrumentos en el área del euro que hagan que las políticas fiscales diseñadas en el ámbito nacional den lugar a una orientación presupuestaria adecuada a escala agregada hace necesario el diseño de instrumentos fiscales centralizados que cumplan ese objetivo.

---

1 Véanse las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019*.

2 Véase el recuadro 3, «*Perspectivas y valoración de la política fiscal en el área del euro en 2020*», de este Informe.



**PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)**

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 27 de noviembre 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 cuarto trimestre de 2019 es la media de las tasas interanuales de los meses de octubre y noviembre.

**El ritmo de avance de la economía española, que también ha acusado el empeoramiento del contexto exterior, se habría estabilizado en el tramo final del año.** Como en el conjunto del área del euro, la realimentación entre el aumento de la incertidumbre y la desaceleración de la demanda mundial ha afectado desde 2018 en particular a la evolución de las ramas manufactureras, contribuyendo a la desaceleración del producto. No obstante, el curso de la actividad industrial ha sido comparativamente más favorable a lo largo de este año que en las restantes economías de mayor tamaño de la UEM. Además, aunque (al igual que en estas últimas) las ramas de servicios han acusado la marcha desfavorable de las manufacturas, el impacto ha sido asimismo menos severo, particularmente en comparación con Alemania y con Italia, lo que, en parte, refleja el menor peso de la facturación del sector servicios que tiene como destino la industria manufacturera<sup>3</sup>.

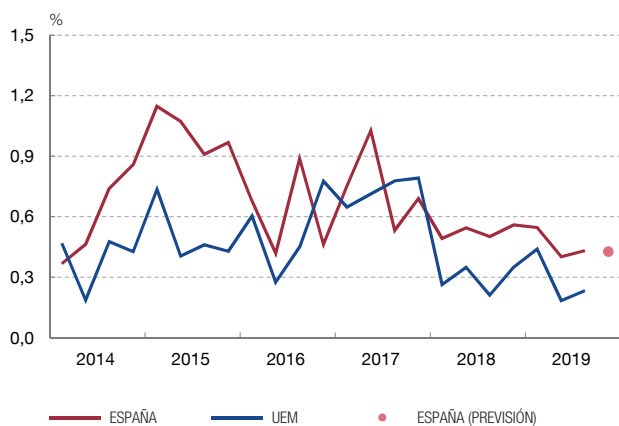
**La moderación de la actividad en España a lo largo de 2019 se debe también, en parte, a la pérdida de dinamismo de la demanda interna.** Las fases iniciales de la recuperación se caracterizaron por repuntes muy pronunciados de los distintos componentes del gasto interno. En particular, en esa etapa se llevó a cabo un volumen importante de decisiones de consumo de bienes duraderos y de inversión empresarial y residencial que habían sido pospuestas con la crisis. Este proceso de

3 Véase el recuadro 8, "La reciente desaceleración de la actividad desde una perspectiva sectorial", de este Informe.

**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 cuarto 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 cuarto trimestre es una proyección del Banco de España.



puesta al día estaría ya, en su mayor parte, culminado, contribuyendo, junto con el impacto de la mayor incertidumbre, a explicar la desaceleración de la demanda interna<sup>4</sup>.

**Como consecuencia de estos desarrollos, el avance del PIB en los dos trimestres centrales de 2019, del 0,4%, fue de los más bajos desde que comenzara la recuperación.** No obstante, como a lo largo de toda esta etapa, la economía española ha continuado creciendo a tasas mayores que el conjunto del área del euro. La expansión del producto ha seguido apoyándose en la demanda interna, como se desprende, más allá de la volatilidad de corto plazo, de la consideración conjunta de ambos trimestres.

**La información disponible para el último trimestre del año apunta a un crecimiento del PIB similar al del trimestre anterior.** El mantenimiento de condiciones de financiación holgadas, al que está contribuyendo la orientación expansiva de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), y el continuado saneamiento de la posición patrimonial del sector privado constituyen elementos de soporte de las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas. Además,

4 Véase el recuadro 6, «La relación entre la evolución del consumo y el empleo durante la recuperación», de este Informe.

en el caso de los hogares, el aumento de sus rentas, sobre la base de la fortaleza de la creación de empleo y del crecimiento de los salarios reales, está permitiendo también que repunte el ahorro. Sin embargo, las rentas de las empresas han comenzado a mostrar un menor dinamismo. Por su parte, los flujos de comercio exterior están experimentando una cierta aceleración en los meses recientes, lo que refleja, en gran parte, el avance más pronunciado de las exportaciones e importaciones relacionadas con el sector del automóvil, que un año antes habían experimentado un retroceso significativo como consecuencia de la entrada en vigor de la nueva normativa de emisiones.

**En los últimos meses se ha mantenido un ritmo de creación de puestos de trabajo similar al que viene observándose desde la primavera, más moderado que con anterioridad.** En términos de la serie de afiliados a la Seguridad Social, la evolución del empleo hasta noviembre sugiere que la tasa intertrimestral de esta variable en el último trimestre del año podría ser, como en el tercero, del 0,4 %, lo que supone una estabilización del ritmo de creación neta de puestos de trabajo en cotas más reducidas que las observadas en 2018, cuando los crecimientos intertrimestrales se situaron entre el 0,7 % y el 0,8 %.

**La tasa de inflación permanece en niveles reducidos.** En noviembre, el crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) repuntó ligeramente —hasta el 0,5 %—, tres décimas más que en los dos meses anteriores, lo que se debió, en parte, a los efectos base de la evolución del precio del petróleo de hace un año sobre el componente energético y, en parte, a la prolongación del repunte del componente de alimentos. Sin embargo, la inflación subyacente fue del 1,1 % en noviembre, tasa muy similar a la que viene observándose desde finales de 2017. Por el momento, no se ha observado, por tanto, una transmisión a los precios finales del repunte relativamente pronunciado que los costes laborales unitarios han mostrado desde entonces.

**Las proyecciones más recientes del Banco de España prevén una prolongación de la fase expansiva en el próximo trienio<sup>5</sup>.** Bajo los supuestos utilizados, que son los del ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre<sup>6</sup>, se espera que las incertidumbres que vienen obstaculizando la evolución de la actividad y del comercio mundiales desde hace año y medio se disipen progresivamente más allá del corto plazo, dando lugar a una recuperación gradual de la demanda externa y, en consecuencia, a un mejor tono de la actividad exportadora. Al mismo tiempo, el agotamiento de algunos de los impulsos expansivos recientes haría que las tasas de crecimiento del PIB experimenten una cierta moderación adicional, convergiendo

---

5 Véase *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2019*.

6 Véase «Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, December 2019», BCE.

hacia los ritmos de avance del producto potencial. Esos impulsos menguantes incluyen el agotamiento de la demanda de consumo y de inversión embalsada durante la crisis y el tono neutral que se proyecta en el caso de la política presupuestaria, frente a la orientación expansiva reciente.

**Como se ha descrito al inicio del presente epígrafe, este escenario central de expansión de la actividad continúa, como en el pasado reciente, sometido a riesgos a la baja, cuya intensidad ha tendido, no obstante, a moderarse algo recientemente.** Los riesgos de que el crecimiento del producto no llegue a alcanzar los ritmos proyectados se derivan principalmente del contexto exterior, en la medida en que las tensiones comerciales tengan un grado de persistencia mayor que el contemplado en el escenario central, surjan nuevas dificultades en el proceso del *brexit* o las políticas expansivas aplicadas en China no sean suficientemente exitosas para mitigar la desaceleración de esa economía<sup>7</sup>.

**La reducción de la vulnerabilidad de la economía española ante futuras perturbaciones requiere un impulso decidido a las medidas de consolidación presupuestaria y a la agenda de reformas estructurales.** En el plano interno, la prolongación de la fase expansiva se vería reforzada con la constitución de un gobierno estable que pusiera en práctica políticas orientadas a retomar la consolidación fiscal, favoreciendo así la ampliación del margen de maniobra presupuestaria frente a eventuales situaciones adversas, y que impulsara medidas dirigidas a aumentar el crecimiento a largo plazo. Por un lado, en el ámbito fiscal, la reducción del déficit se ha apoyado, a lo largo de la recuperación, sobre todo en los efectos favorables del ciclo económico y en la disminución de los gastos por intereses, como consecuencia de la disminución de los costes de financiación. Sin embargo, apenas se han producido avances en la corrección del déficit estructural, lo que limita la capacidad de la política fiscal para afrontar un eventual cambio en el ciclo económico. Por otro lado, es preciso retomar la agenda pospuesta en los últimos años de adopción de las reformas necesarias para aumentar la productividad de la economía y su capacidad de creación de empleo.

---

7 Véase el recuadro 2, «La incidencia de la economía china en la UEM y en España a través de las cadenas europeas de valor», de este Informe para una evaluación de las consecuencias de distintos escenarios alternativos de evolución de la economía china.

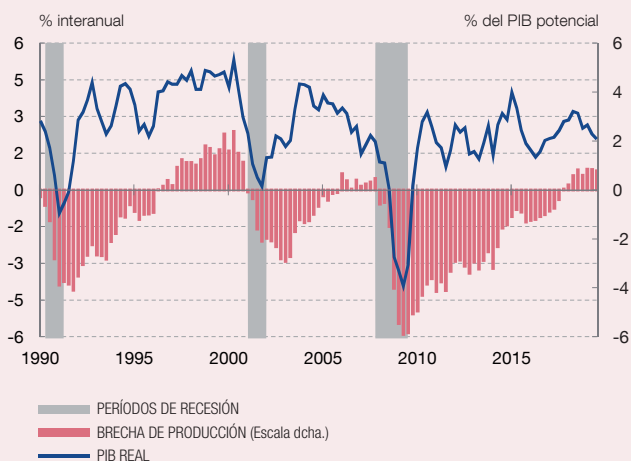
**LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS: ELEMENTOS DE RESISTENCIA Y DE VULNERABILIDAD**

La economía de Estados Unidos se ha desacelerado en los últimos trimestres, afectada, principalmente, por la debilidad de la actividad económica global y, en el ámbito nacional, por el agotamiento de los estímulos fiscales. Dado su peso en el contexto internacional, resulta relevante valorar hasta qué punto es probable que la desaceleración de la economía estadounidense se intensifique en los próximos trimestres. Para ello, en este recuadro, se describen los principales pilares que sustentarían el crecimiento de esta economía en el corto plazo, los riesgos y vulnerabilidades más relevantes a los que se enfrenta y el margen de actuación de la política económica que estaría disponible para tratar de mitigar un eventual deterioro adicional de la actividad.

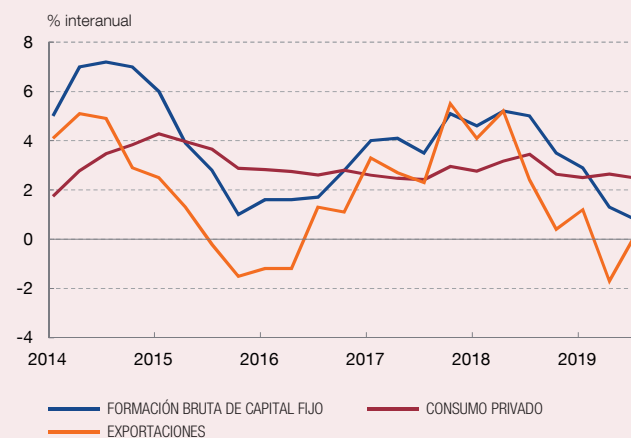
En el último año, el crecimiento del PIB de Estados Unidos se ha desacelerado desde tasas interanuales del entorno del 3 % hasta aproximadamente el 2 %, ritmo de avance muy similar al crecimiento potencial, estimado por la Reserva Federal en el 1,9 % (véase gráfico 1.1). El avance de la economía estadounidense durante este período ha descansado, fundamentalmente, en el dinamismo del consumo privado (véase gráfico 1.2), que se ha visto favorecido por los avances de la renta y de la riqueza de los hogares. En concreto, la positiva evolución del mercado de trabajo en los últimos años ha propiciado el aumento de la renta de las familias, tanto por el incremento del empleo como por el de los salarios, que han crecido por encima de la inflación (véase gráfico 1.3). Hacia delante,

Gráfico 1  
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE ESTADOS UNIDOS

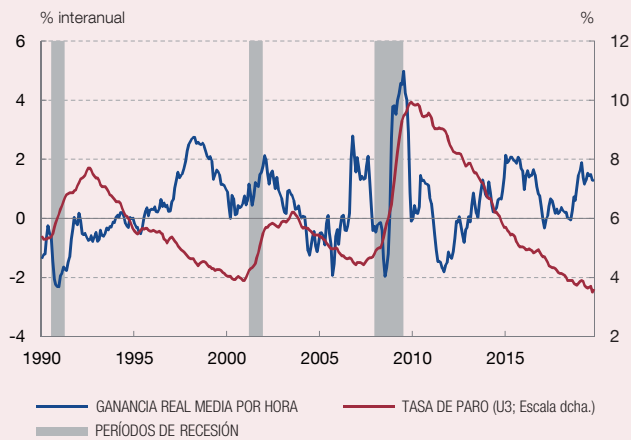
1 CRECIMIENTO DEL PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN



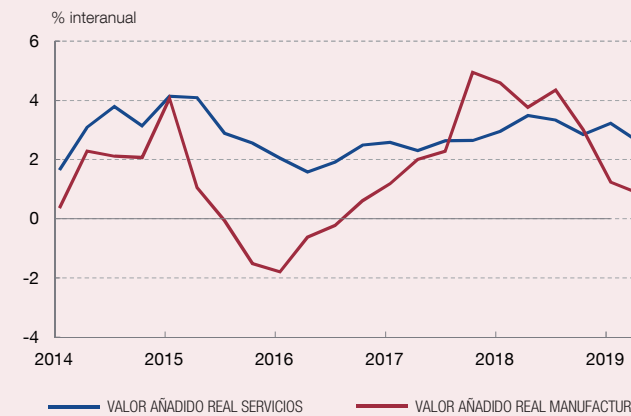
2 COMPONENTES DEL PIB



3 TASA DE PARO Y CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS



4 CRECIMIENTO DEL VALOR AÑADIDO, POR SECTORES



FUENTES: Congressional Budget Office, National Bureau of Economic Research, US Bureau of Economic Analysis y US Bureau of Labor Statistics.

**LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS: ELEMENTOS DE RESISTENCIA Y DE VULNERABILIDAD (cont.)**

aunque se aprecian algunos signos de moderación en el ritmo de creación de empleo, es probable que este siga siendo suficiente para acomodar las nuevas incorporaciones de trabajadores a la población activa y para mantener, en consecuencia, la tasa de paro en mínimos históricos. Otros indicadores también apuntan a la solidez del mercado de trabajo en el corto plazo, como el bajo número de despidos o el elevado número de empleados que cesan voluntariamente su relación laboral. Por otra parte, la riqueza neta de los hogares ha alcanzado recientemente nuevos máximos históricos, gracias a la revalorización de los activos inmobiliarios y de renta variable, al tiempo que se afianzaba el proceso de desapalancamiento de la deuda de los hogares iniciado tras la crisis financiera. Por el contrario, un elemento de menor soporte del gasto de estos agentes de cara al futuro podría venir dado por el reducido nivel de la tasa de ahorro, que, no obstante, ha experimentado un ligero repunte en la etapa más reciente, tras alcanzar mínimos históricos.

Frente a la fortaleza del consumo, la inversión empresarial y el sector exterior han mostrado últimamente evidentes síntomas de debilidad, que, de mantenerse en los próximos trimestres, podrían trasladarse a las dinámicas de empleo y consumo<sup>1</sup>. En el caso de la inversión, la persistente escalada de las tensiones comerciales y la desaceleración económica global han propiciado un deterioro de las expectativas empresariales. Ello ha lastrado el comportamiento de la inversión, especialmente en bienes de equipo, partida que se ha visto muy afectada por el impacto negativo que la desaceleración del comercio mundial ha tenido sobre el sector manufacturero (véase gráfico 1.4). Además, la caída en los precios del petróleo habría contribuido a la reciente debilidad de la inversión en la industria extractiva de esta materia

prima. Más allá de estos factores globales, el aumento de los costes laborales reales y la reducción de los márgenes empresariales también podrían estar afectando negativamente al dinamismo de la inversión<sup>2</sup>.

En cuanto al sector exterior, la debilidad generalizada del comercio mundial y la escalada de las tensiones proteccionistas han perjudicado notablemente a las exportaciones estadounidenses, lo que habría contribuido al deterioro observado de la balanza comercial y por cuenta corriente. Esta última muestra en la actualidad un déficit cercano al 3% del PIB, alrededor de medio punto superior al nivel vigente antes del inicio de la desaceleración del comercio global y de la aplicación de medidas proteccionistas por parte de la Administración Trump y que, según los cálculos del FMI, se alejaría todavía más del nivel que se derivaría de sus determinantes fundamentales<sup>3</sup>.

Considerada en su conjunto, la información disponible sugiere que la economía de Estados Unidos podría encontrarse ya en una fase madura del ciclo y que su dinamismo estaría siendo penalizado por la debilidad económica global y por algunas fuentes persistentes de incertidumbre, tales como las tensiones comerciales. No obstante, la fortaleza de los determinantes del consumo privado y, en particular, del mercado de trabajo no apunta a que la desaceleración reciente de la actividad vaya a intensificarse de forma significativa en el corto plazo<sup>4</sup>. En este sentido, las previsiones de la Reserva Federal señalan que el crecimiento del PIB en 2020 (2%) sería solo ligeramente inferior al que se espera para 2019 (2,2%).

Cabe resaltar, no obstante, que la economía estadounidense ha acumulado durante la actual fase

- 1 Cabe destacar que, frente al comportamiento del componente de equipo, la inversión residencial ha experimentado una cierta recuperación en los últimos meses, en un contexto de menores tipos de interés hipotecarios, tras el debilitamiento de sus perspectivas observado hace unos meses. Véase, por ejemplo, Banco de España (2019), «La desaceleración del mercado de la vivienda en Estados Unidos», *Boletín Económico*, 1/2019, recuadro 3.
- 2 Utilizando datos agregados de Estados Unidos desde 1970, O. Emre encuentra que los malos resultados empresariales suelen preceder a caídas en la actividad económica, con especial incidencia en la inversión. Véase O. Emre (2016), *Recession probabilities, Economic Commentary*, Banco de la Reserva Federal de Cleveland.
- 3 Fondo Monetario Internacional (2018), *2018 external sector report: tackling global imbalances amid rising trade tensions*, julio.
- 4 Los modelos basados en la pendiente de la curva de rendimientos de los bonos soberanos estadounidenses estiman que la probabilidad de que esta economía entre en recesión en los próximos doce meses rondaría el 35%. No obstante, el poder predictivo de estos modelos está en entredicho en el contexto actual, puesto que las primas a plazo están históricamente comprimidas por el efecto de las políticas monetarias expansivas adoptadas a escala global. Véase J. C. Berganza y A. Fuertes (2018), «El aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

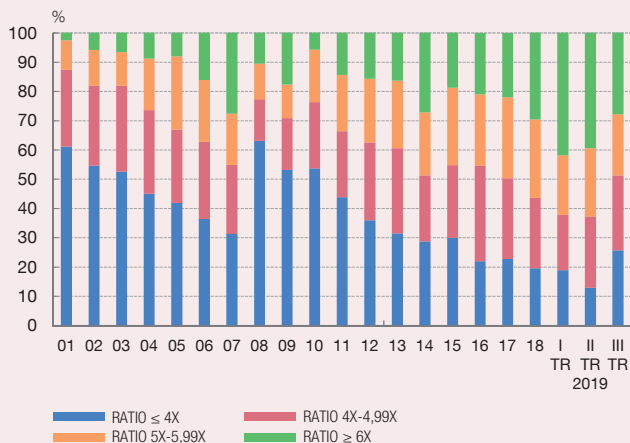
**LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS: ELEMENTOS DE RESISTENCIA Y DE VULNERABILIDAD (cont.)**

expansiva ciertas vulnerabilidades que podrían condicionar el desempeño futuro de la actividad. Al mismo tiempo, el espacio disponible para aplicar políticas contracíclicas es más reducido en el momento presente que en ciclos anteriores. En cuanto a las vulnerabilidades, destaca el elevado endeudamiento empresarial, especialmente en los segmentos de mayor riesgo (véase gráfico 2.1). También existen algunos indicios de sobrevaloración en los mercados financieros, que podrían guardar relación con la búsqueda de mayores rentabilidades a expensas de la asunción de un mayor riesgo<sup>5</sup>. Por lo que respecta al margen de actuación de

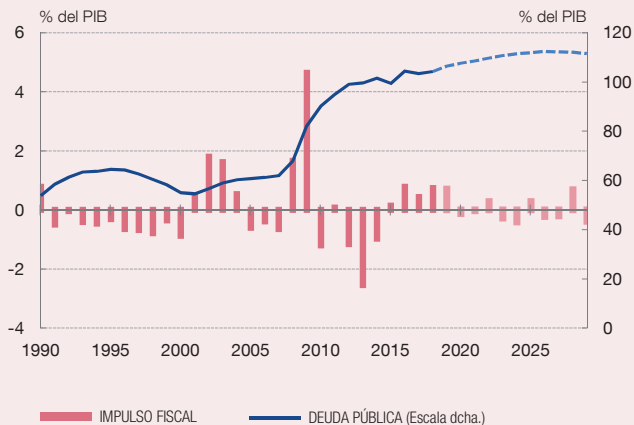
la política económica, las medidas presupuestarias expansivas aprobadas a finales de 2017 han deteriorado sensiblemente las cuentas públicas, a juicio de la Congressional Budget Office (CBO), lo que podría haber reducido el espacio fiscal disponible para amortiguar cualquier perturbación negativa en el futuro<sup>6</sup>. Además, el impulso fiscal asociado a esas medidas se revertirá a partir de 2020, contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB (véase gráfico 2.2). Asimismo, el espacio de la política monetaria es más limitado que en ciclos anteriores por la proximidad al límite inferior efectivo de los tipos de interés<sup>7</sup>.

Gráfico 2  
RIESGOS Y VULNERABILIDADES DE LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS

1 DISTRIBUCIÓN DEL VOLUMEN DE CRÉDITOS APALANCADOS, POR RATIO DE DEUDA SOBRE EBITDA (a)



2 IMPULSO FISCAL Y DEUDA PÚBLICA (b)



FUENTES: Congressional Budget Office y Reserva Federal.

- a Créditos con alto coeficiente de deuda sobre capital propio y que conllevan un riesgo elevado de impago. Ebitda se refiere a beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Datos trimestrales para 2019.
- b La línea punteada y las barras más claras representan la previsión de la CBO.

5 Fondo Monetario Internacional (2019), *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*, octubre.  
 6 Congressional Budget Office (2019), *The 2019 long-term Budget Outlook*, junio.  
 7 S. Párraga, P. del Río y J. L. Vega (2019), «La revisión del marco de política monetaria de la Reserva Federal», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España.

**LA INCIDENCIA DE LA ECONOMÍA CHINA EN LA UEM Y EN ESPAÑA A TRAVÉS DE LAS CADENAS EUROPEAS DE VALOR**

Las repercusiones globales de la evolución económica de China son cada vez más importantes, dados el aumento de su peso en la economía mundial en las últimas décadas y su papel central en los flujos multilaterales de comercio (véase gráfico 1). Las relaciones comerciales entre países presentan en la actualidad formas más complejas que hace algunas décadas, en un contexto caracterizado por la fragmentación internacional de la producción a través de las llamadas «cadenas globales de valor». A modo de ilustración, las exportaciones de España a China, que pueden incorporar valor añadido de terceros países, presentan un uso final, bien como demanda interna del país asiático, o bien como insumo para una nueva exportación de este último a otros países. Asimismo, una parte de las exportaciones españolas a otros países se incorporará a la producción de bienes y de servicios, que, a su vez, estos terminarán exportando a China. Por ejemplo, en el caso de España, casi la mitad de las exportaciones al resto de la Unión Europea son de bienes y de servicios intermedios, que sirven como insumos en la producción de otros bienes y servicios que tiene lugar en estos países.

Este recuadro explora un aspecto particular de la relación comercial de la economía china con el área del euro y con España: los vínculos a través de las cadenas europeas de valor. Para ello se utiliza la información contenida en las tablas *input-output*<sup>1</sup> mundiales, que permite trazar el origen del valor añadido incorporado en las exportaciones de un país a otro y desglosarlo según su uso final. Utilizando esta aproximación, el recuadro presenta, además, unas estimaciones del impacto de una hipotética desaceleración en China sobre las principales economías del área del euro.

En el gráfico 2 se muestra el valor añadido de la UEM, y de sus cuatro principales economías, atribuible a la demanda interna de China. En el caso concreto de España, este ha aumentado notablemente en los últimos años, hasta situarse en el 0,9% del PIB en 2015, 0,7 puntos porcentuales (pp) más que en 2005. Una parte importante de este vínculo se genera a través de las cadenas

europeas de valor, ya que el 27% del valor añadido español destinado a la demanda interna de China está incorporado en las exportaciones del resto de la Unión Europea (en particular, un 8% a través de las exportaciones de Alemania). En cuanto a la exposición sectorial de España, la demanda interna china es más importante para las ramas de comercio mayorista y minorista, servicios profesionales, transporte, productos químicos, metales y vehículos de motor (véase gráfico 3). Las cadenas europeas de valor están especialmente presentes en los sectores de vehículos de motor y de maquinaria. En términos comparativos, la vinculación de España con China en valor añadido es la mitad de la del área del euro en su conjunto, y la tercera parte de la de Alemania, siendo este último país el más relacionado con la economía asiática de entre las principales economías de la UEM (véase, de nuevo, gráfico 2).

En el gráfico 4 se presentan unas simulaciones del impacto en el valor añadido de la UEM, Alemania, Francia, Italia y España de una hipotética desaceleración de la economía china mayor que la prevista por los principales analistas, usando, de nuevo, la información contenida en las tablas *input-output*. La principal justificación de esta desaceleración se encuentra vinculada al proceso de reequilibrio estructural en el que se encuentra inmersa esta economía, de gran calado y difícil calibración, originado por las políticas en curso de fomento del consumo privado frente a la inversión (con mayor contenido importador), de la demanda interna frente a la externa<sup>2</sup>, y de los servicios frente a la industria. Por tanto, en el gráfico se presentan tres escenarios que aproximan distintos aspectos de este proceso de transformación estructural<sup>3</sup>. En el primer escenario (denominado «sin reequilibrio») se supone que se produce una reducción de la demanda final, pero se mantiene su composición; en el segundo («reequilibrio de la inversión») se considera que la desaceleración adicional se debe en su totalidad a la reducción de la inversión, mientras que en el tercero («reequilibrio de la demanda foránea») se asume una reducción de las importaciones de bienes finales.

1 Véase, por ejemplo, R. Koopman, Z. Wang y S.-J. Wei (2014), «Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports», *American Economic Review*, vol. 104, pp. 459-494.

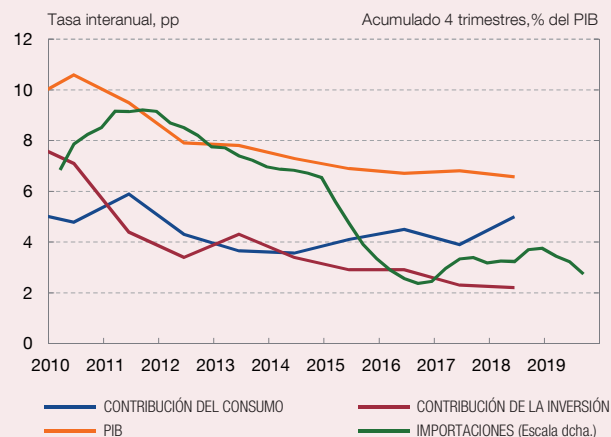
2 El valor añadido foráneo incorporado en las exportaciones de China entre las exportaciones totales de esta economía, que aproxima el contenido importado de las exportaciones, ha caído 9 pp desde 2005.

3 La magnitud de la perturbación en los tres escenarios es equivalente a un 1% del PIB de China. En concreto, se simula un ajuste de alrededor de 100 mm de dólares (un 1% del PIB de China en 2015) en la demanda final (primer escenario), en la inversión (segundo escenario) o en las importaciones de productos finales (tercer escenario).

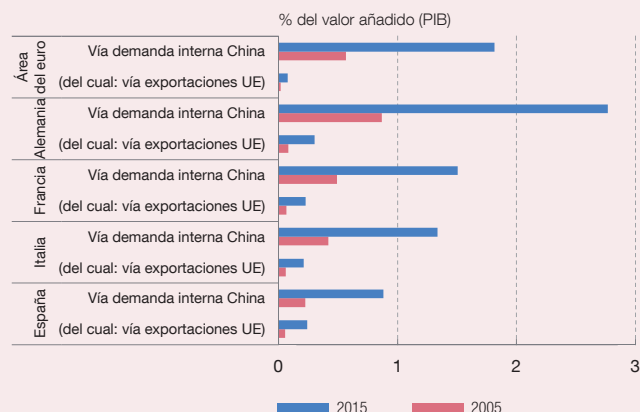


**LA INCIDENCIA DE LA ECONOMÍA CHINA EN LA UEM Y EN ESPAÑA A TRAVÉS DE LAS CADENAS EUROPEAS DE VALOR (cont.)**

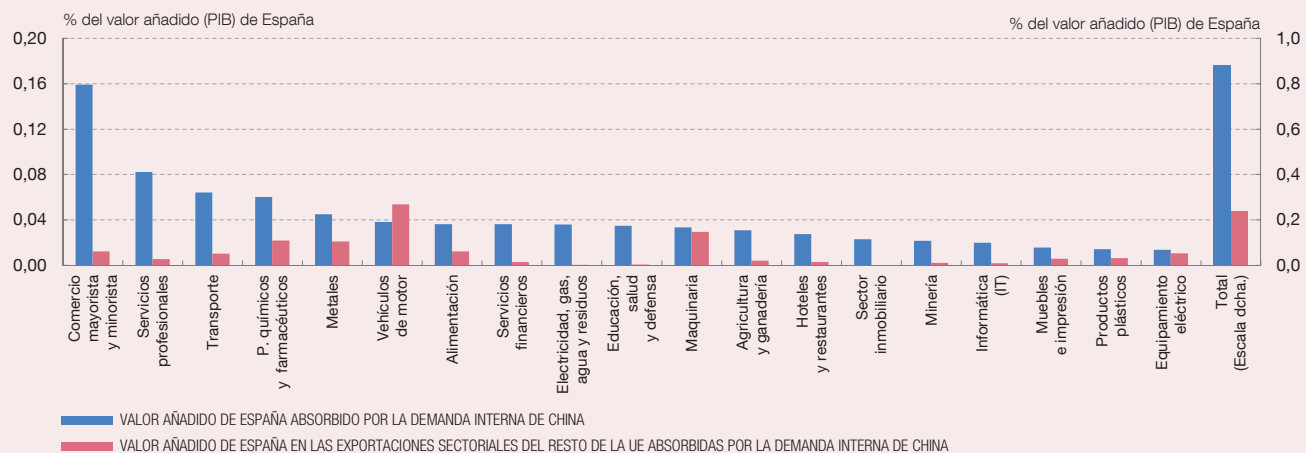
**Gráfico 1**  
CHINA: CRECIMIENTO DEL PIB, CONTRIBUCIONES E IMPORTACIONES



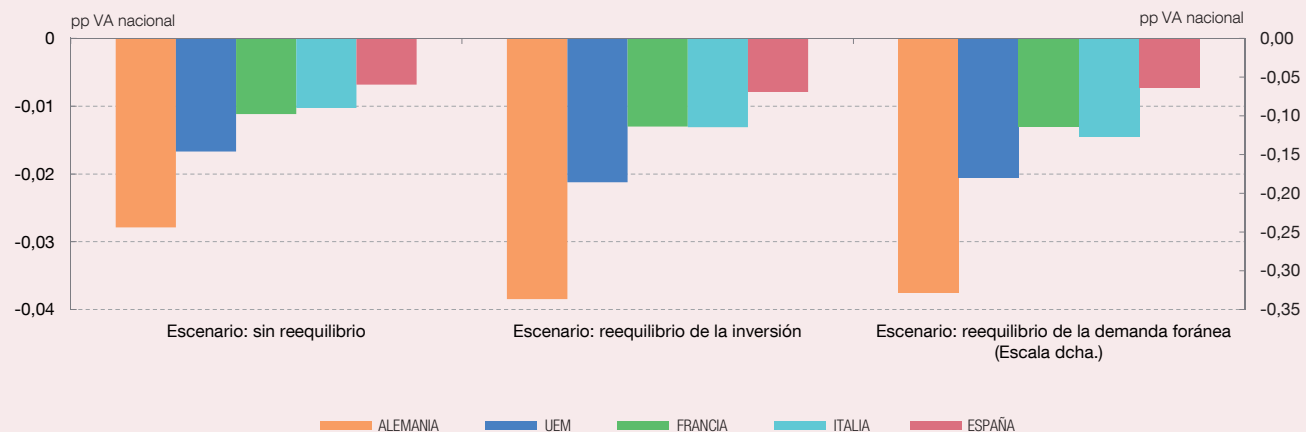
**Gráfico 2**  
UEM: EXPOSICIÓN EN VALOR AÑADIDO A CHINA



**Gráfico 3**  
ESPAÑA: EXPOSICIÓN SECTORIAL EN VALOR AÑADIDO A CHINA EN 2015



**Gráfico 4**  
UEM: SIMULACIONES DEL IMPACTO DE UNA DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN CHINA



**FUENTES:** CEIC, OCDE TIVA y cálculos propios basados en WIOD 2016.

Nota: Estimación del efecto arrastre en una primera ronda bajo la hipótesis de que no se producen cambios en la estructura productiva.

Como se aprecia en el gráfico 4, el mayor efecto adverso corresponde al tercer escenario, de reducción de las importaciones de productos finales. En ese caso, una caída de las importaciones de China de 1 pp del PIB reduce el valor añadido en el área del euro 0,2 pp<sup>4</sup>, principalmente por el efecto sobre la economía alemana. Por su parte, en el segundo escenario se produce un efecto negativo superior al que tendría lugar en un escenario de desaceleración sin reequilibrio, por el contenido importador más elevado que tiene la inversión frente al conjunto de la demanda final, y por la especialización de algunas economías de la UEM en los bienes de equipo. En este sentido, por industrias, la mayor caída se produciría en las manufacturas de bienes de equipo; en concreto, en el sector de maquinaria, cuyo valor añadido se vería reducido 0,5 pp en España y casi 2 pp en Alemania. El menor impacto negativo que registra

la economía española en los tres escenarios simulados se debe, principalmente, al mayor peso que supone la exportación de bienes de consumo y de servicios hacia China en este caso, frente a la importancia más significativa de los bienes de equipo, en particular, en el resto de los países.

En cualquier caso, las simulaciones, aun siendo ilustrativas, presentan ciertas limitaciones, dado que el enfoque usado se centra exclusivamente en las interrelaciones comerciales. En particular, no se analizan otros canales a través de los cuales la desaceleración de China podría afectar a las economías europeas, tales como el impacto que se produciría a través del canal de los mercados de materias primas, del canal del sistema financiero global, o del canal que opera a través de la incertidumbre y de la confianza globales<sup>5</sup>.

---

4 Aproximadamente, el 10 % del valor añadido asociado a las exportaciones del área del euro a China.

5 Tampoco se consideran los efectos dinámicos en la especialización productiva o en la composición del comercio, ni la reacción de los precios. Por ejemplo, X. Bing, M. Roth y D. Santabárbara (2019), «Impacto global de una desaceleración en China», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España, emplean el modelo macroeconómico global NiGEM para simular una caída del crecimiento de China de 1 pp considerando los canales anteriores, y encuentran que su efecto conjunto daría lugar a un impacto negativo sobre las economías del área del euro sensiblemente más acusado que el mostrado en este recuadro.

**PERSPECTIVAS Y VALORACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EL ÁREA DEL EURO EN 2020**

Los países de la zona del euro presentaron en octubre a la Comisión Europea (CE) los planes presupuestarios para 2020, en cumplimiento de los compromisos adquiridos en el marco europeo de supervisión de las políticas económicas. Según estos planes, el déficit público agregado de la UEM en 2020 se mantendrá prácticamente estable en el 0,8 % del PIB (véase gráfico 1). Por su parte, la deuda pública continuaría su trayectoria descendente, pasando del 86,4 % del PIB en 2019 al 85,1 % en 2020, favorecida por un entorno de tipos de interés muy reducidos y de crecimiento económico moderado.

Los borradores de los planes presupuestarios señalan que la política fiscal de la zona del euro mantendrá un tono agregado ligeramente expansivo por segundo año consecutivo, de manera que el déficit estructural primario del área aumentará cuatro décimas en 2020 (véanse los gráficos 2 y 3)<sup>1</sup>. Este tono es el resultado de las políticas fiscales de los países que componen el área del euro. En concreto, como se aprecia en el gráfico 3, Alemania y Holanda planean una relajación de sus políticas fiscales en 2020, al igual que en el año previo, con una reducción del saldo estructural primario de 0,7 y 0,8 puntos porcentuales (pp) de su PIB potencial, respectivamente. De entre las mayores economías del área, también Italia plantea una expansión de su política fiscal. Por su parte, Francia y España prevén una orientación neutral, con un déficit estructural que se mantendrá prácticamente estable.

En su primera evaluación de estos planes fiscales, la CE ha señalado que ocho países (Bélgica, Finlandia, Francia, Italia, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y España) presentan un elevado riesgo de incumplimiento de sus obligaciones con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)<sup>2</sup>. En efecto, una mayoría de los países que incumplen sus objetivos a medio plazo<sup>3</sup> en el marco del «componente preventivo» del PEC, o que no están reduciendo sus niveles elevados de deuda de acuerdo con las reglas fiscales europeas, habrían interrumpido, en general, su proceso de consolidación fiscal coherente con la

recomposición de los necesarios márgenes de maniobra presupuestarios.

En este contexto, el Consejo Fiscal Europeo (CFE) **recomendó en junio** de este año un tono neutral de la política fiscal en la zona del euro a escala agregada, basándose en la consideración de que la desaceleración de la economía europea es transitoria y la producción se encuentra cercana a su nivel potencial. Según esta institución, la orientación neutral agregada de la política presupuestaria debería ser el resultado de una adecuada diferenciación por países, de manera que aquellos que dispongan de margen de maniobra o «espacio fiscal»<sup>4</sup> lo utilicen total o parcialmente, mientras que el resto de los países deberían mantener una senda de mejora de sus finanzas públicas en línea con los requisitos del PEC.

Como se ha detallado antes, por tanto, los planes presupuestarios de los países no se ajustan necesariamente a los requisitos del PEC o a las recomendaciones del CFE. En concreto, algunos países con riesgo de incumplimiento y sin «espacio fiscal», como Italia (véase gráfico 4), planean realizar una expansión presupuestaria que contravendría las recomendaciones del CFE. Por otro lado, otros países, como Alemania u Holanda, que disponen de margen, podrían realizar una política fiscal más expansiva y seguir cumpliendo con los requisitos del PEC y con las recomendaciones del CFE.

La consecución de una orientación adecuada de la política fiscal en la zona del euro, resultante de acciones de los países individuales inspiradas por los principios discutidos anteriormente, resultaría especialmente importante en el contexto actual, en el que, a pesar de que el tono acomodaticio de la política monetaria se ha intensificado, siguen apreciándose síntomas de debilidad de la actividad y se mantienen notables riesgos a la baja. En este sentido, en los últimos meses, desde ámbitos diversos, se ha subrayado la conveniencia de reequilibrar la combinación de políticas económicas y de contemplar un mayor activismo fiscal a escala europea, en particular

1 El saldo estructural primario es una medida del saldo presupuestario que refleja las decisiones discrecionales de las autoridades, ya que descuenta tanto los efectos del ciclo sobre las cuentas públicas como los gastos por intereses.

2 Esta evaluación está recogida en el documento de valoración conjunta de los planes presupuestarios para 2020.

3 El objetivo de medio plazo de un país miembro es el saldo estructural que dicho país debe alcanzar para garantizar un cumplimiento holgado del objetivo del 3 % de déficit, teniendo en cuenta la necesidad de converger hacia niveles de deuda prudentes y las futuras necesidades presupuestarias derivadas del envejecimiento de la población.

4 Definido como la distancia de su saldo estructural al objetivo de medio plazo (OMP) del PEC.

**PERSPECTIVAS Y VALORACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EL ÁREA DEL EURO EN 2020 (cont.)**

Gráfico 1  
OBJETIVOS FISCALES PARA 2020

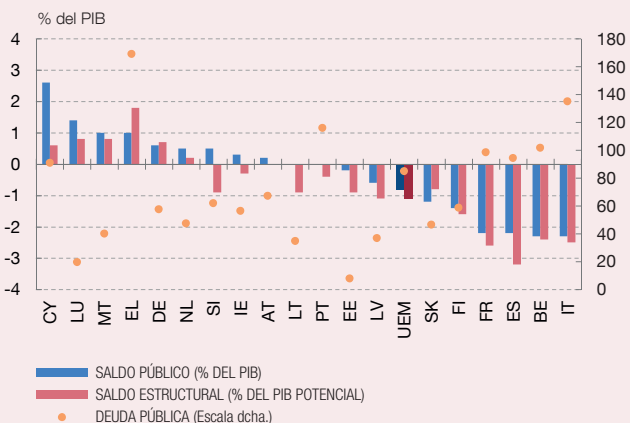


Gráfico 2  
CONTRIBUCIÓN POR PAÍSES A LA ORIENTACIÓN FISCAL AGREGADA DEL ÁREA DEL EURO

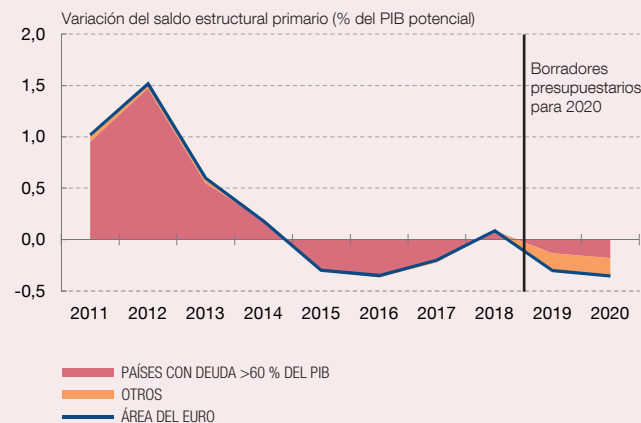


Gráfico 3  
ORIENTACIÓN FISCAL, CICLO Y CUMPLIMIENTO DEL PEC EN LA UEM EN 2020 (a) (b)

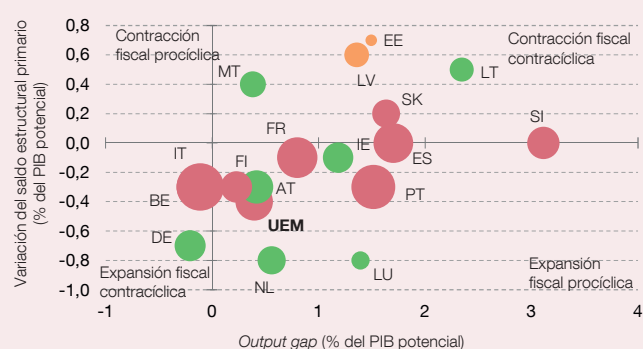


Gráfico 4  
USO DEL ESPACIO FISCAL EN 2020

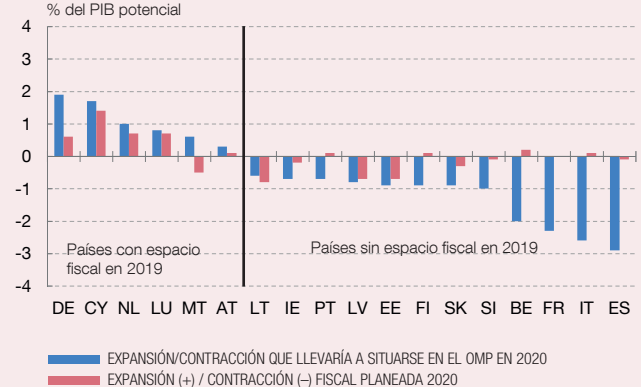


Gráfico 5  
INVERSIÓN PÚBLICA (FBFC)  
Economías avanzadas

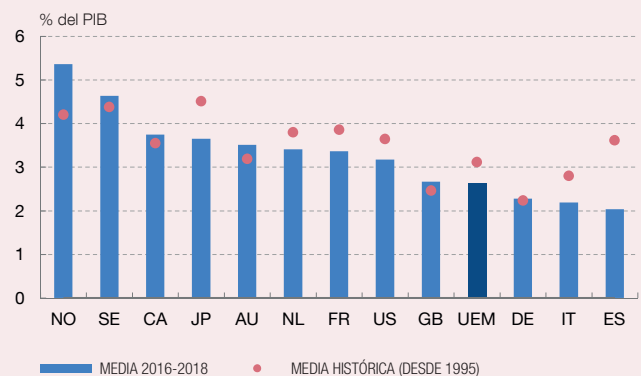
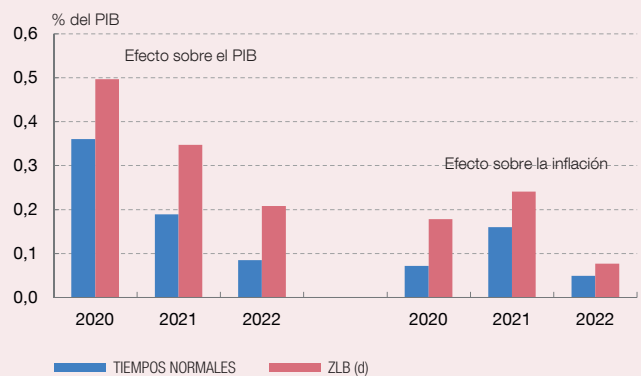


Gráfico 6  
EXPANSIÓN FISCAL EN PAÍSES CON ESPACIO FISCAL  
Impacto sobre el PIB real y sobre la inflación de la UEM (c)



FUENTES: Comisión Europea, OCDE y elaboración propia.

- a El tamaño de los globos representa el nivel de deuda pública (% del PIB). El color indica el riesgo de incumplimiento con el PEC: rojo (*risk of non compliance*), naranja (*broadly compliant*) y verde (*compliant*).
- b No se representan los datos de Grecia ni de Chipre para no distorsionar el gráfico.
- c Expansión temporal de la inversión pública en países con espacio fiscal en 2019, si utilizan todo su espacio fiscal. Elaboración propia, utilizando el NiGEM Global Macroeconomic Model.
- d ZLB se refiere a un nivel cero de tipos nominales de la política monetaria.

ante la eventualidad de una materialización de los riesgos sobre el crecimiento económico y dados los bajos costes actuales de financiación de la deuda pública<sup>5</sup>. En esas circunstancias, la efectividad de un posible impulso fiscal en términos de crecimiento podría verse potenciada, dado que la política monetaria opera en torno al límite inferior efectivo de los tipos de interés, de modo que estos, en principio, no aumentarían ante una expansión fiscal.

De entre los instrumentos disponibles, una política fiscal focalizada en el fomento de la inversión pública podría tener un impacto significativo, al ser esta —de acuerdo con la evidencia empírica disponible— el instrumento con un efecto multiplicador asociado más potente y con capacidad de generar los efectos más elevados en el conjunto de la región e incrementar el crecimiento potencial de la economía<sup>6</sup>. El hecho de que la inversión pública haya sufrido un deterioro notable desde la crisis y de que los niveles actuales de esta variable sean relativamente reducidos en los países que cuentan actualmente con margen de maniobra presupuestario reforzaría el argumento a favor de este tipo de estrategia (véase gráfico 5).

No obstante, el logro de una mejor combinación de las políticas económicas a escala europea resulta extraordinariamente complejo en el actual marco institucional, en el que las políticas fiscales se diseñan en el ámbito nacional y no existen mecanismos que ayuden

a internalizar la importancia de alcanzar un adecuado *policy mix* a escala agregada, más allá de la labor asesora del CFE. Por ello, resultaría necesario el diseño de instrumentos fiscales centralizados en el ámbito de la UEM que permitieran conseguir de manera automática una orientación adecuada de la política fiscal del conjunto del área. En este sentido, hay que valorar positivamente algunas iniciativas que tratan de cubrir parcialmente esta deficiencia institucional, como el recientemente acordado instrumento fiscal para el crecimiento y la competitividad (BICC)<sup>7</sup> o el vigente plan de inversiones europeo (EFSI)<sup>8</sup>.

Para ilustrar los posibles impactos macroeconómicos de una estrategia de expansión presupuestaria dentro de los márgenes del actual marco institucional de la política fiscal europea, en el gráfico 6 se presenta un ejercicio de simulación realizado con el modelo macroeconómico NiGEM<sup>9</sup>. En concreto, se considera un impulso temporal a la inversión pública que proviene exclusivamente de aquellos países con espacio fiscal disponible, suponiendo una utilización plena de aquel en 2020, y que, para el conjunto del área, tiene un tamaño de 0,6 pp de PIB<sup>10</sup>. En el gráfico 6 se muestran dos escenarios: uno en el que la política monetaria no reacciona y mantiene inalterados los tipos de interés, y otro en el que la política monetaria reacciona de acuerdo con los patrones históricos, aumentando los tipos de interés para compensar las presiones inflacionistas resultantes de la expansión fiscal. Los resultados de las simulaciones indican que una política fiscal expansiva centrada en la inversión pública

5 Este llamamiento a un mayor activismo fiscal se ha reforzado recientemente. Véase, por ejemplo, L. de Guindos (2019), «Improving macroeconomic stabilization in the euro area», discurso en la conferencia «Global Interdependence Center Central Banking», Madrid, 3 de octubre. En este sentido debe entenderse también la llamada al uso flexible del PEC que se recoge en las directrices dirigidas en septiembre de 2019 al comisario de Economía por la nueva presidencia de la Comisión Europea.

6 Véanse, entre otros, Banco de España (2017), *Informe Anual 2016*, capítulo 4, «La política fiscal en la UEM»; Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), *Policy spillovers and synergies in a monetary union*, ECB WP 1942, agosto; V. A. Ramey (2019), *Ten years after the financial crises: what have we learned from the renaissance in fiscal research?*, NBER WP 25531; M. Alloza, P. Burriel y J. J. Pérez (2019), «Fiscal policies in the euro area: revisiting the size of spillovers», *Journal of Macroeconomics*, de próxima publicación, y M. Alloza, B. Cozmanca, M. Ferdinandusse y P. Jacquot (2019), «Fiscal spillovers in a monetary union», *Economic Bulletin*, 1/2019, BCE.

7 Para una explicación de este instrumento, véase <https://www.consilium.europa.eu/es/politicas/emu-deepening/bicc-faq>.

8 Aunque el EFSI ha movilizado una importante cantidad de inversiones, la Corte Europea de Auditores concluyó que en algunos de los proyectos financiados únicamente se sustituyeron otras modalidades de financiación (véase <https://www.eca.europa.eu/en/Pages/NewsItem.aspx?nid=9010>).

9 El modelo NiGEM está elaborado por el National Institute of Economic and Social Research del Reino Unido. La documentación del modelo está disponible en <https://nimodel.niesr.ac.uk/>.

10 En concreto, destacarían los impulsos fiscales de Alemania (con una cifra cercana al 1,9% del PIB potencial), Holanda (1%) y Austria (0,3%).

**PERSPECTIVAS Y VALORACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EL ÁREA DEL EURO EN 2020 (cont.)**

elevaría los niveles de PIB y de inflación de la zona del euro, en relación con el escenario central. Además, estos impactos estimados serían más intensos con una política monetaria que mantuviera inalterados los tipos de interés en su límite inferior. En este caso —más acorde con el contexto actual—, el efecto sobre el PIB del conjunto del

área alcanzaría su valor máximo en el primer año, con un aumento del producto de hasta 0,5 pp por encima del nivel base, aunque se diluiría lentamente con posterioridad<sup>11, 12</sup>. Por su parte, la tasa de inflación registraría un impacto máximo en el segundo año, cuando se situaría cerca de 0,25 pp por encima del nivel base.

- 
- 11 De acuerdo con este modelo, los efectos de desbordamiento de este impulso fiscal sobre el PIB de las grandes economías de la zona del euro, como España, Italia y Francia, son positivos, aunque moderados, situándose en torno a 0,2 pp del PIB respecto al escenario base.
  - 12 En línea con la evidencia empírica, los efectos asociados a un aumento de la inversión pública serían superiores —sobre todo, en el medio plazo— a los que se obtendrían simulando un impulso fiscal a través del consumo público. En este caso, con una política monetaria acomodaticia, el PIB de la zona del euro se situaría 0,4 pp por encima del nivel base el primer año, pero este efecto se diluiría con posterioridad mucho más rápido que en el caso de un impulso a la inversión pública.

## LA EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA A LA LUZ DE LAS COMUNICACIONES Y DECISIONES DEL BCE EN LOS ÚLTIMOS MESES

En su reunión del 12 de septiembre, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió adoptar un paquete de medidas orientadas a aumentar el grado de acomodación monetaria en el área del euro<sup>1</sup>. Unos meses antes, en un discurso en Sintra<sup>2</sup> (Portugal) el 18 de junio, el presidente del BCE ya había anticipado la disposición de esta institución para adoptar medidas de estímulo adicionales, como recortes en el tipo de interés de referencia o la reactivación del programa de compra de activos.

Tomando como referencia esta última fecha, en este recuadro se analiza cómo han cambiado las condiciones financieras de la economía española durante los últimos meses, con el fin de valorar hasta qué punto estas se han visto afectadas por las últimas decisiones de política monetaria, así como por la comunicación del BCE en los meses previos a dichas decisiones<sup>3</sup>. En concreto, se examina cómo han evolucionado los costes de financiación del sector público, de los hogares y de las sociedades no financieras, en lo que se refiere tanto a las nuevas operaciones como a los saldos vivos. La disminución de estos costes tiene diferentes implicaciones macroeconómicas. Mientras que una reducción en el coste de financiación de las nuevas operaciones es relevante a la hora de adoptar decisiones de gasto que dependen de la obtención de financiación externa, una caída del coste de la deuda viva aumenta la capacidad adquisitiva de los agentes endeudados, al reducir su carga financiera.

Tras la intervención del presidente Draghi en el foro anual sobre banca central de Sintra, se reforzó la percepción de los inversores de que el escenario de tipos de interés bajos se mantendría durante un período prolongado. Los mercados financieros anticiparon entonces nuevas

medidas de estímulo monetario, lo que se tradujo en descensos, a partir de esa fecha, de los tipos de interés del mercado interbancario en los distintos plazos (si bien es difícil deslindar qué parte de la evolución observada es consecuencia directa de la relajación monetaria y cuál es debida a otros factores).

Como puede observarse en el gráfico 1, el euríbor a tres meses disminuyó, desde el 18 de junio, en 13 pb, hasta alcanzar el -0,45% a principios de septiembre, nuevo mínimo histórico, recuperándose ligeramente con posterioridad. A principios de diciembre se situaba en el -0,39%, lo que, desde el 18 de junio, supone una caída acumulada de 7 pb (magnitud similar a la del recorte de 10 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE tras su reunión de septiembre). En el caso del euríbor a doce meses, principal índice de referencia en los préstamos hipotecarios a tipo variable en España, la caída acumulada se sitúa en 9 pb. Los tipos de interés a largo plazo, por su parte, venían disminuyendo desde octubre de 2018, como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de la actividad y del debilitamiento de las expectativas de inflación en el área del euro. En el período transcurrido desde la reunión de Sintra, el tipo *swap* a diez años ha acumulado un retroceso de 10 pb<sup>4, 5</sup>.

El descenso de los tipos de interés del mercado interbancario se ha trasladado a los mercados de deuda pública y corporativa, lo que se ha traducido en caídas adicionales de los costes de financiación con valores de renta fija para Administraciones Públicas y empresas no financieras, que ya venían reduciéndose desde principios de año. Entre el 18 de junio y el 10 de diciembre, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha registrado una disminución de 2 pb, mientras que el tipo de emisión de deuda de las sociedades no financieras al

1 Entre estas medidas, destacan la reducción de 10 puntos básicos (pb) en el tipo de interés de la facilidad de depósito, el reforzamiento de las directrices acerca de la senda futura de los tipos de interés (*forward guidance*) y la reactivación de las compras netas de activos. Para una exposición más detallada, véase <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html>.

2 Véase <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190618~ec4cd2443b.en.html>.

3 Además del discurso de Sintra, otro hito importante en la comunicación del BCE acerca de la inminente adopción de medidas de estímulo fue la reunión del 25 de julio del Consejo de Gobierno, en la que este anunció su voluntad de ajustar todos sus instrumentos con el fin de conseguir que la inflación se aproximara a su objetivo.

4 Los tipos de interés *swap* capturan, de forma aproximada, las expectativas de los inversores acerca de la evolución futura de las rentabilidades interbancarias a tres meses, medidas, en el caso del área del euro, a través del índice euríbor.

5 La disminución llegó a ser de 53 pb a mediados de agosto. El posterior repunte de estos tipos de interés obedece, posiblemente, a una cierta estabilización de las perspectivas para la actividad económica, frente al empeoramiento observado hasta entonces.

**LA EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA A LA LUZ DE LAS COMUNICACIONES Y DECISIONES DEL BCE EN LOS ÚLTIMOS MESES (cont.)**

mismo plazo se ha reducido en 23 pb (véase gráfico 2). A fecha 10 de diciembre, estos costes de financiación se situaban en el 0,46 % y en el 1,54 %, respectivamente, lo que supone unos niveles extraordinariamente bajos desde el punto de vista histórico.

Por su parte, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito bancario en España también se han reducido en la mayoría de los segmentos, situándose en niveles muy bajos y cercanos a sus mínimos históricos. Como se aprecia en el gráfico 3, entre los meses de junio y

octubre se ha producido un abaratamiento de la nueva financiación a hogares para adquisición de vivienda y, en menor medida, para consumo (26 pb y 13 pb, respectivamente), hasta el 1,82 % en el primer caso, y el 7,14 % en el segundo (cifras ajustadas de estacionalidad). En el caso de las sociedades no financieras, la reducción solo se ha observado en las operaciones por importe superior al millón de euros (5 pb), situándose los tipos de interés de los préstamos en el 1,40 % en octubre. En cambio, en los créditos a empresas de volúmenes inferiores se ha producido un leve repunte.

Gráfico 1  
TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO. CORTO Y LARGO PLAZO

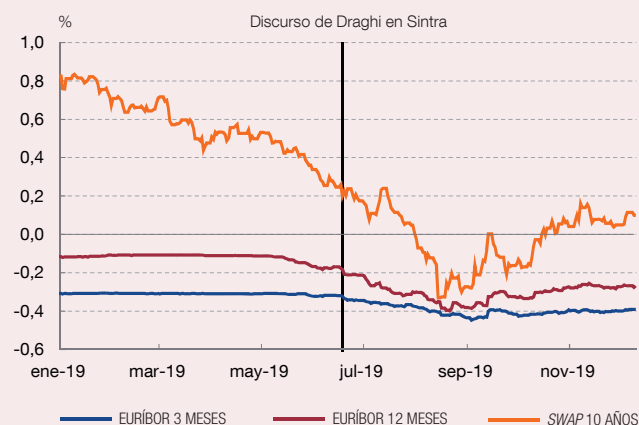


Gráfico 2  
COSTE DE EMISIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA Y CORPORATIVA

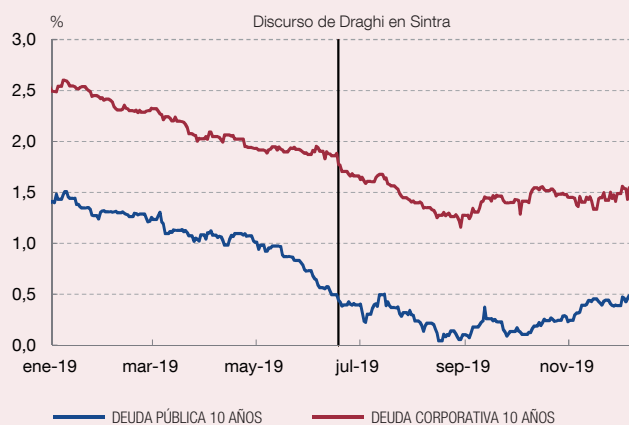


Gráfico 3  
COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS NUEVAS OPERACIONES BANCARIAS (a)

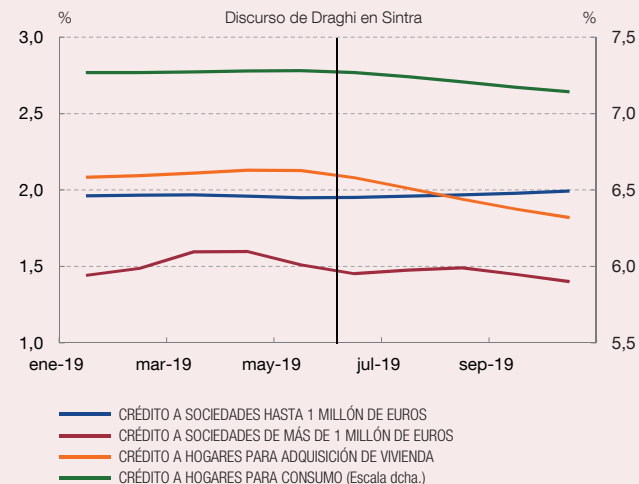
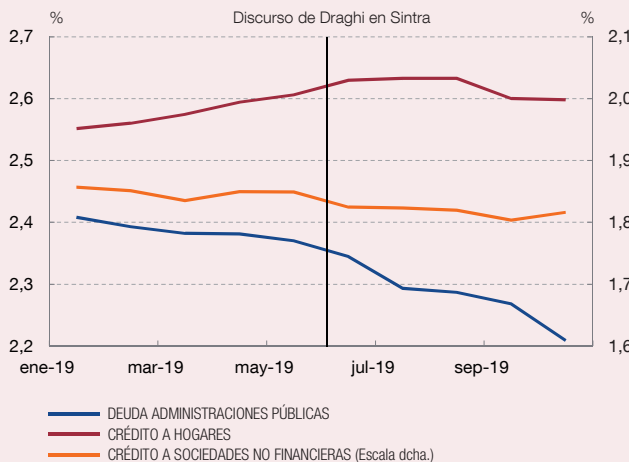


Gráfico 4  
COSTE MEDIO DE LA DEUDA VIVA



FUENTES: Banco de España y Bloomberg Data License.

a Componente ciclo-tendencia de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (ajustados por estacionalidad y componente irregular).



**LA EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA A LA LUZ DE LAS COMUNICACIONES Y DECISIONES DEL BCE EN LOS ÚLTIMOS MESES** (cont.)

Las últimas decisiones de política monetaria también han contribuido al descenso del coste de la deuda viva de los diferentes sectores institucionales. En el caso de las Administraciones Públicas, el tipo de interés de la deuda viva se ha reducido en 14 pb, hasta situarse en octubre en el 2,21 % (véase gráfico 4). En cuanto a la deuda bancaria de los hogares y las empresas, los tipos de interés de los saldos vivos se han reducido levemente —en 3 pb y 1 pb—, hasta el 2,60 y el 1,82 %, respectivamente.

Los movimientos en los costes de financiación que se han descrito son coherentes con el impacto que cabría

esperar de los distintos anuncios y decisiones de política monetaria. No obstante, como nota de cautela, cabe señalar que no se puede trazar una relación precisa entre estos anuncios y decisiones y la evolución observada, pues muy probablemente esta última ha venido condicionada adicionalmente por múltiples factores que operan en distintas direcciones, como las noticias macroeconómicas, la relajación monetaria adicional en Estados Unidos, las novedades en relación con el conflicto comercial entre este país y China o la evolución de las perspectivas sobre el *brexit*.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE**

El BCE publicó, el pasado 29 de noviembre, los resultados de la vigesimoprimer edición de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre abril y septiembre de 2019. En ella se pregunta a las empresas encuestadas —fundamentalmente, pequeñas y medianas empresas (pymes)— sobre la evolución, en los seis últimos meses, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran, en conjunto, una cierta intensificación de la evolución menos favorable que ya reflejaba su situación económica y financiera hace seis meses. Así, aunque el número de empresas que declararon un aumento de las ventas volvió a superar al de las que señalaron lo contrario, la diferencia entre ambos grupos (porcentaje neto) descendió por segunda vez consecutiva, hasta el 15 %, 5 puntos porcentuales (pp) por debajo tanto del dato de la encuesta previa como del registrado para el conjunto del área del euro (véase gráfico 1). Los costes, tanto laborales como de otro tipo, continuaron aumentando para una proporción neta elevada de pymes de la muestra (hasta el 50 % y el 51 %, respectivamente, frente al 50 % y al 53 % en la UEM). Esto determinó una evolución de los resultados económicos menos favorable que la de las ventas. Concretamente, el porcentaje de empresas que informaron de un aumento de los beneficios fue inferior, como ya ocurrió en la ronda anterior, al de las que contestaron lo contrario, con un porcentaje neto negativo del -7 %, frente al -4 % registrado en la ronda previa y al -1 % del conjunto del área del euro. El detalle por sectores muestra que la evolución menos favorable de las ventas afectó a casi todas las ramas de actividad, siendo en la de comercio donde una menor proporción de empresas informó de un aumento de la facturación (un 7 %, en términos netos, seis puntos menos que en la edición anterior). En el caso de los beneficios, también fue en la rama de comercio donde un mayor número de pymes declaró un descenso (un 20 %, en términos netos). En los sectores de construcción y de servicios, el número de pymes que experimentaron una caída de los beneficios también superó al de las que obtuvieron un aumento de estos, pero la diferencia entre ambos grupos fue más moderada (del 5 % y del 1 %, respectivamente).

Al ser preguntadas por su principal fuente de preocupación, la falta de clientes fue la respuesta señalada por un mayor porcentaje de pymes españolas (25 %) (véase gráfico 2), mientras que en el conjunto de la UEM el problema mencionado con mayor frecuencia fue, por cuarta vez consecutiva, la escasez de mano de obra cualificada (28 %). En contraposición, el acceso a la financiación volvió a ser, de entre todos los factores incluidos en esta pregunta, el citado por un menor número de compañías: un 8 % de ellas en España y un 7 % en la UEM, porcentajes muy similares a los registrados seis meses antes.

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios creció 2 pp, hasta situarse en un 31 % (véase gráfico 3), cifra superior a la registrada en la UEM (26 %), y que, no obstante, se mantiene próxima a los valores más reducidos observados durante los últimos años. Por su parte, el acceso a la financiación bancaria continuó mejorando, aunque a un ritmo cada vez menor (véase gráfico 4). Así, en términos netos, el 11 % de las pymes españolas informó de una mejoría en este aspecto, 5 pp menos que en la encuesta previa, y ya solo 1 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM, con las que ha ido convergiendo a lo largo de los dos últimos años. Las empresas encuestadas observaron una evolución dispar en los factores que afectan a la oferta crediticia, si bien todos presentan unos registros menos favorables que en la edición anterior de la encuesta. En concreto, en términos netos, un 12 % de las empresas españolas pequeñas y medianas percibió una mayor disposición de las entidades a otorgar préstamos (cifra 9 pp inferior a la registrada seis meses antes) y un 7 % indicó un impacto favorable asociado a su historial crediticio (6 pp por debajo de la cifra de la edición anterior). En cambio, el porcentaje de pymes que informaron de un deterioro de su situación específica superó, aunque ligeramente (2 pp), al de las que señalaron lo contrario (hecho que no ocurría desde junio de 2013), frente al 13 % neto que declaraba en la encuesta previa una mejoría, y casi un 26 % percibió una evolución desfavorable de las perspectivas económicas generales (frente al 8 %, en términos netos, del período inmediatamente anterior).

El porcentaje de pymes cuyas peticiones de financiación fueron rechazadas se redujo ligeramente, en 1 pp, hasta situarse en el 4 %, cifra ligeramente inferior a la registrada en el conjunto de la UEM (6 %). El indicador más amplio

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE (cont.)**

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

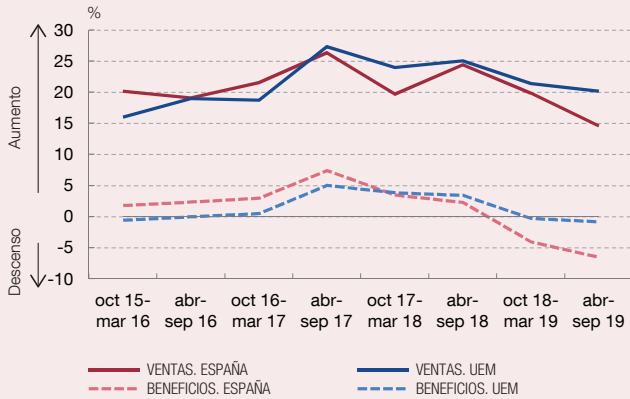


Gráfico 2  
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD. ABRIL-SEPTIEMBRE DE 2019

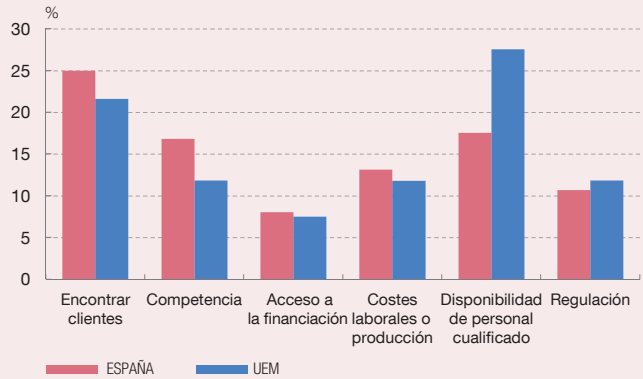


Gráfico 3  
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS

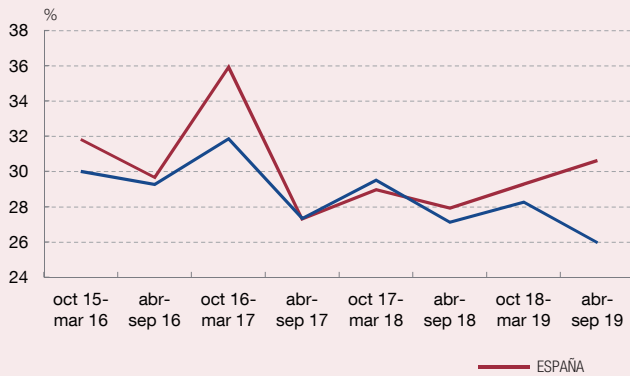


Gráfico 4  
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

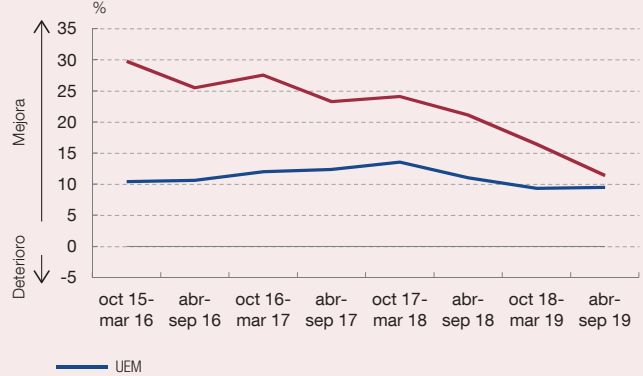


Gráfico 5  
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)

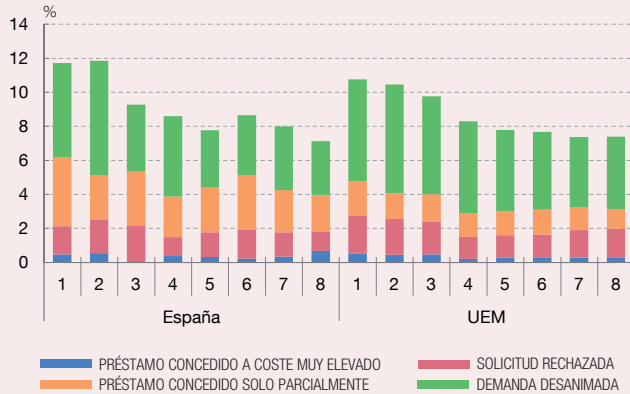
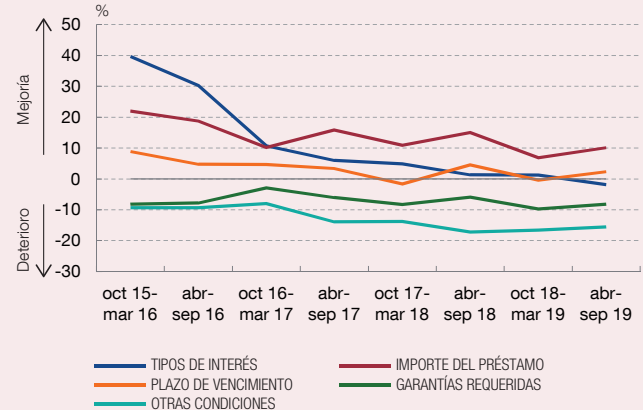


Gráfico 6  
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (d)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de las empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.
- b Porcentaje de las empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
- c Este indicador recoge la proporción de las sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, a las que se les otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado, y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada). Los números del eje horizontal representan las rondas de la encuesta, correspondiendo el 1 al período octubre de 2015-marzo de 2016 y el 8 al período abril-septiembre de 2019.
- d Porcentaje de las empresas que señalan una mejora de las condiciones (descenso de tipos de interés, aumento de importes y plazos, y disminución de garantías y otras condiciones requeridas) menos porcentaje de las empresas que señalan un deterioro de dichas condiciones.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE (cont.)**

de dificultades para obtener préstamos bancarios<sup>1</sup> también muestra una ligera mejoría, con un descenso de 1 pp en la proporción de compañías con este tipo de dificultades, hasta el 7 %, dato prácticamente idéntico al de la UEM (véase gráfico 5).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje de empresas que informaron de un aumento en los tipos de interés superó, por primera vez desde 2014, al de las que declararon un descenso, en 2 pp, mientras que en la edición anterior ocurrió lo contrario (con una diferencia entre ambos grupos del 1 %) (véase gráfico 6). Además, también declararon un endurecimiento de las garantías requeridas y de otras condiciones de los préstamos (distintas de la cuantía y del plazo). En cambio, siguió siendo positiva la proporción neta de compañías que

señalaron un aumento tanto de la cuantía de los préstamos (10 %, frente al 7 % de la ronda previa) como de los plazos de vencimiento (8 %, 2 pp menos que seis meses antes).

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre abril y septiembre de 2019, el acceso de las pymes españolas a la financiación externa continuó mejorando, aunque a un ritmo cada vez más moderado, en un contexto en el que la situación económica y financiera de estas empresas evidenció, por segunda vez consecutiva, síntomas de un cierto deterioro. La encuesta también refleja que las pymes de nuestro país anticipaban, en el momento de ser preguntadas, escasas variaciones en su acceso a la financiación bancaria para el período que va desde octubre de este año a marzo de 2020.

---

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

**LA RELACIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DEL CONSUMO Y EL EMPLEO DURANTE LA RECUPERACIÓN**

En los últimos años, la fortaleza mostrada por el consumo privado ha constituido uno de los principales soportes de la actual fase expansiva de la economía española. Así, a pesar de su desaceleración reciente, desde 2014 la tasa de avance de este componente de demanda se ha situado, en promedio anual, por encima del 2 %, lo que ha permitido que, en términos reales, su nivel converja paulatinamente hacia el observado antes de la crisis. Esta recuperación del consumo estaría muy vinculada a la evolución favorable que ha presentado el mercado laboral en estos años y, en particular, a la creación de empleo y el incremento de las rentas que esta conlleva.

A partir de los microdatos de la Encuesta de Presupuestos Familiares, este recuadro analiza el impacto que la evolución del empleo ha tenido sobre el nivel de gasto de los hogares, medido en términos nominales, a lo largo del presente ciclo económico. Para ello se analiza la evolución del consumo nominal de tres grupos distintos de familias a lo largo del período comprendido entre 2007 y 2018, en función de que el número de miembros ocupados del hogar se reduzca, se incremente o se mantenga entre dos años consecutivos<sup>1</sup>. El tercero de estos grupos es el más numeroso, y su peso en la muestra se ha elevado desde la crisis hasta situarse próximo al 82 %. Además, el gasto de consumo se desagrega en cuatro categorías de bienes y servicios: i) bienes de primera necesidad y aquellos cuyo nivel de consumo no puede ser ajustado a la baja con facilidad por los hogares; ii) bienes no duraderos no esenciales; iii) bienes duraderos, y iv) servicios<sup>2</sup>.

Durante la crisis, el gasto de las familias se ajustó como consecuencia del aumento de la incertidumbre, el

deterioro del mercado laboral y el endurecimiento de las condiciones financieras. Según los microdatos usados en este recuadro, como puede observarse en el gráfico 1.1, el gasto de las familias en las que el número de miembros ocupados no varió al inicio de la crisis (y en las que, por tanto, las rentas no se vieron directamente afectadas *a priori* por la destrucción de empleo de estos años) comenzó a presentar tasas de avance mucho más moderadas que las de los ingresos incluso antes de que empezase la crisis. Además, una vez que comenzó la recesión, el consumo (en especial, el destinado a la adquisición de bienes duraderos) se contrajo con mayor intensidad que las rentas<sup>3</sup>. Esto probablemente reflejó el incremento del ahorro por motivos de precaución de estos hogares, que, en un contexto de aumento de la tasa de paro, habrían percibido un alza en la probabilidad de perder el empleo<sup>4</sup>.

El retroceso de los niveles de gasto fue mucho más intenso en el caso de los hogares en los que alguno de los miembros perdió el empleo (véase gráfico 1.2), que llegaron a suponer casi el 15 % de las familias en 2009. La caída del consumo en este grupo fue, en todo caso, más contenida que la que presentaron sus ingresos, lo que sería resultado del deseo de suavizar las oscilaciones de su gasto en bienes y servicios a lo largo del tiempo ante reducciones de sus ingresos, que, aunque intensas y posiblemente persistentes, pueden ser percibidas como transitorias.

Posteriormente, la recuperación del mercado laboral —unida a la reducción de la incertidumbre, la relajación en el acceso al crédito y las favorables condiciones de financiación— ha actuado como un importante soporte

- 1 Las características de los datos utilizados permiten conocer la información relativa a un mismo hogar solamente para dos años consecutivos, pero no para un período más largo.
- 2 La correspondencia entre esas cuatro categorías y los distintos tipos de bienes y servicios es la siguiente: i) los bienes de primera necesidad son los alimentos y las bebidas no alcohólicas, y los productos farmacéuticos y médicos, y los no ajustables son el alquiler pagado o imputado —para propietarios del inmueble en el que se reside— por la vivienda principal y los gastos corrientes asociados a su mantenimiento y suministro de servicios; ii) los bienes no duraderos no esenciales comprenden las bebidas alcohólicas, el tabaco, el cuidado personal y la gasolina; iii) los bienes duraderos incluyen: ropa, calzado, mobiliario, vehículos, teléfono, artículos para el ocio, jardinería y mascotas, y iv) los servicios comprenden, entre otros, el gasto en transporte, educación, sanidad, teléfono, servicios recreativos y culturales, hoteles y restaurantes, cuidado personal, seguros, servicio doméstico y reparación de mobiliario y de vehículos.
- 3 Para un análisis de la evolución del consumo por tipo de producto y de hogar durante la crisis y los primeros años de la recuperación, véase M. Martínez Matute y A. Urtasun (2017), *La recuperación del consumo privado en España por tipo de producto y hogar*, Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.
- 4 Para un análisis de la contribución de distintos grupos de hogares a la evolución de la tasa de ahorro agregada entre 2007 y 2016, véase A. Brindhusa, C. Barceló y E. Villanueva (2019), *La tasa de ahorro en España entre 2007 y 2016: descomposición por grupos de población y posibles determinantes*, Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España.

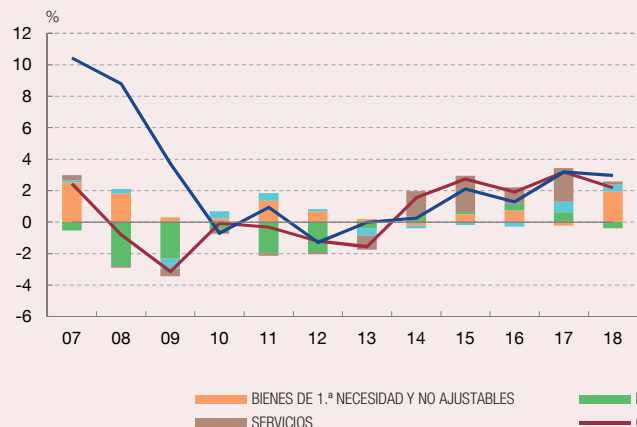
**LA RELACIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DEL CONSUMO Y EL EMPLEO DURANTE LA RECUPERACIÓN (cont.)**

para la recuperación del consumo a través de dos canales. En primer lugar, el menor flujo de trabajadores que pasan del empleo al desempleo habría permitido que la probabilidad percibida por los hogares de pérdida del puesto de trabajo descendiese, lo que habría dado lugar a una menor necesidad de ahorro por motivos de precaución. De este modo, el consumo de los hogares en

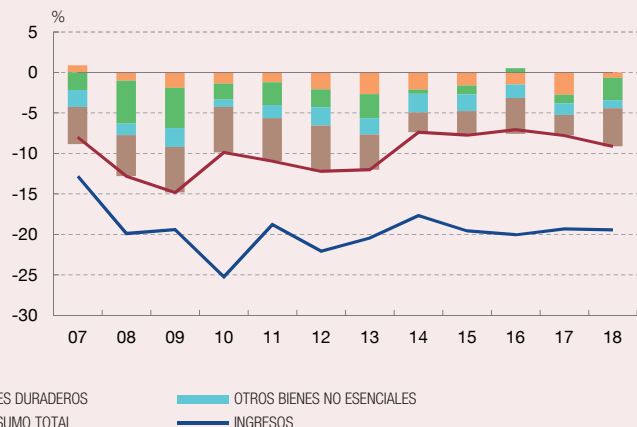
los que se mantiene el número de ocupados habría crecido a tasas incluso algo más elevadas que las de sus ingresos entre 2014 y 2017, en contraposición con lo observado en los años previos. Además, las perspectivas de encontrar un empleo para aquellos hogares con personas desempleadas habrían experimentado una mejora en ese período. Ello habría favorecido que la caída

Gráfico 1  
LA RELACIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DEL CONSUMO Y LA RECUPERACIÓN DEL MERCADO LABORAL EN LA ETAPA EXPANSIVA

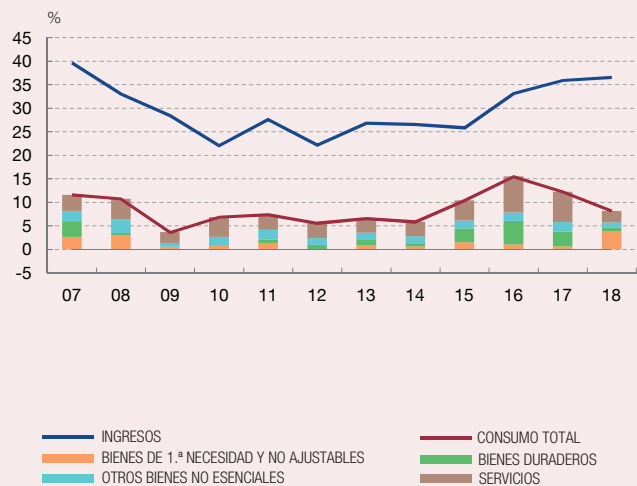
1 TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO DE LOS HOGARES EN LOS QUE SE MANTIENE EL NÚMERO DE OCUPADOS. CONTRIBUCIONES (a)



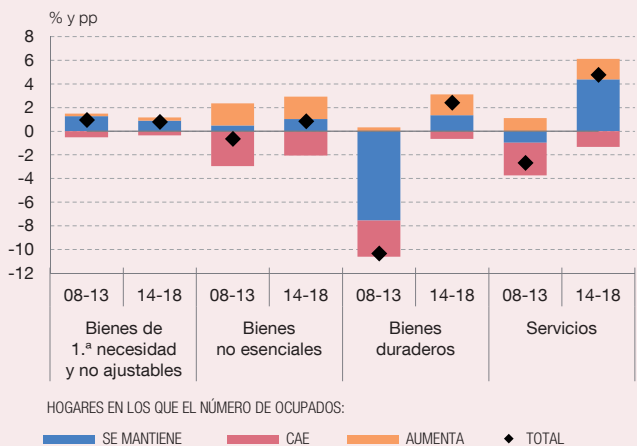
2 TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO DE LOS HOGARES EN LOS QUE SE REDUCE EL NÚMERO DE OCUPADOS. CONTRIBUCIONES (a)



3 TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO DE LOS HOGARES EN LOS QUE AUMENTA EL NÚMERO DE OCUPADOS. CONTRIBUCIONES (a)



4 CONSUMO PRIVADO: TASAS DE CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIONES DE DISTINTOS GRUPOS DE HOGARES (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y cálculos propios.

a Bienes de primera necesidad: alimentos y bebidas no alcohólicas, y productos farmacéuticos y médicos. Bienes no ajustables: alquiler pagado o imputado —para propietarios del inmueble en el que se reside— por la vivienda principal y gastos corrientes asociados a su mantenimiento, reparación y suministro de servicios. Bienes no duraderos no esenciales: bebidas alcohólicas y tabaco, cuidado personal y gasolina. Bienes duraderos: ropa, calzado, mobiliario, vehículos, teléfono, artículos para el ocio, jardinería y mascotas. Servicios: gasto en transporte, educación, sanidad, postal, teléfono y fax, servicios recreativos y culturales; hoteles y restaurantes; cuidado personal; servicios de protección social, seguros, servicios financieros y remesas; servicio doméstico; instalación y reparación de mobiliario; reparaciones de vehículos y aparcamiento.

**LA RELACIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DEL CONSUMO Y EL EMPLEO DURANTE LA RECUPERACIÓN** (cont.)

del gasto de los hogares en los que el número de miembros ocupados disminuyó entre 2014 y 2017 fuera proporcionalmente menor en relación con el retroceso de los ingresos que en los años de la crisis, lo que indicaría que, en comparación con ese período, habrían ajustado a la baja sus estimaciones de renta permanente de forma menos acusada.

En segundo lugar, la mejoría del mercado laboral durante el período de la recuperación (esto es, entre 2014 y 2017) permitió que se elevase la proporción de familias en las que aumenta el número de miembros ocupados y, por tanto, en las que los ingresos aumentan de forma significativa. En este grupo, el gasto, tanto en bienes duraderos como en servicios, creció de manera notable en estos años (véase gráfico 1.3). De hecho, a pesar de que estos hogares suponen una proporción relativamente reducida del total (en torno al 10%), su gasto en bienes duraderos es el que ha contribuido a explicar en mayor medida el avance que presentó la compra de este tipo de bienes por parte del

conjunto de las familias españolas en este período (véase gráfico 1.4), siendo su aportación algo mayor que la de los hogares en los que el número de ocupados no varía (a pesar de que estos suponen una proporción mucho mayor dentro del total). En este último grupo, la compra de bienes duraderos mostró tasas de avance moderadas, que fueron insuficientes, en términos de nivel de gasto por hogar, para compensar la importante caída registrada durante la crisis.

Sin embargo, en 2018 los patrones de consumo parecen ser algo distintos a los de los años previos de la expansión. Así, en ese año, el crecimiento de las rentas superó al del consumo (excepto para los hogares en los que se redujo el número de ocupados), siendo especialmente destacable la moderación del dinamismo del gasto en bienes duraderos y servicios. Probablemente, ello refleja la absorción progresiva de la demanda de bienes duraderos acumulada durante la crisis junto con la percepción por parte de los hogares de un mayor grado de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas.

**LA REVISIÓN BENCHMARK 2019 DE LA BALANZA DE PAGOS/PII Y LA CONTABILIDAD NACIONAL: ASPECTOS METODOLÓGICOS Y ALGUNAS IMPLICACIONES PARA EL ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

En el mes de septiembre, coincidiendo con la difusión de los datos del segundo trimestre de 2019, el Banco de España publicó una revisión extraordinaria (denominada «revisión benchmark») de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (BP/PII). Esta revisión se coordinó con la aplicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) a la Contabilidad Nacional (CN) y con la que también divulgó el propio Banco de España de las Cuentas Financieras (CF). Los cambios introducidos han resultado en unas estadísticas que miden las relaciones de España con el exterior, financieras y no financieras, de mejor calidad, más adaptadas a los estándares internacionales y más coherentes entre sí.

**Implicaciones para el análisis económico**

Con respecto a las series anteriores, los nuevos datos disponibles apuntan a una mejora de la capacidad de financiación de la economía española y a un modesto incremento de la PII deudora.

En efecto, la serie histórica de la capacidad/necesidad de financiación de la economía española ha registrado una revisión de cierta magnitud. La revisión, a la baja al inicio del período (la segunda mitad de la década de los noventa) y al alza al final, ha sido más significativa a partir de 2013: en el entorno del 0,5 % del PIB ese año y del 1 % al final del período (véase gráfico 1). Las rúbricas que explican

Gráfico 1  
CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

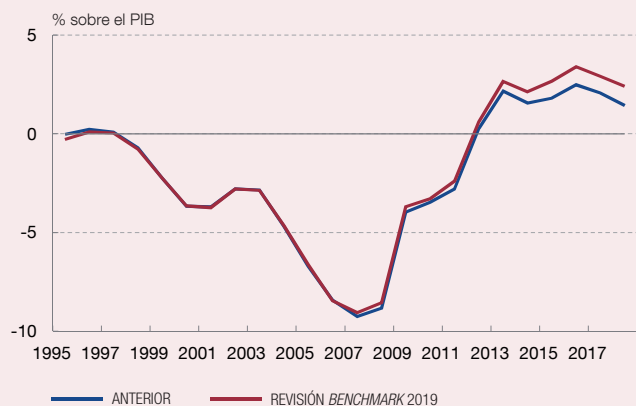


Gráfico 2  
CAMBIOS EN LA CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN (REVISIÓN BENCHMARK 2019 – ANTERIOR)

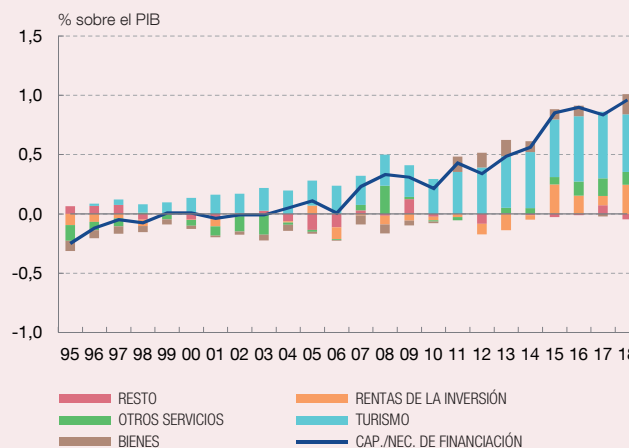


Gráfico 3  
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

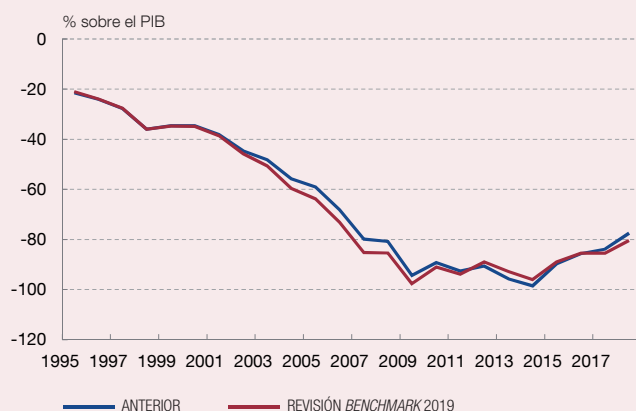
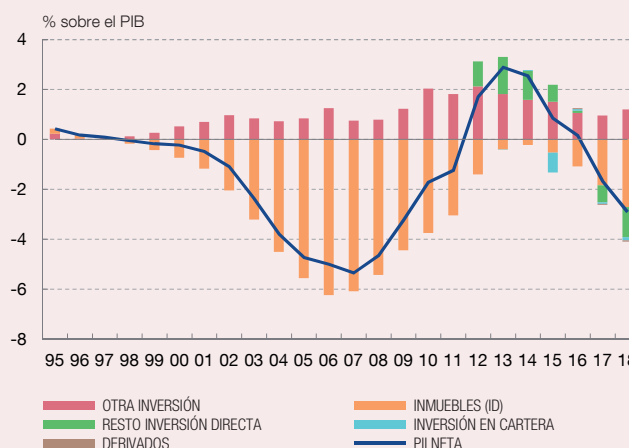


Gráfico 4  
CAMBIOS EN LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (REVISIÓN BENCHMARK 2019 – ANTERIOR)



FUENTE: Banco de España



## LA REVISIÓN *BENCHMARK* 2019 DE LA BALANZA DE PAGOS/PII Y LA CONTABILIDAD NACIONAL: ASPECTOS METODOLÓGICOS Y ALGUNAS IMPLICACIONES PARA EL ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

esa revisión son, en primer lugar, el turismo, y, más recientemente, también —aunque en menor medida— los bienes, los otros servicios turísticos y las rentas de inversión<sup>1</sup>. La nueva serie de la capacidad/necesidad de financiación de la economía española confirma que la economía española está registrando, por primera vez en la historia reciente, superávits por cuenta corriente significativos a lo largo de una fase expansiva prolongada. Los datos actuales refuerzan la idea de que no solamente factores cíclicos, sino también otros de carácter más permanente, explican la mejoría experimentada por el saldo exterior, imprescindible para avanzar en la corrección del elevado endeudamiento que España mantiene frente al resto del mundo<sup>2</sup>.

La revisión al alza del superávit turístico, fundamentalmente debida a los ingresos, explica algo más de la mitad de la revisión total de la capacidad de financiación desde 2015, y va en aumento a lo largo de la serie temporal, superando los 6 mm de euros en 2018 (en torno a un 0,6 % del PIB) (véase gráfico 2). En dicho año, con unos ingresos por turismo de 69 mm de euros, España se consolidó en el segundo puesto en el *ranking* mundial de países por este concepto<sup>3</sup>.

La revisión en la rúbrica de ingresos por turismo se debe a la incorporación del nivel de gasto turístico de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), frente a la aproximación anterior que solo usaba las tasas de crecimiento de esta encuesta. Los cambios en la estimación de los ingresos de turismo en la BP y su relación con determinadas partidas de la CN y con el gasto turístico en EGATUR se describen con mayor detalle en una nota estadística específica<sup>4</sup>.

Por lo que se refiere a la PII neta, la revisión *benchmark* ha tenido un impacto moderado. En los primeros años de la serie, el efecto ha sido prácticamente nulo, pasando a ser negativo en el período 2001-2011 (en un 3,1 % del PIB, en media) y positivo entre 2012 y 2016 (en un 1,6 % del PIB,

en media) (véase gráfico 3). Finalmente, en los períodos más recientes (2017-2018) el impacto ha vuelto a ser negativo, revisándose la PII de 2018 hasta el -80,4 % del PIB, desde el -77,4 % del PIB previamente estimado.

A la revisión de la PII han contribuido, sobre todo, los cambios en la inversión directa y, dentro de esta, la inversión en inmuebles; en concreto, de los localizados en España, cuya serie actual refleja más adecuadamente la evolución de los precios (véase gráfico 4)<sup>5</sup>. No obstante, esta rúbrica es un buen ejemplo de aquellos componentes del pasivo de la PII que no suponen una obligación cierta de pago futuro, lo que debe ser tenido en cuenta a la hora de analizar el verdadero grado de vulnerabilidad exterior de la economía que puede tener la deuda externa.

### Estadísticas coherentes y complementarias

Estos cambios aplicados a la BP/PII se han plasmado de igual manera en las cuentas del resto del mundo de la CN y de las CF, lográndose de esta forma importantes avances en la coherencia de todas estas estadísticas.

El primer paso en esta dirección se dio en 2014, cuando se implantaron en Europa los manuales de CN y de BP/PII en sus ediciones SEC2010 y MBP6, en los que se armonizó la metodología de ambas estadísticas. En España, los equipos responsables de la elaboración de la cuenta del resto del mundo de la CN (INE), de las CF (Banco de España) y de la BP/PII (Banco de España) reforzaron desde entonces su coordinación, con el objetivo de que esta coherencia de los manuales metodológicos se tradujera, gracias a la armonización de su interpretación y de las fuentes y métodos utilizados en la práctica, en la mayor coherencia posible en los resultados numéricos, objetivo que se ha conseguido tras la revisión *benchmark* de 2019. Tras la publicación de los nuevos resultados para toda la serie temporal, las diferencias entre conceptos equivalentes de la cuenta del resto del mundo de CN y de

1 Para un análisis más detallado, véase *Impacto de la revisión benchmark 2019 sobre la capacidad/necesidad de financiación y la Posición de Inversión Internacional de la economía española*, Notas Estadísticas, n.º 10, Banco de España.

2 Véase el capítulo 3, «El proceso de ajuste de la balanza por cuenta corriente», *Informe Anual 2016*, Banco de España.

3 Según la Organización Mundial del Turismo, Estados Unidos, con 181,6 mm de euros, y Francia, con 55,5 mm de euros, ocuparon los puestos primero y tercero, respectivamente.

4 Véase la nota estadística n.º 11, *La estimación de los ingresos por turismo en la Balanza de Pagos*.

5 Para más información, véase la nota estadística n.º 10, *Impacto de la revisión benchmark 2019 sobre la capacidad/necesidad de financiación y la Posición de Inversión Internacional de la economía española*.

**LA REVISIÓN BENCHMARK 2019 DE LA BALANZA DE PAGOS/PII Y LA CONTABILIDAD NACIONAL: ASPECTOS METODOLÓGICOS Y ALGUNAS IMPLICACIONES PARA EL ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)**

la BP son inexistentes (por el lado no financiero —las cuentas corrientes y de capital—) o muy reducidas (por el lado financiero).

No obstante, siguen existiendo diferencias de presentación entre ambas estadísticas que es conveniente que los usuarios conozcan. En este sentido, la principal diferencia es que, dado que la BP/PII se elabora desde la óptica de

los agentes residentes y la CN desde la del resto del mundo, los pagos (ingresos) de la BP se indican como un recurso (empleo) en la CN. De este modo, la capacidad o necesidad de financiación de la BP tiene el mismo valor que la correspondiente partida de la Contabilidad Nacional para el total de la economía, pero con signo opuesto. En el cuadro 1 se muestra la relación entre los componentes en la BP y en la CN.

Cuadro 1  
CORRESPONDENCIA ENTRE RÚBRICAS DE BALANZA DE PAGOS Y CUENTAS NO FINANCIERAS DE LOS SECTORES

Balanza de Pagos	Contabilidad Nacional Trimestral de España Cuentas trimestrales no financieras de los sectores del resto del mundo (S.2)	
<b>Bienes y servicios</b>		
Bienes	P.6	Exportaciones de bienes y servicios
Servicios	P.7	Importaciones de bienes y servicios
Turismo	<b>B.11</b>	<b>Saldo de intercambios exteriores de bienes y servicios</b>
Servicios no turísticos		
Transformación y mantenimiento y reparación		
Transporte		
Construcción		
Seguros y pensiones		
Financieros		
Cargos por el uso de propiedad intelectual		
Telecomunicaciones, informática e información		
Otros servicios empresariales		
Personales, culturales y recreativos, y bienes y servicios de las AAPP		
<b>Renta primaria</b>		
Rentas del trabajo	D.1	Remuneración de los asalariados
Rentas de la inversión	D.4	Rentas de la propiedad
Por categoría funcional		Intereses
Inversión directa		Rentas distribuidas de las sociedades
Inversión en cartera		Beneficios reinvertidos
Otra inversión		Otras rentas de la inversión
Reservas		
Por sector institucional		
Otra renta primaria	D.2	Impuestos sobre la producción y las importaciones
	D.3	Subvenciones
<b>Renta secundaria</b>		
AAPP	D.5	Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.
Resto de los sectores	D.61	Cotizaciones sociales netas
Remesas de trabajadores	D.62	Prestaciones sociales no en especie
	D.7	Otras transferencias corrientes
<b>Cuenta corriente</b>	<b>B.12</b>	<b>Saldo de las operaciones corrientes con el exterior</b>
Cuenta de capital		
	D.9	Transferencias de capital, a cobrar/a pagar
	NP	Adquisiciones menos cesiones de activos no producidos
<b>Cuenta corriente y de capital</b>	<b>B.9</b>	<b>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación</b>

FUENTE: Elaboración propia.

**LA REVISIÓN BENCHMARK 2019 DE LA BALANZA DE PAGOS/PII Y LA CONTABILIDAD NACIONAL: ASPECTOS METODOLÓGICOS Y ALGUNAS IMPLICACIONES PARA EL ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)**

Por lo que se refiere a las operaciones relacionadas con los bienes y los servicios, la BP ofrece mayor detalle en el caso de los servicios que la CN. Además, en el caso particular de los bienes y servicios adquiridos por los viajeros, existe una rúbrica específica en la BP, la de Turismo. Por el contrario, en la CN este gasto se asigna a distintos componentes. En su mayor parte, se registra como consumo o gasto de (no) residentes (dentro) fuera del territorio económico, pero también, en una proporción menor, como consumo intermedio (el gasto relacionado con el transporte, alojamiento y manutención en viajes de

negocio) o como otros servicios (el gasto en paquetes turísticos contratados a intermediarios).

En cuanto a las operaciones y saldos financieros, en la BP/PII se utiliza la categoría funcional como primer nivel de clasificación y, a continuación, se subdivide en instrumentos y sectores institucionales, mientras que en la CN se usan directamente el instrumento y el sector. El cuadro 2 ilustra la relación entre las categorías funcionales de la BP/PII y los instrumentos. Estas relaciones permiten al usuario complementar la información que ofrece la CN con BP/PII, o viceversa, con total garantía de coherencia.

Cuadro 2  
CORRESPONDENCIA ENTRE LAS CATEGORÍAS FUNCIONALES Y LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

	Categorías funcionales (BP/PII) / Instrumentos (BP/PII y CF)				
	Reservas	Inversión directa	Inversión de cartera	Derivados	Otra inversión
F11 Oro monetario	X				
F12 DEG	X				X
F2 Moneda y depósitos	X	X			X
F3 Títulos de deuda	X	X	X		X
F4 Préstamos	X	X			X
F5 Participaciones en el capital y en fondos de inversión	X	X	X		X
F6 Seguros, pensiones y mecanismos normalizados de garantía		X			X
F7 Derivados financieros y opciones de compra de acciones por parte de empleados	X			X	
F8 Otras cuentas por cobrar/por pagar		X			X

FUENTE: Elaboración propia.

**LA RECIENTE DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DESDE UNA PERSPECTIVA SECTORIAL**

A comienzos de 2018, la actividad económica global empezó a ralentizarse de forma evidente. Esta desaceleración se ha reflejado, fundamentalmente, en un acusado deterioro en los indicadores de comercio internacional y de actividad manufacturera, pero también en una cierta pérdida de dinamismo del sector servicios. Dado el peso relativamente elevado de las manufacturas en el comercio mundial, la pérdida de pulso comparativamente mayor en este sector es coherente con el incremento de las tensiones comerciales observado en este período. Así, por ejemplo, en el área del euro, el valor añadido bruto de la industria manufacturera ha pasado de crecer a tasas interanuales por encima del 4% a principios de 2018 a contraerse cerca de un 1% en el segundo trimestre de 2019, mientras que el ritmo de crecimiento de esta variable en el sector servicios solo se ha reducido en 1 punto porcentual (pp) —del 3% al 2%— durante este período (véase gráfico 1). Un amplio abanico de indicadores apunta a que, en la economía española, el sector manufacturero también habría experimentado en los

últimos trimestres una evolución menos favorable que las ramas de servicios (véanse gráficos 2 y 3.1).

En un contexto en el que la producción de cualquier bien o servicio está caracterizada por relaciones cliente-proveedor entre las distintas ramas de la economía cada vez más complejas, este recuadro analiza hasta qué punto la reciente desaceleración de los servicios en la economía española estaría relacionada con la debilidad, más acusada, que ha experimentado la industria manufacturera. Para realizar este análisis se utilizan las tablas *input-output* globales (WIOD, por sus siglas en inglés), que ofrecen información detallada sobre los usos y destinos de la producción para un conjunto amplio de países y sectores<sup>1</sup>. Esta información permite calcular la «vocación manufacturera» de cada una de las ramas de actividad dentro del sector servicios, aproximada por la proporción de su facturación que tiene como destino el sector manufacturero<sup>2</sup>. Esta medida refleja, por tanto, la sensibilidad de cada una de las ramas de servicios a un deterioro en la actividad industrial.

Gráfico 1  
COMERCIO INTERNACIONAL Y DESACELERACIÓN DE LAS MANUFACTURAS

1 IMPORTACIONES MUNDIALES, EXCLUIDA ÁREA DEL EURO III TR, 12 (a)



2 VALOR AÑADIDO BRUTO (ÁREA DEL EURO) (b)  
Crecimiento interanual



FUENTES: CPB y Eurostat.

a CPB. Última observación: septiembre.  
b Eurostat. Última observación: junio.

1 Para más detalles sobre esta base de datos, véase M. Timmer, E. Dietzenbacher, B. Los, R. Stehrer y G. de Vries (2015), «An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production», *Review of International Economics*, 23.  
2 Nótese que esta proporción incluye no solo la facturación directa de servicios a manufacturas, sino también la exposición indirecta a través de terceras ramas que actúan como clientes de los servicios y proveedores de las manufacturas.

**LA RECIENTE DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DESDE UNA PERSPECTIVA SECTORIAL (cont.)**

En términos agregados, la vocación manufacturera de los servicios de la economía española se sitúa en torno al 8 %, cifra inferior a las observadas en Alemania y en Italia, pero en línea con el nivel de exposición manufacturera que registra el sector servicios en Francia (véase gráfico 4.1). En cuanto al origen geográfico de

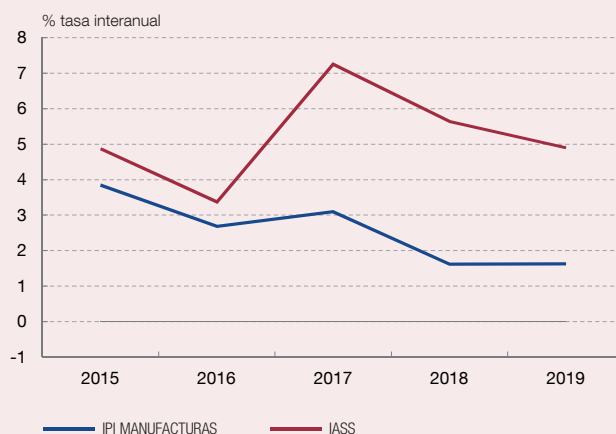
esta exposición, cabe destacar que la facturación del sector servicios español que proviene de la industria manufacturera foránea es relativamente reducida. Al margen de estas cifras agregadas, existe una gran heterogeneidad entre las diferentes ramas de los servicios. Así, mientras que los servicios relacionados

Gráfico 2  
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD POR RAMAS EN ESPAÑA

1 VAB POR RAMAS



2 EVOLUCIÓN DEL IPI Y DEL IASS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 3  
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD

1 AFILIACIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL POR RAMAS EN ESPAÑA (a)



2 PRODUCCIÓN DE VEHÍCULOS DE MOTOR EN ESPAÑA Y EN ALEMANIA (MM 3m) (b)



FUENTES: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, Banco de España y Eurostat.

a Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, y Banco de España. Última observación: septiembre.

b Eurostat. Última observación: septiembre.

**LA RECIENTE DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DESDE UNA PERSPECTIVA SECTORIAL (cont.)**

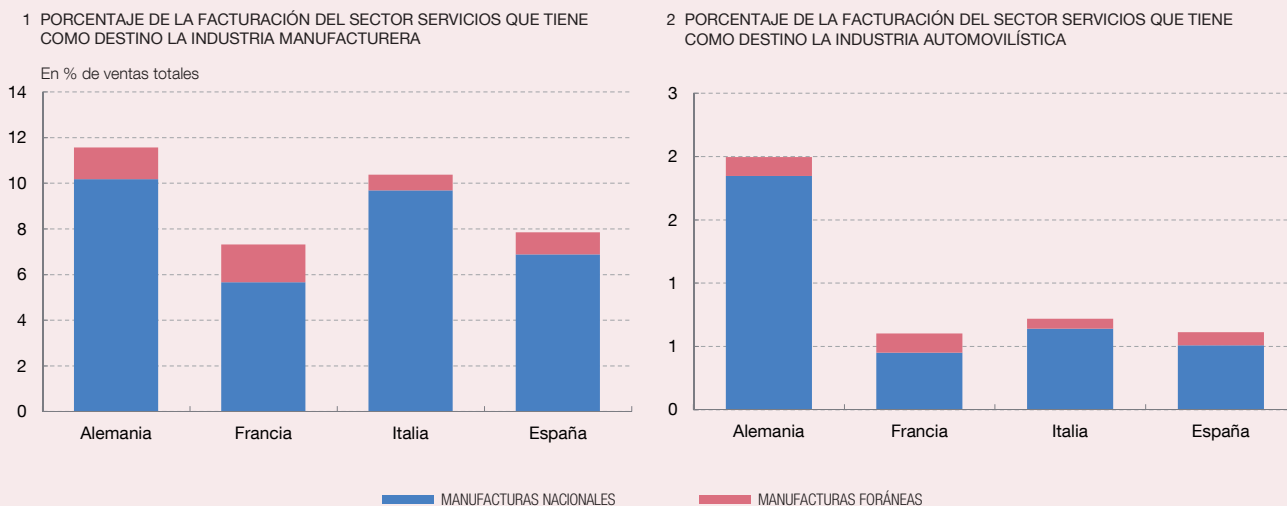
con el transporte terrestre y con el comercio al por mayor presentan una vocación manufacturera superior al 20 %, esta medida se sitúa por debajo del 2 % para las ramas de I+D, actividades sanitarias y hostelería (véase gráfico 5.1). Asimismo, aunque en términos agregados la exposición de los servicios a la industria manufacturera foránea es reducida, en el caso de las ramas de transporte marítimo y transporte aéreo esa exposición es tanto o más relevante que la que mantienen frente a la industria nacional.

A partir de la vocación manufacturera de las distintas ramas de servicios, es posible valorar hasta qué punto la desaceleración reciente de su actividad ha podido estar vinculada a la desaceleración del sector manufacturero. En particular, cabría esperar que la pérdida de empuje haya sido más intensa en aquellas ramas de los servicios con una mayor vocación manufacturera. En efecto, cuando la evolución de la actividad de las ramas de servicios se aproxima por el cambio en la tasa interanual media de creación de empleo entre 2018 y 2019 (en términos de las afiliaciones a la Seguridad Social)<sup>3</sup>, se observa una relación negativa entre la vocación manufacturera de los servicios y el grado de dinamismo

de su actividad (véase gráfico 6.1)<sup>4</sup>. Un modelo de regresión lineal simple confirma que esta asociación no solo es estadísticamente significativa, sino también económicamente relevante. En particular, la relación estimada sugiere que, por cada punto porcentual de facturación de las ramas de servicios que proviene del sector manufacturero, la desaceleración de este último habría minorado en 0,06 pp, por término medio, el ritmo de creación de empleo en las ramas de los servicios.

En el caso concreto de la industria del automóvil, sector que desempeña un papel muy relevante en la economía española y, en particular, en su capacidad exportadora, se ha observado una cierta pérdida de dinamismo desde el inicio de 2018, aunque mucho menos intensa que la registrada, por ejemplo, en Alemania (véase gráfico 3.2). En términos agregados, el porcentaje de las ventas de los servicios españoles que tienen como destino el sector de fabricación de vehículos de motor (lo que se podría denominar «vocación automovilística») está en línea con el que se observa en Francia o en Italia, pero se encuentra muy por detrás del que registran los servicios alemanes (véase gráfico 4.2). Por otra parte, como en el caso de la

Gráfico 4  
VOCACIÓN MANUFACTURERA DE LOS SERVICIOS



FUENTE: Cálculos propios, basados en WIOD 2016.

3 La tasa correspondiente a 2019 se refiere al período enero-octubre con respecto a los mismos meses del año anterior.  
4 Se utiliza el número de afiliados a la Seguridad Social porque es el único indicador de alta frecuencia disponible con la suficiente desagregación por ramas de servicios.

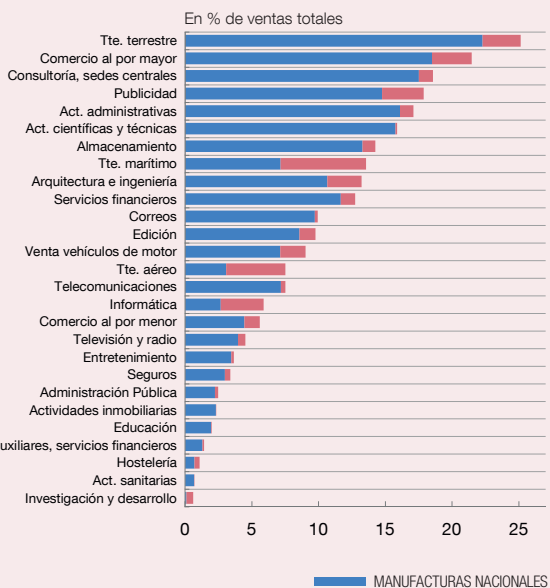
**LA RECIENTE DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DESDE UNA PERSPECTIVA SECTORIAL (cont.)**

vocación manufacturera, existe una gran heterogeneidad dentro de los servicios en cuanto a su exposición al sector del automóvil. Así, mientras que los servicios asociados a la venta de vehículos de motor muestran una vocación

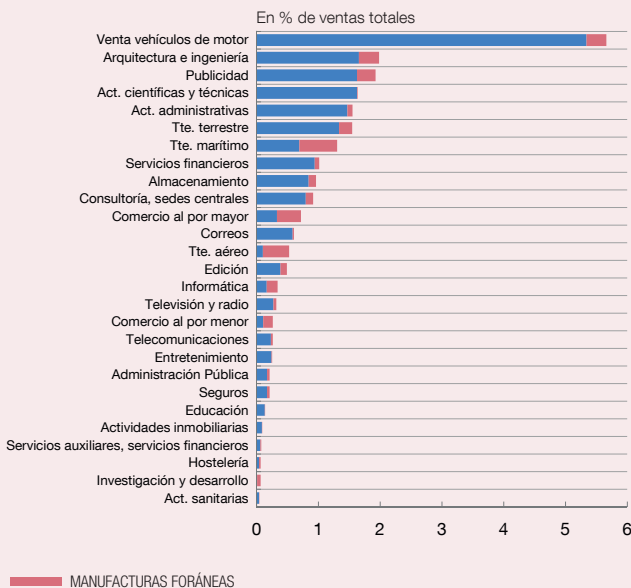
por encima del 5% y los servicios de publicidad e ingeniería presentan vocaciones cercanas al 2%, los servicios relacionados con la hostelería o la I+D registran exposiciones al sector del automóvil cercanas a cero

Gráfico 5  
VOCACIÓN MANUFACTURERA DE LOS SERVICIOS

1 PORCENTAJE DE LA FACTURACIÓN DEL SECTOR SERVICIOS QUE TIENE COMO DESTINO LA INDUSTRIA MANUFACTURERA NACIONAL Y FORÁNEA



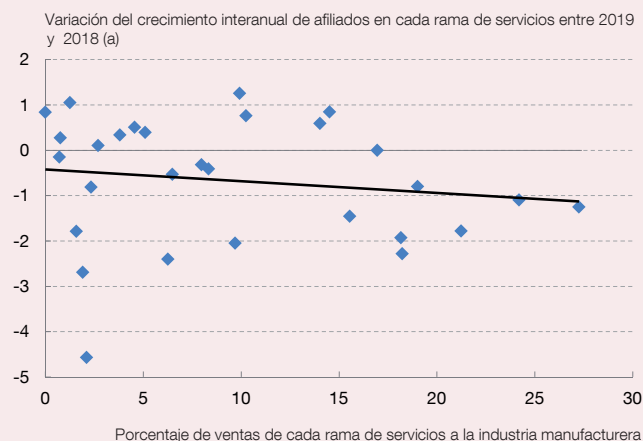
2 PORCENTAJE DE LA FACTURACIÓN DEL SECTOR SERVICIOS QUE TIENE COMO DESTINO LA INDUSTRIA AUTOMOVILÍSTICA NACIONAL Y FORÁNEA



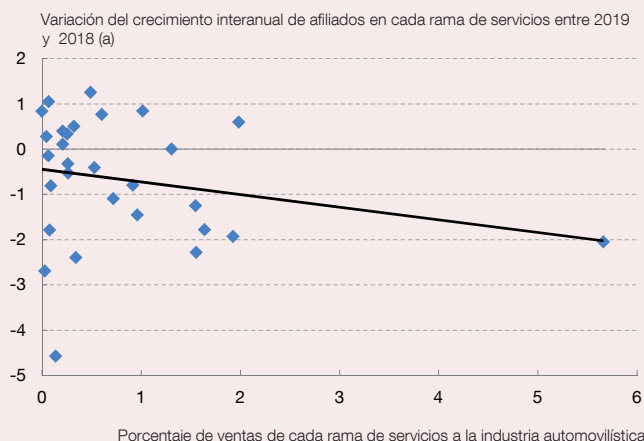
FUENTE: Cálculos propios, basados en WIOD 2016.

Gráfico 6  
DESACELERACIÓN DE AFILIADOS Y VOCACIÓN MANUFACTURERA

1 INDUSTRIA MANUFACTURERA



2 INDUSTRIA AUTOMOVILÍSTICA



FUENTE: Elaboración propia.

a En el cómputo del crecimiento de 2019 intervienen solo los diez primeros meses del año.

**LA RECIENTE DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DESDE UNA PERSPECTIVA SECTORIAL (cont.)**

(véase gráfico 5.2). De nuevo, haciendo uso de esta heterogeneidad, es posible estimar una correlación negativa entre la vocación automovilística de cada rama de los servicios y el cambio entre 2018 y 2019 en su tasa interanual media de creación de empleo (véase gráfico 6.2)<sup>5</sup>. Esta correlación, estadísticamente significativa, implica que, por cada punto porcentual de facturación del sector servicios que proviene de la rama del automóvil, la desaceleración de esta última habría reducido, en promedio, en 0,4 pp la tasa de creación de empleo en las correspondientes actividades de servicios.

En conclusión, de acuerdo con el análisis desarrollado en este recuadro, una parte significativa de la desaceleración que han experimentado los servicios desde principios de 2018 estaría vinculada a la ralentización, más acusada, que han registrado las manufacturas. Por otro lado, el hecho de que la exposición del sector servicios español a la industria en general, y al sector del automóvil en particular, sea inferior a la observada en Alemania (y, en menor grado, en Italia) habría contribuido a que el efecto de arrastre de las manufacturas sobre el conjunto de la economía haya sido comparativamente menos intenso en el caso español.

---

5 Véase la nota 3 al pie de página.



**RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y EL DEL EMPLEO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

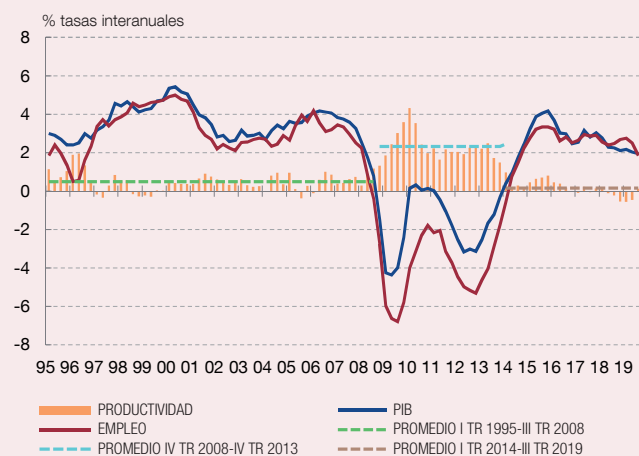
La relación entre el crecimiento del PIB y el del empleo en la economía española no es constante en el tiempo y, en particular, varía de forma apreciable en función de la fase del ciclo económico. Como se observa en el gráfico 1.1, durante el período de expansión económica que tuvo lugar entre 1995 y 2008 los incrementos en el nivel de empleo fueron, de manera sistemática, algo inferiores a los registrados por el PIB. Esto se tradujo en un crecimiento muy moderado de la productividad aparente del factor trabajo (un 0,5 % anual en promedio). En cambio, durante la fase recesiva registrada entre 2008 y 2013 el ritmo de destrucción de empleo superó ampliamente la tasa de caída del PIB, propiciado aumentos acusados de la productividad aparente (en promedio, un 2,3 % anual). En la actual etapa expansiva se ha vuelto a observar una relación muy estrecha entre los avances del empleo y los de la actividad económica. Esto ha provocado, de nuevo, aumentos muy limitados de la productividad aparente del trabajo desde 2014: del 0,2% anual en promedio, cifra incluso inferior a la observada en el ciclo expansivo anterior (y con valores negativos en algunos de los trimestres más recientes).

Este comportamiento contracíclico de la productividad constituye un factor diferencial de la economía española, ya que esta variable tiende a ser procíclica en la gran mayoría de las economías avanzadas. Así, por ejemplo, como se observa en el gráfico 1.2, en comparación con nuestro país, la productividad en el agregado del área del euro (excluida España) tiende a crecer más en épocas expansivas y a reducirse en episodios recesivos. Esto explica que la correlación entre el avance del PIB y el de la productividad durante el conjunto del período 1995-2019 sea positiva y elevada en el área del euro (0,9), frente a la correlación negativa que se observa en la economía española (-0,7)<sup>1</sup>.

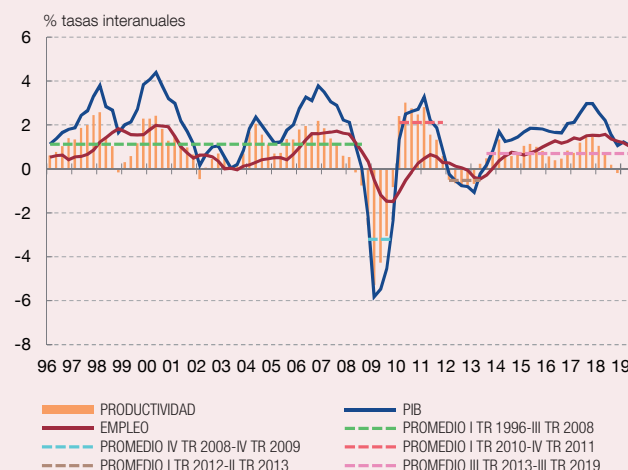
El modo en el que la relación entre actividad y empleo cambia en la economía española según la fase del ciclo puede apreciarse también en el gráfico 2.1, referido al conjunto de las ramas de la economía de mercado. En el gráfico se representan dos rectas de regresión, referidas, respectivamente, a los trimestres en los que el VAB de mercado aumenta en tasa interanual (identificados con puntos azules) y a aquellos otros en los que se reduce

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DEL PIB, DEL EMPLEO Y DE LA PRODUCTIVIDAD

1 CRECIMIENTO DEL PIB, DEL EMPLEO Y DE LA PRODUCTIVIDAD



2 CRECIMIENTO DEL PIB, DEL EMPLEO Y DE LA PRODUCTIVIDAD EN EL ÁREA DEL EURO



FUENTES: Contabilidad Nacional Trimestral (Instituto Nacional de Estadística) y Eurostat.

1 En A. Urtasun, M. Izquierdo y E. Ortega (2012), «Un análisis sectorial de la relación entre la actividad y el empleo en la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, se muestra cómo, aunque existen diferencias en la relación entre el empleo y el producto por ramas de actividad, el comportamiento asimétrico en las distintas fases del ciclo es común a todas ellas. Por tanto, el patrón anticíclico de la productividad no es atribuible a los cambios en la estructura productiva que se originan en las expansiones y en las recesiones.

**RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y EL DEL EMPLEO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)**

(identificados con puntos rojos). La pendiente de cada una de las rectas de regresión estimadas determina cuánto se incrementa (se reduce) la tasa de creación de empleo en esas ramas por cada punto porcentual (pp) de aumento (caída) en el ritmo de avance de la actividad. Esta sensibilidad del empleo al VAB es, tanto en las épocas expansivas como en las recesivas, muy cercana a 1 y no es estadísticamente diferente entre unas y otras. En cambio, la constante de las rectas estimadas, que determina cuál es la tasa de variación del empleo cuando la tasa de crecimiento del PIB está en el entorno de 0, es, en valor absoluto, considerablemente mayor en las recesiones (-2,7) que en las expansiones (-0,3). Esto implica una clara discontinuidad en el comportamiento del empleo cuando la economía transita de una fase expansiva a otra recesiva, y a la inversa. En particular, cuando el VAB de las ramas de mercado pasa de crecer marginalmente a experimentar una leve contracción, la tasa de destrucción de puestos de trabajo experimenta un salto brusco de, en promedio, casi 2,5 pp. Y, para recesiones de mayor intensidad, esa es la magnitud en la que la caída interanual del empleo excede por término medio a la del valor añadido.

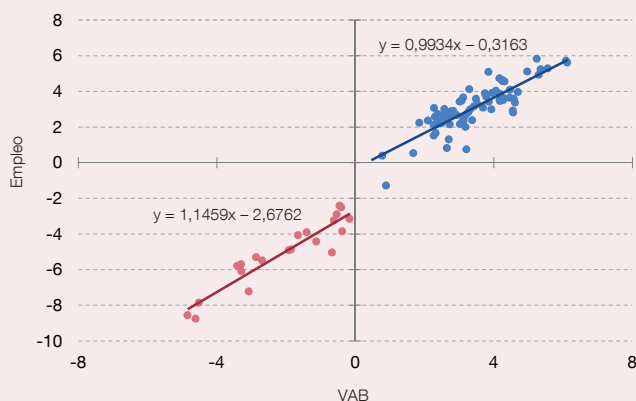
Por consiguiente, durante las crisis tiene lugar una elevada destrucción de empleo, independientemente de la profundidad del retroceso de la actividad. Los factores que podrían explicar este fenómeno incluyen el hecho de que muchos de los empleos creados durante los períodos expansivos (frecuentemente, bajo contratos temporales) llevan asociado un nivel de productividad reducido, lo que hace que, ante la llegada de una perturbación negativa, dejen de ser económicamente viables desde la perspectiva del contratador<sup>2</sup>. La históricamente reducida utilización de otros mecanismos de ajuste distintos del empleo provocaría que este efecto se mantuviera hasta que en la época de expansión se comenzara a contratar de nuevo a estos trabajadores.

El gráfico 2.2 ilustra cómo el anterior patrón cíclico de la economía española, asimétrico entre expansiones y recesiones, no se observa en el conjunto del área del euro, donde el empleo reacciona al crecimiento del PIB, aproximadamente, con la misma intensidad, independientemente de la fase del ciclo, sin que la relación entre empleo y actividad experimente una discontinuidad reseñable al transitar de una expansión a una recesión (o a la inversa)<sup>3</sup>.

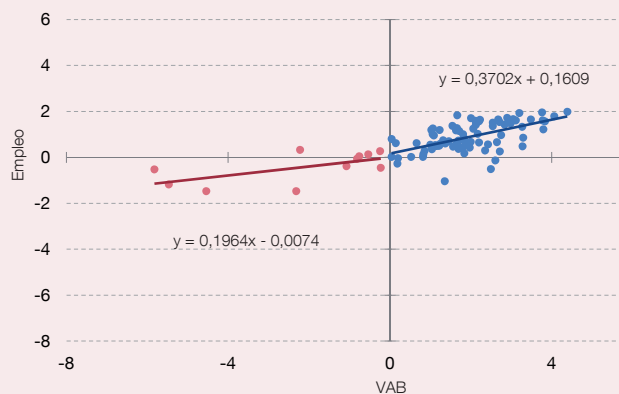
Gráfico 2

**RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y EL DEL EMPLEO**

1 RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y EL DEL EMPLEO. ECONOMÍA DE MERCADO



2 RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y EL DEL EMPLEO. ÁREA DEL EURO, EXCLUIDA ESPAÑA



**FUENTES:** Contabilidad Nacional Trimestral (Instituto Nacional de Estadística) y Eurostat.

2 En J. Costain, J. F. Jimeno y C. Thomas (2010), *Employment fluctuations in a dual labor market*, Documentos de Trabajo, n.º 1013, Banco de España, se muestra la relevancia de este mecanismo a la hora de explicar las fluctuaciones del empleo en la economía española.

3 Si acaso, se observa una menor destrucción de empleo en las recesiones, lo que probablemente refleje la utilización de mecanismos alternativos de ajuste de los costes laborales, como las horas trabajadas, en los momentos de caída de la actividad.

**RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y EL DEL EMPLEO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)**

Centrándonos en el período de recuperación más reciente de la economía española, cabría preguntarse en qué medida se aprecia algún cambio en la relación empleo-PIB en comparación con la fase expansiva previa. En este sentido, el gráfico 3.1 sugiere que, dado un determinado crecimiento del PIB, la tasa de crecimiento del empleo ha sido algo mayor en el período 2014-2019 (cuyas observaciones se representan con puntos rojos) en comparación con los años 1995-2008 (con puntos azules). Es decir, si en la fase expansiva actual se hubiera mantenido la misma relación empleo-PIB que se observó durante el período 1995-2008, el crecimiento del empleo habría sido algo menor que el que efectivamente se ha producido.

Este mismo resultado se obtiene también cuando se estima un modelo con parámetros cambiantes en el tiempo. En particular, a partir de estas estimaciones el gráfico 3.2 muestra cómo el umbral de crecimiento del PIB a partir del cual se crea empleo se habría reducido ligeramente en el período más reciente, hasta situarse algo por debajo del 1%<sup>4</sup>, si bien sería necesario esperar a tener una fase cíclica completa para poder asegurar que estos valores son diferentes.

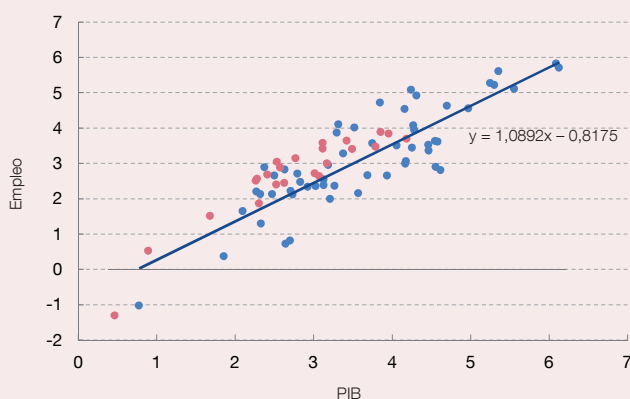
El hecho de que el empleo esté comportándose de una forma comparativamente algo más dinámica en la fase expansiva actual podría obedecer a factores de naturaleza

muy diversa. Entre estos, cabría incluir las diferencias entre las dos fases expansivas analizadas, en términos de la intensidad, duración o composición del crecimiento, así como también los posibles efectos derivados de la intensa destrucción de empleo durante la crisis (por ejemplo, en términos de la pérdida de cualificaciones —y la reducción asociada de productividad— de aquellos trabajadores que permanecieron durante mucho tiempo en situación de desempleo).

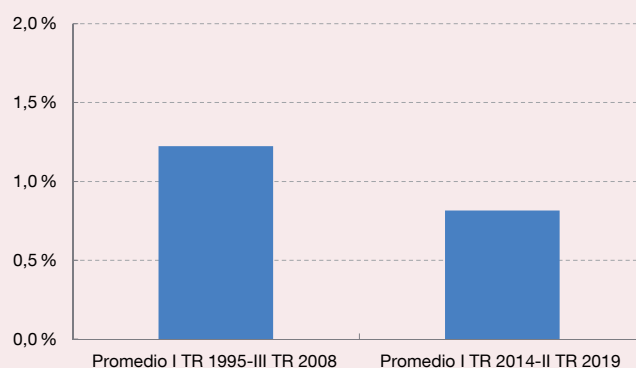
Un factor adicional podrían ser los cambios legislativos introducidos en el mercado laboral durante los primeros años de esta década. Por lo que respecta a este último factor, el hecho de que desde la introducción de las últimas medidas legislativas en el ámbito laboral no se haya producido ningún nuevo período recesivo hace prematuro valorar de qué modo tales medidas habrían podido alterar la relación entre empleo y PIB en la economía española. En este sentido, la legislación laboral aprobada a principios de esta década desarrolló mecanismos tendentes a favorecer que el ajuste en el mercado de trabajo en la fase baja del ciclo recaiga en mayor medida que hasta ahora sobre variables distintas del propio empleo, lo que debería contribuir a atenuar las pérdidas de puestos de trabajo en el momento en que eventualmente la economía pudiera entrar en un período

Gráfico 3  
RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y EL DEL EMPLEO

1 RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y EL DEL EMPLEO EN ÉPOCAS EXPANSIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. ECONOMÍA DE MERCADO



2 UMBRAL ESTIMADO DE CRECIMIENTO DEL VAB A PARTIR DEL CUAL SE CREA EMPLEO. ECONOMÍA DE MERCADO



FUENTE: Contabilidad Nacional Trimestral (Instituto Nacional de Estadística).

4 Cuando se estima el modelo  $\Delta\text{Empleo} = \alpha + \beta\Delta\text{PIB} + \varepsilon$ , el umbral de crecimiento del PIB a partir del cual se crea empleo ( $\text{PIB}^*$ ) viene determinado por  $\text{PIB}^* = -\alpha/\beta$ .

**RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB Y EL DEL EMPLEO EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)**

recesivo, de forma similar a como suele observarse en otras economías. Este no es, sin embargo, el escenario central contemplado actualmente para los próximos

años, en los que se prevé una prolongación de la fase expansiva, con ritmos de crecimiento de la ocupación no muy alejados de los del producto<sup>5</sup>.

---

5 Véanse las *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2019*.

### El mayor optimismo sobre la resolución del conflicto comercial entre China y Estados Unidos ha favorecido el apetito por el riesgo

**La evolución de los mercados financieros internacionales en la parte transcurrida del cuarto trimestre del año se ha caracterizado, en general, por un sentimiento positivo de los inversores.** Esto se ha traducido en la revalorización de los activos de mayor riesgo, aumentos en las rentabilidades de la deuda soberana a largo plazo y reducciones en la volatilidad de los precios negociados. Al igual que en pasados trimestres, las noticias de distinto signo asociadas a la evolución de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China fueron el principal condicionante de las fluctuaciones en el precio de los activos financieros. El comportamiento de los mercados se vio también influido por el flujo de la publicación de indicadores de actividad, que, en general, fueron algo mejores de lo esperado, y por las mayores expectativas de que se alcance un *brexít* con acuerdo.

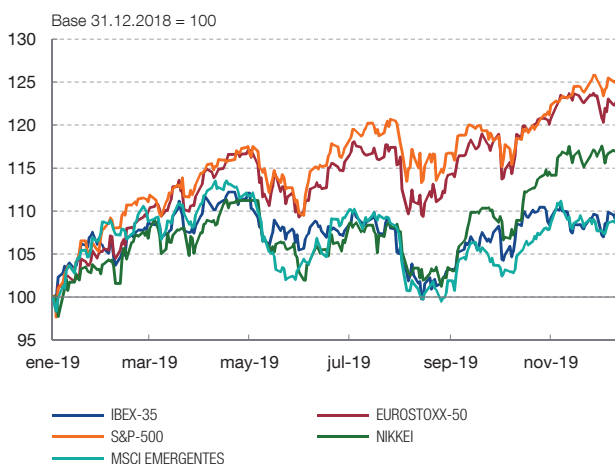
**Las cotizaciones bursátiles han mostrado avances en la mayoría de los mercados internacionales.** En los últimos meses, los índices de las bolsas de Estados Unidos han alcanzado máximos históricos, y los de las europeas, máximos anuales (véase gráfico 2.1). En la parte transcurrida de 2019, tanto el índice S&P-500 como el EUROSTOXX-50 se han revalorizado más de un 20 %. Los índices de los mercados bursátiles de las economías emergentes también han experimentado aumentos generalizados en los últimos meses, siendo los de los mercados latinoamericanos los que peor se han comportado, en un contexto de tensiones político-sociales en la región.

**El repunte de las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de las economías avanzadas refleja la estabilización de las perspectivas económicas globales.** La aparente interrupción del deterioro de la actividad global habría llevado a un mayor apetito por el riesgo y a una revisión al alza de las expectativas de tipos de interés de política monetaria, lo que a su vez explica el repunte de las rentabilidades de la deuda a largo plazo en las economías avanzadas. Tras los mínimos históricos registrados en el trimestre anterior, la rentabilidad de los bonos del tesoro estadounidense a diez y treinta años se ha elevado progresivamente, situándose en la fecha de cierre de este Informe en el 1,9 % y en el 2,3 %, respectivamente (véase gráfico 2.2). Por su parte, las rentabilidades de las deudas soberanas a diez años en España, Francia y Alemania se han incrementado entre 25 puntos básicos (pb) y 30 pb durante el trimestre, manteniéndose su nivel aún en terreno negativo en estos dos últimos países. En Italia, el incremento ha sido algo mayor (37 pb).

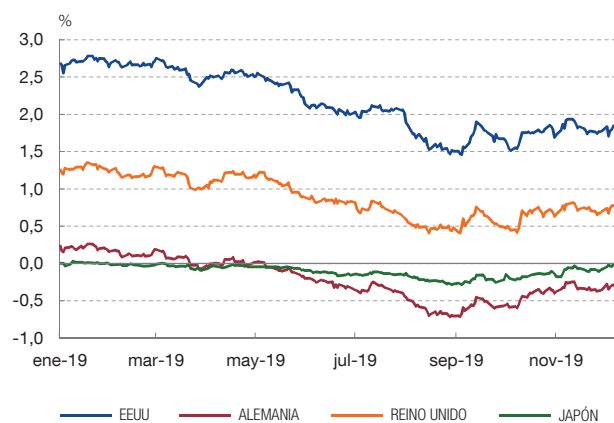
## AVANCES DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES Y AUMENTOS EN LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA EN UN CONTEXTO DE MAYOR APETITO POR EL RIESGO

El mayor apetito por el riesgo ha caracterizado este último trimestre del año, con ganancias de los índices bursátiles de los principales mercados y aumentos en las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas, que se han visto condicionados también por unas expectativas de menores caídas en los tipos de interés de política monetaria.

1 ÍNDICES BURSÁTILES



2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



FUENTE: Refinitiv Datastream.

**Tras el alza de principios de octubre, los diferenciales de rentabilidad de la deuda corporativa cayeron sustancialmente a medida que avanzaba el trimestre, en consonancia con el clima de mayor apetito por el riesgo.** Los diferenciales de rentabilidad de la deuda corporativa estadounidense y europea de alto rendimiento (respecto de la del bono soberano) han registrado en lo que va de trimestre disminuciones de 49 pb y 51 pb, respectivamente. En los mercados cambiarios, lo más relevante ha sido la apreciación de la libra —del 8,5 % frente al dólar y del 6,1 % frente al euro—, como consecuencia de las crecientes expectativas, consolidadas tras las elecciones generales en el Reino Unido, de que se producirá un *brexít* con acuerdo.

**El tono de la política monetaria de los principales bancos centrales sigue siendo acomodaticio.** La Reserva Federal estadounidense recortó su tipo de interés de referencia en su reunión de octubre, por tercera vez consecutiva en 2019, y lo mantuvo sin cambios en la reunión de diciembre. Ambas decisiones estuvieron ampliamente descontadas por los mercados, por lo que no provocaron reacciones significativas en ellos. Las previsiones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) publicadas tras la reunión de diciembre señalan que el tipo de interés de referencia permanecerá sin cambios a lo largo de 2020. Por su parte, el BCE no adoptó ninguna medida de política monetaria ni en su reunión de octubre ni en la de diciembre. En cuanto a los efectos del amplio paquete aprobado en septiembre, la implementación del sistema de dos tramos en la

remuneración de las reservas ha contribuido a una importante redistribución del exceso de liquidez de las entidades, sin que ello haya generado repuntes persistentes en los tipos de interés del mercado interbancario. En la fecha de cierre de este Informe, los mercados descuentan que el tipo de interés de referencia de la Reserva Federal estadounidense se sitúe 25 pb por debajo de su nivel actual en diciembre de 2020 y que el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE no registre ningún cambio ni en lo que resta de 2019 ni en 2020. Con respecto a la situación de finales de septiembre, las curvas del *OIS forward* instantáneo se han desplazado hacia arriba tanto en la UEM como en Estados Unidos, indicando unas menores expectativas de bajadas de tipos de interés.

### 3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

#### 3.1 Entorno exterior del área del euro

**Se mantiene el débil avance de la economía mundial, lastrada por la incertidumbre comercial y política y por los conflictos sociales recientes en algunas economías emergentes, sobre todo en América Latina**

**El crecimiento de la economía mundial ha prolongado su tono de debilidad en la segunda mitad del año.** La persistencia de las tensiones comerciales, a pesar de una cierta relajación en los últimos meses, continúa generando incertidumbre y, por esta vía, erosionando la confianza de empresas y familias. El comercio exterior ha proseguido su dinámica débil y se mantiene la atonía de la inversión y del sector manufacturero, que comienza a extenderse a algunas ramas de los servicios. El consumo privado, en cambio, continúa siendo el principal sustento del crecimiento a escala global.

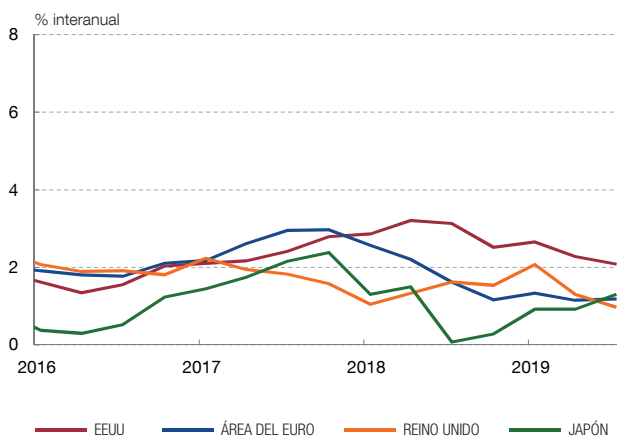
**La tónica de crecimiento moderado ha sido generalizada en la mayoría de las áreas geográficas.** En Estados Unidos, el avance del PIB en el tercer trimestre fue del 2,1 % interanual, dos décimas por debajo del dato anterior, confirmando la desaceleración iniciada a principios de año (véase gráfico 3.1). China, por su parte, se enfrenta al progresivo debilitamiento de la demanda interna, que las recientes medidas de estímulo no han podido frenar por el momento: el crecimiento del PIB del 6 % interanual en el tercer trimestre representa el mínimo en más de un cuarto de siglo. En el Reino Unido, la incertidumbre en torno al *brexit* ha continuado lastrando considerablemente el crecimiento, que se situó en un 0,3 % intertrimestral, cifra peor que la esperada, pero que representa una recuperación con respecto a la contracción observada en el segundo trimestre (-0,4 %). Por otro lado, la victoria amplia del Partido Conservador en las elecciones de diciembre allana el camino para la ratificación parlamentaria del acuerdo de salida alcanzado con la UE en octubre antes de que expire el plazo, el próximo 31 de enero, y para el comienzo de las negociaciones sobre la futura relación entre ambas áreas, que requerirá un calendario muy exigente. En Japón, el crecimiento se ha acelerado hasta el 1,9 % en tasa interanual, apoyado en la fortaleza de la demanda interna y, en particular, el impulso del consumo, como anticipación a la prevista subida del IVA. En las economías emergentes se han observado comportamientos heterogéneos por regiones, con una relativa fortaleza de los países de Europa del Este que contrasta con la mayor debilidad en Asia emergente (en gran medida, debido a la India) y en América Latina (donde ha sido generalizada por países) (véase gráfico 3.2). En Argentina, el nuevo Gobierno ha declarado que no tiene capacidad de reembolsar la deuda, especialmente los vencimientos programados para 2020, y ha anunciado



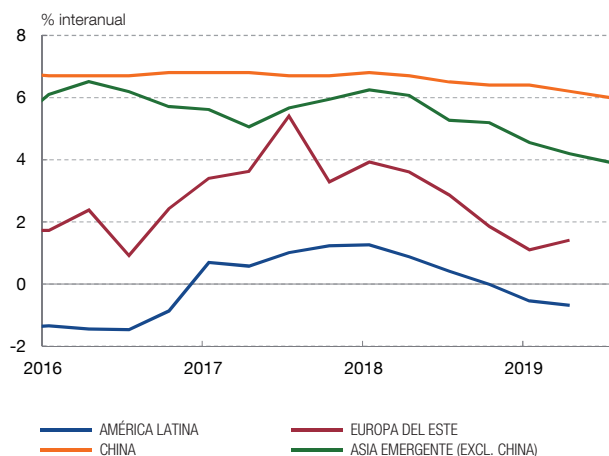
**CONTINÚA LA DEBILIDAD DE LA ECONOMÍA MUNDIAL**

La economía mundial permanece lastrada por la debilidad comercial y por la incertidumbre, acrecentada por los estallidos sociales recientes, concentrados en América Latina. Las previsiones de crecimiento se han recortado progresivamente a lo largo de 2019.

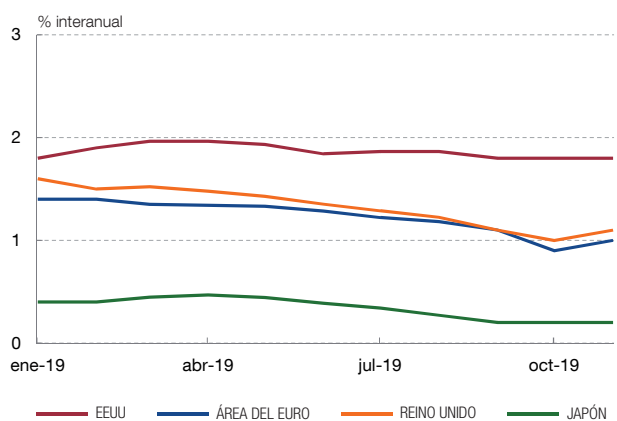
1 PIB EN ECONOMÍAS AVANZADAS



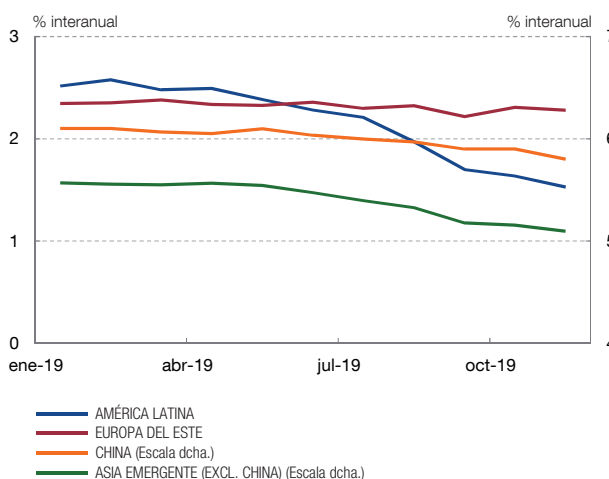
2 PIB EN ECONOMÍAS EMERGENTES



3 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2020: ECONOMÍAS AVANZADAS



4 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2021: ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Thomson Reuters Datastream y Consensus. Última observación: tercer trimestre de 2019 (para Europa del Este y América Latina, segundo trimestre de 2019).



que mantendrá reuniones tanto con los acreedores privados como con el Fondo Monetario Internacional.

**Las perspectivas económicas para 2020, que se habían deteriorado progresivamente en el transcurso del año, parecen haberse estabilizado en las últimas semanas.** Así, la previsión de crecimiento mundial de *Consensus* para 2020 se ha reducido desde el 3,6 % interanual que se anticipaba en enero hasta el 3,3 % en la actualidad, con revisiones a la baja para la mayoría de las economías emergentes (en particular, para las latinoamericanas) y, en menor medida, para las

áreas avanzadas, donde se han producido algunas revisiones al alza en los meses recientes (véanse gráficos 3.3 y 3.4).

**Los recientes conflictos sociales en las economías emergentes constituyen una nueva fuente de incertidumbre que lastra sus perspectivas.** En América Latina, la percepción de creciente desigualdad y el descontento por parte de un sector de la población con algunas medidas recientes han desencadenado una oleada de disturbios con gran coste económico, particularmente en Chile y en Colombia. Los focos de conflicto son también apreciables en el continente asiático. En concreto, en Hong Kong se mantienen las tensiones sociales en demanda del mantenimiento de determinados derechos civiles. En todos los casos, la agitación social ha redundado en una revisión a la baja del crecimiento para las respectivas economías.

### **La tónica del comercio mundial sigue siendo negativa, pese a una cierta mejora de las perspectivas de la negociación comercial entre Estados Unidos y China**

**Los datos de comercio mundial de septiembre sugieren que su dinámica ha seguido siendo contractiva,** con una caída del 1,1% interanual, centrada particularmente en China y en Asia emergente (véase gráfico 4.1). El repunte observado en términos trimestrales se considera puramente transitorio, como consecuencia del aumento de los intercambios en anticipación de la ronda arancelaria cuya entrada en vigor estaba prevista para el 15 de octubre y que finalmente fue suspendida.

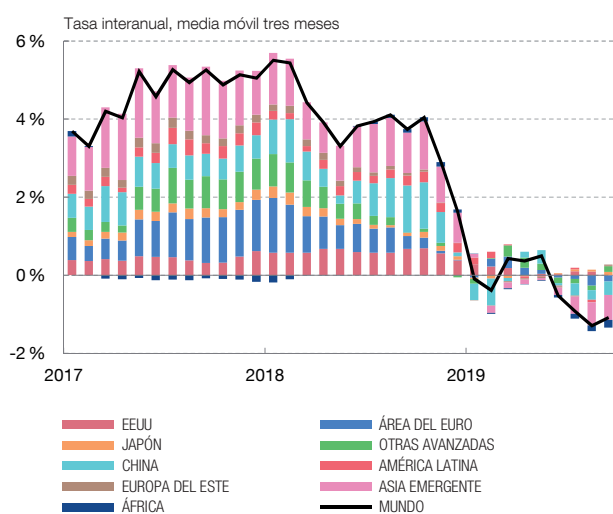
**Sin embargo, las mejores perspectivas de acuerdo comercial entre China y Estados Unidos han venido acompañadas de una estabilización, o incluso una leve mejora, de los indicadores de corto plazo (véase gráfico 4.2).** El tono más conciliador, que se fue haciendo más evidente en las declaraciones de ambos Gobiernos a medida que avanzaba el trimestre, permitió culminar con éxito la primera fase de las negociaciones para un acuerdo comercial al cierre de este Informe. Mediante este acuerdo, Estados Unidos y China suspenden la entrada en vigor de los aranceles que estaban previstos para el 15 de diciembre. Además, Estados Unidos reduce a la mitad los aranceles que había impuesto en septiembre, mientras que China, por su parte, adopta una serie de compromisos en varias áreas: aumento de las importaciones estadounidenses (en particular, de bienes agrícolas), reducción de barreras no arancelarias, protección de derechos de la propiedad intelectual, acceso al mercado de las empresas financieras estadounidenses y estabilidad del yuan.

**No obstante, los riesgos sobre la evolución del comercio mundial se mantienen sesgados a la baja.** La mejora en las perspectivas de acuerdo con China ha coincidido con un deterioro de las relaciones comerciales de Estados Unidos con otras áreas. Así, el Gobierno estadounidense ha anunciado la imposición de nuevos

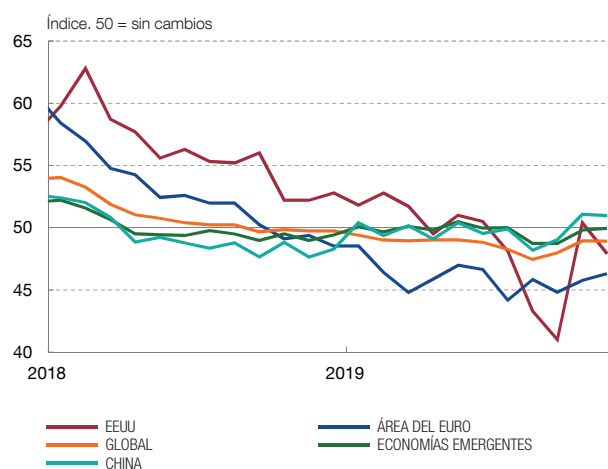
**LOS FLUJOS COMERCIALES PERMANECEN DÉBILES EN EL TERCER TRIMESTRE**

Las áreas más afectadas por la contracción son China y Asia emergente. Los indicadores de corto plazo más recientes parecen mejorar levemente, dada la relajación de las tensiones comerciales.

1 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL COMERCIO



2 PMI: NUEVOS PEDIDOS DE EXPORTACIÓN



FUENTES: CPB y IHS Markit. Última observación: septiembre de 2019 (izq.) y noviembre de 2019 (dcha.).

DESCARGAR



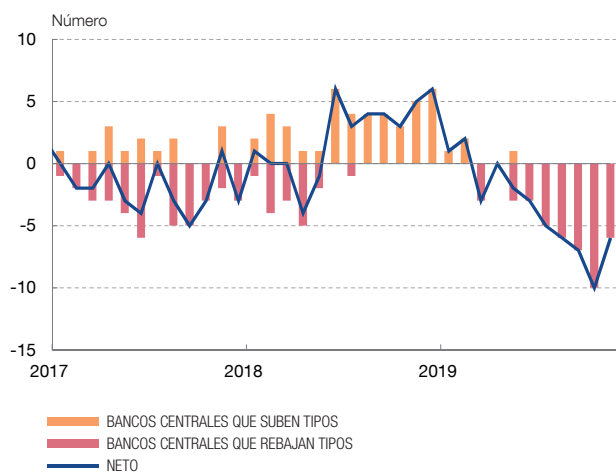
aranceles sobre las importaciones provenientes del área del euro en respuesta a una disputa entre ambas economías en el sector aeronáutico, al tiempo que se restablecían los gravámenes sobre el acero y el aluminio de Argentina y de Brasil. Además, persiste la incertidumbre sobre la decisión de Estados Unidos de imponer aranceles a los automóviles. En un tono más positivo, cabe mencionar el consenso alcanzado entre demócratas y republicanos en el Congreso sobre la revisión del acuerdo comercial con México y Canadá (USMCA).

**Las políticas monetarias han mantenido su tendencia acomodaticia para hacer frente al débil entorno económico y a las bajas tasas de inflación tanto en las economías avanzadas como en la mayoría de las emergentes.** En Estados Unidos, en la reunión de octubre la Reserva Federal volvió —como anticipaban los mercados— a recortar el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta situarlos en el rango 1,5 %-1,75 %, en respuesta a los riesgos que suponen los desarrollos globales en un entorno de inflación contenida. En su reunión de diciembre, la Reserva Federal confirmó que, salvo cambio en la coyuntura, la actual orientación de política monetaria es adecuada. En el caso de China, la epidemia de fiebre porcina ha llevado a situar la inflación en el 4,5 % interanual, nivel históricamente elevado. A pesar del carácter eminentemente transitorio de este incremento, el riesgo de que termine filtrándose a las expectativas de inflación ha hecho que el banco central haya mantenido una actitud cautelosa, por lo que, a pesar de la debilidad de la actividad, se ha limitado a realizar rebajas muy modestas de sus tipos de referencia.

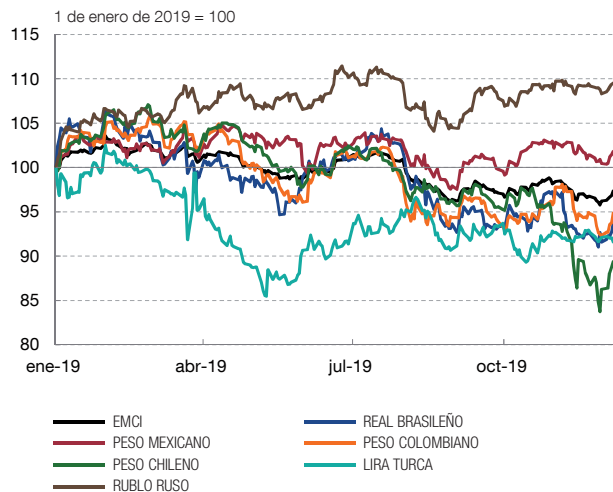
**POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA EN EMERGENTES, CON MERCADOS FINANCIEROS ESTABLES SALVO, EN AMÉRICA LATINA**

El entorno de inflación moderada permite a las áreas emergentes adoptar un tono expansivo, en línea con las avanzadas, ayudadas por la estabilidad en los mercados cambiarios. En América Latina se mantiene un tono acomodaticio, si bien los mercados financieros acusan la reciente inestabilidad social.

1 EMERGENTES: MOVIMIENTOS DE LOS TIPOS OFICIALES



2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTES: IFS y JP Morgan. Última observación: 10 de diciembre.

DESCARGAR



**Con la salvedad de América Latina, donde los tipos de cambio y las bolsas han acusado la agitación social, los mercados financieros emergentes han tenido un comportamiento estable.** Los tipos de cambio no han sufrido depreciaciones abruptas, llegando en algunos casos a apreciarse (por ejemplo, en los casos de China y de Rusia), en línea con el mayor optimismo respecto al conflicto comercial y con las actuaciones de política monetaria anteriormente descritas (véase gráfico 5.2). En los mercados de materias primas, el precio del petróleo ha repuntado ligeramente, hasta situarse cerca de los 62 dólares por barril, impulsado por factores de oferta que han compensado la menor demanda mundial. Por su parte, los metales industriales han experimentado una reducción de sus precios.

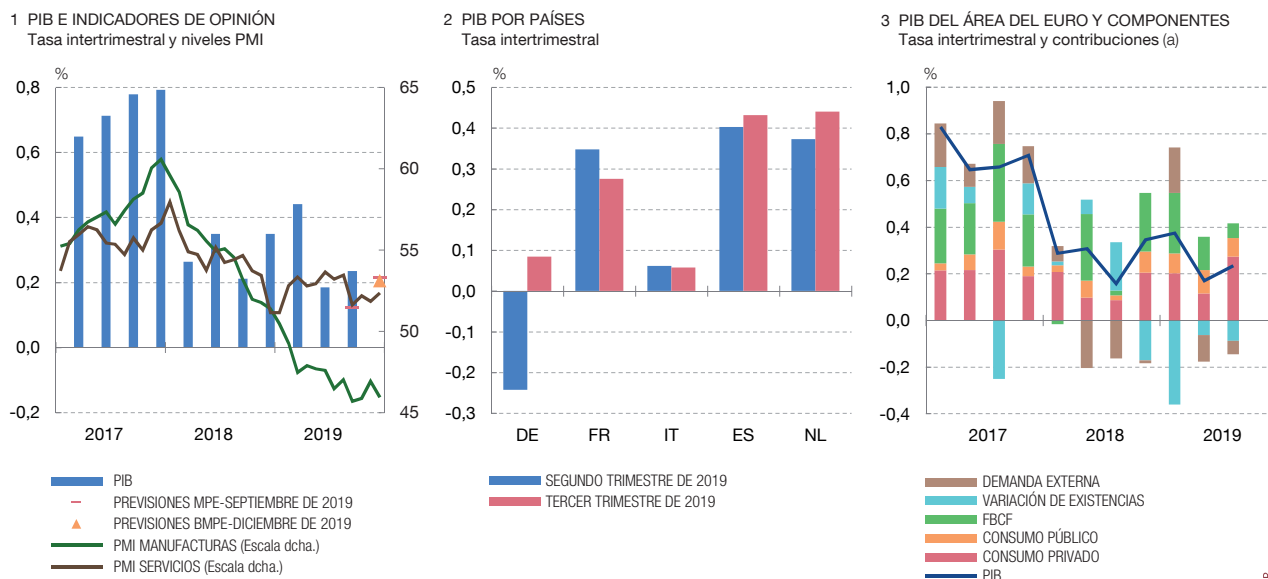
### 3.2 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

**Lastrada por el sector exterior, el área del euro se halla inmersa en un período de discreto crecimiento...**

**La zona del euro mantuvo un ritmo de crecimiento moderado en el tercer trimestre de 2019.** El PIB avanzó un 0,2 % intertrimestral, cifra similar a la del trimestre anterior y ligeramente por encima de lo que se esperaba en el ejercicio de

**SE PROLONGA LA SITUACIÓN DE DEBILIDAD ECONÓMICA EN LA ZONA DEL EURO**

El PIB del área del euro mantuvo un crecimiento débil durante el tercer trimestre, especialmente en Alemania y en Italia. El avance del PIB se apoyó en la demanda interna, en particular en el consumo privado.



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco Central Europeo.

a Se excluye Irlanda, debido a las grandes fluctuaciones que han presentado algunos componentes del PIB por el efecto de las empresas multinacionales.

DESCARGAR



previsión del BCE de septiembre (véase gráfico 6.1). La tasa de crecimiento interanual del PIB permaneció estable en el 1,1 %. Por países, la actividad económica fue particularmente débil en Alemania y en Italia, donde el PIB se mantuvo prácticamente estancado (véase gráfico 6.2), si bien en Alemania se esperaba una caída del producto por segundo trimestre consecutivo.

**Por componentes, el avance del PIB se apoyó en la demanda interna y, en particular, en la aceleración del consumo privado** (véase gráfico 6.3). El crecimiento de las rentas salariales y del empleo, en un contexto de inflación moderada, así como la revalorización de los activos y unas condiciones de financiación favorables, continuó sosteniendo la confianza del consumidor y el gasto de las familias. El sector exterior, en cambio, continuó restando impulso al PIB como consecuencia de la moderación del comercio internacional. Además, la variación de existencias ejerció una aportación negativa al crecimiento del producto. Desde la perspectiva de la oferta, la producción industrial se contrajo en el tercer trimestre, lastrada por el sector exterior, al tiempo que la actividad en los servicios se desaceleró, especialmente en las ramas más directamente vinculadas al sector industrial. Por su parte, la actividad en el sector de la construcción se mostró resistente al contexto general de moderación.

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

	2019		2020		2021		2022	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (diciembre de 2019)	1,2 (+0,1)	1,2 (0,0)	1,1 (-0,1)	1,1 (+0,1)	1,4 (0,0)	1,4 (-0,1)	1,4	1,6
Comisión Europea (noviembre de 2019)	1,1 (-0,1)	1,2 (-0,1)	1,2 (-0,2)	1,2 (-0,1)	1,2	1,3		
OCDE (noviembre de 2019)	1,2 (+0,1)	1,2	1,1 (+0,1)	1,1	1,2	1,4		
Fondo Monetario Internacional (octubre de 2019)	1,2 (-0,1)	1,2	1,4 (-0,2)	1,4	1,4	1,5		
<i>Consensus Forecast</i> (diciembre de 2019)	1,2 (+0,1)	1,2 (0,0)	1,0 (0,0)	1,2 (0,0)	—	—		

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

**a** Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a septiembre de 2019 para el BCE, a julio para la CE, a septiembre para la OCDE, a julio para el FMI y a noviembre para *Consensus*.

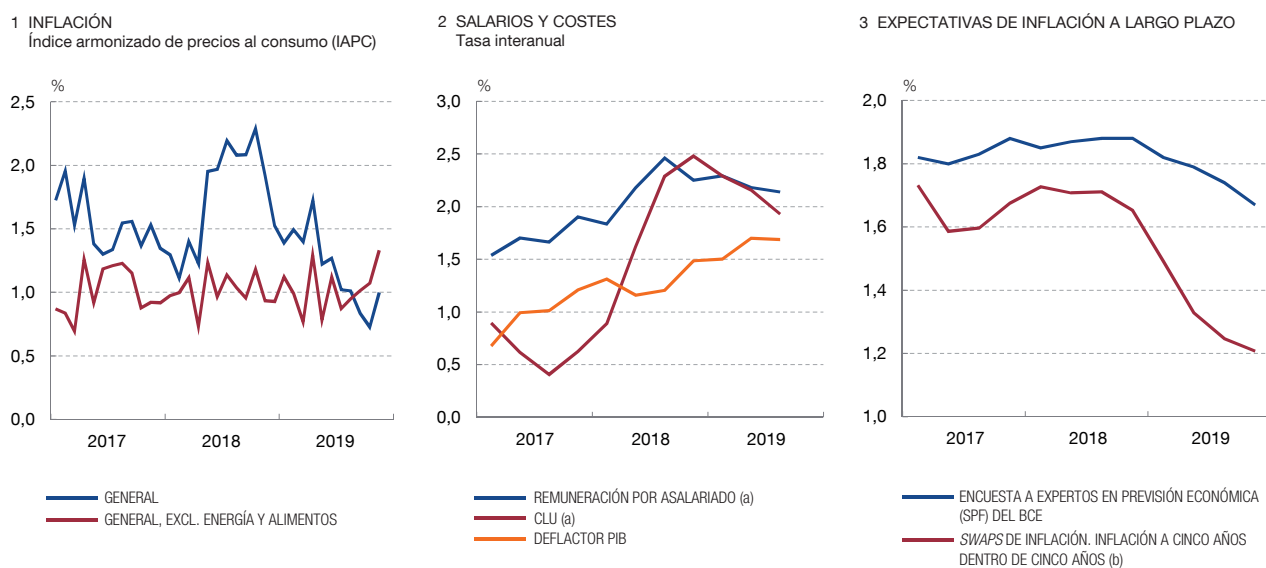
**La información referida al cuarto trimestre sigue apuntando a la falta de tono en la actividad económica del área del euro.** El comercio exterior no muestra síntomas de recuperación, y los indicadores referidos a la actividad industrial se mantienen en terreno contractivo. Por su parte, los relativos a la actividad en el sector servicios también se sitúan en niveles medios algo inferiores a los del tercer trimestre. Sin embargo, las expectativas de empleo, tanto en los servicios como en la construcción, han registrado una ligera mejora y la tasa de desempleo continuó descendiendo de manera paulatina, situándose en el 7,5 % en octubre.

**A medio plazo, las perspectivas económicas de la zona del euro son modestas también.** El escenario de crecimiento sigue condicionado por la desaceleración de la economía global, las tendencias al proteccionismo comercial, la situación del sector del automóvil y la persistente incertidumbre tanto en relación con las tensiones comerciales como con la resolución final del *brexit*. A más largo plazo, existen factores estructurales que también anticipan un escenario de bajo crecimiento en el área del euro; entre ellos, la baja productividad de la economía, la demografía o la desaceleración estructural china.

**El ejercicio de proyecciones del Eurosistema publicado en diciembre confirma un escenario de crecimiento modesto del área del euro.** En concreto, las previsiones proyectan un crecimiento del PIB del 1,2 % en 2019, del 1,1 % en 2020, y del 1,4 % en 2021 y 2022 (véase cuadro 2). A pesar de unas políticas monetaria y fiscal más expansivas, este ejercicio —que incorpora un año adicional en el horizonte de previsión— ha revisado ligeramente a la baja el avance del PIB en 2020 como consecuencia de la moderación del comercio mundial. Los riesgos sobre este escenario de crecimiento siguen siendo a la baja, derivados, principalmente, de la incertidumbre comercial y del *brexit* (no tanto ya en cuanto al acuerdo de salida como sobre los términos de la futura relación bilateral entre la UE y el Reino Unido).

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

La inflación repuntó en noviembre hasta el 1 % (1,3 % excluyendo la energía y los alimentos), interrumpiendo la senda descendente de los meses anteriores. Con todo, se trata de niveles reducidos, sin que se aprecie una traslación a precios de los mayores costes laborales. Las expectativas de inflación a largo plazo sostienen una tendencia a la baja.



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

- 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.  
b Promedio trimestral de datos diarios.

**... y perspectivas de inflatión muy contenidas**

**La inflatión en el área del euro continúa en niveles reducidos.** El descenso de los precios de la energía condicionó la evolución de la tasa de inflatión general hasta octubre, mes en el que se redujo hasta el 0,7 %. Esta tendencia, sin embargo, se interrumpió en noviembre, con un repunte de la tasa de inflatión hasta el 1 %, según la información preliminar, por una mayor inflatión tanto de los servicios como de los alimentos. Por su parte, la inflatión subyacente —excluyendo los precios de la energía y de los alimentos— ha registrado un aumento en los últimos meses, situándose en el 1,3 % en noviembre (véase gráfico 7.1). En todo caso, las presiones inflacionistas continúan siendo moderadas, sin que se aprecie una traslación a precios de los mayores costes laborales (véase gráfico 7.2). Las expectativas de inflatión a largo plazo, que se sitúan en niveles muy reducidos, mantienen una ligera tendencia a la baja (véase gráfico 7.3)

**El ejercicio de previsión de diciembre del Eurosistema anticipa un escenario de baja inflatión a medio plazo.** En concreto, se prevé que la inflatión se sitúe en el 1,2 % en 2019 y en el 1,1 % en 2020, para luego repuntar al 1,4 % y al 1,6 % en 2021 y 2022, respectivamente. Estas cifras están en línea con las previsiones de otros

organismos internacionales (véase cuadro 2). Tanto el aumento del precio del petróleo como la depreciación del euro han contribuido a la ligera revisión al alza de la inflación en 2020 (una décima).

### **La política fiscal en la zona del euro adoptará un carácter moderadamente expansivo en 2020...**

**La política fiscal adoptará en 2020 un tono expansivo para el conjunto del área del euro, si bien con diferencias por países.** Los planes presupuestarios para 2020 proyectan un mantenimiento del déficit de las Administraciones Públicas para el conjunto de la UEM en el 0,8% del PIB. Ningún país se encuentra bajo Procedimiento de Déficit Excesivo, si bien la Comisión Europea ha alertado del riesgo elevado de registrar desviaciones significativas de los objetivos presupuestarios de medio plazo en un número amplio de países. El recuadro 3 trata en detalle estas cifras y presenta un ejercicio sobre los efectos macroeconómicos en la zona del euro de una expansión fiscal más ambiciosa en los países que disponen de un margen de maniobra adicional.

### **... mientras que las condiciones financieras han acentuado su carácter expansivo en los meses recientes...**

**Las condiciones de financiación continúan siendo holgadas, habiéndose relajado adicionalmente durante los últimos meses, en línea con el tono más acomodaticio de la política monetaria.** Así, el tipo de interés de los nuevos préstamos ha descendido en la mayoría de segmentos, situándose en niveles históricamente reducidos. Además, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), durante el tercer trimestre los criterios de aprobación de préstamos se relajaron ligeramente en los préstamos empresariales y en los de compra de vivienda. Esta evolución es coherente con los resultados de la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, por sus siglas en inglés), que muestra que las pymes reportaron una mejoría en su acceso a la financiación externa entre abril y septiembre.

**En sus reuniones de octubre y diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE no adoptó medidas adicionales de política monetaria, como anticipaban mercados y analistas.** A pesar de la ausencia de sorpresas, en el conjunto del trimestre se han ido disipando las expectativas de bajadas de tipos de interés en 2020 que prevalecían a finales de septiembre. Como se comentó en la sección 2, a finales de octubre el BCE empezó a aplicar el nuevo sistema de remuneración de las reservas en dos tramos por el que a una parte del exceso de liquidez de las entidades de crédito se les aplica un tipo del 0%. Los bancos de todas las jurisdicciones han aprovechado este cambio para optimizar sus excesos de



liquidez, produciéndose una redistribución de dicha liquidez entre entidades sin que ello haya afectado de forma persistente a los tipos de interés del mercado interbancario.

### ... y la financiación bancaria al sector privado sigue expandiéndose

**El crédito bancario al sector privado no financiero ha continuado creciendo a ritmos sólidos en los últimos meses.** Así, los préstamos a empresas se expandían a una tasa interanual del 3,8 % en octubre, nivel algo inferior al de meses previos. Por su parte, la financiación obtenida mediante la emisión de valores de renta fija crecía con más intensidad (5,2 % en septiembre), lo que indicaría que las sociedades no financieras estarían sustituyendo en cierta medida sus fuentes de financiación. El crédito a los hogares ha seguido acelerándose gradualmente, creciendo a una tasa del 3,5 % en octubre, como resultado del mayor dinamismo del destinado a la adquisición de vivienda y de la pérdida de vigor del crédito para consumo. Por su parte, el agregado monetario M3 mostró una tasa de avance interanual del 5,6 % en octubre, 0,5 pp más elevada que en julio, comportamiento similar al registrado por el agregado más estrecho M1, que creció a una tasa del 8,4 % en octubre.

### Las condiciones financieras vigentes siguen siendo propicias para el gasto privado

**En el cuarto trimestre del año, la evolución de los mercados financieros españoles ha estado en línea con la observada en los del resto de la UEM.** Así, en el conjunto del trimestre hasta la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 se ha revalorizado un 4,7 %, en un contexto de mayor apetito por el riesgo que ha caracterizado la evolución de los mercados bursátiles internacionales. En los mercados de deuda pública, la rentabilidad del bono español a diez años se ha incrementado en unos 25 pb, hasta el 0,41 %, magnitud similar a la variación de la rentabilidad del bono alemán equivalente, por lo que la prima de riesgo soberana de España se ha mantenido en el entorno de los 70 pb. Por último, el euríbor a doce meses ha subido en 7 pb, hasta el -0,26 %, en línea con la ligera revisión al alza de las expectativas futuras de tipos de interés de política monetaria.

**En los últimos meses, las condiciones de financiación del sector privado no financiero se han mantenido holgadas.** Los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos se han reducido ligeramente en la mayoría de segmentos. El coste de la emisión de deuda corporativa ha repuntado desde agosto, en línea con lo observado en los mercados interbancarios, pero se mantiene por debajo de los niveles vigentes antes del verano (véase recuadro 4). Por su parte, según las respuestas recibidas en la EPB, los criterios de aprobación de préstamos habrían permanecido inalterados en el tercer trimestre del año en el crédito a los hogares para adquisición de vivienda y en la financiación a las empresas, y se habrían endurecido levemente en los préstamos para consumo y otros fines, fundamentalmente debido a la menor solvencia de los prestatarios percibida por las entidades (véase gráfico 8.1). En línea con esta evolución, la EPB evidencia un nuevo incremento en la proporción de préstamos denegados en el segmento de crédito para consumo y también, aunque más moderado, en el del crédito para adquisición de vivienda (véase gráfico 8.2). Por su parte, los resultados de la encuesta SAFE del BCE continúan señalando mejoras, aunque de magnitud cada vez más reducida, en la disponibilidad de financiación bancaria por parte de las pymes españolas (véase recuadro 7).

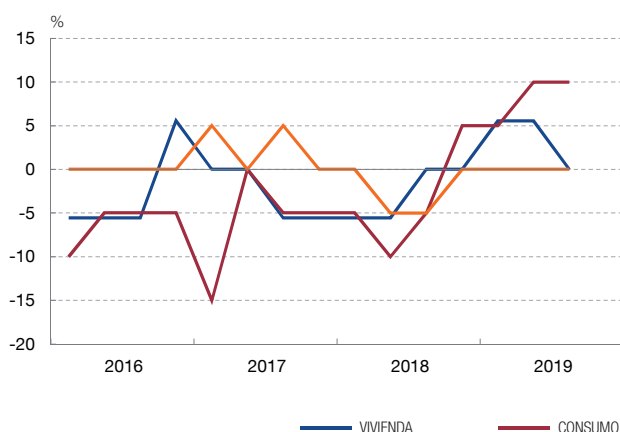
### La economía española ha seguido mostrando un comportamiento expansivo en el segundo semestre de 2019, manteniendo ritmos de avance superiores a los registrados en la eurozona

**La economía española mantuvo su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre de 2019, gracias al repunte de la demanda interna, que compensó el deterioro del sector exterior.** En concreto, el PIB aumentó un 0,4 % en tasa intertrimestral

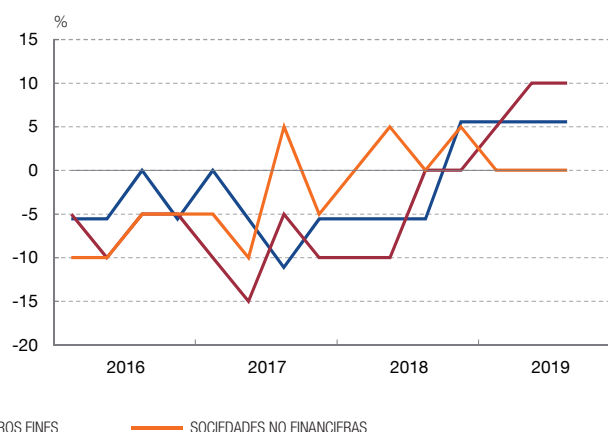
## EN EL TERCER TRIMESTRE SE ENDURECIERON LIGERAMENTE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS A LOS HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES

En el tercer trimestre del año, los criterios de aprobación de préstamos habrían permanecido inalterados en el crédito a los hogares para adquisición de vivienda y en la financiación a las empresas, y se habrían endurecido levemente en los préstamos para consumo y otros fines, fundamentalmente debido a la menor solvencia de los prestatarios percibida por las entidades. En línea con esta evolución, la EPB evidencia un nuevo incremento en la proporción de préstamos denegados en este último segmento y también, aunque más moderado, en el del crédito para adquisición de vivienda.

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



2 EPB: CAMBIOS EN LA PROPORCIÓN DE SOLICITUDES DE PRÉSTAMOS DENEGADAS (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Encuesta sobre Préstamos Bancarios. 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 Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan un aumento considerable  $\times 1$  + porcentaje de entidades que señalan un cierto aumento  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que señalan una cierta disminución  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que señalan una disminución considerable  $\times 1$ .

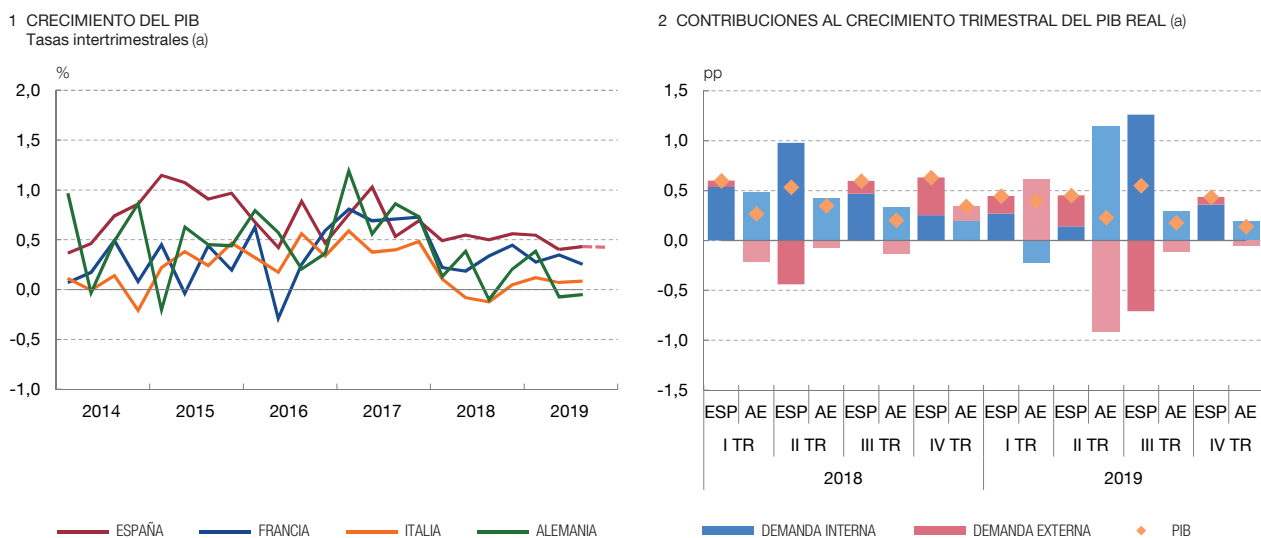
DESCARGAR



ajustada de estacionalidad, como en el trimestre previo (véase gráfico 9.1). No obstante, la composición del crecimiento varió significativamente, ya que se sustentó en un apreciable repunte de la demanda nacional, que contrarrestó la aportación negativa del sector exterior al avance del producto (véase gráfico 9.2). La aceleración de la demanda interna se explicaría, principalmente, por el acusado dinamismo mostrado por la inversión en bienes de equipo y por el consumo (especialmente, de los hogares), que contrasta con la relativa debilidad que estas partidas evidenciaron en el trimestre anterior. En cambio, la inversión en construcción, especialmente en el segmento no residencial, se contrajo durante el trimestre. Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta fue negativa, tras cuatro trimestres en los que había presentado signo positivo. Esto fue resultado tanto de una caída de las exportaciones de bienes y de servicios, en un contexto de contracción de las transacciones comerciales internacionales, como de un incremento de las importaciones. Este aumento de las compras al exterior respondería, al menos parcialmente, al repunte de la inversión en bienes de equipo, componente cuyo contenido importador es muy elevado.

**LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MANTIENE SU TONO ROBUSTO**

El dinamismo de la economía española continúa siendo superior al de las principales economías de nuestro entorno. En el cuarto trimestre se espera que el crecimiento del producto sea más equilibrado, con una contribución algo más moderada de la demanda interna y una aportación positiva del sector exterior.



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

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



**De acuerdo con la información disponible más reciente, la economía española prolongaría su trayectoria expansiva en el cuarto trimestre.** Durante dicho período, para el cual se dispone solo de información parcial, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB se mantendría en el 0,4 %, aunque con una composición del crecimiento más equilibrada. Así, la demanda nacional retornaría a tasas más moderadas de avance, mientras que la contribución del sector exterior volvería a ser positiva, gracias a la recuperación de las exportaciones y a una cierta desaceleración de las compras al exterior.

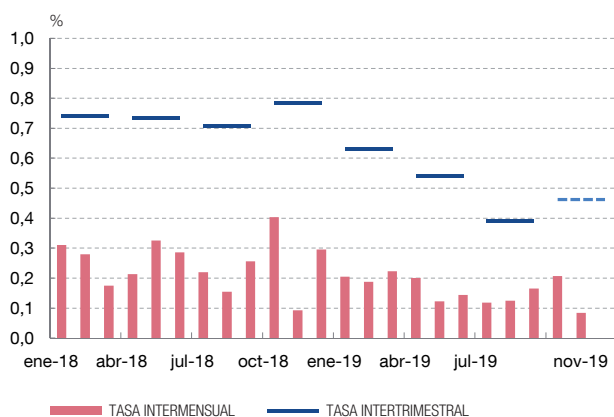
**La economía española mantiene un diferencial de crecimiento positivo con el área del euro, pero se espera que este tienda a reducirse gradualmente a lo largo del horizonte de las proyecciones más recientes del Banco de España<sup>8</sup>.** En el cuarto trimestre se estima que la economía española habría mantenido un diferencial positivo de crecimiento frente al conjunto del área del euro. Desde el punto de vista de la oferta, esta brecha reflejaría, en parte, una

<sup>8</sup> Véase *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2019-2022): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2019*.

**EL RITMO DE CRECIMIENTO DEL EMPLEO SE HABRÍA ESTABILIZADO EN EL CUARTO TRIMESTRE**

El crecimiento del empleo en el cuarto trimestre resultaría similar al del tercero, mientras se frena ligeramente la tendencia a la disminución de la tasa de paro.

1 AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL (SIN CUIDADORES)



2 TASA DE PARO (EPA)



DESCARGAR



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

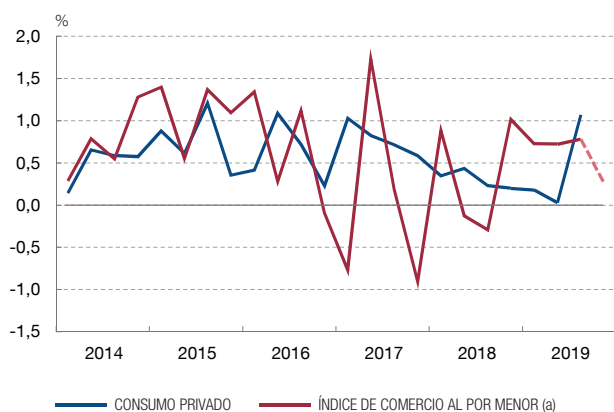
evolución más favorable de la industria en España que en el agregado del área del euro, que habría acusado en mayor medida el deterioro del entorno exterior y la debilidad del sector del automóvil. Además, en España las ramas del sector servicios mostrarían una menor sensibilidad a la caída en la actividad manufacturera que en otras economías del área del euro. En cualquier caso, se anticipa una ralentización gradual de la economía española durante los próximos años, lo que daría lugar a una progresiva reducción en el diferencial de crecimiento con el área del euro.

**El empleo habría estabilizado su dinamismo en el cuarto trimestre del año, después de la acusada desaceleración registrada en los meses de verano.** Los datos disponibles de afiliación a la Seguridad Social hasta noviembre apuntarían a un crecimiento trimestral de la ocupación similar al observado en el tercer trimestre y en línea con la tasa de avance de la actividad (véanse gráfico 10 y recuadro 9). Por su parte, según la Encuesta de Población Activa (EPA), la tasa de paro se situó en el tercer trimestre en el 13,9 %, 0,7 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel alcanzado en el mismo período del año anterior. No obstante, en los últimos trimestres se habría producido una moderación en el ritmo de descenso del desempleo, que, según los datos de paro registrado disponibles hasta noviembre, habría continuado en el cuarto trimestre del año. Esta evolución del desempleo refleja tanto el menor crecimiento de la ocupación como el repunte observado en la población activa.

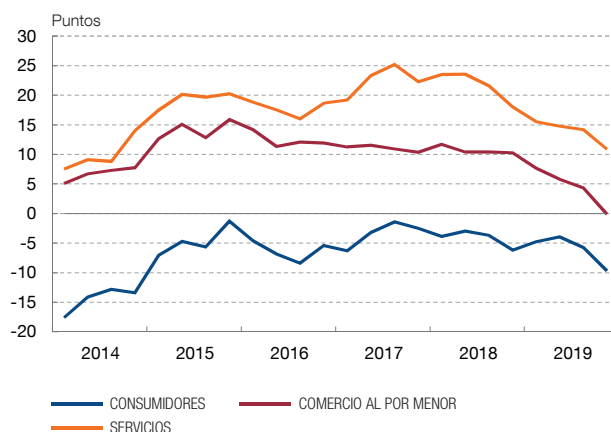
**EL AVANCE DEL CONSUMO SE MODERA CON RESPECTO A LOS ELEVADOS REGISTROS DEL TERCER TRIMESTRE**

El ritmo de avance del consumo privado se habría reducido algo en el cuarto trimestre del año, tras ser muy elevado en el tercero. La moderación de la creación de empleo, la atonía del crédito nuevo para financiar consumo y la evolución desfavorable de los indicadores de confianza habrían contribuido a explicar esta evolución.

1 CONSUMO PRIVADO Y COMERCIO AL POR MENOR  
Tasas trimestrales



2 INDICADORES DE CONFIANZA (COMISIÓN EUROPEA)



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

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

DESCARGAR



**La demanda interna continuaría contribuyendo positivamente al crecimiento, aunque a un ritmo más moderado que en el tercer trimestre, debido al menor empuje del consumo privado y de la inversión empresarial**

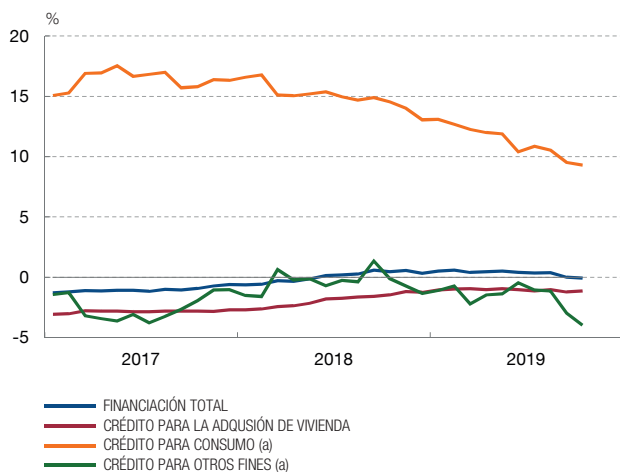
**El dinamismo del consumo privado se habría moderado en el cuarto trimestre, tras crecer a tasas muy elevadas en el tercero.** La evolución del comercio al por menor, la del crédito destinado al consumo y la de los indicadores de confianza serían coherentes con una atenuación del ritmo de crecimiento del gasto de los hogares en bienes y en servicios en la parte final del año (véanse gráficos 11 y 12.1). En todo caso, el avance de este componente habría sido superior al observado en el primer semestre del año. Frente a este comportamiento general, las matriculaciones de vehículos particulares han moderado en los últimos meses sus caídas interanuales, si bien esto está estrechamente relacionado con el efecto base derivado de que el cálculo de la tasa se hace por comparación con meses del otoño de 2018, en los que ya se había producido un descenso elevado.

**Los hogares habrían empezado a mostrarse algo más cautos en sus decisiones de gasto, como refleja el repunte de la tasa de ahorro.** En todo caso, el dinamismo del consumo seguirá viéndose respaldado por la creación de empleo (aunque muestre signos de desaceleración), las favorables condiciones de financiación y la

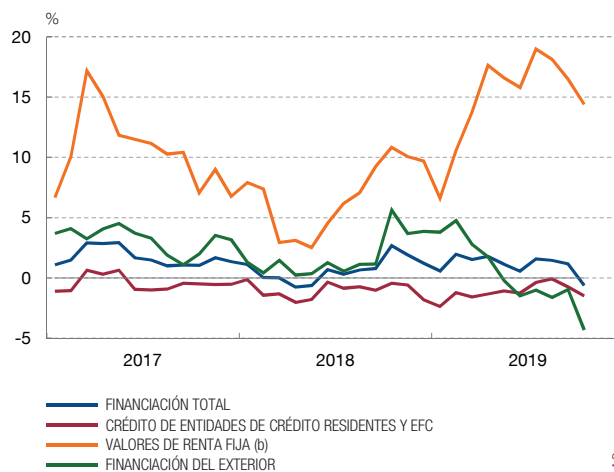
## EN OCTUBRE, LA FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO SE CONTRAJÓ, EN TÉRMINOS INTERANUALES, POR PRIMERA VEZ DESDE MEDIADOS DE 2018

En hogares, el crédito al consumo se ha seguido desacelerando, continuando con la tendencia registrada desde la segunda mitad de 2018; y el destinado a otros fines se ha contraído a mayor ritmo, arrastrando a terreno negativo los flujos netos de financiación total a los hogares. En sociedades no financieras, se ha desacelerado en los últimos meses la financiación mediante la emisión de valores de renta fija, lo que, unido a una mayor tasa de retroceso del crédito obtenido de entidades residentes y de los fondos procedentes del exterior, se ha traducido en que la financiación total externa haya pasado a contraerse.

1 FINANCIACIÓN BANCARIA A LOS HOGARES  
Variación interanual



2 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Variación interanual



FUENTE: Banco de España.

- a No incluye el crédito titulizado en estos segmentos.  
b Incluye las emisiones realizadas por filiales residentes.

DESCARGAR

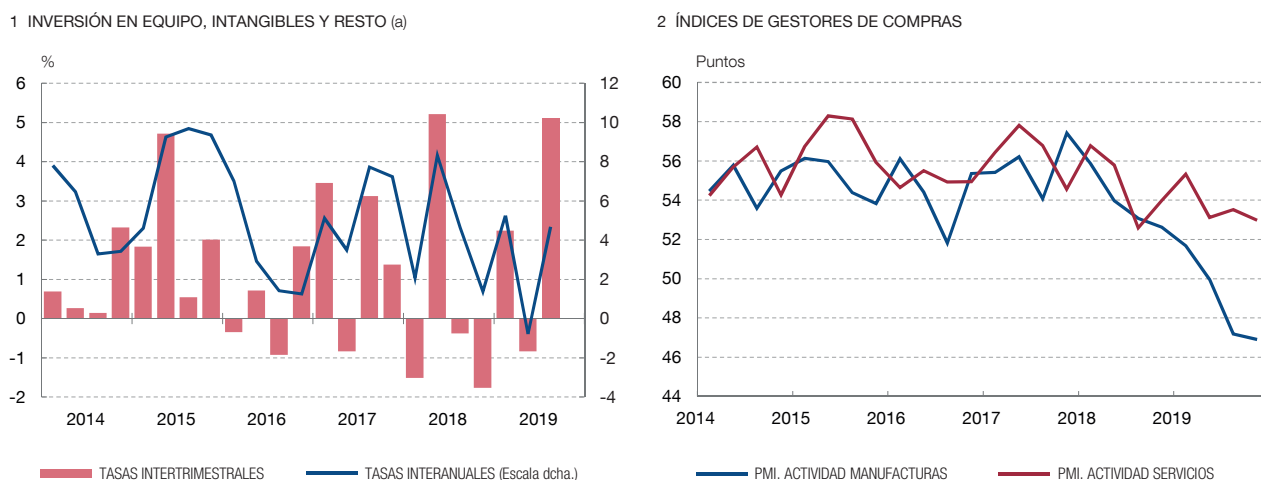


mejora de la situación patrimonial de las familias. Así, la carga financiera del sector y su ratio de endeudamiento en relación con la renta bruta disponible habrían seguido descendiendo en los meses finales del año, mientras que la riqueza de las familias habría continuado aumentando.

**La inversión residencial habría repuntado en el último tramo del año, tras el retroceso del tercer trimestre.** En los dos trimestres centrales del año, los indicadores de actividad en el sector se desaceleraron con mayor intensidad que en los trimestres previos. En concreto, las compraventas de vivienda se contrajeron durante el verano, con una caída algo más pronunciada en el caso de la obra nueva. No obstante, los últimos datos disponibles, referidos a octubre, apuntarían a una cierta recuperación de las transacciones y a un modesto repunte de las nuevas operaciones de crédito para este fin. En este sentido, aunque esta desaceleración reciente de la construcción residencial podría estar reflejando, en parte, la adaptación paulatina de los agentes a la Ley de Crédito Inmobiliario, que entró en vigor el pasado mes de junio, no cabe descartar la existencia de un componente más persistente. Por otro lado, desde el punto de vista de los indicadores de oferta, las cifras de visados han comenzado a registrar también descensos en meses recientes.

**LA INVERSIÓN EMPRESARIAL SE MODERA TRAS EL FUERTE CRECIMIENTO DEL TRIMESTRE ANTERIOR**

La inversión en bienes de equipo e intangibles mostraría un menor crecimiento, en un contexto de deterioro del clima de confianza industrial y de persistencia de incertidumbre.



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.

DESCARGAR



**Los precios de la vivienda moderaron su crecimiento en el tercer trimestre.** La desaceleración se produjo en la mayoría de las regiones, tanto en el segmento de vivienda nueva como en el de vivienda usada. En el caso de la obra nueva, los precios, en términos reales, se encuentran alrededor de un 16 % por debajo de sus máximos precrisis. Por su parte, los precios de la vivienda usada se sitúan un 34 % por debajo de sus niveles máximos de 2007. En ambos casos, el comportamiento por regiones muestra una gran heterogeneidad.

**Tras el excepcional crecimiento registrado en el tercer trimestre, la inversión empresarial habría retornado a tasas de crecimiento más comedidas en los meses finales del año.** Algunos indicadores, como el PMI de manufacturas, confirman la prolongación del deterioro de la confianza empresarial, en un contexto en el que persiste un elevado grado de incertidumbre (véase gráfico 13). Estos factores podrían comportar un cierto freno a la inversión a medio plazo, a pesar de que las condiciones financieras siguen siendo holgadas y de la prolongación del proceso de desendeudamiento de las empresas.

**En este contexto, la financiación de las sociedades no financieras habría interrumpido en octubre la pauta expansiva que mostraba desde mediados de 2018.** Esta evolución es consecuencia de una desaceleración de la financiación obtenida a través de emisiones de valores de renta fija y de una mayor contracción del crédito recibido de entidades residentes y de la financiación del exterior (si bien



estas partidas están afectadas por efectos base, dado el inusual crecimiento que registraron en el mismo mes del año anterior) (véase gráfico 12.2). En términos de las nuevas operaciones, la actividad crediticia también habría mostrado señales de debilidad recientemente, en especial en el segmento de operaciones hasta un millón de euros.

### **Las exportaciones recuperan cierto pulso, frente a la debilidad del trimestre anterior, mientras que las importaciones moderan su ritmo de crecimiento**

**El sector exterior habría mejorado su contribución al crecimiento del producto en el trimestre en curso, tras la aportación contractiva en el tercero.** En el tercer trimestre, las ventas exteriores se debilitaron, mientras que las importaciones repuntaron, lo que se tradujo en una abultada contribución negativa de la demanda externa al crecimiento intertrimestral del PIB. La información disponible para el cuarto trimestre, todavía de carácter muy parcial, indica que las exportaciones mantendrían una pauta de avance moderado, condicionadas por la debilidad del comercio internacional. En la vertiente importadora, tendría lugar una cierta desaceleración del ritmo de crecimiento de las compras al resto del mundo. Esta respondería, principalmente, a la moderación de la inversión en bienes de equipo, si bien la mejoría de la producción interior en la industria de automoción apuntaría a un alza de las compras al exterior de bienes intermedios (véase gráfico 14).

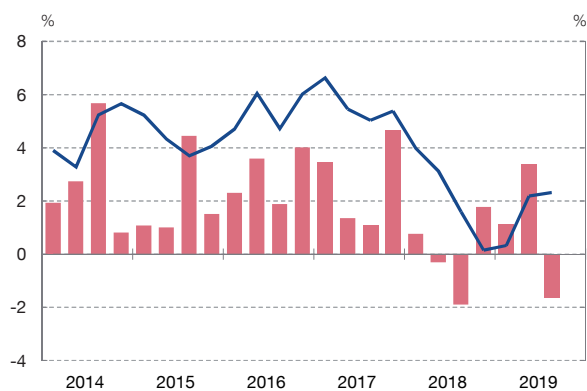
**En el caso concreto de los bienes, las exportaciones siguieron progresando en el tercer trimestre, aunque a un ritmo muy moderado, comparado con el fuerte avance del trimestre precedente.** De acuerdo con los datos de Aduanas, el incremento de las exportaciones reales de bienes se apoyó en una pronunciada mejora de las referidas a bienes de consumo, en particular a automóviles, que recuperaron tasas de crecimiento elevadas tras la falta de pujanza que mostraban desde mediados del año anterior. Por su parte, las exportaciones de bienes de equipo moderaron su ritmo de crecimiento, mientras que las ventas exteriores de bienes intermedios no energéticos mantuvieron su debilidad. Por áreas geográficas, las ventas más dinámicas fueron, de nuevo, las destinadas a la UE, incluida el área del euro. Por su parte, las importaciones aceleraron su ritmo de avance en el tercer trimestre, comportamiento que fue generalizado por tipos de bienes. Esta evolución respondió al repunte de la demanda nacional de consumo e inversión en equipo, así como al ascenso de las exportaciones de automóviles y de otro equipo de transporte, cuyo contenido importador es muy elevado.

**En cuanto a las exportaciones de servicios, el gasto turístico continúa avanzando a pesar de la caída en los últimos meses en las llegadas de visitantes extranjeros.** De acuerdo con la información disponible, que comprende hasta el mes de octubre, el gasto turístico total realizado por no residentes mantiene

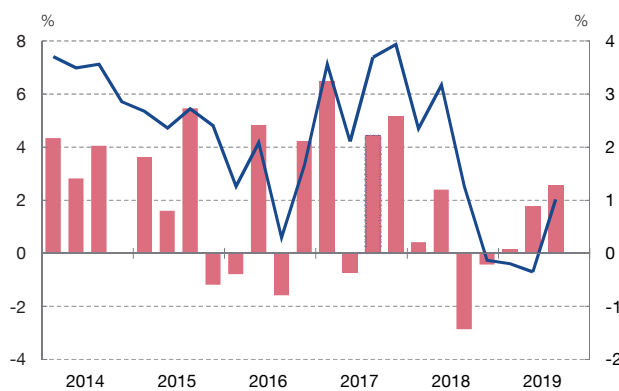
## LAS EXPORTACIONES AVANZAN IMPULSADAS POR LA RECUPERACIÓN DE LA DEMANDA EUROPEA DE AUTOMÓVILES

En el cuarto trimestre de 2019 se anticipa una contribución ligeramente positiva del sector exterior al crecimiento intertrimestral del producto, en un contexto de avance más pronunciado de las ventas al exterior que en el caso de las importaciones.

1 EXPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)



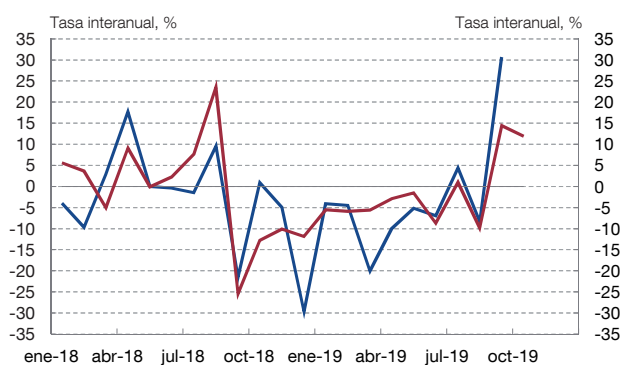
2 IMPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)



■ TASA INTERTRIMESTRAL (Escala dcha.)

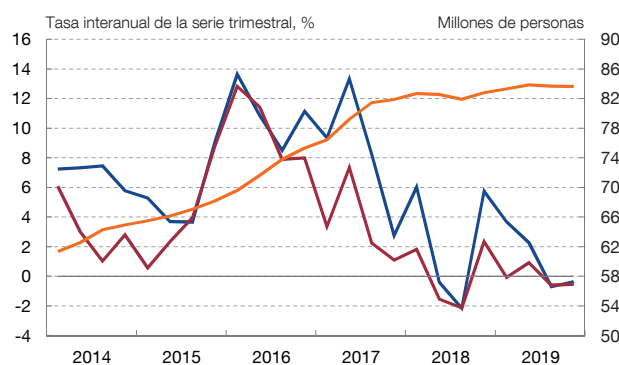
— TASA INTERANUAL

3 EXPORTACIONES DE AUTOMÓVILES



— EXPORTACIONES TOTALES DE AUTOMÓVILES DE ESPAÑA (ADUANAS, DATOS REALES)  
 — MATRICULACIONES DE AUTOMÓVILES (UE Y TURQUÍA) (t) (Escala dcha.)

4 INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO



— TURISTAS EXTRANJEROS  
 — PERNOCTACIONES HOTELERAS  
 — TURISTAS (SUMA MÓVIL DE DOCE MESES) (Escala dcha.)

**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Empresa, ACEA y Turkish Statistical Institute.

a Datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.

b En 2018, las exportaciones de automóviles a la UE y a Turquía representaron el 88,3 % de las exportaciones de automóviles de España.

DESCARGAR



su trayectoria de crecimiento gracias al incremento del gasto medio por turista, que ha compensado la ralentización de las entradas totales. Esta evolución del gasto turístico refleja, al menos parcialmente, el fuerte dinamismo de las llegadas de turistas de larga distancia, con un perfil de mayor gasto en destino, que compensa el descenso de las entradas procedentes de los principales mercados emisores (Reino Unido, Francia y Alemania) que habría tenido lugar como consecuencia de la recuperación de algunos destinos competidores en el arco mediterráneo, como Turquía.

## La desaceleración de la actividad en las ramas de industria podría estar trasladándose a los servicios

**Por el lado de la oferta, el deterioro en las ramas de manufacturas comienza a repercutir sobre las de servicios** (véase recuadro 8). A pesar de la mejora reciente que han mostrado algunos indicadores de actividad referidos a la industria manufacturera (como, por ejemplo, el índice de producción industrial), este sector ha experimentado una cierta pérdida de dinamismo desde principios de 2018, afectado por la debilidad del comercio internacional y por las perspectivas desfavorables del entorno exterior.

**Por un efecto de arrastre, este deterioro en la industria habría contribuido, en parte, a una desaceleración de los servicios.** Este resulta ya visible en términos de los Indicadores de Actividad del Sector Servicios (IAS), el valor añadido de los servicios de mercado, o los registros de afiliación a la Seguridad Social. La industria manufacturera es un cliente muy significativo de algunas ramas de servicios. Por ejemplo, en torno al 20% de las ventas en las ramas de servicios de transporte, comercio al por mayor o servicios de consultoría van destinadas a la industria manufacturera. De forma coherente con estos vínculos cliente-proveedor, las actividades de servicios con un mayor porcentaje de sus ventas destinado a la industria manufacturera han mostrado una desaceleración más acusada en los últimos trimestres (véase recuadro 8).

## La última información disponible relativa a las AAPP apunta a que el déficit público se habría mantenido en 2019 en el mismo nivel del año anterior, lo que sería insuficiente en términos de los requerimientos de sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo

**La evolución más reciente de las finanzas públicas sería compatible con un ratio de déficit público sobre PIB en 2019 igual a la del año anterior.** El déficit de las Administraciones Públicas (AAPP), excluidas las Corporaciones Locales, se situó en septiembre de 2019 en el 1,7% del PIB, 0,2 pp por encima del registrado en el mismo período del año anterior. Este empeoramiento vendría explicado, principalmente, por un mayor gasto derivado de la revalorización de las pensiones y la subida de los salarios de los empleados públicos aprobada a finales de 2018, así como por el incremento del gasto en desempleo como consecuencia de la ampliación del subsidio a los mayores de 52 años<sup>9</sup>. No obstante, la información más reciente sería compatible con un mantenimiento del saldo en el conjunto del año, propiciado,

---

<sup>9</sup> En el caso concreto del gasto en pensiones, si bien la pensión contributiva se revalorizó en 2019 en una cuantía similar al año anterior (1,6%), el impacto del aumento de la base reguladora de la pensión de viudedad —en 8 pp acumulados en 2018 y 2019— se concentró en este último año.

en gran medida, por el buen comportamiento de las cotizaciones sociales, que, a su vez, reflejaría parcialmente el efecto de las medidas adoptadas en este ámbito a finales de 2018. En sentido contrario, los ingresos impositivos muestran una cierta desaceleración, en línea con la evolución económica que ha provocado una moderación en el crecimiento de las bases. Finalmente, cabe señalar el marcado retroceso del pago fraccionado de octubre del impuesto sobre sociedades respecto al observado en el mismo período del año anterior. En particular, en 2018 esta partida experimentó un aumento extraordinario, concentrado en un número muy reducido de grandes empresas, que no se ha vuelto a repetir en 2019.

**Las autoridades europeas avisaron en noviembre al Gobierno español del riesgo significativo de incumplimiento de los requerimientos de convergencia hacia el equilibrio presupuestario estructural fijados para 2019 y 2020.** España, tras la derogación en junio por parte del Consejo de la UE del Procedimiento de Déficit Excesivo en el que se encontraba inmersa desde el año 2009, 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 % del PIB, lo que exigiría la adopción de nuevas medidas en los próximos años. En concreto, las recomendaciones de la Comisión Europea exigían a las autoridades españolas un ajuste estructural del 0,65 % del PIB tanto en 2019 como en 2020, y que el crecimiento de la parte del gasto público computable a estos efectos se limitara al 0,6 % en 2019 y al 0,9 % en 2020<sup>10</sup>. No obstante, los plazos legales necesarios para la formación de un nuevo gobierno tras las elecciones generales de noviembre prácticamente imposibilitan la aprobación de los presupuestos generales del Estado para 2020 antes de fin de año, lo que supondría una nueva prórroga de los presupuestos de 2018. En cualquier caso, las autoridades europeas han solicitado al Gobierno español que remita un nuevo Plan Presupuestario para el año 2020 que incorpore las medidas necesarias para asegurar el cumplimiento de los objetivos, una vez se hayan aprobado los presupuestos para el año próximo.

**Los precios de consumo han mantenido un crecimiento muy moderado, en un contexto de escasas presiones inflacionistas externas y de repuntes salariales internos**

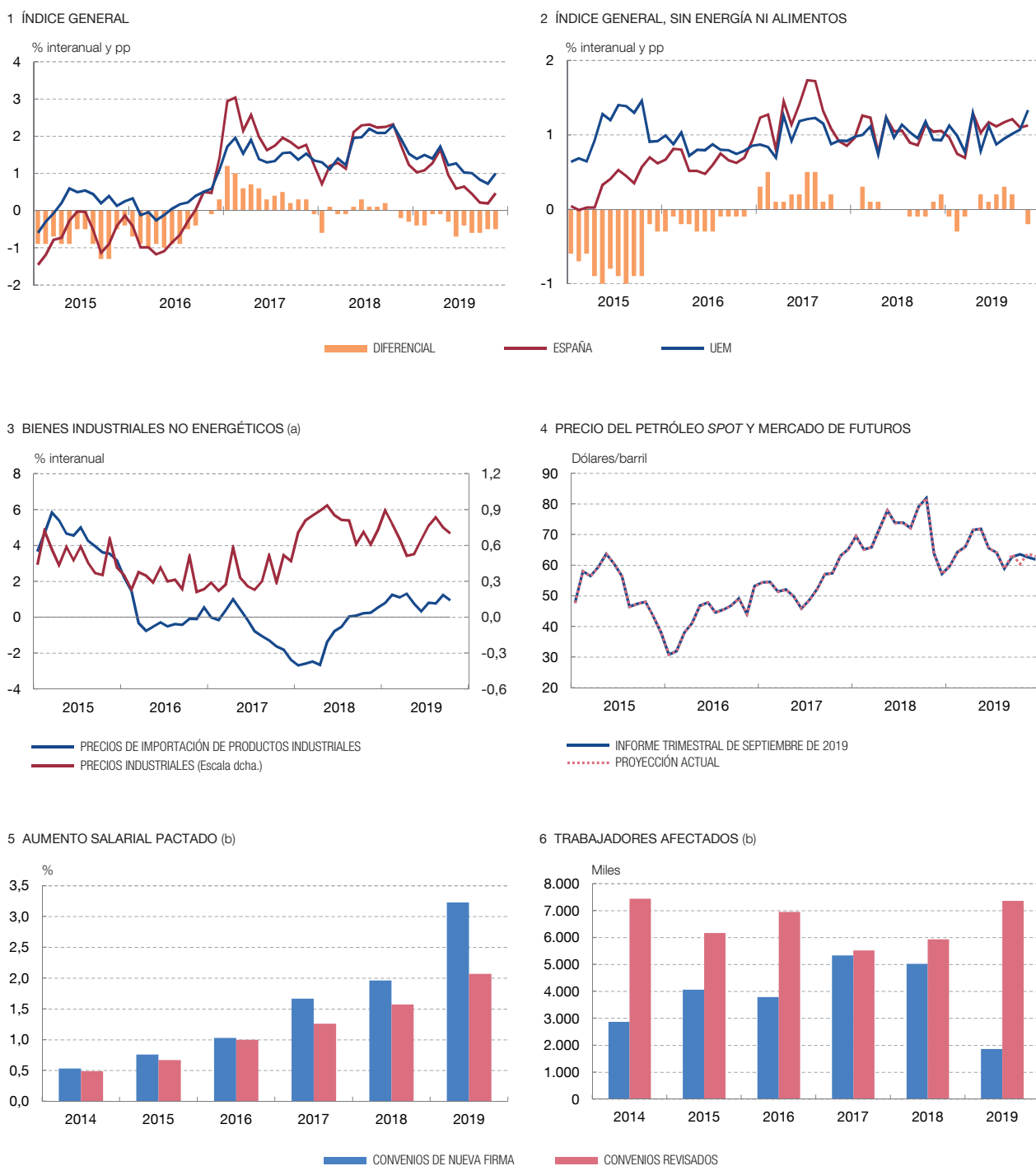
**La inflación, medida por el IAPC, se ha mantenido en términos muy moderados en los últimos meses, situándose en el 0,5 % en noviembre** (véase gráfico 15). Esta dinámica ha estado condicionada, principalmente, por los descensos

---

10 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, y además corrige por las variaciones permanentes de ingresos debidos a cambios normativos (véase *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact 2019*).

**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 descensos interanuales en el componente energético, mientras que la inflación subyacente evoluciona de modo similar en ambas áreas. Las presiones inflacionistas externas se mantienen contenidas, aunque en el ámbito interno repuntan los salarios.



**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 noviembre de 2019.



observados en los precios de la energía en términos interanuales. Por su parte, la inflación subyacente creció en noviembre un 1,1 %, tasa similar a la que se viene observando desde finales de 2017, a pesar del aumento en el ritmo de crecimiento de los costes laborales y de la ampliación de la brecha de producción positiva. Por componentes, la inflación de los servicios se situó en el 1,6 % en noviembre, tasa similar a la observada desde comienzos del pasado año, con algunas variaciones transitorias asociadas a las partidas relacionadas con el turismo. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos han mantenido un ritmo de crecimiento muy moderado en los últimos meses, alcanzando una tasa interanual del 0,3 % en noviembre. Esta evolución reciente de la inflación ha resultado similar en España y en el área del euro, de forma que se ha mantenido prácticamente estable el diferencial negativo entre ambas zonas.

**Las presiones inflacionistas externas son modestas, si bien aumenta la incertidumbre sobre la evolución futura del precio del petróleo.** El precio del crudo descendió en la segunda mitad de septiembre (tras el repunte asociado a los ataques a instalaciones petrolíferas en Arabia), se estabilizó en octubre y aumentó ligeramente a lo largo del mes de noviembre, en un contexto de elevada incertidumbre sobre los efectos de los acuerdos tomados en la reciente reunión de la OPEP. La información procedente de los mercados de futuros apunta a una cotización decreciente del precio del crudo en los próximos meses. Por su parte, los precios de producción industrial de bienes importados no energéticos continúan mostrando ritmos de crecimiento interanual moderados.

**Por el lado de los costes, los indicadores salariales han mantenido su repunte en los meses más recientes.** Las tarifas salariales de los convenios colectivos han mostrado, con datos hasta noviembre, un incremento medio del 2,3 %, por encima del 1,8 % del año anterior, afectando ya a un número muy elevado de trabajadores (9 millones). Estas subidas son superiores en los convenios de nueva firma, a los que, hasta la fecha, están ya acogidos 1,9 millones de trabajadores. En concreto, en estos convenios la subida salarial media pactada es del 3,2 %, ligeramente por encima del límite superior del intervalo de cifras de referencia recogidas en el último Acuerdo de Negociación Colectiva. Los datos de remuneración por asalariado de la CNTR mostraron, hasta el tercer trimestre, un repunte similar, con un avance interanual del 2,2 % en el total de la economía y del 1,7 % en la economía de mercado, tras avances en el entorno del 1 % en 2018. Esta evolución se apoyó tanto en los mayores incrementos salariales negociados como en el aumento de los costes laborales asociado al incremento de las bases máximas de cotización y del salario mínimo aprobados a principios de año.

16.12.2019.

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

### **ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (EFF) 2017: MÉTODOS, RESULTADOS Y CAMBIOS DESDE 2014**

Publicado el 19 de diciembre de 2019

En este artículo se presentan los resultados principales de la Encuesta Financiera de las Familias 2017, que muestran la situación financiera de los hogares españoles a finales de ese año. Asimismo, se describen los cambios más relevantes ocurridos sobre las rentas, los activos, las deudas y los gastos de los hogares españoles con respecto a la última edición de la encuesta, correspondiente a 2014.

### **IMPACTO GLOBAL DE UNA DESACELERACIÓN EN CHINA**

Xu Bing, Moritz Roth y Daniel Santabárbara

Publicado el 3 de diciembre de 2019

Una desaceleración acusada y sostenida de la economía china, dada su importancia sistémica, afecta a la economía global no solo por su peso en el PIB mundial, sino también por su conexión con otras economías, tanto en el frente comercial como en los mercados de materias primas y, de manera más incipiente, en el sistema financiero global. Indirectamente, los desarrollos en China también tienen efectos sobre la incertidumbre y la confianza globales. En este artículo se presentan algunas simulaciones del impacto negativo que tendría sobre la economía mundial, y sobre la Unión Económica y Monetaria en particular, una desaceleración de la economía china más intensa de lo que esperan los principales analistas. En concreto, una desaceleración adicional del crecimiento anual de China de 1 punto porcentual (pp) induciría una reducción del crecimiento mundial de 0,4 pp en un año, con efectos especialmente significativos en los productores de materias primas y en las economías asiáticas.

### **RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2018 Y HASTA EL TERCER TRIMESTRE DE 2019**

Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

Publicado el 29 de noviembre de 2019

De acuerdo con la muestra anual de la Central de Balances, la actividad de las sociedades no financieras mantuvo una tendencia expansiva en 2018, aunque a un

ritmo menor que el año anterior. Para los nueve primeros meses de 2019, la Central de Balances Trimestral evidencia una prolongación e intensificación de esta desaceleración, lo que se tradujo en aumentos de los excedentes ordinarios y del empleo inferiores a los del ejercicio previo. En este contexto, los niveles de rentabilidad ordinaria, que habían aumentado ligeramente en 2018, se mantuvieron relativamente estables en los tres primeros trimestres del año en curso. Por otro lado, los ingresos y gastos atípicos influyeron positivamente en el resultado final de 2018, pero ejercieron el efecto contrario en los nueve primeros meses de 2019. También se observa un cambio de tendencia en cuanto a la posición patrimonial de las sociedades, en tanto que las ratios medias de endeudamiento continuaron descendiendo en 2018, pero repuntaron al alza hasta septiembre de este año. Por último, la ratio de carga financiera disminuyó en ambos períodos, favorecida principalmente por el descenso continuado de los costes financieros, si bien cada vez de forma más moderada. El artículo incluye dos recuadros, el primero de los cuales analiza la evolución económica y financiera de las pymes con datos hasta 2018. El segundo recuadro estudia el grado de vulnerabilidad financiera del sector empresarial español y su sensibilidad ante un hipotético deterioro del escenario macrofinanciero.

## **UN MODELO DE ALERTA TEMPRANA DE CRISIS PARA LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO**

Jose González Mínguez y Carmen Martínez Carrascal

Publicado el 25 de noviembre de 2019

El presente artículo resume los resultados obtenidos al estimar un modelo de alerta temprana de crisis económicas para los países del área del euro. Esos resultados muestran que el seguimiento de cinco variables cuya evolución puede denotar el surgimiento de desequilibrios macrofinancieros (el saldo por cuenta corriente, los costes laborales unitarios relativos frente al resto del área, el endeudamiento de los hogares y el de las empresas y la prima de riesgo soberano) ayuda a detectar anticipadamente recesiones en los países de la UEM. Como cabría esperar, el modelo apunta a un incremento generalizado por países de la probabilidad de retroceso de la actividad hacia mediados de la pasada década, justo antes del inicio de la Gran Recesión. En comparación con las economías del núcleo del área del euro, ese aumento de la probabilidad de crisis fue mucho más acusado en los países de la periferia, donde se vio impulsado por un deterioro del saldo por cuenta corriente, un aumento del endeudamiento del sector privado y un deterioro de la competitividad. En varias de estas economías, la probabilidad de recesión predicha por el modelo se agudizó en 2011-2012, coincidiendo con los sucesivos episodios de crisis de deuda soberana. Las probabilidades de recesión se han moderado sustancialmente con posterioridad, hasta situarse en valores reducidos en la mayoría de los países, aunque todavía superiores en algunos de ellos a los observados al inicio del siglo.



## LA TASA DE AHORRO EN ESPAÑA ENTRE 2007 Y 2016: DESCOMPOSICIÓN POR GRUPOS DE POBLACIÓN Y POSIBLES DETERMINANTES

Brindusa Anghel, Cristina Barceló y Ernesto Villanueva

Publicado el 18 de noviembre de 2019

Este artículo cuantifica las aportaciones de distintos grupos de hogares a la evolución de la tasa de ahorro agregada en España entre 2007 y 2016. En el contexto de la última crisis, de mayor incertidumbre y con un deterioro notable del mercado laboral, los resultados muestran una reducción de los gastos de ciertos hogares durante la recesión y una posterior expansión al inicio de la fase de recuperación que son acordes con la hipótesis del ahorro por motivo precaución. En particular, entre 2007 y 2013 la contribución al aumento de la tasa de ahorro de los hogares con educación universitaria y de los hogares con educación inferior a bachillerato fue similar, si bien el grupo con menor nivel educativo, que normalmente dispone de menos recursos, contribuyó relativamente más a la caída de la tasa de ahorro entre 2013 y 2016. Por año de nacimiento, el grupo de quienes tenían menos de 45 años en 2007 fue el que más aportó al aumento de la tasa de ahorro durante la recesión. Cuando se agrupan los hogares según la propiedad de su vivienda principal, se observa que la contribución al aumento de la tasa de ahorro fue especialmente elevada entre los propietarios con deudas pendientes en 2007-2013.

## INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA. SEGUNDO SEMESTRE DE 2019

Publicado el 7 de noviembre de 2019

Este artículo analiza el comportamiento reciente de las principales economías de América Latina (Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú). El crecimiento de la región se ha caracterizado en los tres primeros trimestres de 2019, una vez más, por unos registros inferiores a lo esperado, y menores que los de otras áreas emergentes de referencia. Este menor crecimiento viene explicado fundamentalmente por factores internos (incertidumbre política y sobre las políticas económicas y problemas estructurales de bajo crecimiento potencial), si bien el entorno exterior tampoco ha sido favorable en términos de evolución de la demanda mundial y de los términos de intercambio. La mayor parte de los bancos centrales de la región han reducido los tipos de interés oficiales ante la ausencia de presiones inflacionistas, la existencia de brechas de producción negativas y el comportamiento relativamente estable de los tipos de cambio. El espacio fiscal es reducido en la mayor parte de las economías y en algunas de ellas persisten ciertos riesgos sobre la sostenibilidad de sus finanzas públicas. Las principales instituciones internacionales y los analistas privados esperan un repunte de la actividad en los próximos trimestres, especialmente de la demanda interna. Este repunte se basaría en la relajación de las condiciones financieras y en la mejora de las condiciones externas (menores tensiones comerciales) e internas (confianza de los agentes). En este contexto, el balance de riesgos está sesgado a la baja, dadas las dudas que persisten tanto sobre la disipación de la

incertidumbre política y sobre las políticas económicas en los principales países de la región como sobre la mejora de la situación económica internacional.

Este informe viene acompañado de dos recuadros. En el primero se analizan los canales a través de los cuales las tensiones comerciales globales podrían estar afectando a América Latina. En el segundo se describe la situación económica en Argentina tras el agravamiento de las turbulencias financieras durante el pasado verano.

## LA REVISIÓN DEL MARCO DE POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL

Susana Párraga, Pedro del Río y Juan Luis Vega

Publicado el 28 de octubre de 2019

Este artículo presenta una panorámica de la revisión del marco de política monetaria que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) está llevando a cabo en la actualidad. En primer lugar, se examinan las estrategias alternativas que se están considerando para hacer frente a una probable mayor incidencia de episodios en los que la política monetaria se ve condicionada por la existencia de un límite inferior efectivo al recorrido a la baja de los tipos de interés (ELB, por sus siglas en inglés). También se discute cómo la evidencia empírica disponible a partir de la experiencia de la propia Fed hace probable que esta mantenga entre su conjunto de herramientas disponibles los instrumentos no convencionales de política monetaria adoptados tras la crisis financiera global para afrontar el problema de la mayor incidencia del ELB: principalmente, las políticas de expansión cuantitativa y el uso de orientaciones sobre el curso futuro de los tipos de interés (*forward-guidance*). Finalmente, se analizan posibles cambios en la política de comunicación de la Fed.

## ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: OCTUBRE DE 2019

Álvaro Menéndez Pujadas

Publicado el 22 de octubre de 2019

Los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios para el tercer trimestre de 2019 evidencian, en general, una estabilidad de la oferta de crédito en España, que únicamente mostró un ligero endurecimiento en los criterios de aprobación de préstamos en el segmento de hogares para consumo, y una leve relajación en las condiciones de los nuevos préstamos para la adquisición de vivienda. En cambio, en la Unión Económica y Monetaria (UEM) predominó la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos, al tiempo que se endurecieron las condiciones generales de estos. Por su parte, la demanda de crédito se habría reducido en España en todas las modalidades, mientras que en la eurozona habría aumentado en los dos segmentos de hogares. Las condiciones de acceso a los mercados

financieros mayoristas y minoristas se habrían mantenido estables o habrían mejorado durante el trimestre en casi todos los casos en ambas zonas. El programa ampliado de compra de activos del Banco Central Europeo (BCE) habría seguido teniendo un efecto positivo sobre la liquidez y las condiciones de financiación de los bancos durante los últimos seis meses, si bien habría tenido un impacto negativo sobre la rentabilidad de las entidades de la eurozona. Asimismo, este programa habría seguido favoreciendo, en casi todos los segmentos, una relajación de las condiciones de los préstamos y un incremento del volumen de crédito concedido. Por último, el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE habría contribuido, durante los últimos seis meses, a la reducción de los ingresos netos por intereses de las entidades españolas y de la eurozona, y a una disminución de los tipos de interés aplicados en sus nuevas operaciones de crédito. En el caso de la UEM, los tipos de interés negativos también habrían favorecido un descenso de los márgenes y un incremento de los volúmenes de crédito.

## **LAS MEDIDAS PROTECCIONISTAS ARANCELARIAS Y LAS EXPORTACIONES DE BIENES ESPAÑOLAS**

Eduardo Gutiérrez Chacón y César Martín Machuca

Publicado el 17 de octubre de 2019

El repunte de las tensiones proteccionistas globales de los últimos años está acarreado, después de décadas de descensos generalizados, incrementos de los aranceles que están dañando la evolución del comercio internacional y afectan, por tanto, a las perspectivas del sector exterior de la economía española. En este artículo se lleva a cabo una estimación del efecto de los aranceles sobre las exportaciones de bienes extracomunitarias no energéticas españolas a partir de datos desagregados por país de destino y tipo de producto. Los resultados muestran que un incremento de los aranceles afecta negativamente tanto a las posibilidades de exportación como, de manera persistente, a los valores exportados. De acuerdo con las estimaciones realizadas, un aumento del 1 % de los aranceles a la importación impuestos por otro país para un producto español implica una reducción de las exportaciones nominales de alrededor del 0,6 %. Los riesgos proteccionistas subrayan el papel de la Unión Europea en la promoción de acuerdos comerciales internacionales, como los recientemente alcanzados con Japón, Canadá y MERCOSUR.

## **PRÉSTAMOS CORPORATIVOS APALANCADOS: DEFINICIÓN Y EVOLUCIÓN DEL MERCADO**

Carlos González Pedraz

Publicado el 10 de octubre de 2019

En la última década, el volumen de préstamos corporativos apalancados (*leveraged loans*) ha crecido hasta alcanzar niveles máximos desde el final de la crisis. En el

caso de España, este crecimiento ha sido más contenido, con un volumen del 5% del total para Europa durante el período 2016-2018.

Las condiciones contractuales de los préstamos apalancados son ahora menos restrictivas y gran parte de estos se distribuye entre inversores institucionales de todo el mundo en forma de obligaciones garantizadas (o CLO, por sus siglas en inglés). Este modelo de originar para distribuir plantea potenciales riesgos para el sistema financiero. En caso de un deterioro del ciclo económico, las pérdidas en este mercado podrían ser significativas, en especial por la relajación en las protecciones al inversor. Además, debido a su relevancia como fuente de financiación corporativa, un aumento en los incumplimientos tendría efectos negativos en la economía real.

## **RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS HASTA EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2019**

Álvaro Menéndez

Publicado el 26 de septiembre de 2019

De acuerdo con la muestra trimestral de la Central de Balances (CBT), la actividad de las sociedades no financieras se desaceleró en el primer semestre de 2019, registrando el VAB un aumento muy moderado (0,4%), por debajo del reflejado en el mismo período del año pasado. El empleo siguió creciendo (0,6%), pero también lo hizo a menor ritmo que en 2018. En este contexto, la ratio de rentabilidad del activo descendió ligeramente, mientras que las de endeudamiento experimentaron un leve repunte, revirtiendo la tendencia descendente que habían seguido en los últimos años. No obstante, la caída en los costes medios de financiación, unida al ligero avance de los excedentes, provocó una nueva reducción en la ratio de carga financiera, que ha alcanzado valores mínimos dentro de la serie histórica de la CBT. El artículo incluye un recuadro que señala que el nivel del empleo medio en las empresas españolas se situaba en 2017 por debajo del de antes de la crisis. No obstante, a pesar de este comportamiento agregado, una proporción significativa de empresas habría sido capaz de incrementar su número medio de trabajadores durante el período objeto de estudio.

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

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

Irune Solera y Mario Izquierdo

Publicada el 24 de octubre de 2019

La Encuesta de Población Activa (EPA) mostró una nueva moderación en el ritmo de crecimiento del empleo en el tercer trimestre de 2019, con un avance interanual del 1,8 %, 0,6 puntos porcentuales (pp) por debajo del ritmo alcanzado en el segundo trimestre. En términos intertrimestrales de la serie desestacionalizada, se estima un aumento del empleo del 0,1 %, dos décimas por debajo del aumento del trimestre pasado e inferior a los registrados desde mediados de 2014. A pesar del menor avance del empleo, la población activa mantuvo la tendencia creciente de los trimestres pasados, hasta un avance del 1 %. Como resultado, el ritmo interanual de reducción de los desempleados se redujo hasta el -3,4 %. De esta forma, por segundo trimestre consecutivo aumentó el desempleo en términos desestacionalizados (1,7 %). La tasa de paro se situó en el 13,9 %, 0,7 pp inferior a la observada un año antes.



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

### SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (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 (esloti polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

### ABREVIATURAS Y SIGNOS

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