

# BOLETÍN ECONÓMICO

1/2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





## **BOLETÍN ECONÓMICO 1/2020**

## ÍNDICE

---

### INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

<b>1 Principales mensajes</b>	7	Artículos Analíticos	59
<b>2 Los mercados financieros internacionales</b>	32	Notas Económicas	65
<b>3 Entorno exterior de la economía española</b>	35	Publicaciones del Banco de España	67
<b>4 La economía española</b>	44	Siglas, abreviaturas y signos utilizados	68
<b>5 La respuesta de las políticas económicas a la crisis provocada por la emergencia sanitaria</b>	48		

#### Recuadros

- 1** La evolución de la economía española antes de la propagación de la epidemia de coronavirus 12
- 2** Tensiones geopolíticas y precio del petróleo 15
- 3** Cambios recientes en la política monetaria del banco central de Suecia 18
- 4** La reforma del marco de supervisión de la política fiscal en Europa 21
- 5** Implicaciones del cambio en el sistema de remuneración de las reservas 24
- 6** El efecto del cambio en la composición de las exportaciones españolas sobre el conjunto de las importaciones 28
- 7** La incertidumbre regulatoria y su impacto sobre las ventas de automóviles 30

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



## 1 PRINCIPALES MENSAJES

**La evolución económica a lo largo del trimestre se ha visto condicionada de forma drástica por la propagación mundial de la enfermedad Covid-19, causada por un coronavirus.** Al inicio del año, los indicadores referidos a la actividad global parecían apuntar a una estabilización del crecimiento del producto, con algunos indicios de recuperación en el sector manufacturero. Además, la firma de la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, a mediados de enero, y la ratificación por el Parlamento británico del acuerdo de salida de ese país de la UE, a finales de ese mismo mes, habían llevado a una cierta disminución de las incertidumbres que habían atenazado las perspectivas globales a lo largo de 2019. Sin embargo, la extensión, desde finales de febrero, del brote epidémico surgido inicialmente en China a otras áreas geográficas (y, notablemente, a Europa) ha hecho descarrilar de modo abrupto en apenas un mes la evolución de la economía mundial.

**En efecto, la enfermedad ha dado lugar a un reto de salud pública de primera magnitud, que ha requerido la adopción de medidas extraordinarias de limitación de la movilidad de las personas y cese de una parte importante de la actividad productiva.** La contundencia de estas medidas, necesarias para la contención de la pandemia, está comportando un impacto severo sobre el crecimiento mundial en el corto plazo. No obstante, si esta estrategia resulta eficaz para erradicar el contagio, como se desprende de la experiencia de los países donde primero se puso en práctica, por ser también aquellos que comenzaron a sufrir antes los efectos del Covid-19, esos efectos negativos deberían ser predominantemente transitorios.

**En los mercados financieros, la propagación de la pandemia ha dado lugar a fuertes variaciones de los precios de los activos, acompañadas de un incremento muy pronunciado de la volatilidad.** Las bolsas de los países desarrollados han experimentado retrocesos del orden del 30 %, como reflejo del impacto de la crisis sobre los beneficios empresariales y del aumento de la aversión al riesgo, en un contexto de volatilidad muy acusada, que también se ha extendido a los mercados de deuda. En este último ámbito se han observado una ampliación de las primas de riesgo de los países de la periferia del área del euro —que, no obstante, ha revertido parcialmente a raíz de las medidas más recientes de política monetaria del BCE— y un aumento muy marcado de los diferenciales de la deuda corporativa.

**En España, la necesidad de reducir el elevado ritmo de aumento de los contagios condujo a la declaración del estado de alarma el pasado 14 de marzo.** Antes de que la epidemia llegara a Europa, sus efectos sobre la economía

española parecían ser limitados. La paralización de la actividad en algunas regiones de China tuvo un cierto impacto sobre la demanda de las exportaciones españolas y sobre las importaciones de bienes intermedios utilizados en la producción de bienes finales, dado el elevado grado de integración del gigante asiático en las cadenas de valor globales. Sin embargo, la verdadera dimensión del problema no afloró hasta finales de febrero, cuando se puso de manifiesto la extensión de la enfermedad a Italia y a otros países europeos.

**La magnitud del impacto de la pandemia, incluyendo el procedente de las necesarias medidas de contención adoptadas, sobre la actividad económica y el empleo será muy pronunciada en el corto plazo.** La declaración del estado de alarma en España supuso una limitación drástica de los movimientos de las personas y la suspensión casi completa de la actividad de algunas ramas de los servicios, como la hostelería o el comercio minorista. También ha cesado la producción en algunas ramas manufactureras, como, por ejemplo, la industria automovilística, a causa del parón de la demanda y de la interrupción de las cadenas de suministro.

**La estimación del impacto y la duración de esta perturbación sobre la economía está sometida a un grado de incertidumbre muy elevado.** Las consecuencias agregadas sobre el conjunto de la economía dependerán, entre otros factores, del grado efectivo de caída de la producción y del consumo durante el período de confinamiento de la población, sobre la cual solo es posible hacer cálculos imprecisos. Además, como se ha apuntado, un segundo elemento de incertidumbre está relacionado con la duración del período de vigencia de las medidas extraordinarias, lo que a su vez depende de su éxito en detener la propagación del contagio. El impacto y la duración también dependerán crucialmente de la efectividad de las medidas puestas en marcha por las distintas autoridades económicas.

**En todo caso, aun con las notables incertidumbres acerca de su intensidad y duración, debería tratarse de una perturbación de carácter fundamentalmente transitorio.** En este sentido, la rapidez y el vigor de la posterior recuperación dependerán crucialmente de las medidas de política económica puestas en marcha para mitigar los efectos adversos sobre la actividad de las decisiones adoptadas para contener el virus. Las medidas que están aplicando Gobiernos de todo el mundo en los últimos días están orientadas, precisamente, a evitar que la paralización de la actividad durante la fase más aguda de la pandemia se traduzca en cierres de empresas y pérdidas permanentes de puestos de trabajo. Ello requiere, a su vez, que la respuesta proporcionada sea ambiciosa, ágil y coordinada entre las autoridades responsables de los distintos ámbitos de la política económica.

**La primera línea de defensa para evitar la persistencia de los efectos económicos de la epidemia debe ser la política fiscal.** En este ámbito, una de las principales áreas de actuación adoptadas por los distintos Gobiernos, incluido el

español, se ha dirigido a amortiguar el impacto de la crisis sobre las rentas de los ocupados (incluidos los no asalariados) aplicando una cierta relajación de los criterios aplicables para la percepción de prestaciones por desempleo y mediante la exoneración a las empresas del pago de cotizaciones sociales, condicionada al mantenimiento de los puestos de trabajo. Una segunda área de actuación es la aprobación de medidas que impidan que la falta de liquidez de las empresas pueda comprometer su viabilidad. Para ello, se han desplegado grandes volúmenes de garantías y avales públicos aplicables a créditos cuyos prestatarios son sociedades no financieras y autónomos, y se ha aprobado una moratoria, bajo ciertas condiciones, de sus deudas tributarias. El objetivo de este tipo de medidas es facilitar el acceso a la financiación de los agentes privados solventes que atraviesan problemas de liquidez, evitando que estos acaben transitando hacia un estado de insolvencia, en cuyo caso las pérdidas de actividad y empleo serían mayores y más duraderas.

**En el caso europeo, las actuaciones de las autoridades fiscales nacionales requieren un respaldo decidido de las políticas económicas supranacionales.** En efecto, el papel que los Gobiernos nacionales de la UE pueden desempeñar a la hora de contribuir a la recuperación es crucial, a través de los distintos mecanismos que ayuden a que, tras la crisis, permanezcan en pie las relaciones laborales entre empresas y trabajadores, las relaciones comerciales entre clientes y proveedores o las relaciones crediticias entre prestamistas y prestatarios. Sin embargo, estos esquemas han de contar con el respaldo de las instituciones supranacionales de la UE, y en especial del área del euro, pues de lo contrario su efectividad podría verse limitada en aquellos países que disponen de menor margen presupuestario.

**Con este objetivo, el BCE ha anunciado recientemente acciones extraordinarias orientadas a evitar que, como en la pasada crisis, vuelva a producirse una fragmentación financiera entre las distintas economías del área del euro.** El pasado 18 de marzo, el Consejo de Gobierno del BCE anunció un nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) de activos públicos y privados, por un importe de 750 mm de euros, hasta fin de año. El nuevo programa, prorrogable más allá de esta fecha, contempla la posibilidad de que las compras se realicen de una forma flexible durante su período de vigencia. Esta flexibilidad concierne a la distribución de las compras entre tipos de activos —de titularidad pública y privada— y en el tiempo, así como a la posibilidad de desviaciones transitorias con respecto a las reglas vigentes acerca de la distribución por países de las compras de deuda pública, que además podrán materializarse también en bonos emitidos por Grecia, a diferencia de los programas anteriores. El objetivo de estos márgenes de flexibilidad es, precisamente, garantizar que la actual orientación acomodaticia de la política monetaria se traduce en condiciones financieras holgadas de forma uniforme en los distintos Estados miembros y pueda beneficiar, por tanto, al conjunto de familias, empresas y Gobiernos del área del euro.

**Estas medidas se suman a las adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE apenas una semana antes.** En su reunión del 12 de marzo, el Consejo de esta institución había aprobado ya diversas medidas, que incluían una ampliación del programa de compra de activos previamente existente, por importe de 120 mm, a llevar a cabo en lo que resta de año, y diversas operaciones de financiación bancaria a largo plazo, instrumento que es clave en la transmisión de la política monetaria.

**Además, la autoridad de supervisión bancaria del área del euro ha relajado los requerimientos de capital y liquidez aplicables a las entidades.** El objetivo de esta decisión del Mecanismo Único de Supervisión es asegurar que los bancos puedan seguir proporcionando a los hogares y empresas del área del euro volúmenes de financiación en cuantía suficiente.

**La magnitud del desafío requiere que las autoridades comunitarias también contribuyan decididamente a su superación.** Si bien la Comisión Europea (CE) ha movilizado varios instrumentos comunitarios para apoyar las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales (como los fondos estructurales y distintas partidas del presupuesto comunitario) y ha relajado los marcos de las reglas fiscales y las ayudas de Estado, resulta necesaria una actuación más decidida. La actual crisis sanitaria desborda las fronteras nacionales, constituyendo, por tanto, un reto común a todos los países del área del euro y del conjunto de Europa. Contener el coste humanitario, social y económico de esta crisis requiere una acción coordinada y solidaria que haga uso de las herramientas presupuestarias y financieras ya existentes a escala europea —incluida la eventual movilización de los recursos del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, por un volumen potencial del orden de 500 mm de euros—, pero que además considere la posibilidad de introducir elementos de compartición (mutualización) de riesgos presupuestarios, a través de instrumentos de deuda con respaldo común y del despliegue de instrumentos de cobertura económica y social mancomunados, como pueda ser un fondo de desempleo europeo.

**En las circunstancias de incertidumbre inusualmente elevada que se han descrito, este Informe no contiene, a diferencia de lo que es habitual, unas proyecciones macroeconómicas de medio plazo de la economía española.** El escaso período transcurrido desde la declaración del estado de alarma hace que no se disponga todavía de indicadores que permitan medir con un mínimo de rigor y precisión la magnitud y la duración de los efectos de la crisis sobre la actividad y el empleo que, en todo caso, como se ha señalado, cabe esperar que evolucionen muy negativamente en el corto plazo. Además, esas perspectivas se verán condicionadas por los efectos de las importantes medidas de política económica aprobadas en distintos ámbitos. En estas circunstancias, el Banco de España ha optado, al igual que otros bancos centrales que habitualmente publican proyecciones macroeconómicas en torno a estas fechas (como es el caso de la Reserva Federal estadounidense y del Banco de Francia), por retrasar la elaboración y la publicación de sus proyecciones. Conforme se vaya disponiendo de indicadores que permitan

atenuar el extraordinario grado de incertidumbre actual, el Banco de España retomará la publicación de sus proyecciones macroeconómicas, manteniendo, mientras tanto, abiertos todos los canales de comunicación pública habituales. En todo caso, el Banco de España mantiene un seguimiento reforzado de la evolución de la situación económica y financiera de la economía.

## LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTES DE LA PROPAGACIÓN DE LA EPIDEMIA DE CORONAVIRUS

La propagación de la crisis sanitaria del coronavirus fuera de Asia que, en último término, ha conducido al confinamiento de la población en España y en otros muchos países europeos constituye una perturbación de inusitada virulencia, que ha cambiado bruscamente la trayectoria de nuestra economía. Este recuadro describe los principales rasgos de la evolución observada con anterioridad a este shock.

El análisis de los desarrollos económicos de corto plazo se basa habitualmente en la valoración de diversos indicadores de frecuencia mensual, que se publican con un cierto desfase temporal con respecto al período al que aluden. Dado este retardo, los últimos datos actualmente disponibles relativos a los indicadores de la actividad de la economía española se refieren a los meses de enero y febrero, por lo que, de hecho, no captan los desarrollos adversos más recientes.

En conjunto, los indicadores de coyuntura más representativos del comportamiento de la actividad sugieren que el PIB habría mostrado en los dos primeros meses del año una trayectoria similar a la observada a finales de 2019. En efecto, los modelos del Banco de España para la previsión a corto plazo del PIB proyectaban un crecimiento en el entorno del 0,4% para el trimestre en curso<sup>1</sup>. En la misma línea, los datos más recientes de afiliación a la Seguridad Social, que mostraron una notable mejoría en la creación mensual de empleo en febrero, habrían apuntado, si se ignora la previsible evolución mucho menos favorable de marzo, a un crecimiento trimestral de la ocupación similar al observado a finales de 2019 (véase gráfico 1).

El comportamiento del empleo en febrero, algo mejor de lo esperado, la mejora de la confianza en los dos primeros meses del año y la estabilización, en torno al cambio de año, de la tasa de avance interanual del saldo de crédito al consumo, tras la desaceleración que venía observándose desde mediados de 2018 (véase gráfico 2), sugerían que el gasto de los hogares habría registrado un crecimiento positivo en estos meses, tras presentar un avance nulo en el cuarto trimestre de 2019. No obstante, en sentido contrario, las matriculaciones de vehículos particulares seguían manteniendo una clara tendencia negativa en los dos primeros meses de año, al tiempo que las ventas minoristas de enero resultaron algo más débiles de lo esperado.

En cuanto a la inversión residencial, los indicadores más recientes relacionados con la oferta, que anticipan la evolución de la actividad en el sector en los meses venideros, como las cifras de visados o los índices de producción de materiales de construcción, ofrecían señales moderadamente negativas para el comienzo del año. Por el contrario, los datos referidos a los indicadores vinculados a la demanda, como las compraventas y las hipotecas sobre activos residenciales, estaban mostrando un tono algo más favorable. Finalmente, los precios de la vivienda, con datos hasta el cuarto trimestre de 2019, también apuntaban a una moderación de la actividad residencial, tanto en el segmento de inmuebles de segunda mano como en el de los de nueva construcción, especialmente en aquellas regiones en las que los precios venían registrando un comportamiento más expansivo desde el inicio de la recuperación.

Tras la fuerte caída registrada en el cuarto trimestre, las perspectivas de la inversión empresarial habían experimentado una cierta mejoría en los primeros meses del año. En efecto, hasta el mes de febrero, algunos indicadores cualitativos, como el PMI de manufacturas o el de confianza industrial de la Comisión Europea, mostraban una cierta recuperación del sentimiento empresarial (véase gráfico 3). Además, las condiciones financieras para las sociedades no financieras continuaban siendo holgadas.

Por su parte, la escasa información disponible para el inicio del año sugería una disminución de la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB en el primer trimestre, tras la significativa sorpresa al alza en el período octubre-diciembre de 2019, lo que vendría explicado fundamentalmente por la ralentización de las exportaciones de bienes y servicios. En el caso particular del turismo receptor, la información más reciente referida al gasto de los no residentes, que solo alcanza hasta el mes de enero, mostraba un mantenimiento de su trayectoria expansiva, gracias al incremento del gasto medio por turista, que compensó la ralentización de las entradas totales provocada por la reducción de las que tienen su origen en los principales mercados emisores europeos (véase gráfico 4).

En lo que se refiere a las finanzas públicas, las Cortes aprobaron en febrero una revalorización de las pensiones

<sup>1</sup> Véanse A. Arencibia Pareja, A. Gómez Loscos, M. de Luis López y G. Pérez Quirós (2018), *A short-term forecasting model for the Spanish economy: GDP and its demand components*, Documentos Ocasionales, n.º 1801, Banco de España, y L. J. Álvarez, A. Cabrero y A. Urtasun (2014), «Un procedimiento para la predicción a corto plazo del PIB», *Boletín Económico*, Banco de España, octubre.

Recuadro 1

**LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTES DE LA PROPAGACIÓN DE LA EPIDEMIA DE CORONAVIRUS (cont.)**

Gráfico 1  
AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL (SIN CUIDADORES) (a)

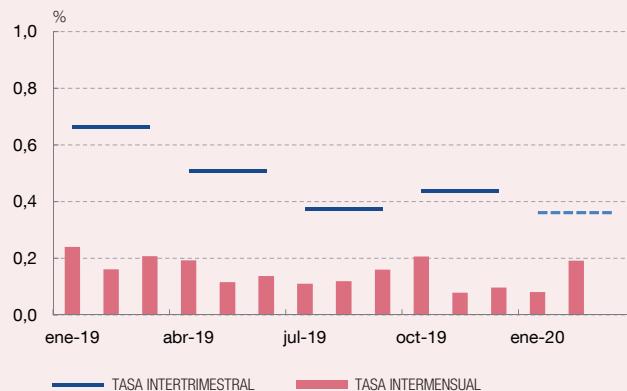


Gráfico 2  
FINANCIACIÓN BANCARIA A LOS HOGARES



Gráfico 3  
INDICADORES DE CONFIANZA DE LA INDUSTRIA

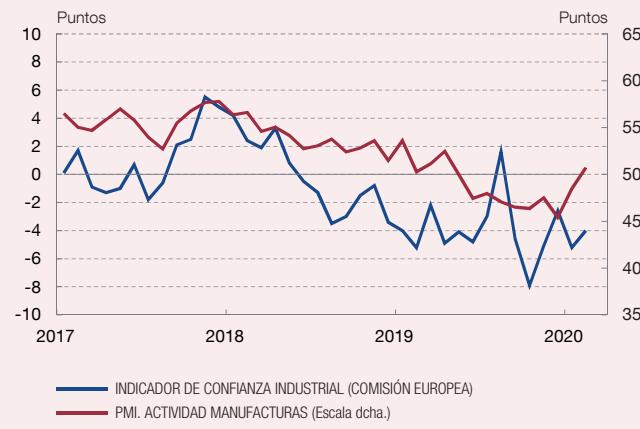


Gráfico 4  
INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO

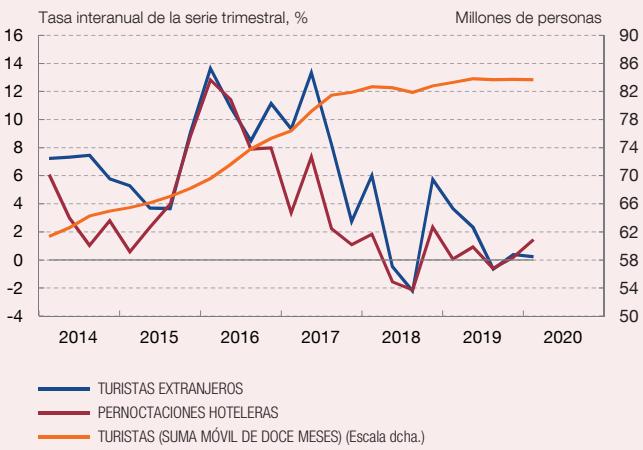
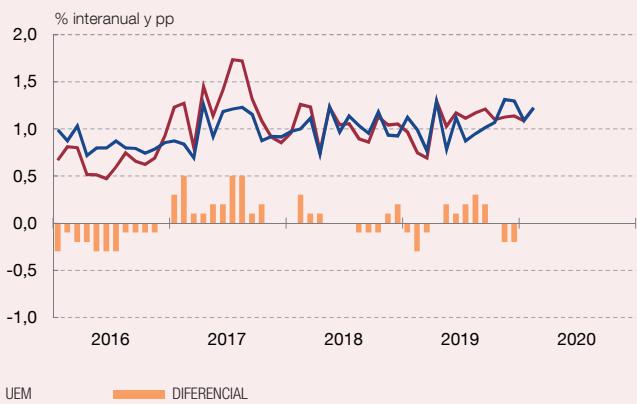


Gráfico 5  
IAPC. ÍNDICE GENERAL



Gráfico 6  
IAPC. ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, Comisión Europea, Markit Economics y Banco de España.

a) El Real Decreto-ley 6/2019, de 1 de marzo, restableció el derecho de los cuidadores no profesionales de las personas en situación de dependencia a suscribir un convenio especial con la Seguridad Social mediante el cual la Administración General del Estado se hace cargo de las cotizaciones a la Seguridad Social. Esta modificación legal ha aumentado el número de cuidadores no profesionales desde los 7.300 observados en marzo de 2019 a los 57.600 de febrero de 2020.

b) No incluye el crédito titulado en estos segmentos.

**LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTES DE LA PROPAGACIÓN DE LA EPIDEMIA DE CORONAVIRUS (cont.)**

y una subida de las retribuciones de los trabajadores de las AAPP, que, por el momento, no han sido acompañadas de aumentos adicionales de ingresos, en un contexto de prórroga, por segundo año consecutivo, de los presupuestos de 2018. La información más reciente apuntaría a que en 2019 no se habría avanzado en la corrección de los desequilibrios en las cuentas públicas españolas y se habría registrado una ratio de déficit público sobre PIB similar a la del año anterior. Ello implicaría un déficit estructural en línea con el de 2015, lo que lleva a concluir que la fase expansiva no fue aprovechada para construir un colchón presupuestario que habría permitido afrontar desde una posición más sólida la actual crisis sanitaria. Por su parte, la senda de suave descenso de la ratio de deuda pública sobre el PIB se habría prolongado en el curso de 2019, hasta cerrar el año en el 95,5% del PIB.

La inflación, medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), ha seguido mostrando tasas muy moderadas en los últimos meses, situándose en el 0,9% en febrero (véase gráfico 5). Esta dinámica ha estado condicionada, principalmente, por los descensos interanuales observados en los precios de la energía. Por su parte, la inflación subyacente creció en febrero un 1,3%, tasa ligeramente superior a la que se ha venido observando a lo largo del último bienio (véase gráfico 6). Por componentes, la inflación de los servicios se situó en el 1,7%, mientras que los precios de los bienes industriales no energéticos han mantenido un ritmo de crecimiento interanual más moderado —del 0,6% en febrero—. La inflación en España ha continuado manteniéndose marginalmente por debajo de la registrada en el área del euro.

Por el lado de los costes, la última información disponible referida a los convenios colectivos, hasta febrero, apuntaba a avances salariales algo más moderados en 2020 (un 2%) que los registrados en 2019 (del 2,3%), afectando ya a un número elevado de trabajadores (6,2 millones). Estas subidas salariales, no obstante, reflejan únicamente la evolución de los convenios firmados en años anteriores.

En suma, la información disponible para los dos primeros meses del año apuntaba a un mantenimiento de la etapa expansiva, apoyada en una cierta reducción de las incertidumbres exteriores. Aunque no existen todavía indicadores de frecuencia mensual que lo reflejen, esta evolución se ha visto truncada de forma dramática a partir de la última semana de febrero, a raíz del estallido de la epidemia de coronavirus en Europa y, en particular, en España. El aumento de la incertidumbre, el confinamiento de la población en sus hogares y el cierre del comercio no destinado a la venta de bienes de primera necesidad se habrían traducido en una notable reducción del consumo privado. La contracción de la demanda y la incertidumbre habrían paralizado las decisiones de inversión privada. En el ámbito de los intercambios exteriores de bienes y servicios, el impacto de la propagación de la crisis sanitaria habría sido particularmente severo en el sector turístico, como sugieren la intensa caída reciente de las nuevas reservas hoteleras y la cancelación generalizada de las realizadas con anterioridad. En el ámbito de los precios, cabe esperar que el retroceso de la demanda y el fuerte abaratamiento del petróleo conduzcan a una reducción de la tasa de inflación.

**TENSIONES GEOPOLÍTICAS Y PRECIO DEL PETRÓLEO**

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 4 de marzo

La evolución de los precios del petróleo viene determinada por factores de oferta y de demanda, que condicionan su dinámica. Por ejemplo, en los últimos meses la debilidad de la demanda mundial de petróleo, vinculada en gran medida a la desaceleración inducida en China por la crisis del COVID-19, ha tendido a deprimir los precios de esta materia prima. Además de por la dinámica derivada de las fluctuaciones cíclicas de la economía, el precio del petróleo se ve afectado regularmente por eventos de carácter geopolítico, y en particular por conflictos vinculados a Oriente Medio, entre otros. Estas tensiones han tendido a aumentar su frecuencia recientemente, a partir de mayo de 2018 (cuando Estados Unidos se desvinculó del acuerdo nuclear)<sup>1</sup>, con algunos episodios de especial intensidad a finales de 2019 y principios de 2020<sup>2</sup>. Dada la relevancia de la región en la producción y las exportaciones mundiales de crudo<sup>3</sup>, en este recuadro se analiza el impacto hipotético de la materialización de nuevos conflictos geopolíticos en Oriente Próximo sobre los precios del petróleo, y se discuten algunos factores que tienden a actuar como elementos mitigadores de dicho impacto.

El efecto de un evento geopolítico sobre los precios del petróleo depende del volumen de producción afectada por dicho suceso y de su duración, así como de las condiciones económicas en las que se produce. De hecho, los principales eventos de este tipo que han tenido lugar en Oriente Próximo desde 1973 difieren en estas dimensiones, y por tanto han presentado efectos heterogéneos sobre el precio del crudo (véase gráfico 1)<sup>4</sup>. A pesar de esta heterogeneidad, una característica común a todos los sucesos ha sido su carácter transitorio, con caídas de la producción, de promedio, en los cuatro meses posteriores, que tienden a revertir progresivamente por la incidencia de factores mitigantes. Entre ellos destacan la capacidad excedentaria de otros productores mundiales,

la movilización de inventarios comerciales y las reservas estratégicas de algunos países.

Sobre la base de estas características, en el gráfico 4 se presenta la reacción del precio del petróleo ante dos escenarios geopolíticos hipotéticos que difieren en la intensidad asumida para el evento<sup>5</sup>. En el escenario menos adverso, denominado «moderado», se supone una disrupción en la producción de petróleo de 800.000 barriles por día (mb/d), un 0,8 % de la producción mundial, equivalente a las exportaciones actuales combinadas de Irán (unos 300 mb/d) y del norte de Irak (500 mb/d adicionales) (véase gráfico 2). En el escenario denominado «adverso», por su parte, se considera que la perturbación afecta al 4 % de la producción global de petróleo, lo que equivaldría a sumar a la disrupción del escenario anterior otra semejante a la que se produciría si el suceso se extendiera al resto del territorio de Irak, segundo productor y exportador de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). El ejercicio no considera sucesos mucho más extremos, como podría ser el bloqueo del estrecho de Ormuz<sup>6</sup>, paso estratégico por el que circulan cerca de 15 millones de barriles al día (véase gráfico 3), dado que no existen precedentes históricos de un suceso de estas características.

Los resultados de las simulaciones indican que, tras el evento, el precio del barril de crudo se incrementaría en el primer mes en un máximo de 38 dólares en el escenario adverso y de 6 dólares en el moderado. A partir de dichos máximos, los precios se reducirían. De esta manera, respecto al escenario central, en seis meses el incremento medio se situaría en 20 dólares en el escenario adverso y en 4 dólares en el moderado (véase, de nuevo, gráfico 4).

No obstante, los resultados de las simulaciones deben tomarse como una cota superior del alza que registraría el

1 El Plan de Acción Integral Conjunto se adoptó en 2015, con el objetivo de reducir el enriquecimiento de uranio por parte de Irán, a cambio de levantar las sanciones económicas del país.

2 El mercado de esta materia prima se ha visto afectado recientemente por varios episodios de especial intensidad, entre los que destacan el ataque a las instalaciones petrolíferas saudíes, que afectó transitoriamente al 6 % de la producción total el pasado septiembre, el asedio a la embajada de Estados Unidos en Bagdad a finales de 2019 y la respuesta de Estados Unidos a estos ataques a principios de 2020.

3 A pesar de que la relevancia de la región ha disminuido por el crecimiento del *shale oil* en Estados Unidos, sigue produciendo el 28,5 % de la producción mundial de petróleo.

4 Véase J. D. Hamilton (2011), *Historical oil shocks*, National Bureau of Economic Research.

5 Los cálculos se realizan usando un modelo VAR estructural bayesiano. En este modelo, los *shocks* se identifican mediante restricciones de signos. Esto permite distinguir entre perturbaciones de oferta, demanda global, demanda precautoria y factores de demanda idiosincrásicos del mercado del petróleo. El modelo se estima con datos mensuales usando una muestra que comienza en enero de 1980.

6 El bloqueo del estrecho de Ormuz podría llegar a suponer una reducción de en torno al 10 % de la producción mundial, incluso si los oleoductos de Arabia Saudí, los Emiratos Árabes Unidos e Irak funcionaran a máxima capacidad.

## Recuadro 2

### TENSIONES GEOPOLÍTICAS Y PRECIO DEL PETRÓLEO (cont.)

Gráfico 1  
PRINCIPALES SHOCKS GEOPOLÍTICOS Y PRECIO DEL PETRÓLEO (a)



Gráfico 2  
EXPORTACIONES DE IRÁN E IRAK EN 2019

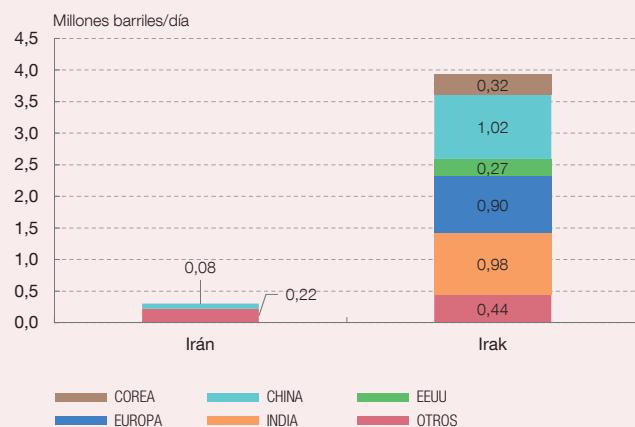


Gráfico 3  
EXPORTACIONES DE CRUDO POR EL ESTRECHO DE ORMUZ EN 2019

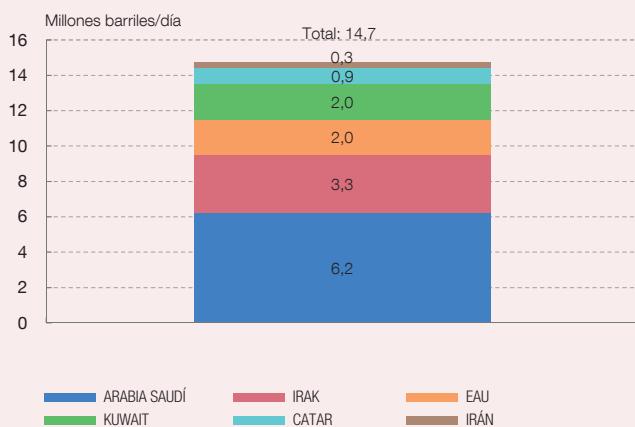


Gráfico 4  
IMPACTO SOBRE EL PRECIO DEL PETRÓLEO DE SIMULACIONES DE SHOCKS GEOPOLÍTICOS (b)

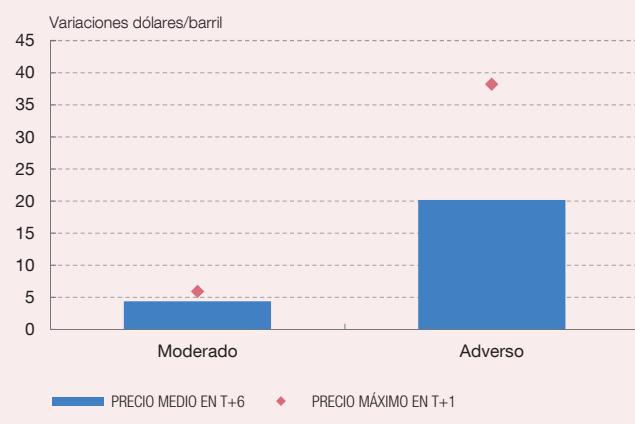
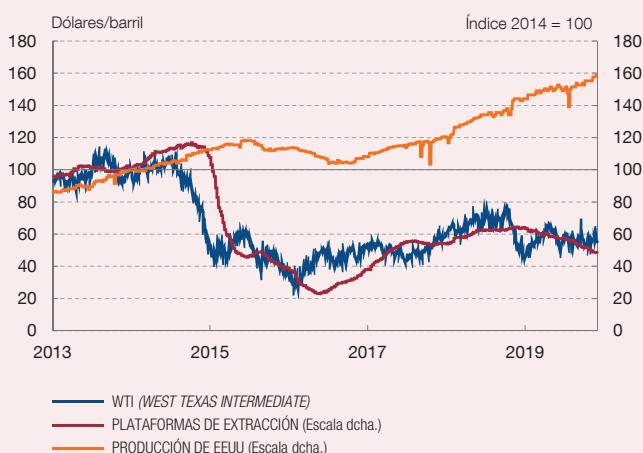


Gráfico 5  
EEUU: WTI, NÚMERO DE PLATAFORMAS DE EXTRACCIÓN Y PRODUCCIÓN



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, Thomson Reuters y Banco de España.

- a La cifra refleja la máxima caída de la producción total del petróleo durante el shock geopolítico indicado por Hamilton (2011), salvo para la Revolución de Irán y el ataque de Arabia Saudí, que son elaboración propia. Nótese que la persistencia de los shocks es muy heterogénea; se refleja en la anchura de los eventos (bandas azules).
- b Se impone una caída transitoria de la producción de 0,8 y 4 millones de barriles al día, respectivamente, en los escenarios moderado y adverso. La perturbación se disipa gradualmente en cuatro meses.

**TENSIONES GEOPOLÍTICAS Y PRECIO DEL PETRÓLEO (cont.)**

precio del crudo en dichos episodios. En particular, las estimaciones mostradas resultan de patrones históricos medios. En cambio, existe evidencia de que la sensibilidad del precio del petróleo a perturbaciones de oferta y de demanda podría ser inferior en la actualidad; esto es, los factores mitigadores apuntados anteriormente podrían estar actuando ahora con mayor intensidad. Entre estos factores, destacan la elevada capacidad excedente en la OPEP, estimada actualmente en 3,4 millones de barriles/día, los notables niveles de inventarios globales y de reservas estratégicas, equivalentes a unos 92 días de producción mundial para los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y el auge, desde 2011, de la producción de crudo no convencional en Estados Unidos (*shale oil*), que ha convertido a este país

en el primer productor mundial, superando a Arabia Saudí y a Rusia. En particular, este último factor ha venido desempeñando un papel creciente en la evolución del precio del petróleo en la última década<sup>7</sup>. Comparado con la producción de crudo tradicional, el *shale oil* tiene un período de inversión y maduración mucho menor, que permite una reacción muy rápida de la oferta ante perturbaciones que tiendan a elevar el precio del crudo. Esto conduce a una oferta bastante elástica a medio plazo<sup>8</sup> y favorece la estabilidad de los precios. Así, los aumentos de los precios tienden a llevar aparejadas rápidas perforaciones de nuevos pozos en un plazo de menos de seis meses (véase gráfico 5). Además, la productividad de los productores norteamericanos ha aumentado considerablemente desde finales de 2015<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Para más información, véase D. Santabárbara (2017), «Evolución reciente y perspectivas del mercado de petróleo», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2017, Banco de España.

<sup>8</sup> Un modelo desarrollado por la Congressional Budget Office para estimar la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos muestra que, si bien la oferta es inelástica a corto plazo, es bastante elástica a partir de los dos años [M. Lasky (2016), *The Outlook for US Production of Shale Oil*, Congressional Budget Office].

<sup>9</sup> Como consecuencia, son necesarios menos pozos para mantener la producción. La extracción en el primer mes de explotación se ha duplicado desde 2007, y el alza de la producción persiste a lo largo de su ciclo de vida. Véase R. Decker, A. Flaaen y M. Tito (2016), *Unraveling the Oil Conundrum: Productivity Improvements and Cost Declines in the US Shale Oil Industry*, FEDS Notes, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, 22 de marzo.

### Recuadro 3

## CAMBIOS RECENTES EN LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE SUECIA

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 2 de marzo

En diciembre de 2019, el banco central de Suecia (Riksbank) aumentó el tipo de interés de referencia (tasa *repo*) por segunda vez en el período de un año, y lo fijó en el 0 %, desde el -0,25 % anterior, con efecto a partir de enero de 2020. Los tipos de interés han abandonado, por tanto, el terreno negativo en el que los había situado el Riksbank desde febrero de 2015 (véase gráfico 1). El mantenimiento de tipos negativos se había producido en el contexto de la aplicación de un paquete de medidas

de política monetaria no convencional que la autoridad monetaria sueca implantó a partir de 2009. Este incluía, además, la orientación sobre la senda futura de los tipos de interés, la compra de activos públicos, los swaps de divisas y las operaciones de apoyo al crédito empresarial, entre otros elementos. En este recuadro se resumen los condicionantes de índole macroeconómica y de estabilidad financiera que, de acuerdo con las autoridades suecas, subyacen a esta decisión de política monetaria.

Gráfico 1  
TIPOS DE REFERENCIA Y SENDAS FUTURAS DEL RIksbank



Gráfico 2  
INFLACIÓN Y PREVISIÓNES DEL RIksbank

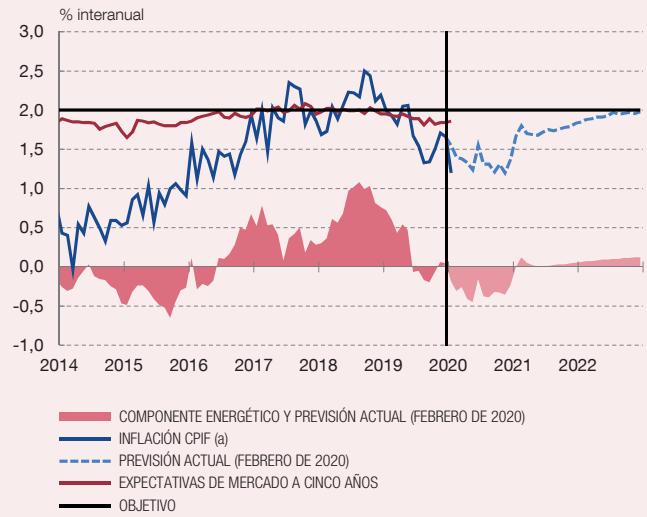


Gráfico 3  
CRECIMIENTO DEL PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN

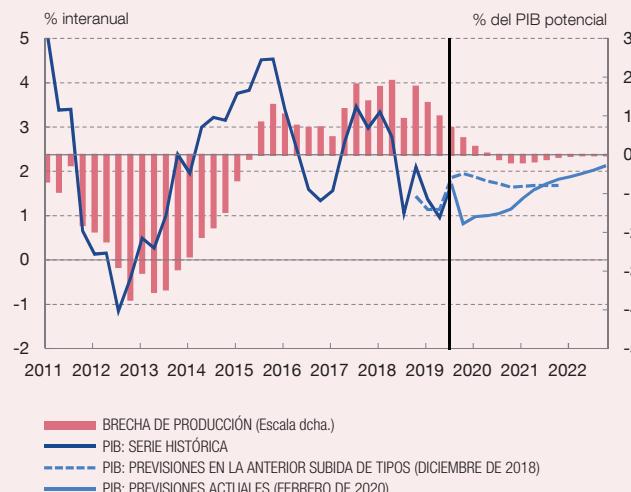
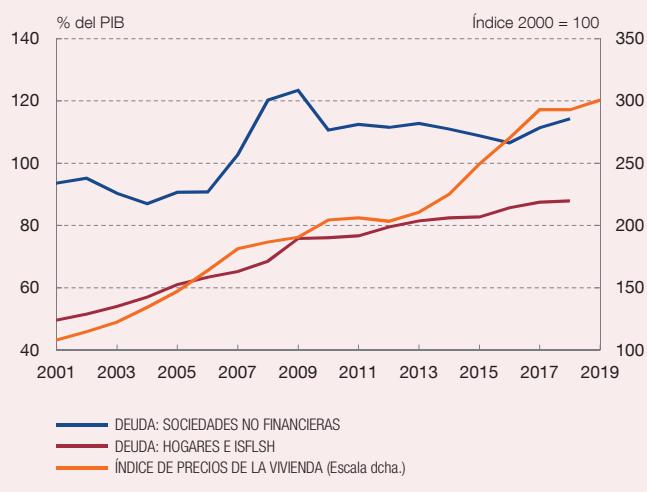


Gráfico 4  
ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO Y PRECIOS DE LA VIVIENDA



FUENTES: Riksbank, Instituto de Estadística sueco e Instituto Nacional de Estudios Económicos de Suecia.

a La inflación CPIF, que excluye los cambios en el tipo de interés de las hipotecas, es la variable objetivo del Riksbank.

**CAMBIOS RECENTES EN LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE SUECIA (cont.)**

El Riksbank justificó su decisión de elevar el tipo de interés al 0 %, que ya había anticipado en octubre, por los desarrollos de la inflación fundamentalmente. En Suecia, la tasa de inflación se situó en torno al objetivo del 2 % desde 2017 hasta finales de 2019 (véase gráfico 2), y las expectativas de inflación se mantuvieron relativamente ancladas en el entorno del 1,8 %-2 % durante el último año. De acuerdo con el análisis del banco central de Suecia, la inflación se encontraría en una senda compatible con el cumplimiento de su objetivo. Por su parte, si bien la economía sueca se desaceleró en 2019 y las perspectivas de crecimiento futuro se revisaron a la baja (véase gráfico 3), el análisis del Riksbank indica que se trataría de una normalización del ritmo de avance de la actividad, tras un período de dinamismo relativamente elevado. La decisión ha sido fruto de un debate intenso en el seno del Comité de Política Monetaria de este país, según muestran las actas de su reunión de diciembre. En particular, se apuntaron las dificultades para calibrar en qué medida están bien ancladas las expectativas de inflación en el entorno del objetivo del banco central, en un contexto en el que el Riksbank proyecta una senda de inflación que converge lentamente al final del horizonte de proyección hacia dicho objetivo (véase gráfico 2).

Las previsiones del banco central se publicaron en diciembre, junto con el comunicado de la decisión de política monetaria. Proyectan un mantenimiento del tipo de interés oficial en el 0 % hasta el segundo trimestre de 2022. En cambio, la previsión de diciembre de 2018 anticipaba una senda de incrementos adicionales para los próximos años (véase gráfico 1)<sup>1</sup>. Por ello, de acuerdo con el Riksbank, el movimiento de subida de los tipos no implica necesariamente un endurecimiento del tono de la política monetaria<sup>2</sup>, sino el retorno a una política monetaria más convencional, sin tipos de interés negativos, que permita disponer de cierto margen de maniobra en caso necesario, entre otras cosas.

Además de las consideraciones anteriores, el Riksbank también enumera en su comunicación algunos argumentos relacionados con la estabilidad financiera que se han tenido en cuenta. En particular, se menciona la posibilidad de que la situación de tipos negativos dejara de percibirse como temporal por parte de los agentes económicos. Entre otros riesgos, se consideran las hipotéticas consecuencias adversas para el sistema bancario, un eventual sobreendeudamiento del sector privado y un posible aumento excesivo del apetito por el riesgo —que pudiera originar distorsiones en el funcionamiento de los mercados financieros, incluida una eventual sobrevaloración de algunos activos—.

En relación con el primer riesgo, las entidades bancarias no han trasladado, de acuerdo con el Riksbank, los tipos de interés negativos a los depósitos de los hogares, debido a la percepción de temporalidad de esta medida. Hasta el momento, ni la capacidad de préstamo ni la rentabilidad de las entidades se han visto afectadas significativamente. Sin embargo, a juicio de la autoridad monetaria sueca, no podría descartarse por completo que una prolongación de la política de tipos de interés negativos durante un período muy dilatado pudiera hipotéticamente dar lugar a un retroceso en la demanda de depósitos. Este podría generar a su vez una cierta escasez de este tipo de financiación en alguna entidad<sup>3</sup>. Además, según la autoridad monetaria, la compresión de márgenes bancarios por un tiempo suficientemente prolongado podría teóricamente afectar a la concesión de nuevos créditos por parte de algunas entidades.

En sentido contrario, también se han señalado posibles efectos adversos de un alza prematura de los tipos de interés sobre la estabilidad financiera, pues estos podrían mermar la capacidad de pago de los agentes en un contexto de menor crecimiento y niveles de deuda privada elevados (véase gráfico 4). El Riksbank resalta, no obstante, que los riesgos ligados al endeudamiento del

<sup>1</sup> Nótese que, a diferencia de las proyecciones del BCE/Eurosistema, en las que se asume que los tipos de interés seguirán la senda esperada por los mercados financieros, el Riksbank condiciona sus previsiones macroeconómicas a su propia senda esperada de tipos de interés oficiales.

<sup>2</sup> En las semanas posteriores al anuncio del Riksbank de octubre, la corona sueca se apreció respecto al dólar y al euro, tras un período de prolongada debilidad. Esto podría significar que los mercados financieros percibían un endurecimiento. Sin embargo, resulta difícil atribuir la apreciación únicamente a la política monetaria, puesto que coincidió con un período de sorpresas al alza en los indicadores de coyuntura y un mayor optimismo en torno al comercio mundial, muy relevante para una pequeña economía abierta como la de Suecia. Desde comienzos de 2020, la corona sueca ha vuelto a depreciarse por la incertidumbre global y datos macroeconómicos peores de lo esperado.

<sup>3</sup> En cuanto a los problemas potenciales de liquidez, cabe destacar que la baja utilización del efectivo en Suecia podría amortiguar las posibles dificultades. Suecia es la economía que utiliza en menor medida el efectivo a escala global. Tiene el objetivo de eliminarlo en favor de medios electrónicos en 2023. Así, la potencial aplicación de tipos de interés negativos sobre los depósitos de los hogares tendría posiblemente un impacto más contenido sobre la demanda del efectivo.

### CAMBIOS RECENTES EN LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE SUECIA (cont.)

sector privado —en gran medida vinculados al mercado inmobiliario—<sup>4</sup> han de abordarse a través de los instrumentos de política macroprudencial, competencia que recae desde 2014 en la agencia Finansinspektionen, dependiente del Ministerio de Finanzas, así como mediante reformas estructurales.

A modo de conclusión, a partir de las anteriores consideraciones, de distinto signo, el Riksbank considera que, en términos netos, la política de tipos negativos ha sido beneficiosa para la economía sueca, y sus eventuales efectos colaterales, asumibles. Sin embargo, resalta la necesidad de analizarlos con mayor detalle.

---

4 Cabe destacar que Suecia muestra una fuerte tendencia alcista en los precios de la vivienda desde 1994. Esta tendencia se atribuye fundamentalmente a factores estructurales, como la escasez de oferta y los elevados costes de construcción.

#### Recuadro 4

### LA REFORMA DEL MARCO DE SUPERVISIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EUROPA

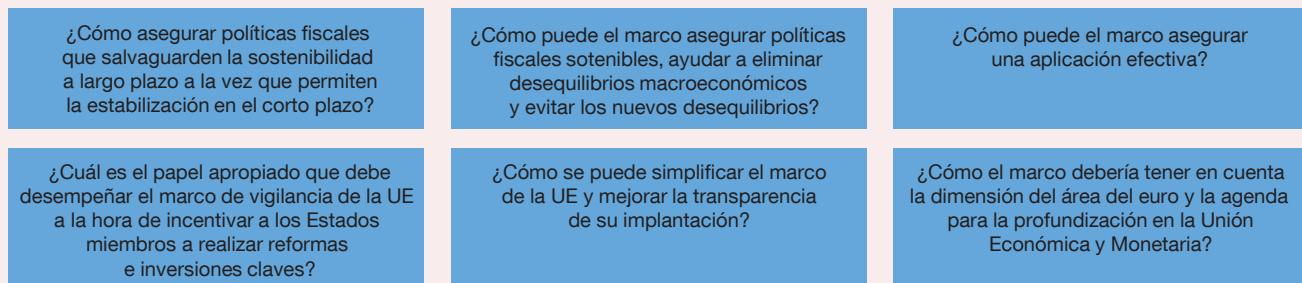
Este recuadro fue publicado anticipadamente el 9 de marzo

La Comisión Europea (en adelante, la Comisión) comunicó el pasado 5 de febrero el inicio del proceso de revisión del marco de gobernanza económica de la Unión Europea (UE), al tiempo que presentó una valoración sobre la eficacia del marco de supervisión vigente<sup>1</sup>. El esquema 1 muestra las principales fases y características de la revisión. Como primer paso del proceso se realizará una amplia consulta pública, que se extenderá hasta mediados de 2020. En ella participarán las instituciones europeas, los Estados miembros y la sociedad civil. La Comisión se reunirá a finales de 2020 para valorar las opiniones recibidas, reflexionar sobre los pasos que se han de seguir y presentar, si procede, una propuesta formal de reforma.

El marco de supervisión económica de la UE ha experimentado múltiples revisiones desde su nacimiento, según se adaptaba a las nuevas necesidades surgidas durante el proceso de construcción europea. En su diseño

inicial, el marco se orientó principalmente a evitar los efectos de desequilibrios presupuestarios excesivos sobre la estabilidad financiera en una unión monetaria. La reforma de 2005 trató de introducir cierta flexibilidad para poder hacer frente a situaciones cíclicas adversas. Tras la crisis económica y financiera de 2008, el foco se orientó de nuevo hacia los riesgos que los elevados niveles de deuda pública suponen para la estabilidad económica y financiera de la zona del euro. En este contexto se desarrollaron las últimas reformas legislativas de 2011 (*six-pack*) y 2013 (*two-pack*), que introdujeron elementos para reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, flexibilizar las reglas fiscales y mejorar los procesos presupuestarios de los Estados miembros. Adicionalmente, se amplió la labor de vigilancia más allá del plano fiscal, para abordar los desequilibrios macroeconómicos desde una perspectiva más amplia —Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos—

#### Esquema 1 FASES DE LA REFORMA Y PRINCIPALES TEMAS DE DEBATE



#### CALENDARIO



FUENTE: Comisión Europea.

1 La regulación comunitaria exige a la Comisión realizar cada cinco años una revisión del marco de gobernanza económica, así como presentar un informe sobre la implementación de la legislación existente.

**LA REFORMA DEL MARCO DE SUPERVISIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EUROPA (cont.)**

y se estableció un procedimiento de supervisión macroeconómica para aquellos países que reciben asistencia financiera. Estos cambios se integraron en el Semestre Europeo, el marco creado para coordinar las políticas económicas a nivel europeo y para orientar las reformas estructurales necesarias a nivel nacional.

Según la Comisión, el objetivo fundamental de la revisión en curso es reforzar la eficacia de su labor de vigilancia, consciente de que el entorno macroeconómico actual, caracterizado por el bajo crecimiento potencial, el envejecimiento de la población y los bajos tipos de interés, es muy diferente al de reformas previas. Al mismo tiempo, la UE tiene que dar respuesta a nuevos retos, como la digitalización y el cambio climático (contemplado en el Pacto Verde Europeo).

La consulta aborda diversos aspectos: la forma de asegurar el cumplimiento de políticas fiscales responsables, aumentando la transparencia, la flexibilidad y la simplicidad de las reglas; la revisión del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos; el aumento de los incentivos a la inversión y a las reformas estructurales, o la mejora de la coordinación de las políticas económicas y de la profundización en la Unión Económica y Monetaria (UEM).

El ejercicio de valoración realizado por la Comisión señala tanto las fortalezas como las debilidades del marco actual. Entre las primeras, la Comisión destaca que las últimas reformas legislativas han fortalecido el marco de supervisión de las políticas, facilitando la corrección de los desequilibrios económicos y, en concreto, la reducción de los déficits públicos excesivos. Al mismo tiempo, señala el impulso dado al proceso de convergencia económica en la UE y la mayor coordinación de las políticas económicas. Además, resalta la creación de instituciones fiscales independientes y la mejora de los procesos presupuestarios nacionales y de los procedimientos de planificación fiscal a medio plazo.

No obstante, la Comisión también reconoce en su valoración ciertas áreas susceptibles de mejora. En primer lugar, señala que el proceso de reforma incremental del marco fiscal ha derivado en una mayor complejidad, con procedimientos diversos y reglas múltiples. Si bien este

diseño buscaba dotar de flexibilidad y adaptabilidad al marco, también ha podido desincentivar la apropiación de las reglas fiscales por parte de las autoridades (véase gráfico 1), al tiempo que ha reducido su trasparencia y dificultado la comunicación.

Adicionalmente, las políticas fiscales de los Estados miembros han mantenido cierto sesgo procíclico, como se ilustra en el gráfico 2. La Comisión muestra especial preocupación por la falta de disciplina en fases expansivas, durante las cuales los países no han recompostado suficientemente sus márgenes de maniobra fiscal. Este comportamiento, según la Comisión, habría limitado la capacidad del marco para coordinar las políticas fiscales nacionales, con una diferenciación apropiada por países, y para alcanzar un tono fiscal adecuado para el conjunto de la UEM.

Por otro lado, la Comisión resalta la persistencia de elevados niveles de deuda pública en algunos países, que se encuentran lejos de cumplir sus objetivos fiscales a medio plazo (véase gráfico 3) y que han moderado su impulso reformista.

Finalmente, otra área de mejora se refiere a la calidad de las finanzas públicas, que abarca tanto la composición de los gastos e ingresos públicos como su capacidad para apoyar el crecimiento y la inclusión social. En este sentido, la Comisión destaca que la inversión pública es el componente del gasto que soporta tradicionalmente una elevada proporción del ajuste en los procesos de consolidación fiscal (véase gráfico 4), lo que pone de relieve la importancia de proteger este componente del gasto en el diseño del marco de supervisión fiscal.

El análisis de la Comisión comparte muchas de las preocupaciones expresadas por expertos e instituciones internacionales en cuanto a la necesidad de abordar una revisión integral del marco que reduzca su complejidad, mejore su grado de cumplimiento y contribuya al diseño de políticas fiscales contracíclicas y a la sostenibilidad de las cuentas públicas<sup>2</sup>. En este sentido, la revisión planteada resulta oportuna y necesaria. Además, debe enmarcarse en el propio proceso de profundización y

<sup>2</sup> Para una revisión exhaustiva pueden consultarse, entre otros, M. Andrie, J. Bluedorn, L. Eyraud, T. Kinda, P. Koeva Brooks, G. Schwartz y A. Weber (2015), *Reforming Fiscal Governance in the European Union*, IMF Staff Discussion Note 15/09, mayo; Banco de España (2017), *Informe Anual 2016*, capítulo 4, «La política fiscal en la UEM»; C. Kamps y N. Leiner-Killinger (2019), *Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform*, ECB Occasional Paper, n.º 231, agosto, y European Fiscal Board (2019), *Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation*, agosto.

#### Recuadro 4

#### LA REFORMA DEL MARCO DE SUPERVISIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EUROPA (cont.)

fortalecimiento de la UEM. En particular, las propuestas planteadas deberán completarse con otros elementos que contribuyan a la mejora del diseño y de la coordinación

de la política fiscal a nivel europeo, como la introducción de una capacidad fiscal central que fortalezca su papel estabilizador.

Gráfico 1  
CUMPLIMIENTO DE LAS REGLAS DE DÉFICIT Y DEUDA (a)

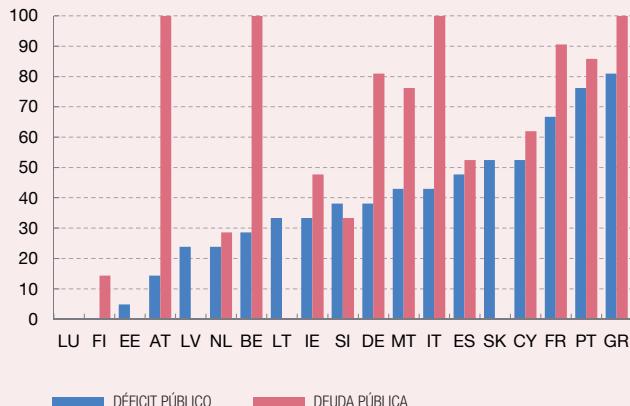
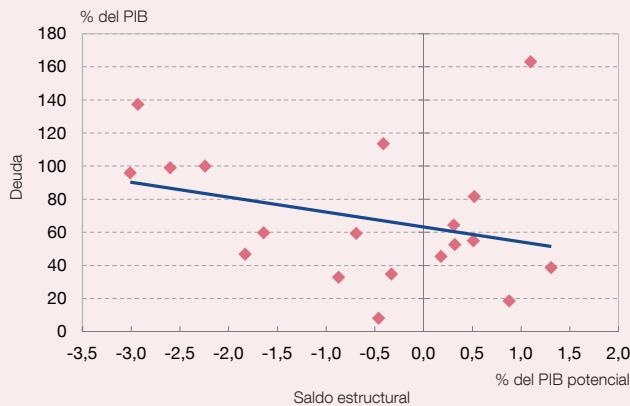


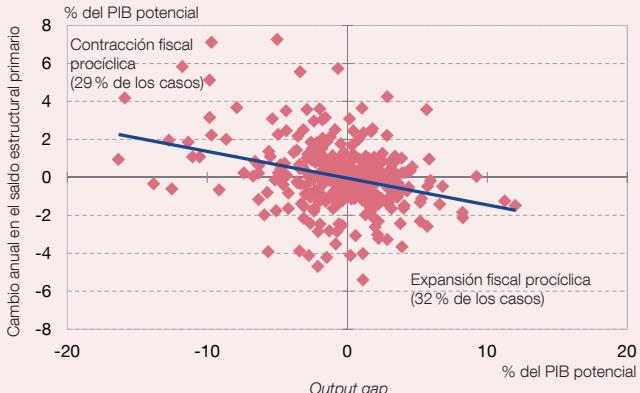
Gráfico 3  
SALDO ESTRUCTURAL Y DEUDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO  
Año 2021. Previsiones de la Comisión



FUENTES: Comisión Europea y Eurostat.

- a) Porcentaje (%) de años entre 1999 y 2019 con déficit público superior al 3 % del PIB y deuda pública mayor que el 60 % del PIB.
- b) La nube de puntos contiene valores de las variables entre los años 1999 y 2018.

Gráfico 2  
SALDO ESTRUCTURAL Y OUTPUT GAP EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (b)



## Recuadro 5

### IMPlicaciones del cambio en el sistema de remuneración de las reservas

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 11 de marzo

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) aprobó, en su reunión del 12 de septiembre de 2019, un amplio paquete de medidas de política monetaria, al objeto de que la inflación del área del euro se aproxime a su objetivo de forma sostenida<sup>1</sup>. En particular, con el fin específico de apoyar la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito, el BCE decidió introducir un sistema de dos tramos (*two-tier system* o TTS, en inglés) para la remuneración de las reservas que las entidades mantienen en las cuentas corrientes de sus bancos centrales nacionales. De acuerdo con este nuevo sistema, a una parte del exceso de reservas de las entidades no se le aplica el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito (FD)<sup>2</sup>.

Este recuadro describe los principales aspectos del TTS y valora las consecuencias que su introducción ha tenido en términos de la distribución del exceso de liquidez dentro del Eurosistema y de los tipos de interés en los mercados monetarios.

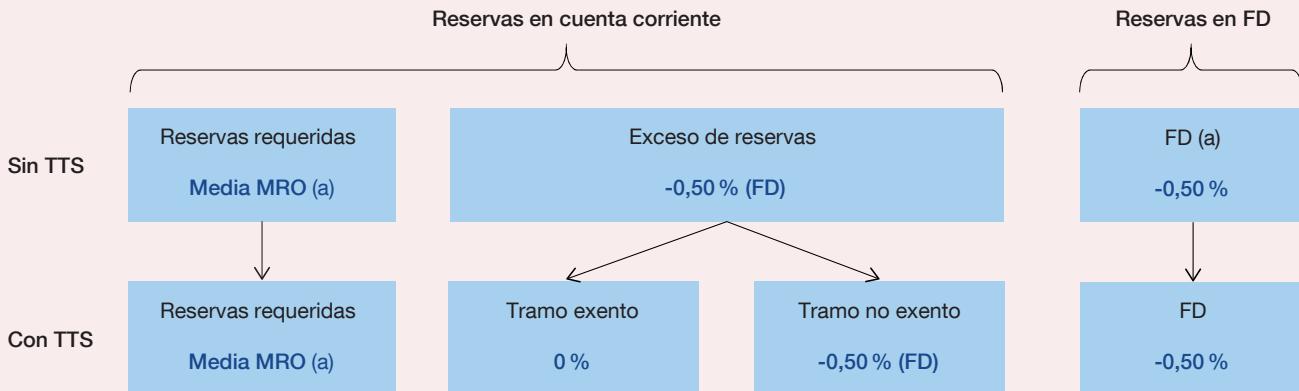
El TTS se aplica desde el 30 de octubre de 2019 (inicio del período de mantenimiento 7 – PM 7). El Consejo de Gobierno decidió que el tramo exento sea el equivalente a seis veces (multiplicador) las reservas mínimas

requeridas y que se remunere al 0 %. El multiplicador es el mismo para todas las entidades y se determina de modo que no influya indebidamente en los tipos a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro, pudiendo ser cambiado a lo largo del tiempo en consonancia con la variación de los niveles del exceso de liquidez. El segundo tramo (tramo no exento) será todo el exceso de reservas que mantengan las entidades en sus cuentas por encima de ese umbral y continuará remunerado al tipo menor entre el 0 % y el tipo de la FD, que actualmente es del -0,50 % (véase esquema 1).

La aplicación del TTS genera dos tipos de situaciones para las entidades, ya que la distribución del exceso de reservas no es uniforme en el Eurosistema. Existen entidades que tienen un exceso de reservas superior a su tramo exento y otras que tienen un exceso de reservas inferior a su tramo exento, contando estas últimas con un margen disponible para captar liquidez sin incrementar su coste.

La anterior desigualdad en el exceso de reservas propició que las entidades se embarcaran de manera inmediata, tras la entrada en funcionamiento del TTS, en un proceso de redistribución del exceso de reservas para beneficiarse

Esquema 1  
SISTEMA DE REMUNERACIÓN EN DOS TRAMOS



FUENTE: Banco de España.

a FD: Facilidad de depósito; MRO: tipo operación principal de financiación.

1 Para más detalles, véase el recuadro 1.2 del *Informe de Estabilidad Financiera* de otoño de 2019 (Banco de España).

2 Las reservas bancarias son los saldos líquidos que las entidades de crédito mantienen depositados en su banco central. Las entidades de crédito están obligadas a mantener unas reservas mínimas, denominadas «reservas requeridas», equivalentes al 1 % de sus pasivos computables. Se conocen como «exceso de reservas» los saldos que las entidades mantienen por encima de sus reservas requeridas.

## Recuadro 5

### IMPLICACIONES DEL CAMBIO EN EL SISTEMA DE REMUNERACIÓN DE LAS RESERVAS (cont.)

en la mayor medida posible de su aplicación. Tras este proceso, los márgenes disponibles son ya residuales, y representan en términos relativos el 5 % en el PM 7 y el 4 % en el PM 8 del total del margen exento.

Como era de esperar, las entidades que tenían margen disponible y contaban con reservas mantenidas en la FD las traspasaron inmediatamente a sus cuentas corrientes,

con objeto de beneficiarse de la nueva medida (véase gráfico 1).

Adicionalmente, en los primeros días del PM 7 se produjo una negociación entre entidades para transferir la liquidez desde las entidades que tenían un exceso de reservas por encima del umbral hacia aquellas otras con margen disponible. Según los datos del PM 6, si se hubiera

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN CUENTAS CORRIENTES Y FD EN EUROSISTEMA

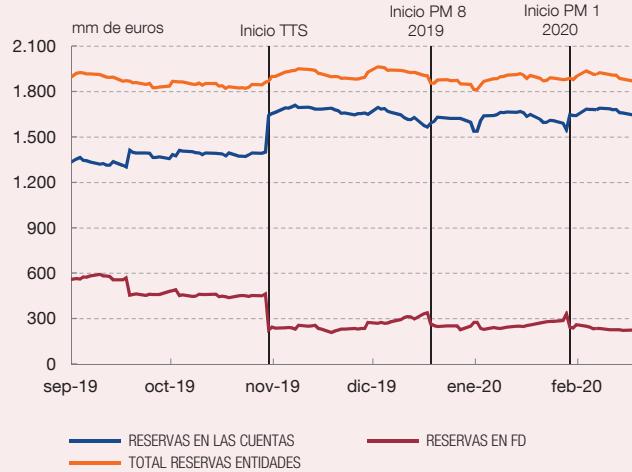


Gráfico 2  
RESERVAS EXENTAS Y MARGEN DISPONIBLE

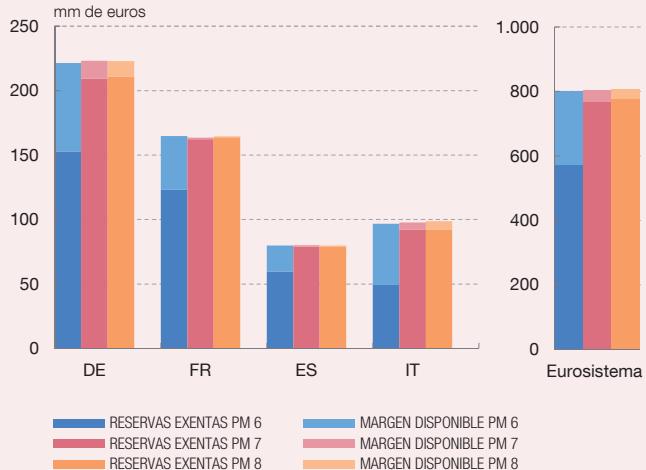


Gráfico 3  
SALDO TOTAL TARGET2 EUROSISTEMA (a)

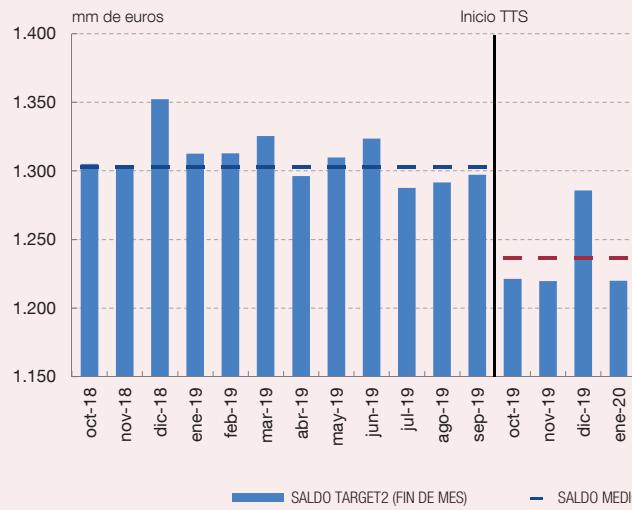
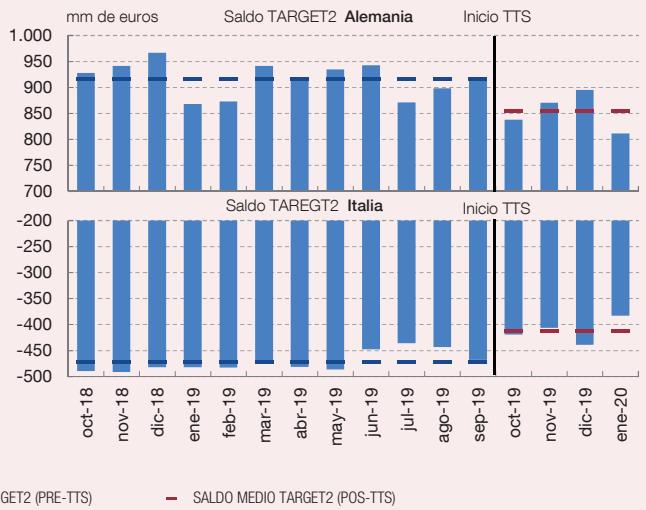


Gráfico 4  
SALDO TARGET EN ALEMANIA Y EN ITALIA (b)



**FUENTES:** Página web BCE ([www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/minimum\\_reserves/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/minimum_reserves/html/index.en.html)), ECB Statistical Data Warehouse, MMSR y página web RepoFunds Rate ([www.repofundrate.com](http://www.repofundrate.com)).

- a) El saldo TARGET2 agregado del Eurosystem es siempre cero, ya que, por definición, los saldos de los países con TARGET2 en el activo del balance son iguales a los saldos de los países con TARGET2 en el pasivo del balance. En este gráfico, para poder ver el efecto del TTS, se muestra únicamente la suma de los saldos activos o de los saldos pasivos, evitando así que se compensen los saldos.
- b) Alemania se muestra con saldo TARGET2 positivo porque su saldo TARGET2 se encuentra en el activo del balance. Italia se muestra con saldo TARGET2 negativo porque su saldo TARGET2 se encuentra en el pasivo del balance.

## Recuadro 5

### IMPLICACIONES DEL CAMBIO EN EL SISTEMA DE REMUNERACIÓN DE LAS RESERVAS (cont.)

aplicado el TTS en dicho período, en el Eurosystemo habría existido un margen sin utilizar de 227 mm de euros, y, como consecuencia de la negociación, el margen disponible se redujo a 37 mm de euros en el PM 7 y continuó decreciendo en el PM 8, hasta los 30 mm de euros. Esta reducción del margen disponible se observa en todos los países de la zona del euro (véase gráfico 2).

La redistribución de liquidez se ha producido principalmente dentro de cada país. Sin embargo, también ha habido redistribución entre entidades de distintos países del Eurosystemo. En concreto, según los datos del PM 6, existían cuatro países (Italia, Grecia, Portugal y Eslovaquia) en los que el margen disponible no se agotaría

con la negociación interna y podría ser objeto de negociación transfronteriza. De los 227 mm de margen disponible, 188 mm se podían eliminar mediante negociación interna y 39 mm requerían negociación transfronteriza. Aunque este efecto no ha reducido significativamente la concentración del exceso de liquidez en unos pocos países, sí ha sido suficiente para que se aprecie una reducción del saldo total de TARGET2 del Eurosystemo (véase gráfico 3). Dicho efecto se observa claramente en Alemania, con un descenso de su saldo activo de TARGET2 que refleja salidas de liquidez a otros países; entre ellos, posiblemente Italia, que refleja entradas de liquidez vía TARGET2, ya que su saldo pasivo de TARGET2 ha disminuido (véase gráfico 4).

Gráfico 5  
VOLUMEN DE OPERACIONES DE DEMANDA DE FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO  
POR BANCOS CON MARGEN EXENTO DISPONIBLE

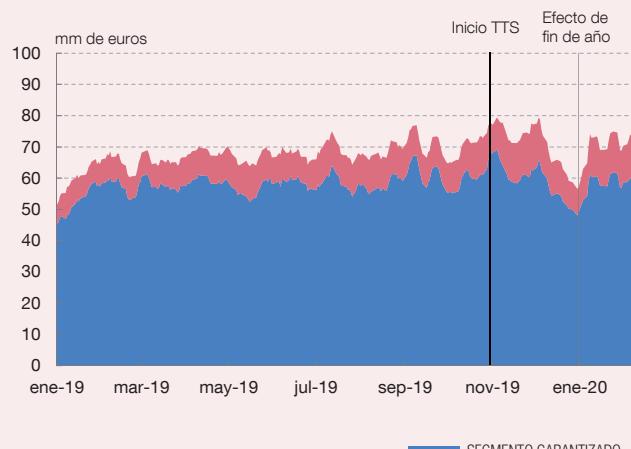


Gráfico 6  
VOLUMEN DE OPERACIONES DE OFERTA DE FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO  
POR BANCOS SIN MARGEN EXENTO DISPONIBLE

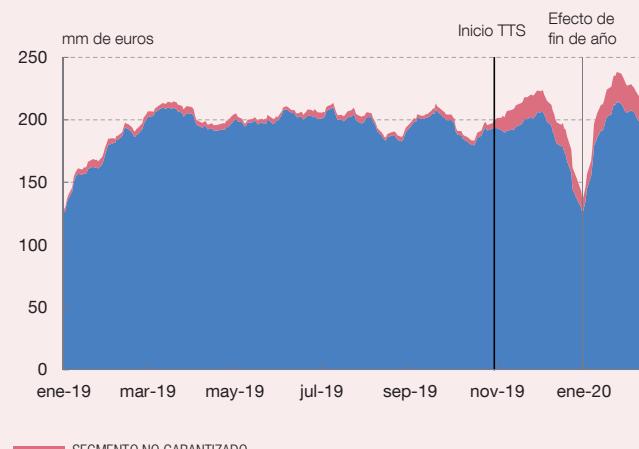
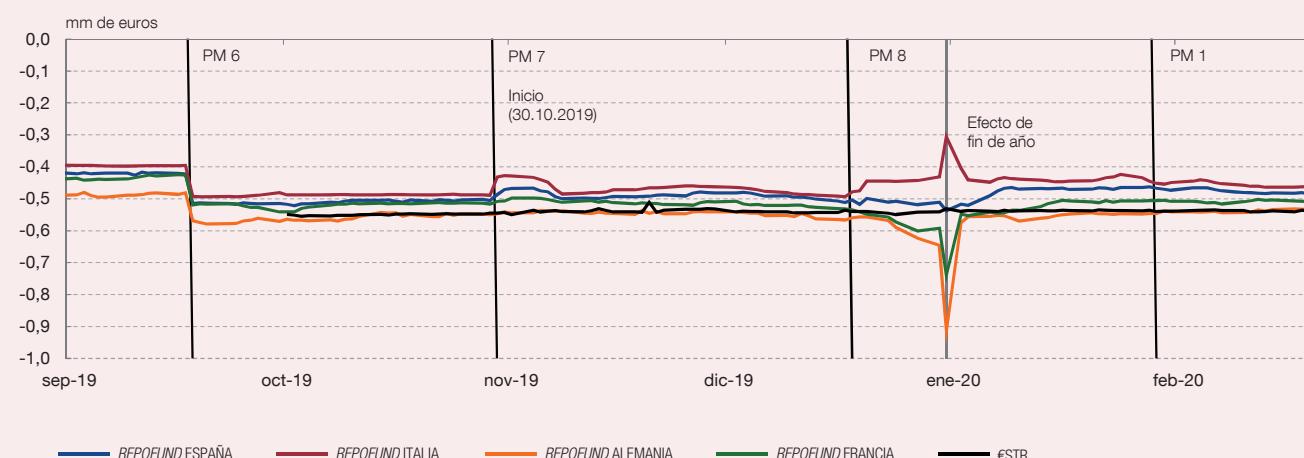


Gráfico 7  
TIPOS DE MERCADO MONETARIO



FUENTES: MMSR, ECB Statistical Data Warehouse y página web RepoFunds Rate ([www.repo funds rate.com](http://www.repo funds rate.com)).

**IMPLICACIONES DEL CAMBIO EN EL SISTEMA DE REMUNERACIÓN DE LAS RESERVAS (cont.)**

Esa negociación entre entidades se ha llevado a cabo principalmente a través de los mercados monetarios<sup>3</sup>, se concentra fundamentalmente en el segmento *repo* y utiliza cámaras de contrapartida. Además, también se ha apreciado un incremento de la actividad del segmento no garantizado, y consigue cierta revitalización de un mercado que tenía volúmenes muy bajos antes de la aplicación del TTS (véanse gráficos 5 y 6). Dicho incremento de la actividad se produjo por un aumento de las operaciones de financiación por parte de las entidades con margen disponible.

Tras este proceso de redistribución de liquidez, y gracias a la calibración del multiplicador en seis veces de las reservas requeridas, el exceso de reservas que continúa remunerado al -0,50 % asciende a 900 mm de euros. Este importe se ha mostrado suficientemente amplio para que los tipos de interés solo se vieran afectados de manera marginal los primeros días del PM 7 y continuaran alineados con los tipos oficiales de política monetaria. Por el lado del segmento de depósito, el €STR (tipo

interbancario no garantizado) no se ha visto casi afectado y continúa en niveles muy cercanos a los que tenía antes de la aplicación del TTS. En cambio, en el segmento *repo* sí se apreció una subida de los tipos de interés a raíz del inicio del TTS, sobre todo en el *repo* con colateral italiano y español [6 puntos básicos (pb) y 4 pb, respectivamente], aunque se corrigió a los pocos días (véase gráfico 7). Cabe mencionar que el efecto de fin de año en el período PM 8 dificulta la interpretación del impacto en los mercados monetarios de la aplicación del TTS durante este período.

En conclusión, la aplicación del TTS ha incrementado la negociación entre entidades para redistribuir el exceso de liquidez no solo a escala nacional, sino también entre países de la zona del euro. El impacto en los tipos de interés de los mercados monetarios ha sido marginal, y ha conseguido que no se desvinculen de los tipos oficiales de la política monetaria. Dado que la medida lleva poco tiempo implantada, sería conveniente realizar una valoración más completa en los sucesivos períodos de mantenimiento.

---

<sup>3</sup> Las entidades también podrían haber redistribuido la liquidez mediante la venta de activos y la distribución intragrupos.

## EL EFECTO DEL CAMBIO EN LA COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS SOBRE EL CONJUNTO DE LAS IMPORTACIONES

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 19 de marzo

Las importaciones españolas de bienes han experimentado una sensible ralentización en el último bienio. En particular, de acuerdo con las cifras de la Contabilidad Nacional, la tasa de crecimiento anual de las compras de bienes al exterior se ha reducido desde el 4,1 %, en la media del período 2016-2017, hasta el 1 % de promedio en los dos últimos años.

El determinante más importante del comportamiento de las importaciones de bienes es la evolución de la demanda final, ante cuyos cambios las importaciones reaccionan habitualmente de forma más que proporcional. Así ocurrió, en particular, en el bienio 2016-2017, cuando la demanda final creció un 3,3 %, pero no en el de 2018-2019, cuando lo hizo un 2,2 %.

Los factores que podrían explicar esa caída de la elasticidad de las importaciones a la demanda final son de diversa naturaleza. En primer lugar, este fenómeno podría ser consecuencia de una reducción generalizada en el contenido importador de los distintos componentes de la demanda final (esto es, la demanda nacional y las exportaciones). A su vez, ello podría obedecer a diferentes causas, que incluyen, por un lado, una mejora de la competitividad de la economía española frente al resto del mundo, que favorece la sustitución de insumos importados por producción nacional y, por otro, una cierta reversión en el desarrollo de las cadenas globales de valor, fenómeno que parece venir observándose a escala internacional desde el estallido de la crisis financiera global<sup>1</sup>. En segundo lugar, el menor dinamismo que han mostrado las importaciones españolas de bienes en el último bienio, en comparación con el de la demanda final, podría responder a un efecto composición, según el cual aquellos componentes de la demanda final con un mayor (menor) contenido importador habrían registrado menores (mayores) tasas de crecimiento.

La base de datos Trade in Value Added (TiVA), de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, proporciona el valor añadido foráneo incorporado en cada una de las partidas de la demanda final. Los últimos datos disponibles corresponden al ejercicio 2015, por lo que no es posible valorar con esta información el papel que el primero de los factores citados (esto es, una hipotética reducción proporcional en el contenido importador

de los distintos componentes de la demanda final) habría podido desempeñar en la desaceleración de las importaciones en 2018-2019. Sin embargo, utilizando las cifras del contenido importador de 2015 procedentes de esa base de datos, sí es posible evaluar hasta qué punto el segundo factor (esto es, los efectos composición) ha podido influir en la pérdida de dinamismo de las importaciones, cuestión que se analiza a continuación.

El gráfico 1 muestra que el valor añadido foráneo incorporado en la demanda final española alcanzó el 23 % en 2015, si bien esta ratio presentó diferencias muy sustanciales entre las principales rubricas de la demanda. Así, mientras que el valor añadido foráneo incorporado en la formación bruta de capital ascendió al 32 %, este se situó en el 19 % en el caso del consumo final. Por lo que se refiere a las exportaciones, en el agregado de bienes y servicios, su contenido importador (del 23 %) está en línea con el del conjunto de la demanda final. Pero no solo existe una marcada dispersión en cuanto al contenido importador entre los distintos componentes de la demanda final, sino también dentro de cada uno de ellos. En particular, el gráfico 2 muestra que, dentro de las exportaciones, aquellas relativas al sector del automóvil (rama C29), por ejemplo, tienen un contenido importador mucho mayor que el que presentan las exportaciones de alimentos (ramas C10-C12).

A partir de esta heterogeneidad, es posible hacer una primera valoración del efecto que los cambios en la composición sectorial de las exportaciones españolas pueden haber tenido en el comportamiento de las importaciones en el último bienio. En este sentido, el gráfico 3 muestra que, durante los dos últimos años, las exportaciones que más han crecido han sido precisamente aquellas que requieren en menor medida de insumos importados. Esta misma conclusión puede apreciarse en el gráfico 4, que muestra el crecimiento real de las exportaciones españolas de bienes que se ha observado en los últimos años (línea azul) y aquel que resultaría de ponderar cada una de las rubricas exportadoras por su contenido importador (línea roja). El hecho de que la primera de estas líneas se sitúe por encima de la segunda en la etapa más reciente (especialmente en 2018) sugiere, de nuevo, que en este período han crecido más las

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, BCE (2019), «Los efectos de los aumentos de aranceles en un mundo de cadenas globales de valor», *Boletín Económico*, 8/2019, BCE, recuadro 1.

## Recuadro 6

### EL EFECTO DEL CAMBIO EN LA COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS SOBRE EL CONJUNTO DE LAS IMPORTACIONES (cont.)

exportaciones de los productos menos intensivos en insumos importados. Esto habría redundado en una menor sensibilidad de las importaciones al crecimiento agregado de las exportaciones.

Los resultados presentados en este recuadro deben interpretarse con cautela. Si bien estos pueden servir para racionalizar la ralentización de las importaciones que se ha observado en el último bienio, no son suficientes para extraer conclusiones robustas sobre el comportamiento

futuro de las compras al exterior. En particular, es posible que el mayor o menor dinamismo de las exportaciones de un determinado producto en los últimos años haya estado influido por fluctuaciones en la demanda global, que podrían revertirse en el futuro. Asimismo, sería interesante valorar si la evidencia que este recuadro ha documentado a escala desagregada para las exportaciones es común a los otros componentes de la demanda final, esto es, el consumo (privado y público) y las distintas rúbricas de la formación bruta de capital.

Gráfico 1  
CONTENIDO IMPORTADOR DE LA DEMANDA FINAL. AÑO 2015 (TIVA)

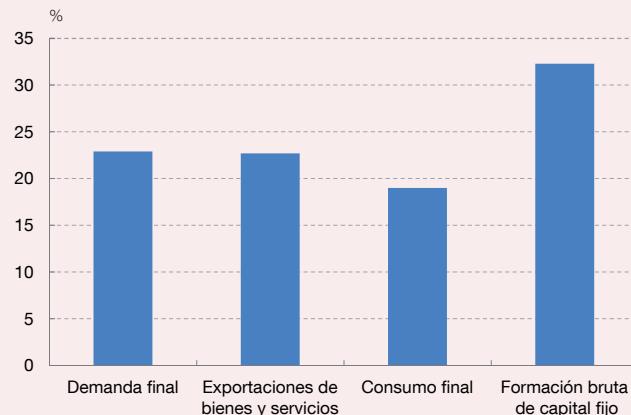


Gráfico 2  
CONTENIDO IMPORTADOR DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES POR RAMAS EN 2016 (a)

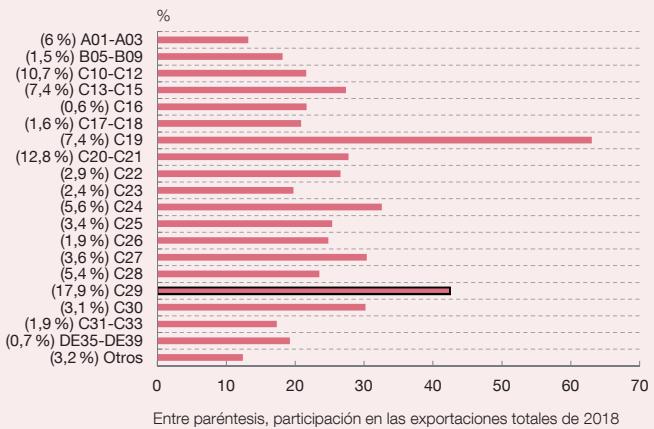


Gráfico 3  
EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES POR RAMAS Y CONTENIDO IMPORTADOR

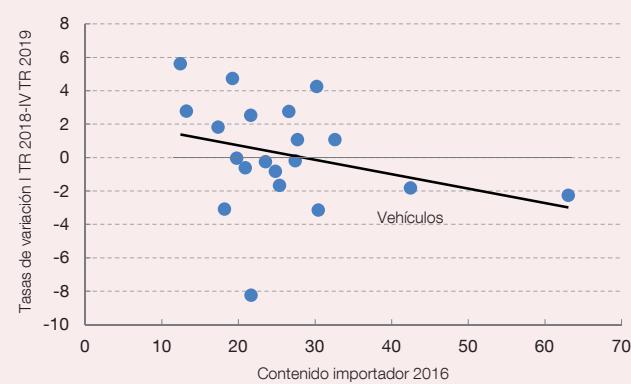


Gráfico 4  
INDICADOR DEL CONTENIDO IMPORTADOR DE LAS EXPORTACIONES REALES DE BIENES



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Departamento de Aduanas y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

a A01-A03: agricultura; B05-B09: minería; C10-C12: alimentos; C13-C15: textiles; C16: madera; C17-C18: papel; C19: refino de petróleo; C20-C21: productos farmacéuticos; C22: plástico; C23: minerales no metálicos; C24: metales básicos; C25: productos metálicos; C26: electrónica; C27: equipo eléctrico; C28: otra maquinaria; C29: vehículos; C30: otro equipo de transporte; C31-C33: otras manufacturas; DE35-DE39: electricidad; Otros.

## LA INCERTIDUMBRE REGULATORIA Y SU IMPACTO SOBRE LAS VENTAS DE AUTOMÓVILES

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 24 de febrero

Entre comienzos de 2016 y mediados de 2018, las matriculaciones de automóviles particulares en España crecieron a tasas interanuales, en promedio, del orden del 5%. A partir de entonces, comenzaron a registrar un comportamiento notablemente más desfavorable, con una caída superior al 11% en el conjunto de 2019. Como se puede apreciar en el gráfico 1, esta contracción ha sido más intensa que la observada en el consumo de otros bienes duraderos. Esto sugiere dos cosas: en primer lugar, un factor común a las decisiones de adquisición de estos bienes (tanto automóviles como otros artículos duraderos) podría haber contribuido a la desaceleración reciente. Dicho factor sería, por ejemplo, el proceso de agotamiento de la demanda embalsada durante la crisis o el incremento de la incertidumbre macroeconómica global. En segundo lugar, es probable que el sector del automóvil también se haya visto afectado por algún tipo de perturbación idiosincrásica<sup>1</sup>.

Este recuadro pretende analizar hasta qué punto la evolución de las matriculaciones en España se ha visto influida por uno de esos factores idiosincrásicos. En concreto, por la incertidumbre asociada a la entrada en vigor, en septiembre de 2018, de un protocolo europeo para la medición de las emisiones contaminantes de los automóviles (WLTP, por sus siglas en inglés) y de otras restricciones a la circulación en las grandes ciudades<sup>2</sup>.

Para ello, se construye un indicador que mide la incertidumbre normativa en el sector del automóvil a partir de los artículos publicados en la prensa nacional impresa que contienen una serie de palabras clave. El análisis textual es una metodología consolidada en la literatura. Dicha metodología extrae información acerca de fenómenos, como la incertidumbre o las expectativas, que

son difícilmente cuantificables<sup>3</sup>. En concreto, en este trabajo se procesan los artículos publicados en siete periódicos españoles<sup>4</sup>. Se construye un índice a partir de la frecuencia de los artículos que contienen las palabras «diésel y gasolina», o «coches eléctricos», o «restricciones de tráfico», o «Madrid Central» o «WLTP». El gráfico 2 muestra la evolución de este índice desde 2016. En él vemos que la incertidumbre en el sector del automóvil se incrementó de manera muy notable a mediados de 2018, cuando la normativa WLTP estaba a punto de entrar en vigor. Desde entonces, esta incertidumbre se ha mantenido en niveles relativamente elevados. Asimismo, también ha reaccionado ante la entrada en vigor de distintas formas de restricciones a la circulación en Madrid, Barcelona y otras grandes ciudades.

Coinciden en el tiempo la desaceleración de las matriculaciones de automóviles en España desde mediados de 2018 y el repunte de la incertidumbre mostrado en el gráfico 2. El segundo de estos fenómenos, por tanto, podría ser un factor explicativo del primero. Para confirmar esta impresión, se estiman las matriculaciones que se habrían dejado de realizar en España desde julio de 2018. Este volumen de matriculaciones perdidas se aproxima como la diferencia entre lo que se preveía en julio de 2018 y lo que realmente se ha observado (véase gráfico 3)<sup>5</sup>. Si combinamos esta medida de desaceleración de las matriculaciones con el índice de incertidumbre en el sector del automóvil, apreciamos que, desde el tercer trimestre de 2018, ambas variables están estrechamente ligadas (véase gráfico 4).

Esta incertidumbre en el sector del automóvil puede tener un carácter transitorio. Se disiparía cuando los agentes internalicen completamente los cambios normativos. De

1 Es posible, también, que el aumento de la incertidumbre global y nacional haya tenido un impacto más intenso en las ventas de automóviles que en las del resto de los bienes duraderos. El motivo es la relevancia, por su importe, de la compra de automóviles en las decisiones de consumo de los hogares.

2 Para más detalles sobre la introducción de la normativa WLTP, véase el recuadro 4, «Impacto de la nueva norma de emisiones sobre el mercado del automóvil», «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 4/2018, Banco de España.

3 Véanse, entre otros, S. Baker, N. Bloom y S. Davis, «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, noviembre de 2016, pp. 1593-1636, y C. Ghirelli, J. Pérez y A. Urtasun (2019), «Measuring economic and economic policy uncertainty and their macroeconomic effects: the case of Spain», *Empirical Economics*, septiembre.

4 Se hace uso de los cuatro periódicos generalistas (*El País*, *La Vanguardia*, *ABC* y *El Mundo*) y de los tres periódicos económicos (*El Economista*, *Cinco Días* y *Expansión*) de mayor tirada.

5 Las estimaciones se realizan con el modelo univariante que utiliza el Banco de España para el análisis de esta variable. Dicho modelo, con anterioridad a la introducción de la nueva norma, ha mostrado un ajuste estadístico satisfactorio. Se ha elegido julio de 2018 como fecha de comienzo del ejercicio de previsiones porque las matriculaciones de agosto ya estuvieron fuertemente distorsionadas por la entrada en vigor de la normativa WLTP en septiembre. En particular, durante agosto los concesionarios trataron de deshacerse del stock de vehículos que no iban a superar la nueva homologación. Ofrecieron importantes descuentos y recurrieron a las automaticulaciones para su venta final posterior. Esto provocó el repunte en agosto y la ulterior caída en septiembre que se aprecian en el gráfico 3.

## Recuadro 7

### LA INCERTIDUMBRE REGULATORIA Y SU IMPACTO SOBRE LAS VENTAS DE AUTOMÓVILES (cont.)

suceder así, cabe esperar que las matriculaciones de automóviles recuperen un mayor dinamismo en el futuro. Según los indicadores de opinión más recientes de la Comisión Europea, los consumidores no han cambiado su intención de comprar un automóvil nuevo. Incluidos los más jóvenes, cuyas preferencias se verían más afectadas por los últimos desarrollos tecnológicos, sociales y normativos.

No obstante, otros factores podrían hacer que persistiera la debilidad en las ventas de coches. Por un lado, tendríamos la falta de asentamiento de un paradigma

tecnológico que reemplace al basado en el motor de combustión. Este último, tras estar vigente durante un siglo, está dando algunas señales de posible agotamiento. Por otro lado, las modificaciones regulatorias y los cambios tecnológicos podrían conllevar aumentos de precios. Esto afectaría, naturalmente, a la demanda de automóviles. Por ejemplo, la necesidad de incorporar tecnologías que reduzcan las emisiones, para cumplir con los nuevos estándares. Esto constituye, en el plano de los costes de fabricación, una fuente de presión al alza sobre el precio de los automóviles nuevos.

Gráfico 1  
CONSUMO DURADERO Y MATRICULACIONES DE PARTICULARES  
Tasas interanuales de series ajustadas



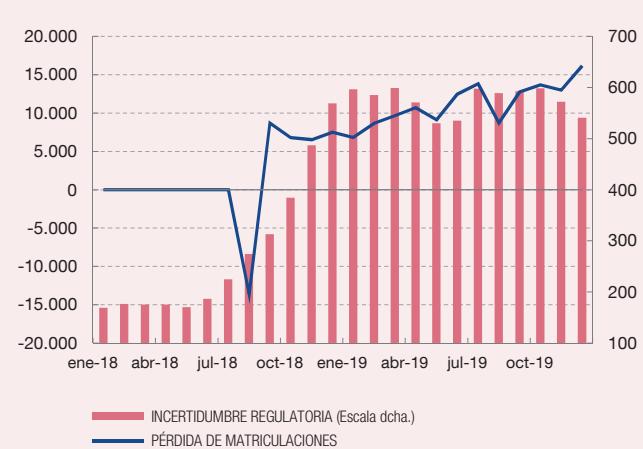
Gráfico 2  
INCERTIDUMBRE REGULATORIA (a)



Gráfico 3  
EVOLUCIÓN DE LAS MATRICULACIONES DE PARTICULARES  
Datos observados y previsiones con origen en julio de 2018



Gráfico 4  
INCERTIDUMBRE REGULATORIA Y PÉRDIDA DE MATRICULACIONES DE PARTICULARES (b)



FUENTES: ANFAC, Instituto Nacional de Estadística, Factiva Dow Jones y Banco de España.

- a ZBE Barcelona se refiere a la aprobación de las Zonas de Bajas Emisiones en Barcelona, con entrada en vigor el 1 de enero de 2020. Madrid 360, a la presentación del último plan de la calidad del aire y el cambio climático por parte del Ayuntamiento de Madrid.
- b La medida de incertidumbre está representada en términos de la media móvil de seis meses. La pérdida de matriculaciones es la diferencia entre las matriculaciones observadas y las que se habrían producido según la previsión con información hasta julio de 2018.

## **2 LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

**La crisis sanitaria del coronavirus ha dominado por completo la evolución de los mercados financieros internacionales en las últimas semanas, dando lugar a fortísimos movimientos en los precios de los activos financieros**

**La propagación de la pandemia ha provocado una fuerte caída de los índices bursátiles** (véase gráfico 1). Al comienzo del año se prolongó el tono positivo de los mercados que había caracterizado al trimestre previo, llegándose a registrar máximos históricos en los índices bursátiles de Estados Unidos (S&P 500, Dow Jones y Nasdaq) y Europa (STOXXEUROPE-600). Esta evolución se vio truncada por la incertidumbre sobre la alerta sanitaria del Covid-19, que tuvo dos episodios diferenciados. El primero de ellos comenzó en torno al 23 de enero, fecha en la que se puso en cuarentena a la ciudad china de Wuhan, foco de la infección, y tuvo un impacto en los mercados mundiales relativamente limitado. El segundo, asociado a la expansión del virus a otras áreas geográficas (en particular, tras la aparición de brotes en Italia, Corea del Sur e Irán), se produjo a partir del 21 de febrero y precipitó una caída de los índices bursátiles mundiales de una cuantía no registrada desde 2008. Así, desde entonces y hasta la fecha de cierre de este Informe, el S&P 500 ha retrocedido un 30,9 % y el EUROSTOXX-50 un 32,9 %. Estas caídas reflejan tanto la preocupación del mercado por el efecto de la crisis sanitaria sobre los beneficios de las empresas cotizadas como el repunte de la aversión al riesgo de los inversores, factores que la actuación decidida de las políticas económicas apenas ha podido comenzar a contener hacia mediados de marzo. La elevada incertidumbre se ha reflejado también en la volatilidad de los mercados de renta variable, que ha registrado valores cercanos a sus máximos históricos tanto en Estados Unidos como en Europa.

**El retroceso de los índices bursátiles ha afectado a todos los sectores económicos, teniendo una especial incidencia en el sector bancario, el de energía y el turístico.** Las fuertes caídas en las cotizaciones en bolsa de las acciones de los bancos reflejan la preocupación del mercado sobre la evolución futura de la calidad de los activos bancarios, en un contexto de fuerte deterioro de las perspectivas macroeconómicas a corto plazo. En el caso de los sectores de la energía y el turismo, el intenso retroceso de las cotizaciones bursátiles de las empresas cotizadas recoge los efectos comparativamente más elevados que tendría la crisis sanitaria sobre el volumen de actividad y los beneficios futuros esperados de estas compañías.

**La crisis sanitaria también ha tenido un fuerte impacto en los mercados de deuda soberana, provocando intensas caídas en las rentabilidades a largo**

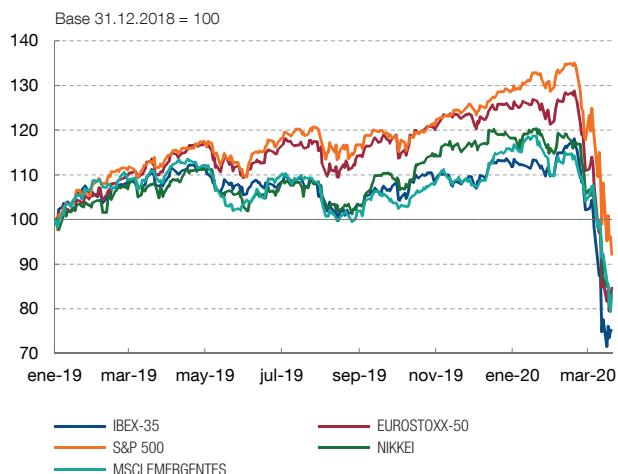
---

Gráfico 1

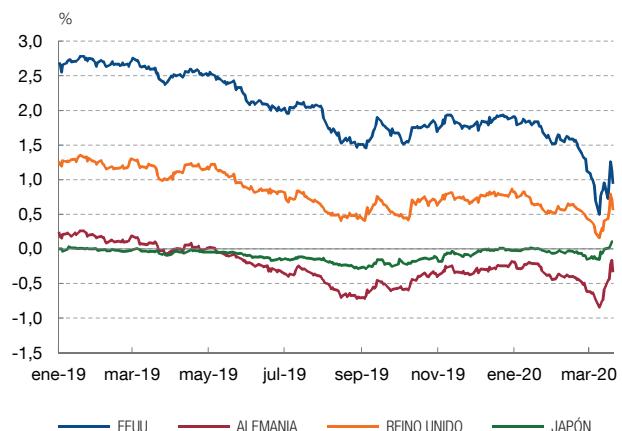
**RETROCESOS DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES Y CAÍDAS EN LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA EN UN CONTEXTO DE ELEVADA AVERSIÓN AL RIESGO**

La evolución de los mercados financieros durante el primer trimestre del año ha venido marcada por el aumento de la aversión al riesgo y el deterioro de las perspectivas macroeconómicas como consecuencia de la crisis sanitaria del coronavirus. Ello se ha reflejado en una fuerte caída de los índices bursátiles de los principales mercados y, en un primer momento, en reducciones en las rentabilidades a largo plazo de la deuda soberana con elevada calidad crediticia, cuya evolución también ha estado condicionada por unas mayores expectativas de caídas en los tipos de interés. Más recientemente, las rentabilidades a largo plazo de la deuda soberana se han elevado, lo que podría responder a la venta de este tipo de activos por parte de algunos inversores con necesidades de liquidez y/o al fuerte aumento esperado de las emisiones en este mercado para financiar los programas de gasto público para contrarrestar los efectos adversos de la crisis sanitaria.

1 ÍNDICES BURSÁTILES



2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



FUENTE: Refinitiv Datastream.

---

**plazo de las referencias de mayor calidad crediticia** (véase gráfico 1). Estos descensos se explican tanto por la búsqueda de activos seguros como por la revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés. En el caso de los bonos soberanos a diez años de Estados Unidos y Alemania, su rentabilidad registró mínimos históricos a lo largo del trimestre, llegando a situarse por debajo del 0,5 % y del -0,8 %, respectivamente. No obstante, durante los últimos días, estos movimientos han revertido, especialmente en el caso del bono alemán a diez años, cuya rentabilidad se ha situado por encima de los niveles del 21 de febrero, con anterioridad al agravamiento de la extensión geográfica de los brotes de la enfermedad. Este repunte de la rentabilidad de la deuda alemana, que también se ha observado en el caso de la deuda estadounidense, podría reflejar la necesidad de obtener fondos por parte de los inversores, lo que explicaría la venta de activos con elevada liquidez como la deuda soberana. Por otro lado, destaca el incremento de las primas de riesgo soberano del área del euro, sobre todo en los casos de Italia y Grecia, que se revirtió parcialmente tras el anuncio del nuevo programa de compra de activos del BCE el 18 de marzo.

**Los diferenciales de rentabilidad de la deuda corporativa con riesgo elevado han repuntado con fuerza y el dólar se ha depreciado frente al euro y al yen.**

Los diferenciales crediticios de la deuda corporativa estadounidense y europea de alto rendimiento han registrado, en lo que va de trimestre, subidas de 592 pb y 582 pb, respectivamente. Este repunte refleja tanto el aumento en la aversión al riesgo de los inversores como el deterioro percibido en la calidad crediticia de los emisores que resulta de los efectos adversos del coronavirus sobre la actividad. Además, en el caso del mercado estadounidense, las fuertes caídas del precio del petróleo de las últimas semanas estarían llevando a revisiones significativas a la baja de la calidad crediticia percibida en aquellas compañías más expuestas a actividades de extracción de esta materia prima. Por otra parte, la depreciación del dólar frente al euro y al yen podría responder al estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés entre estas economías, aunque en los últimos días se ha revertido esta tendencia, probablemente como consecuencia, al menos en parte, del aumento de la demanda de dólares a nivel global, en un contexto en el que la divisa estadounidense estaría jugando su papel habitual de moneda refugio en episodios, como el actual, de elevada incertidumbre. La elevada demanda de financiación en dólares se vio reflejada en el incremento del coste de adquisición de esta moneda a través de los *swaps* de divisas, lo que provocó la acción coordinada de los principales bancos centrales para incrementar las operaciones de intercambio de divisas entre ellos y ampliarlas a más países.

### **3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

#### **3.1 Entorno exterior del área del euro**

**La situación económica global ha pasado a estar completamente dominada por la expansión internacional de la epidemia del coronavirus**

**La situación económica internacional en el último trimestre se ha visto fuertemente condicionada por la expansión internacional del coronavirus Covid-19.** El nivel de incertidumbre acerca de la magnitud del impacto negativo sobre la actividad y el comercio internacional de la pandemia es muy elevado, si bien se espera que sea, en cualquier caso, muy pronunciado. En consecuencia, las previsiones de crecimiento para este año de los analistas han comenzado a revisarse sustancialmente a la baja, con una dispersión inusualmente alta (véanse gráficos 2.1 y 2.2). Varias de las áreas globales entrarían, en el corto plazo, en recesión. La mayoría de los analistas anticipa que el impacto del Covid-19 será transitorio, de modo que sus previsiones incorporan una recuperación de las tasas de crecimiento a partir de la segunda mitad de este año, e incluso, en algunos casos, del nivel del PIB a lo largo de 2021. Sin embargo, la incertidumbre que rodea a la evolución de la pandemia hace que estas expectativas acerca de la duración de sus efectos estén sujetas también a un alto grado de incertidumbre.

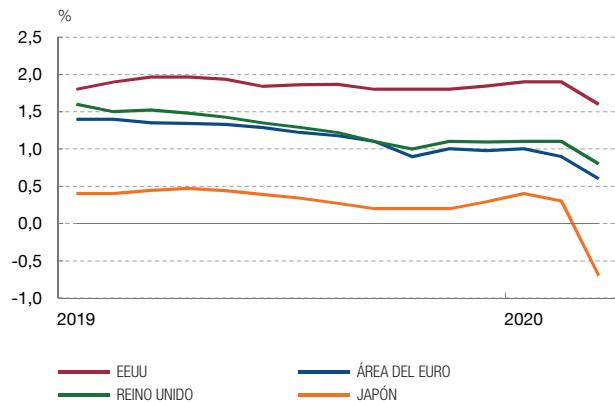
**Salvo en el caso de China, los indicadores de actividad más comunes todavía no reflejan el impacto de la expansión del Covid-19.** En esa economía asiática, el índice oficial PMI del sector manufacturero cayó drásticamente hasta los 35,7 puntos en febrero (frente a los 50 puntos registrados en enero), con la mayor parte de sus componentes mostrando retrocesos de elevada magnitud. En el conjunto de los dos primeros meses del año se desplomaron, en tasa interanual, la producción industrial ( $-13,5\%$ ), las ventas minoristas ( $-20,5\%$ ) y la inversión ( $-24,5\%$ ). La gran mayoría de las actividades de servicios —con la excepción de los financieros— muestran un claro empeoramiento, siendo este particularmente profundo para los sectores hosteler y de transportes, muy afectados por las restricciones a la movilidad impuestas por el Gobierno chino. Los índices PMI del resto del mundo, en cambio, todavía no registran efectos apreciables vinculados al coronavirus (véase gráfico 2.3), porque su fecha de elaboración precede a la extensión de la epidemia fuera de Asia. No obstante, la evidencia disponible sobre la evolución de la actividad económica, en su mayoría de carácter parcial, augura un empeoramiento muy pronunciado de la situación económica, que es generalizado por zonas geográficas, y particularmente intenso en aquellos países que, por sufrir los brotes más intensos de la enfermedad, se han visto forzados a introducir medidas más drásticas de contención. Por razones análogas, el deterioro de la actividad es más acusado en sectores como el turismo y el transporte. En general, las economías emergentes han aumentado su grado

## Gráfico 2

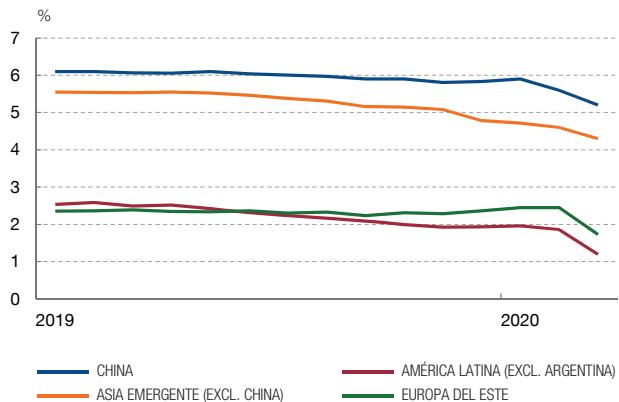
### EL IMPACTO DEL CORONAVIRUS EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL

La expansión de la epidemia del coronavirus Covid-19 ha reducido el nivel de actividad y los precios de las materias primas, llevando a un deterioro de las previsiones de crecimiento, al tiempo que ha tensionado las condiciones financieras de los mercados.

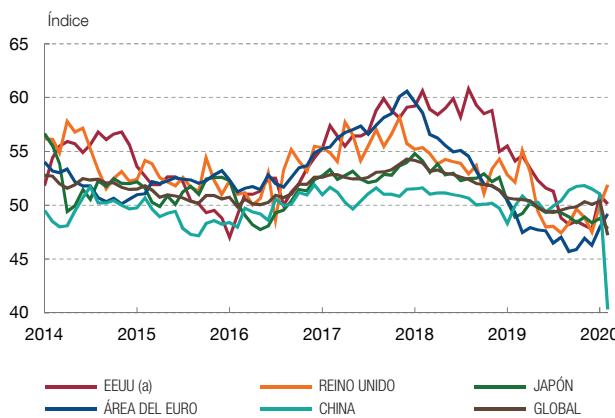
1 PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA EL AÑO 2020: AVANZADAS



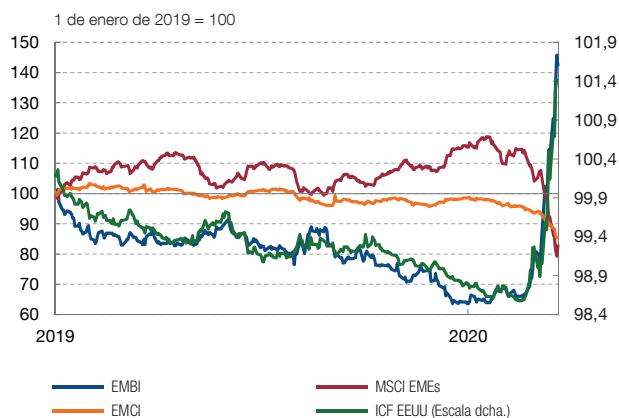
2 PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA EL AÑO 2020: EMERGENTES



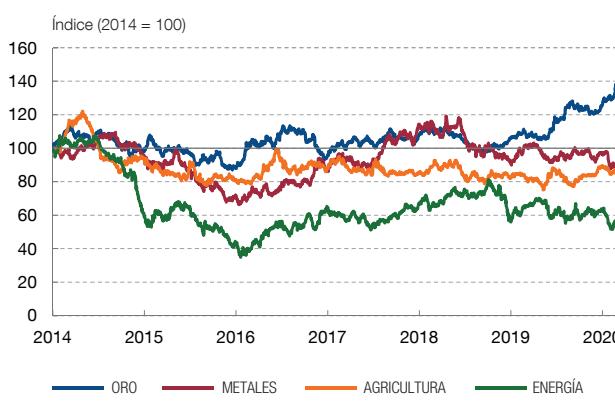
3 PMI MANUFACTURAS



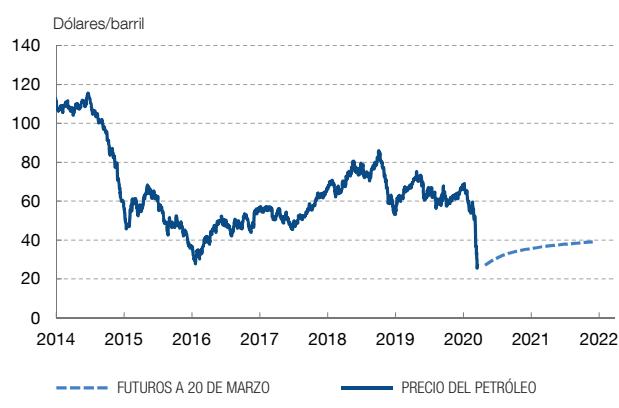
4 CONDICIONES FINANCIERAS DE LOS MERCADOS



5 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



6 PRECIO DEL PETRÓLEO



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

a En Estados Unidos el índice utilizado es el ISM.



de vulnerabilidad financiera, con una depreciación de sus monedas, un incremento de sus niveles de riesgo soberano y un desplome de los flujos de capitales de cartera, de acuerdo con los datos parciales de alta frecuencia, mucho más intenso que en episodios de tensiones financieras precedentes en los mercados de estos países, incluyendo la crisis financiera global (véase gráfico 2.4).

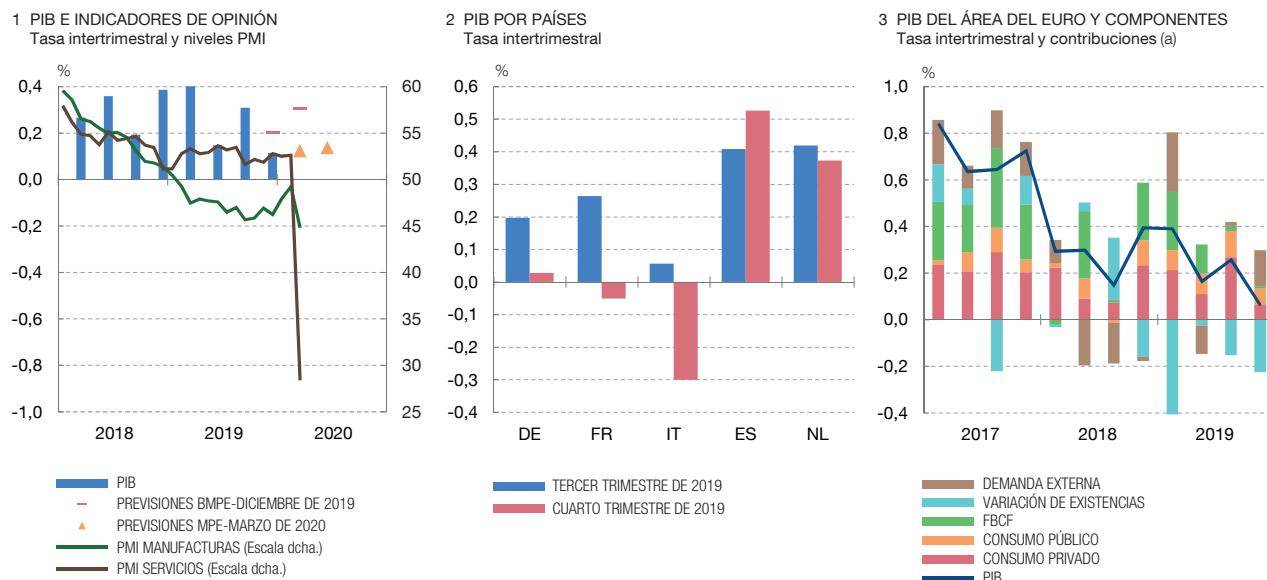
**Los precios de las materias primas, y en particular el del petróleo, han caído considerablemente a causa de la propagación de la epidemia.** Por este motivo, las expectativas de crecimiento de las economías exportadoras de materias primas se están viendo particularmente afectadas. La caída ha sido particularmente intensa en el caso del precio del crudo, que ha acusado el impacto de la menor demanda global esperada, aunque también han retrocedido los precios de los metales y los alimentos (véase gráfico 2.5). Durante el mes de marzo el precio del barril de petróleo Brent se desplomó un 50 %, desde 55 hasta 27 dólares (véase gráfico 2.6), debido al retroceso de la demanda ocasionado por la pandemia y también al desacuerdo entre la OPEP y Rusia, tras su reunión del 5 y 6 de marzo, para limitar la oferta mundial de petróleo. En este contexto, Arabia Saudí decidió incrementar su oferta, alimentando el abaratamiento de esta materia prima. El precio del oro, que había registrado alzas motivadas por la utilización de este metal precioso como activo refugio, retrocedió más de un 10% en los últimos días, como consecuencia de las ventas por la necesidad de los inversores de obtener liquidez en un entorno de elevada incertidumbre en los mercados financieros.

**En un contexto de disrupción de las cadenas productivas globales, parece inevitable una contracción de los intercambios comerciales internacionales.** El comercio mundial de bienes cerró el año 2019 con una caída del 0,4 % con respecto a 2018. Además, antes incluso de que haya comenzado a reflejar los efectos de la generalización de la pandemia, el componente de nuevos pedidos de exportación de los PMI de manufacturas de las principales economías del mundo se encontraba en febrero por debajo del umbral de 50. Al inicio del año, algunas noticias favorables al comercio internacional —como la aprobación por el Senado estadounidense del nuevo tratado entre Estados Unidos, México y Canadá (UMSCA), y el acuerdo entre la Unión Europea y un grupo de 16 países, que incluye a China y Brasil, para resolver las disputas comerciales mediante un sistema de apelación y arbitraje en la OMC— habían contribuido a una mejora de las perspectivas. Sin embargo, el impacto positivo de esas noticias ha quedado completamente eclipsado por la paralización del comercio a que ha dado lugar la extensión de la epidemia del Covid-19. En China, que en cierto sentido desempeña un papel de indicador adelantado de lo que cabría esperar en el futuro próximo en otras áreas geográficas, dada la antelación de unos dos meses en la propagación de la enfermedad, las exportaciones cayeron un 17 % en enero-febrero en comparación con el mismo período de 2019. Además, la elevada integración de China en las cadenas de producción globales y su rol de demandante de materias primas generan per se una amplificación del deterioro del comercio a otras áreas geográficas.

Gráfico 3

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

El PIB del área del euro mantuvo un crecimiento muy débil durante el cuarto trimestre, con caídas en Francia y en Italia. El avance del PIB se apoyó, fundamentalmente, en la demanda externa. La información más reciente indica que la caída de la actividad como consecuencia de la crisis sanitaria será muy pronunciada.



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.



## 3.2 El área del euro

### El crecimiento económico en el área del euro ya era débil antes de la generalización de la crisis sanitaria

**En el área del euro, la actividad económica sorprendió por su debilidad a finales de 2019.** En el último trimestre del pasado año, el crecimiento del PIB se desaceleró hasta el 0,1 % intertrimestral, por debajo de lo esperado (véase gráfico 3.1). Esta tasa tan reducida reflejó un avance casi nulo del PIB en Alemania y una contracción de la actividad en Francia y en Italia (véase gráfico 3.2). En el conjunto del área, la desaceleración observada fue el resultado de una menor aportación de la demanda interna, mientras que el sector exterior mejoró su contribución con respecto a trimestres anteriores. Por su parte, la variación de existencias aumentó su aportación negativa al crecimiento del producto (véase gráfico 3.3).

**La información referida al primer trimestre, principalmente cualitativa, es anterior a la expansión de la epidemia al área del euro.** En conjunto, esta información era coherente con una cierta mejora de las perspectivas. En concreto, la producción industrial había mostrado una evolución más positiva en enero, mientras

que los indicadores relativos a la actividad en el sector servicios apuntaban a un mantenimiento de su ritmo de crecimiento. La confianza de los consumidores y las expectativas de empleo, tanto en los servicios como en la construcción, habían registrado una mejora hasta febrero y la tasa de desempleo se mantuvo en el 7,4 % en enero, su menor valor desde 2008. Sin embargo, las opiniones sobre la cartera de pedidos exteriores ya acusaron en febrero los efectos de la crisis sanitaria en China. Además, el crédito a las empresas ha profundizado recientemente su ralentización.

**La pandemia ha empeorado notablemente las perspectivas a corto plazo de la actividad**

**A corto plazo, las perspectivas económicas de la zona del euro se han deteriorado de forma muy brusca e intensa a raíz de la propagación de la epidemia del Covid-19 en Europa.** Las medidas de confinamiento de la población, necesarias para detener la transmisión de la enfermedad, están afectando negativamente a la economía por canales tanto de oferta, dada la disrupción de las cadenas productivas (globales y locales), como, principalmente, de demanda, al dar lugar a una profunda retracción del gasto de familias y empresas, en un contexto de aumento de la incertidumbre hasta niveles probablemente inéditos en décadas. Los efectos de todos estos desarrollos son particularmente pronunciados en el caso de algunos sectores, como los relacionados con el turismo, el transporte y el ocio. Con todo, aunque en el momento presente resulta patente que la economía del área del euro se enfrenta a una perturbación muy profunda, subsiste un grado de incertidumbre muy elevado acerca de la magnitud del impacto económico de la pandemia, así como por lo que respecta a su grado de transitoriedad. En particular, resulta difícil prever el ritmo al que las medidas puestas en pie por las autoridades sanitarias serán exitosas a la hora de detener la propagación de la epidemia, lo que también depende de factores exógenos, como la probable disminución de la capacidad de infección del virus una vez llegada la estación estival.

**En esta coyuntura excepcionalmente incierta, las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, tanto de analistas privados como de organismos oficiales, están viéndose revisadas a la baja de forma muy abrupta y pronunciada, sobre todo para el año 2020.** La velocidad de los acontecimientos hace que las revisiones se intensifiquen con el paso de los días. Así, por ejemplo, la revisión a la baja de tres décimas del crecimiento previsto del PIB en 2020 en el último ejercicio de proyecciones del BCE (hasta el 0,8 %), concluido a finales de febrero, resulta muy modesta a la luz de los preocupantes desarrollos observados en marzo (véase cuadro 1). En este sentido, las previsiones de analistas privados e instituciones públicas disponibles en la fecha de cierre de este Informe apuntan, en muchos casos, a caídas severas del PIB este año. De todos modos, bajo el supuesto de que la epidemia es controlada más allá del corto plazo, la orientación fuertemente expansiva de las políticas monetaria y fiscales, cuyo detalle se proporciona en la sección 5, debería permitir

Cuadro 1

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

	2020		2021		2022	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (marzo de 2020)	0,8 (-0,3)	1,1 (0,0)	1,3 (-0,1)	1,4 (0,0)	1,4 (0,0)	1,6 (0,0)
Comisión Europea (febrero de 2020)	1,2 (0,0)	1,3 (+0,1)	1,2 (0,0)	1,4 (+0,1)		
OCDE (marzo de 2020)	0,8 (-0,3)		1,2 (0,0)			
Fondo Monetario Internacional (enero de 2020)	1,3 (-0,1)		1,4 (0,0)			
Consensus Forecast (marzo de 2020)	0,6 (-0,3)	1,1 (-0,1)	1,3 (+0,1)	1,4 (0,0)		

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

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a diciembre de 2019 para el BCE, noviembre para la CE y la OCDE, octubre para el FMI y febrero de 2020 para *Consensus*.

una recuperación sostenida del crecimiento del producto a partir de la segunda mitad del año. Esta se apoyaría además en el fortalecimiento de la demanda externa como consecuencia del final de las medidas de confinamiento en el resto del mundo.

**Este escenario está rodeado de riesgos a la baja.** En particular, cabe la posibilidad de que las necesarias medidas de política sanitaria destinadas a mitigar la epidemia se tengan que prolongar durante un período de tiempo dilatado, con el consiguiente efecto adverso sobre la actividad. Además, incluso aunque la epidemia pueda ser controlada rápidamente, es posible que una perturbación de esta magnitud, aun siendo transitoria, genere ciertos daños duraderos sobre el tejido empresarial, la confianza de los agentes y el empleo.

**Las perspectivas de inflación se están viendo afectadas por el impacto de los desarrollos recientes en la actividad y en los precios del petróleo**

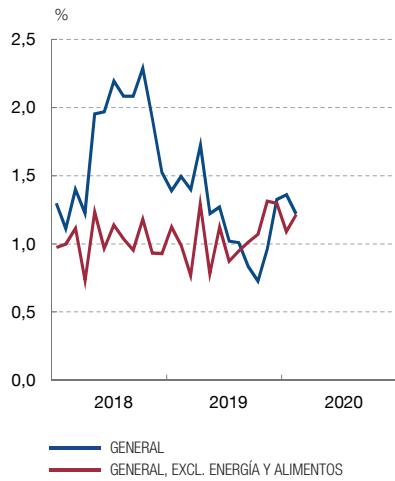
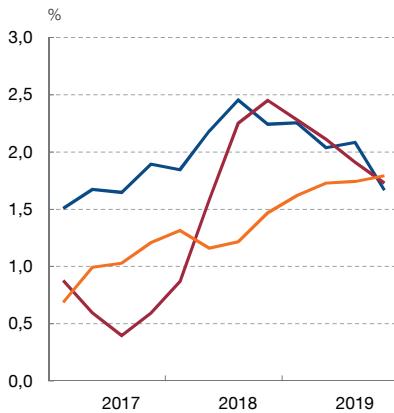
**La inflación en el área del euro continúa en niveles reducidos.** En el primer trimestre, la evolución de la inflación en el área del euro ha estado condicionada por la dinámica de los precios de la energía, cuya caída redujo la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) hasta el 1,2% en febrero, según la información preliminar. Por su parte, la inflación subyacente —la que excluye los precios de la energía y los alimentos— se situó también en el 1,2% en febrero, algo por debajo de lo observado a finales de 2019 (véase gráfico 4.1), debido sobre todo a una menor inflación en los servicios. En el futuro inmediato, diversos factores anticipan el mantenimiento de presiones inflacionistas reducidas: por un lado, se están moderando los costes laborales unitarios; por otro, la notable caída de los precios del petróleo estaría atenuando los costes de producción (véase gráfico 4.2).

**El ejercicio de proyecciones del BCE de marzo mantiene las perspectivas de baja inflación para los tres próximos años** (véase cuadro 1). Se espera una cierta

Gráfico 4

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

La inflación se redujo en febrero hasta el 1,2% (también 1,2% excluyendo la energía y los alimentos), interrumpiendo la senda ascendente de los meses anteriores. No se aprecia una traslación a precios de los mayores costes laborales. Las expectativas de inflación a largo plazo han acentuado una tendencia a la baja.

1 INFLACIÓN  
Índice armonizado de precios al consumo (IAPC)2 SALARIOS Y COSTES  
Tasa interanual

3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y BCE.

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 mensual de datos diarios.



recuperación gradual de la inflación en el medio plazo, apoyada en la menor holgura de la economía, que sostendría un comportamiento algo más expansivo de los costes laborales y los beneficios unitarios. En todo caso, las consecuencias de la difusión de la enfermedad en el área del euro, que ha tenido lugar tras la finalización del ejercicio de proyecciones del BCE, subrayan los riesgos a la baja sobre esas proyecciones, en un contexto en el que, previsiblemente, los efectos desinflacionistas de la menor demanda prevalezcan sobre los de signo contrario relacionados con las disrupciones de oferta. Esta es la lectura que se desprende de la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo, que han seguido en el período más reciente una senda fuertemente descendente, hasta situarse en niveles mínimos históricos (véase gráfico 4.3).

**Las condiciones de financiación de la economía se habían mantenido holgadas hasta el desencadenamiento de la crisis, pero existen indicios de tensionamiento que las políticas económicas están tratando de atajar**

**La crisis previsiblemente conllevará un aumento del riesgo percibido a nivel general y unas condiciones de financiación del sector privado menos**

**favorables.** Con anterioridad a la extensión de la epidemia a Europa, los tipos de interés de los nuevos préstamos a empresas y familias se situaban en niveles próximos a sus mínimos históricos, como muestra la información más reciente, correspondiente a enero. Asimismo, el coste de financiación de las empresas con valores de renta fija había mostrado una tendencia descendente al principio del trimestre. Sin embargo, esta se vio truncada desde finales de febrero como consecuencia del aumento de las primas de riesgo de crédito provocado por la extensión de la crisis sanitaria.

**La crisis sanitaria podría tener también efectos negativos sobre la oferta de crédito, que las distintas autoridades económicas están tratando de contener.** La información disponible de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) es anterior a la llegada de la epidemia al área del euro. En concreto, esta fuente de información muestra que los criterios de aprobación de préstamos a empresas y hogares se mantuvieron estables en el cuarto trimestre de 2019, con la excepción del ligero endurecimiento en el caso del crédito a hogares para consumo y otros fines. Además, las entidades, en esos momentos, no preveían cambios significativos en la oferta de crédito a las empresas en el primer trimestre de 2020, mientras que, en el caso de los préstamos a los hogares anticipaban un cierto endurecimiento en el caso de los destinados a la adquisición de vivienda y una ligera relajación en los dedicados a financiar el gasto de consumo y a otros fines. Sin embargo, el aumento de la incertidumbre relacionada con la crisis sanitaria, la mayor percepción del riesgo de los acreditados y el repunte de las primas de riesgo en los mercados de financiación bancaria podrían, especialmente, si se prolongan en el tiempo, acabar impactando negativamente sobre la oferta de crédito.

**En los meses previos a la crisis, la financiación al sector privado no financiero continuó creciendo a ritmos elevados.** La tasa de crecimiento interanual del crédito a las sociedades no financieras se situó en enero en el 3,2 %, 0,6 pp por debajo del registro de octubre. Por el contrario, entre esas mismas fechas, el ritmo de crecimiento de la financiación mediante la emisión de valores de renta fija aumentó en medio punto porcentual, hasta el 5,7 %. Por su parte, el crédito a los hogares siguió acelerándose hasta enero, mes en que creció al 3,7 % interanual, como consecuencia del mayor dinamismo de los préstamos destinados tanto a la adquisición de vivienda como a financiar el consumo.

**Las autoridades económicas del área del euro han reaccionado con políticas expansivas para contrarrestar los efectos adversos de la pandemia**

**La política monetaria del BCE y las políticas fiscales nacionales han reaccionado con celeridad ante la magnitud del reto.** Por lo que respecta a los estímulos monetarios, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó en su reunión regular del 12 de marzo un paquete de medidas que se vio reforzado por otro más

contundente, el día 18 de marzo, en una reunión extraordinaria, a la luz del deterioro de la situación entre esas dos fechas. Por su parte, la reacción de la política fiscal ha sido generalizada por países, aunque con distintos grados de intensidad. Los Gobiernos de Alemania, Francia, Italia, España, Irlanda y Portugal, entre otros, han anunciado amplios catálogos de medidas, que además se han visto reforzadas por las actuaciones supranacionales, lideradas por la CE. La sección 5 de este Informe desarrolla los contenidos de las distintas iniciativas puestas en marcha.

## 4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

**En enero y febrero, la dinámica de la actividad económica en España fue similar a la registrada a finales de 2019**

**En el cuarto trimestre de 2019, el ritmo de avance del PIB español siguió siendo relativamente elevado, claramente superior al del área del euro.** De hecho, el crecimiento intertrimestral del producto repuntó en ese período en una décima, hasta el 0,5 %. Ese avance del PIB se sustentó en una mejora de la contribución del sector exterior, gracias tanto a la recuperación de las exportaciones de bienes y del turismo como al retroceso de las importaciones. En cambio, la aportación de la demanda nacional al crecimiento intertrimestral del producto fue negativa, fruto de la desaceleración del gasto en consumo privado y del descenso de la formación bruta de capital fijo.

**Esta tónica favorable se mantuvo en los dos primeros meses del año en curso.** Los indicadores disponibles referidos a enero y febrero sugieren que la actividad siguió mostrando en ese período un comportamiento similar al observado a finales de 2019, como se detalla en el recuadro 1.

**Sin embargo, la propagación de la crisis sanitaria del coronavirus al área del euro, incluida España, a partir de finales de febrero ha modificado esta dinámica de forma drástica**

**Los indicadores de frecuencia mensual disponibles en la fecha de cierre de este Informe no recogen aún el impacto de la crisis del Covid-19, por referirse a los meses de enero y febrero.** Sin embargo, caben pocas dudas acerca de la severidad de la perturbación, que ha alterado de modo radical la dinámica real y financiera de la economía española a partir de principios de marzo.

**Un primer ámbito en el que se hicieron patentes las consecuencias de la expansión geográfica de la epidemia sobre la economía española fueron los flujos de viajeros internacionales.** Aparentemente, mientras el foco de la enfermedad estuvo circunscrito a China, el impacto directo sobre la economía española fue modesto. Aunque la evidencia disponible no es concluyente, parece que las empresas mantuvieron, en líneas generales, la capacidad de sustituir a sus proveedores de ese país, afectado desde finales de enero por las medidas de confinamiento, por suministradores de otra procedencia geográfica. Sin embargo, la propagación internacional de la enfermedad tuvo un impacto negativo, desde finales de febrero, sobre las entradas de viajeros internacionales.

**El rápido crecimiento del número de personas infectadas en los países europeos ha requerido acciones drásticas para frenar el ritmo de contagio, con consecuencias muy importantes en varios sectores.** Estas acciones han incluido la imposición de restricciones severas al movimiento de personas y, en muchos casos, incluida España, el confinamiento de la población en sus hogares. El estado de alarma en nuestro país, en vigor desde el 15 de marzo, necesario para contener la presión de la epidemia sobre el sistema sanitario, ha supuesto una suspensión total de la actividad del comercio minorista (con algunas excepciones que incluyen, principalmente, la alimentación), de la hostelería y la restauración (salvo el reparto a domicilio) y del sector del ocio.

**Desde la perspectiva de los componentes de demanda, ello ha supuesto un impacto muy pronunciado sobre el gasto en bienes de consumo de los hogares, que se suma a la práctica desaparición del turismo receptor.** No existe todavía información de indicadores de coyuntura de frecuencia mensual que cuantifique estos efectos, aunque algunos pueden aproximarse de forma indirecta. Así, por ejemplo, un indicador de búsquedas en Internet relacionadas con el gasto en bienes y servicios de consumo muestra un fuerte descenso desde los días previos a la declaración del estado de alarma (véase gráfico 5.1)<sup>1</sup>. En relación con los flujos turísticos, la disminución que pudo observarse en las cifras de vuelos con origen o destino en un aeropuerto español desde comienzos de marzo se ha acelerado de forma muy pronunciada desde mediados de mes (véase gráfico 5.2)

**Desde la óptica de la oferta, las interrupciones en las cadenas de suministros, nacionales e internacionales, y la propia disminución brusca de la demanda han conducido al cierre de algunas industrias.** No existen todavía datos que evalúen el impacto negativo sobre el empleo, pero, con mucha probabilidad, este está siendo muy significativo. En particular, la información disponible apunta a que las empresas están haciendo un uso intensivo de los expedientes de regulación de empleo (ERE) de reducción de jornada y de suspensión temporal. La mayor parte de esta pérdida de puestos de trabajo se recuperará si, como cabe esperar, la naturaleza de la perturbación es transitoria.

**El deterioro de las perspectivas de la actividad económica y el aumento de la incertidumbre han tenido una incidencia muy severa sobre la evolución de los mercados financieros.** Entre el 21 de febrero y la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 ha retrocedido en torno a un 35 %, descenso algo superior al observado en el índice EUROSTOXX-50 del conjunto de bolsas del área del euro. Las caídas de las cotizaciones bursátiles, generalizadas por sectores, han afectado de forma especialmente intensa a las acciones emitidas por los bancos y por las empresas de las ramas del transporte y del turismo. Además, entre el 21 de febrero y el 18 de

---

<sup>1</sup> El indicador está construido a partir de un conjunto de términos de búsqueda representativos de las distintas categorías de gasto en consumo, que posteriormente se agregan a partir de sus pesos respectivos en el total.

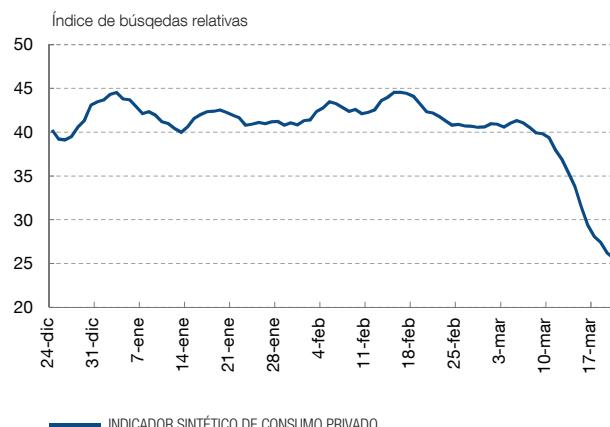
---

Gráfico 5

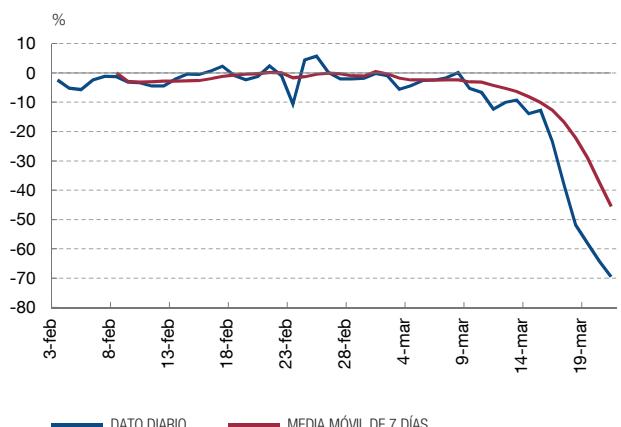
**LA CRISIS DEL CORONAVIRUS HA ALTERADO BRUSCAMENTE LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN ESPAÑA**

A partir de finales de febrero, la propagación de la crisis sanitaria del coronavirus fuera de Asia y su llegada a Europa han modificado de forma drástica la dinámica de la actividad económica en España. Los indicadores de frecuencia mensual disponibles en la fecha de cierre de este Informe, referidos a los meses de enero y febrero, aún no recogen el impacto de esta crisis. Sin embargo, algunos indicadores parciales de alta frecuencia ya sugieren impactos muy pronunciados sobre el gasto de los hogares y los flujos turísticos, entre otras partidas.

1 INDICADOR SINTÉTICO DE CONSUMO PRIVADO



2 TRÁFICO AÉREO EN AEROPUERTOS ESPAÑOLES (VARIACIÓN INTERANUAL)



FUENTES: Google Trends, Organización Europea para la Seguridad de la Navegación Aérea y Banco de España.



marzo, fecha en que el Consejo de Gobierno del BCE anunció sus medidas más recientes para combatir la crisis, la rentabilidad del bono español a diez años aumentó en 101 pb, hasta el 1,2 %, lo que, dado el comportamiento del bono alemán, llevó a un incremento de la prima de riesgo soberana de España, hasta 146 pb. Por su parte, las primas de riesgo de crédito corporativas, que habían permanecido en niveles reducidos hasta finales de febrero, se incrementaron también hasta el 18 de marzo de forma muy intensa, lo que redundó en un incremento del coste medio de emisión en este segmento del mercado. Todos estos desarrollos contribuyen a un tensionamiento de las condiciones financieras que tiende a obstaculizar la superación de la crisis. Ello motivó la actuación decidida del BCE del 18 de marzo (véase la sección 5), que ha dado lugar a una reversión parcial de la evolución descrita, con la rentabilidad del bono español a diez años retrocediendo en 46 pb y la prima de riesgo en 35 pb entre el anuncio de las medidas y el cierre de este Informe.

**La realización de proyecciones macroeconómicas se ve dificultada en estas condiciones por la ausencia de información estadística que permita cuantificar los efectos que ya se están observando y por el elevado grado de incertidumbre**

**Las perspectivas acerca de la evolución de la actividad económica en España en el corto plazo se encuentran sometidas a una extraordinaria incertidumbre.**

Una de las dimensiones de esa incertidumbre es la relativa al grado de severidad del descenso de la actividad. Como se ha señalado, es demasiado pronto para disponer de indicadores de frecuencia mensual que permitan evaluar la intensidad de la perturbación, aunque existen pocas dudas acerca de su elevada magnitud. En este sentido apunta la experiencia de China, donde los primeros indicadores mensuales disponibles han revelado que los efectos del confinamiento sobre la actividad fueron incluso mayores de lo que se había anticipado.

**Una segunda dimensión de la incertidumbre se refiere a la duración de la crisis sanitaria.** La vigencia inicial del estado de alarma, de dos semanas, ha sido prorrogada, unos días antes del cierre de este Informe, por otras dos, sin que en estos momentos quepa descartar que sea preciso algún alargamiento adicional al objeto de detener la extensión de la epidemia. En todo caso, dado el período de incubación de la enfermedad, los efectos del confinamiento sobre las cifras de personas infectadas deberían comenzar a ser patentes unos días después de la fecha de cierre de este Informe. De nuevo, la experiencia china sugiere que las medidas adoptadas deberían hacer visible toda su efectividad en las próximas semanas.

**Un tercer factor —cuya incidencia cuantitativa es incierta a priori— es el relativo al amplio paquete de medidas dispuestas en los últimos días por las distintas autoridades económicas.** Como se desarrolla en la sección 5, las autoridades fiscales, laborales, monetarias y supervisoras han anunciado una serie de medidas que, tomadas conjuntamente, implican la mayor movilización de recursos públicos ante una crisis de la historia reciente. En la fecha de cierre de este Informe, muchas de estas medidas se hallan en la fase de concreción de algunos de sus aspectos esenciales y otras están comenzando a implementarse. Asimismo, no se descartan, de acuerdo con los últimos mensajes de las principales autoridades económicas, nacionales y europeas, nuevas actuaciones para limitar la incidencia social y económica de la pandemia. Del éxito de esta batería de medidas, sobre las que no se cuenta con experiencia histórica comparable al caso actual, dependerá en buena medida la profundidad del retroceso económico a corto plazo y su persistencia en los próximos meses.

## 5 LA RESPUESTA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS A LA CRISIS PROVOCADA POR LA EMERGENCIA SANITARIA

**El rápido deterioro de la actividad global a raíz de la pandemia ha dado pie a una respuesta generalizada de las políticas económicas tanto monetarias como fiscales**

**Las autoridades monetarias han implementado, de forma generalizada, políticas más acomodaticias** (véanse cuadros 2 y 3). A medida que avanzaba la epidemia, el Banco Popular de China recortó sus tipos de interés oficiales y anunció una serie de medidas orientadas a agilizar la concesión de crédito a los agentes privados, especialmente en las regiones y los sectores más afectados por la epidemia, así como a reducir el coste de esa financiación. Entre los países avanzados, la Reserva Federal estadounidense redujo, de modo inesperado, su tipo de interés de referencia en 50 pb el 3 de marzo y, nuevamente, en 100 pb el 15 de marzo, hasta situarlo en el rango 0 %-0,25 %. Además, anunció un descenso del tipo de interés de la ventanilla de descuento, ofertas de liquidez a plazos de uno y tres meses a través de operaciones *repo*, el restablecimiento de *swaps* con otros bancos centrales y una ampliación sin límites de sus compras de activos. También el Banco de Inglaterra recortó el tipo de interés de referencia en 50 pb, hasta el 0,25 %, el 11 de marzo, en una reunión no programada, y lanzó una nueva línea de financiación para pymes. Otros países avanzados han rebajado asimismo sus tipos de interés oficiales, entre ellos Canadá, Noruega y Australia, mientras que Japón anunció un aumento de sus compras de activos. Adicionalmente, en el Reino Unido y en Noruega se anunciaron, de manera simultánea a los recortes de tipos, reducciones de los requerimientos del colchón de capital contracíclico exigido a los bancos en el marco de la regulación prudencial. Por último, también se han producido reducciones de tipos de interés oficiales y otras medidas de política monetaria en varias economías emergentes, como Brasil, Chile, Perú o Turquía.

**En el área del euro, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó sucesivamente dos conjuntos importantes de medidas expansivas, el 12 y el 18 de marzo.** El paquete aprobado en la reunión regular del Consejo del 12 de marzo se articula en torno a tres medidas: nuevas operaciones de financiación a largo plazo (LTRO), una mejora de las condiciones para las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico TLTRO-III y un incremento de 120 mm de euros en el volumen de las operaciones del programa de compra de activos durante el año 2020. Los objetivos de todas estas actuaciones son proveer de suficiente liquidez al sistema financiero, para que esta fluya a hogares y a empresas, apoyar el crédito bancario —principalmente a aquellos segmentos más afectados por las consecuencias de la crisis sanitaria, como son las pymes— y evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación de la economía. De modo simultáneo, el BCE anunció una serie de

Cuadro 2

**MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA EN PAÍSES SISTÉMICOS**

País	Recorte en pb del tipo de interés de referencia (hasta nivel %)	Compras de activos	Apoyo al crédito	Medidas de liquidez en los mercados nacionales	Líneas de swap
Área del euro		+ 120 mm de euros adicionales hasta el final del año + 750 mm de euros adicionales hasta final del año (incluye papel comercial y se pueden llegar a relajar los límites autoimpuestos)	Operaciones de financiación a l/p hasta la próxima ronda de TLTRO-III de junio (tipo medio de la facilidad de depósito) Mejora de las condiciones TLTRO-III junio 2020 - junio 2021 Se permite a las entidades bancarias operar por debajo del nivel de capital requerido		Coordinada con otros bancos centrales
Estados Unidos	-150 pb (0 %-0,25 %)	Compras de 500 mm de dólares de bonos del Tesoro y 200 mm de dólares de activos respaldados por hipotecas Reinversión del principal de la deuda de agencia	Reduce el coste de la ventanilla de descuento (hasta el 0,25 %) Permite el uso de los <i>buffer</i> de liquidez y capital para dar soporte al crédito Reduce el requerimiento de reservas al 0 % desde el 26 de marzo Podría liberar unos 208 mm de dólares	Repos semanales a 1 y 3 meses (500 mm de dólares) Facilidad de financiación para pagarés comerciales (CPFF) Facilidad de crédito para creadores de mercado (PDCF) Facilidad de financiación para los fondos de mercados monetarios (MMLF)	Coordinada con otros bancos centrales
Japón		Se duplica el máximo de compras anuales de ETF y J-REIT, hasta los 12 mm y 180 mm de yenes, respectivamente Aumento del volumen de compras de bonos del Gobierno por 784 mm de yenes	Nueva facilidad de préstamo (interés del 0 %, vencimiento hasta un año y deuda empresarial como colateral) Mayor límite de pagarés y bonos empresariales en balance por un total de 2 billones de yenes (3,2 y 4,2 billones de yenes, respectivamente)	Repos por valor de 500 mm de yenes	Coordinada con otros bancos centrales
Reino Unido	-65 pb (0,1%)	Ampliación en 200 mm de las compras de activos: hasta 635 mm de libras en bonos soberanos y corporativos	Línea de financiación para pymes durante 12 meses, a tasa próxima al tipo de referencia (+100 mm de libras) Garantías estatales en préstamos a empresas afectadas (ilimitadas en principio, primera fase por valor de 330 mm de libras)		Coordinada con otros bancos centrales
China	MLF (1 año): -10 pb (3,15 %) Reverse repos: -10 pb (2,45 %; 2,55 %) Préstamos preferenciales: 1 año: -10 pb (4,05 %); 5 años: -5 pb (4,75 %)		Facilidad de refinanciación de 300 mm de yuanes a empresas afectadas por la epidemia Facilidad de refinanciación/redescuento de 500 mm de yuanes para pymes	Recortes segmentados en el coeficiente de reservas (equivalentes a -35 pb sobre el agregado, actualmente 10 %) Inyecciones de liquidez: operaciones reverse repo por valor de 174 mm y 71 mm de dólares	

FUENTE: Banco de España.

Cuadro 3

**MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA EN OTROS PAÍSES**

País	Recorte en pb del tipo de interés de referencia (hasta nivel %)	Compras de activos	Apoyo al crédito	Medidas de liquidez en los mercados nacionales	Líneas de swap
Brasil	-50 pb (3,75 %)	Repos de bonos soberanos en dólares (10 % de descuento)			Línea de swap con la Reserva Federal
México				Intercambio de bonos del Gobierno con vencimientos más largos por otros más cortos (41 mm de pesos asignados)	Línea de swap con la Reserva Federal
Chile	-75 pb (1 %)	Programa de compra de bonos bancarios por 4 mm de dólares	Facilidad de financiación condicionada al incremento de colocaciones (FCIC) Vigencia durante 6 meses, plazo a 4 años, importe inicial: 3 % de la cartera de crédito comercial y de consumo	Se incluirán bonos corporativos dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones de liquidez en pesos vigentes, incluyendo la FCIC	
Colombia				Aumento de las subastas de liquidez en 6,5 mm de dólares Extensión de plazo de los repos	
Perú	-100 pb (1,25 %)			Repos a un día por un promedio de 1,4 mm de soles por día, repos a 6 meses por 1,4 mm y a 1 año por 1,5 mm	
Turquía	-100 pb (9,75 %)		Facilidad de liquidez bancaria adicional para crédito al sector empresarial Extensión de los vencimientos máximos para el redescuento de los créditos a las empresas exportadoras y de servicios que generan ingresos en divisas	Aumentan los plazos de las operaciones repo y los límites de liquidez para los creadores de mercado en el marco de las operaciones de mercado abierto	
Canadá	-100 pb (0,75 %)				Línea de swap con la Reserva Federal
Australia	-50 pb (0,25 %)		Facilidad de financiación a plazo para empresas (incentivos adicionales para pymes) por, al menos, 90 mm de dólares	Repos a 1 y 3 meses indefinidamente	Línea de swap con la Reserva Federal
Corea del Sur	50 pb (0,75 %)	Compra de bonos del Estado por 1,2 mm de dólares Se crearán fondos para estabilizar el mercado de bonos y la bolsa (detalles la próxima semana)	Recorte de la facilidad de préstamo en 50 pb hasta el 0,25 % para apoyar a pymes y empresas afectadas Además, se expanden los préstamos de tipo de interés preferencial a 2,5 billones de wones (0,1 % del PIB)	Ampliación del colateral elegible en operaciones de mercado abierto y de su período de validez	Línea de swap con la Reserva Federal Renovación de la línea de swaps con el Banco de Indonesia
Suecia		Compras de bonos del Gobierno, municipales y respaldados por hipotecas por 300 mm de coronas en 2020	Facilidad de financiación a plazo por 500 mm de coronas para garantizar el flujo de crédito a empresas		Línea de swap con la Reserva Federal
Dinamarca	+ 15 pb (-0,60 %)			Facilidades de préstamo a 1 semana y 3 meses	Líneas de swap con la Reserva Federal y el BCE

FUENTE: Banco de España.

medidas tendentes a relajar transitoriamente los requisitos de capital y liquidez de los bancos. Así, por ejemplo, se permitirá que las entidades supervisadas operen con un nivel de capital inferior al establecido por la norma prudencial Pilar 2, por el colchón de conservación de capital y por la ratio de cobertura de liquidez. Por último, el Consejo de Gobierno, en su reunión de 12 de marzo, decidió mantener en sus niveles actuales el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, así como los tipos de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito.

**Las medidas extraordinarias más recientes del BCE incluyen un programa especial de compra de activos por un importe de 750 mm de euros.** Las medidas que, con carácter extraordinario, adoptó el Consejo de Gobierno el 18 de marzo para paliar los efectos de la crisis del coronavirus contemplan un programa de compra (PEPP, por sus siglas en inglés) de activos públicos y privados por un importe muy elevado (750 mm de euros). El programa se prolongará hasta fin de año, o más allá si fuera necesario. Para el reparto de las compras de deuda pública entre las distintas jurisdicciones, la referencia continuará siendo la participación de los distintos bancos centrales nacionales en el capital del BCE, si bien se adoptará una aproximación flexible que permita desviaciones temporales con respecto a esa directriz. Además, a efectos de este programa específico, se contempla un levantamiento de las condiciones de inelegibilidad de la deuda soberana griega, de modo que estos activos podrán ser adquiridos por el Eurosistema en el contexto del PEPP. En cuanto a las compras de deuda del sector privado, el BCE ha anunciado asimismo una ampliación del abanico de activos elegibles al papel comercial emitido por las sociedades no financieras y con una calidad crediticia suficientemente alta.

### **Las autoridades nacionales están respondiendo a la crisis con paquetes de medidas fiscales y con un amplio abanico de instrumentos**

**En consonancia con la naturaleza global de la perturbación, la respuesta de las políticas fiscales está siendo generalizada por países** (véanse cuadros 4 y 5). Además, los paquetes aprobados tienden a presentar algunos elementos comunes. En primer lugar, muchos de ellos incluyen incrementos del gasto sanitario, al objeto de combatir la pandemia en los países afectados. En segundo lugar, las acciones aprobadas incorporan, en la mayoría de los casos, medidas orientadas a favorecer el sostenimiento de las rentas y el gasto de las familias y las empresas más afectadas por los efectos de la pandemia, con carácter temporal, mientras duren sus efectos. Por ejemplo, de entre los países ajenos al área del euro, las subvenciones a las empresas se han orientado a cubrir el coste de las bajas por enfermedad de sus empleados en Estados Unidos y el Reino Unido, y el de las bajas por cuidado de hijos en Japón y Corea del Sur. Por su parte, China ha adelantado la percepción del seguro de desempleo en un pago inicial único. Asimismo, varios países (China, Corea del Sur y Vietnam, entre otros) han anunciado moratorias en el pago de impuestos y cotizaciones sociales

Cuadro 4

**MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL EN PAÍSES EUROPEOS**

País	Apoyo a Sanidad (en % del PIB)	Aplazamientos o suspensión de impuestos	Apoyo a hogares	Subvención de costes laborales, desempleo y apoyo a empresas	Liquidz a empresas a través de créditos	Demanda agregada	Impacto anunciado en presupuesto (% del PIB) (a)
España	0,3	Moratoria de 6 meses de las deudas tributarias de pymes y autónomos, hasta un máximo de 30.000 euros por figura impositiva	Moratoria del pago de hipotecas de vivienda para trabajadores y autónomos de renta baja Prestación a autónomos por cese de actividad	Exoneraciones en el pago de los expedientes de empleo temporal	Avalés y garantías públicas de 100 mm de euros para los préstamos de las empresas no financieras, 2 mm adicionales para exportadores		1,4
Italia	0,15	Aplazamiento de la mayor parte de los impuestos hasta el 31 de mayo para empresas y autónomos	Avalés a moratoria de hipotecas, bajas por cuidado sanitario, subsidio de 600 euros para autónomos y y fondo para trabajadores de renta baja	Subsidio de desempleo para empresas afectadas, extensión a sectores no cubiertos y suspensión de la contribución a la SS	Avalés, moratoria de préstamos, refuerzo del fondo de garantía a pymes y crédito para cubrir alquileres comerciales (hasta 350 mm de euros)		1,4
Alemania		Aplazamiento temporal de impuestos a empresas	Aumento de los subsidios a parados de larga duración y a familias vulnerables Ayudas a inquilinos y a hogares que no puedan pagar suministros	Relajación de requisitos a las empresas para reducir las horas ( <i>Kurzarbeit</i> ) Cobertura de pagos de SS y facturas	Liquidz «ilimitada» a través de KFW 400 mm de euros en garantías sobre valores de deuda de las empresas 100 mm para recapitalización de empresas	Plan de inversiones de 12 mm de euros 2021-2024 (< 0,1 % del PIB) 55 mm en reserva	3,5
Francia		Aplazamiento temporal de impuestos a empresas		Refuerzo del sistema de desempleo parcial	Avalés públicos para préstamos a pymes		1,85
Portugal		Aplazamiento temporal de impuestos a empresas	Medidas de conciliación: 66 % del sueldo para bajas por cuidado de hijos	Suspensión de las cotizaciones a la SS de la empresa y subsidio por desempleo temporal de 2/3 del salario	Liquidz a través de avalés públicos y una línea de crédito de 3 mm de euros		1,1
Austria		Aplazamiento temporal de impuestos a empresas		Ayudas directas a sectores como el turismo y acortamiento de la jornada laboral	Garantías de crédito y préstamos puente	15 mm en ayuda directa de emergencia	3,7
Dinamarca		Aplazamiento temporal de impuestos a empresas		Ayuda al pago de salarios por cese de actividad Subvención a gastos de alquiler y electricidad de pymes	Avalés públicos y una línea de crédito de 30 mm de euros		1,8
Reino Unido	0,2	Rebaja o supresión durante 1 año del IS y subsidio a empresas que no pagan IS		Aumento de la baja por incapacidad por cuarentena y reembolso a empresas de hasta 14 días 25.000 libras minoristas, empresas sanitarias y sector ocio, y 10.000 libras a pequeños negocios	Avalés públicos a empresas y acceso a crédito por valor de 330 mm de libras	Paquete de estímulo fiscal general de 18 mm de libras	2,2
Turquía		Aplazamiento temporal de impuestos y primas de seguros	Mejora de las condiciones de los préstamos hipotecarios	Subsidio al recorte de jornada laboral	Aumento del Fondo de Garantía de Crédito Aplazados los pagos de intereses	Aumento de la pensión mínima de jubilación	2,3

FUENTE: Banco de España, a partir de fuentes nacionales.

a Incluye únicamente los números anunciados por los Gobiernos. En general, estas cifras no incluyen el mayor gasto en el seguro de desempleo.

Cuadro 5

**MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL EN PAÍSES NO EUROPEOS**

País	Apoyo a Sanidad (en % del PIB)	Aplazamientos o suspensión de impuestos	Apoyo a hogares	Subvención de costes laborales, desempleo y apoyo a empresas	Liquidez a empresas a través de créditos	Demanda agregada	Impacto anunciado en presupuesto (% del PIB) (a)
Estados Unidos	0,5	Aplazamiento de 3 meses del pago de impuestos para personas (hasta 1 m de dólares) y para empresas (hasta 10 m de dólares)	Exención de los pagos de interés de los préstamos federales a estudiantes Bonos alimentarios para los niños y cobertura del Medicaid	Baja laboral remunerada para trabajadores en cuarentena Desgravaciones a pymes por bajas laborales Se amplía la dotación de la prestación por desempleo			1,19
China	0,11	Exención del IVA		Exención de las cotizaciones a la SS y fondo social de vivienda Reducción de los alquileres para locales	Refinanciación y extensión del crédito a pymes y empresas afectadas	Paquete de estímulo fiscal general (1,16 % del PIB)	1,27
Japón	< 0,1	Extensión para la cumplimentación y el pago del impuesto sobre la renta	Subsidio por cuidado de hijos	Subsidios a trabajadores que deban ausentarse	Préstamo a través de entidades gubernamentales		Sin impacto (proveniente de otros fondos < 0,1 % del PIB)
Corea del Sur	0,2	Aplazamiento de 9 meses de IS, IVA e IRPF Aplazamiento de 1 año del impuesto de aduanas y riqueza Rebaja para propietarios que reducen el alquiler	Subsidios al cuidado de hijos	Subsidios a empresas y a pymes para cubrir bajas y pago de salarios y alquileres	Préstamos a exportadores Avales a pymes Además, se extienden las fechas de vencimiento del pago de deuda e intereses		2,85
Australia	< 0,1			Pago del 100 % de los impuestos que la empresa retiene del personal (máximo 100 m de dólares y mínimo de 20 m de dólares en caso de no retener nada)	Programa de garantías del 50 % del préstamo por valor de 20 mm de dólares	Pago de 750 dólares a contribuyentes de la SS con rentas bajas Doble el pago (550 dólares bisemanales) a desempleados en búsqueda activa de empleo ( <i>Job Seeker payment</i> )	4,5
Canadá	< 0,1	Aplazamiento del pago de impuestos	Transferencias a personas de renta baja	Subvención de las bajas médicas a personas que no cumplen los requisitos (p. ej., autónomos)	Líneas de crédito a empresas perjudicadas (10 mm de dólares)		3,2

FUENTE: Banco de España, a partir de fuentes nacionales.

a Incluye únicamente los números anunciados por los Gobiernos. En general, estas cifras no incluyen el mayor gasto en el seguro de desempleo.

para las empresas de las industrias y las regiones afectadas. El coste de las medidas fiscales anunciadas hasta la fecha de cierre de este Informe, muy variable por países, oscila, con carácter general, entre el 0,5 % y el 1 % del PIB.

**En los países del área del euro, ante la ausencia de reacciones de calado en el ámbito fiscal a escala europea, los distintos Gobiernos han implementado planes de emergencia ajustados a las necesidades y las posibilidades de cada país.** En Italia, país europeo que ha registrado por el momento el mayor número de personas afectadas, el Gobierno ha anunciado un conjunto de actuaciones con un coste total estimado de 25 mm de euros. Los sucesivos decretos aprobados por las autoridades italianas incluyen numerosas actuaciones de apoyo a empresas y a hogares, en distintos ámbitos, así como un reforzamiento presupuestario del sistema sanitario y de protección civil. Entre las medidas para las empresas, destacan las relativas a la reducción o aplazamiento de impuestos (como la suspensión de los pagos de cotizaciones sociales y del IVA hasta el 31 de mayo para todas las empresas con facturación de hasta 2 millones de euros y, por encima de esta cifra, a las empresas de los sectores más afectados) y las de apoyo a su liquidez (como la moratoria introducida sobre los préstamos, de aplicación a todas las pymes afectadas por la pandemia, que prevé la posibilidad de pedir la suspensión o el alargamiento de los préstamos concedidos hasta el 31 de enero de 2020)<sup>2</sup>. La moratoria incluye la suspensión del pago del principal del préstamo, bajo ciertas circunstancias, así como la posibilidad de extender el plazo de este. En el ámbito empresarial, otras medidas que destacan son la dotación de un fondo de ayuda de 750 millones de euros para las empresas afectadas por el paro de la producción, la introducción de un mecanismo de garantía público para el sistema bancario con el cual permitir la expansión del crédito a las empresas de tamaño mediano y grande afectadas por la crisis (el Estado cubriría el 80 % del préstamo, con el objetivo de liberar 10 mm de euros) o la provisión de avales a las pymes para préstamos de hasta 5 mm de euros, a través de la ampliación de un fondo de garantía central. En cuanto a medidas de apoyo a hogares y a autónomos, se pueden resaltar las siguientes: 1) suspensión de hasta 18 meses de los pagos por hipotecas sobre la primera vivienda (con una asignación presupuestaria de 500 millones); 2) establecimiento de un fondo de «última instancia» para apoyar a los trabajadores de renta baja (200 millones); 3) suspensión de los procedimientos de despido iniciados a partir del 23 de febrero; 4) medidas de conciliación: baja por cuidado de 15 días (con el 50 % del sueldo) o, alternativamente, «bono canguro» de 600 euros (1.000 para personal sanitario); las medidas se financiarán con 1,2 mm de euros, y 5) indemnización de 600 euros para los trabajadores autónomos.

**El Gobierno alemán ha puesto en marcha un conjunto amplio de medidas para mitigar los efectos económicos de la crisis del coronavirus.** Las medidas se

---

2 La moratoria nace de un acuerdo entre la Asociación Bancaria Italiana y las asociaciones empresariales, y tiene la participación del 93 % de los bancos italianos.

concretan en cinco frentes de actuación. En primer lugar, se adoptan medidas de protección de las rentas de los hogares, como el aumento de las ayudas a receptores de rentas básicas, una mayor protección a los inquilinos que no puedan pagar el alquiler o ayudas a familias de ingresos bajos para el pago de los suministros básicos. En segundo lugar, se flexibilizan las condiciones de acceso por parte de las empresas al mecanismo de compensación de empleo a tiempo parcial (*Kurzarbeitergeld*) desde principios de abril. Para financiar esta medida, el Gobierno cuenta, como punto de partida, con las reservas de la Agencia Federal de Empleo (26 mm de euros, 0,7 % del PIB). En tercer lugar, se adoptan un conjunto de medidas para mejorar la liquidez de las empresas, a escala federal y regional (*Länder*): se facilita el aplazamiento del pago de impuestos a las empresas; se reduce el monto de pagos adelantados de impuestos para aquellas empresas donde se prevea una reducción significativa de los ingresos, y se destinan 50 mm de euros (1,4 % del PIB) para ayudas directas —en forma de pagos únicos— a pequeñas empresas y autónomos que no estuvieran en problemas antes del impacto del coronavirus para atender el pago de gastos recurrentes. En cuarto lugar, con objeto de cubrir las necesidades de liquidez de las empresas debido a la caída de actividad o a la interrupción de las cadenas de suministro, se establece un mecanismo de provisión de liquidez a las empresas, instrumentado a través del sistema de bancos públicos de desarrollo, en colaboración con la banca privada, mediante préstamos con condiciones favorables (por ejemplo, tipos de interés reducidos), la habilitación de nuevas líneas de crédito para empresas afectadas expresamente por el coronavirus y la ampliación de garantías públicas. El Estado cubrirá todos los nuevos riesgos asumidos, que podrían suponer un volumen de garantías de hasta 822 mm de euros (23 % del PIB). Además, el Gobierno crea un fondo de estabilidad económica dirigido a grandes empresas con objeto de facilitar su acceso a los mercados, que podrá emitir garantías sobre valores de deuda por valor de hasta 400 mm de euros y realizar recapitalizaciones por valor de hasta 100 mm de euros. Finalmente, el Gobierno federal alemán aumentará el importe de su programa de inversiones por un volumen de 12,4 mm de euros adicionales para el período 2021-2024 (esta cifra supone, no obstante, de media, menos del 0,1 % del PIB cada año). Para financiar las medidas con impacto presupuestario este año, así como el impacto derivado del funcionamiento de los estabilizadores automáticos (en particular, la reducción de ingresos públicos y el aumento de los pagos por desempleo), el Gobierno ha solicitado incurrir en nuevo endeudamiento por un total de 156 mm de euros (4,5 % del PIB).

**Finalmente, de entre los tres países más grandes del área del euro, el Gobierno francés detalló el 16 de marzo un paquete de medidas económicas para mitigar los efectos económicos de la crisis sanitaria.** Las autoridades galas cuantifican el coste de las ayudas en 45 mm de euros (1,7 % del PIB). Se refuerza el sistema de desempleo parcial, de manera que se cubra el coste de los despidos temporales ocasionados por el cierre de empresas. Se prevén 8,5 mm de euros dedicados al pago, durante dos meses, de la remuneración de los asalariados que se encuentren en paro parcial por el coronavirus. Asimismo, se crea un fondo de

solidaridad, dotado con 2 mm de euros, destinado a ayudar a pymes con menos de 1 millón de euros de facturación anual que, por la crisis, dejen de tener ingresos, o que estos se reduzcan al menos un 70 % anual en marzo. Por otra parte, se produce el aplazamiento del pago de impuestos y cotizaciones a la seguridad social, por un importe que se estima en unos 32 mm de euro. En casos excepcionales se puede decidir la devolución de impuestos directos tras un estudio individualizado. En cuanto a medidas de liquidez para las empresas a través de la provisión de avales públicos, se introduce un programa de garantías públicas a préstamos bancarios a empresas a través del banco público de inversiones Bpifrance (por valor de 300 mm, el 11 % del PIB). Otras medidas adoptadas o anunciadas incluyen el apoyo del Estado y del Banco de Francia para renegociar la devolución de deuda privada, la posibilidad de rescatar, en caso necesario, empresas con participación pública, como Air France, a través de recapitalizaciones o incluso la nacionalización, o la modificación de los contratos públicos para incluir el coronavirus como motivo de causa mayor, de modo que no se puedan aplicar sanciones de demora por este motivo.

**En España se ha actuado en diversos frentes, de modo análogo a lo observado en otros países.** El volumen de fondos públicos movilizados alcanzaría el 8,8 % del PIB. De este volumen total, un 0,5 % del PIB supone un aumento directo del gasto, mientras que el resto está destinado a la concesión de avales y líneas de crédito a empresas.

**Un primer ámbito de acción es el aumento de la dotación presupuestaria para afrontar el crecimiento del gasto sanitario derivado de la epidemia.** En concreto, el Gobierno Central ha destinado 3,8 mm de euros para estos fines, tanto para las CCAA, que son los principales proveedores de estos servicios, por medio de un adelanto de 2,8 mm de los pagos a cuenta del sistema de financiación autonómico, como para el Ministerio de Sanidad, a partir de la concesión de un crédito extraordinario por un importe total de 1.000 millones de euros. Además, se han destinado 30 millones de euros a financiar la investigación sobre el virus.

**Una segunda área de actuación presupuestaria prioritaria ha sido la relativa a la protección social.** En concreto, se destinan 600 millones para la provisión de servicios por parte de las Administraciones Autonómicas y Locales a las personas en situación vulnerable. Además, se han puesto en marcha dos medidas sin impacto directo en el presupuesto público con el mismo objetivo de paliar el impacto de la crisis sobre los hogares en una posición más frágil: la obligación de que las empresas proveedoras garanticen los suministros esenciales (agua, gas y telecomunicaciones) en caso de impago y el establecimiento de una moratoria en el pago de las cuotas de las hipotecas a las familias cuyos ingresos se vean reducidos como resultado de la crisis. Por último, se ha aprobado que las bajas por infección por coronavirus o por cuarentena sean consideradas como incapacidad temporal por contingencias profesionales (en las que el Estado asume el pago de las prestaciones desde el primer día).

**Una tercera área de actuación está relacionada con las medidas orientadas a tratar de impedir que esta perturbación —muy intensa, pero de naturaleza transitoria— cause efectos persistentes sobre la actividad y el empleo una vez que desaparezca la emergencia sanitaria.** En este sentido, un objetivo crucial es intentar evitar que haya empresas que, siendo viables a medio plazo en ausencia de la pandemia, se vean obligadas a cesar su actividad o a reducir de forma permanente su empleo como consecuencia de esta. En concreto, se ha incentivado, a través de una exoneración de las cuotas empresariales a la Seguridad Social (del 100 % en el caso de las pymes y del 75 % para el resto de las empresas), la realización de expedientes de regulación de empleo bajo las modalidades de suspensión temporal y de reducción de jornada, siempre que se garantice el mantenimiento del empleo durante los próximos seis meses. Además, se ha garantizado el derecho a la prestación por desempleo de los trabajadores afectados, incluso aunque no tuvieran el período mínimo cotizado exigible, no computando esta para el cálculo de prestaciones futuras. En el caso de los autónomos, se facilita el cobro de la prestación por cese de actividad, siempre que la facturación haya descendido al menos un 75 %. Con todo ello se pretende que la desvinculación temporal o parcial de su actividad laboral no se convierta en permanente, contribuyendo así a mantener las expectativas de renta de los hogares a largo plazo y, por tanto, al sostenimiento de la demanda agregada, y a facilitar el restablecimiento de la actividad económica una vez superada la crisis sanitaria.

**Además, se han aprobado importantes medidas para contrarrestar la posibilidad de que la falta de liquidez de las sociedades no financieras pueda dañar su viabilidad.** En primer lugar, se ha activado una línea de avales y garantías públicas por un importe total de 100 mm de euros aplicables a créditos otorgados a las empresas no financieras. En segundo lugar, se ha aprobado una moratoria de las deudas tributarias (hasta un máximo de 30.000 euros por figura impositiva) de las empresas con una facturación inferior a 6 millones de euros durante seis meses, si bien solo durante los tres primeros meses no son aplicables ni intereses ni recargos. En tercer lugar, al objeto de atender las necesidades de los sectores más afectados por la crisis, se ha creado una línea de créditos del ICO para pymes de las ramas de turismo, transporte y hostelería (por 400 millones de euros) y se ha activado una línea adicional de avales para empresas exportadoras y pymes (por 2 mm de euros).

**A escala supranacional, se han movilizado varios instrumentos comunitarios para apoyar las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales.** La Comisión Europea (CE) anunció la utilización de una partida disponible del presupuesto comunitario, por un montante de 8 mm de euros, para cubrir gastos sanitarios y proporcionar apoyo a las pymes en dificultades como consecuencia de los efectos de la pandemia. Junto con ello, se ha propuesto la movilización de 29 mm de euros adicionales en fondos estructurales. Además, la CE ha anunciado una relajación de las restricciones a las ayudas de Estado, para facilitar que las autoridades nacionales otorguen créditos fiscales y subvenciones a las empresas afectadas. Por último, se

posibilitará que los Estados miembros hagan uso de las cláusulas de flexibilidad ante circunstancias excepcionales contenidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que les permitiría desviarse de forma temporal de la senda de déficit acordada con la Comisión.

**En conjunto, la combinación de las medidas discrecionales de política fiscal puestas en marcha por los Estados miembros del área del euro y las acciones a escala europea supone más del 1 % del PIB de la eurozona.** Todas estas actuaciones complementan el funcionamiento de los estabilizadores automáticos (como el seguro de desempleo), que en el caso del área del euro son muy potentes. Por su parte, se calcula que las medidas públicas de apoyo a la liquidez de los agentes privados ascenderían aproximadamente al 10 % del PIB del área del euro.

20.3.2020.

## **ARTÍCULOS ANALÍTICOS**

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

### **RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS HASTA EL CUARTO TRIMESTRE DE 2019. UN AVANCE DE CIERRE DEL EJERCICIO**

Álvaro Menéndez Pujadas y Maristela Mulino

Publicado el 23 de marzo de 2020

De acuerdo con la muestra trimestral de la Central de Balances, la actividad de las sociedades no financieras perdió dinamismo en 2019, lo que se tradujo en una desaceleración de la creación de empleo. Sin embargo, la elevada entrada de dividendos favoreció un aumento de los beneficios ordinarios, y con ello crecieron también los niveles medios de rentabilidad ordinaria. Además, los costes de financiación siguieron disminuyendo, lo que permitió que el diferencial entre la rentabilidad del activo y este indicador se ampliase de nuevo. Por otro lado, la evolución de los ingresos y los gastos atípicos influyó negativamente en el resultado del ejercicio, provocando un descenso notable del excedente final. Las ratios medias de endeudamiento, tanto la que se expresa en relación con el activo como la que se calcula con respecto a los excedentes ordinarios, siguieron reduciéndose en 2019. También continuó disminuyendo la fracción de los beneficios destinada al pago de intereses, que se situó en mínimos históricos. El artículo incluye un recuadro que analiza la evolución reciente de la financiación comercial y de los períodos medios de pago a proveedores y de cobro a clientes.

### **EL TRATADO DE LIBRE COMERCIO ENTRE LA UE Y EL MERCOSUR: PRINCIPALES ELEMENTOS E IMPACTO ECONÓMICO**

Jacopo Timini y Francesca Viani

Publicado el 17 de marzo de 2020

Este artículo describe las principales características del acuerdo comercial alcanzado entre la Unión Europea (UE) y el Mercado Común del Sur (MERCOSUR) en 2019, y presenta estimaciones de su posible impacto sobre los flujos comerciales y sobre el PIB en las dos áreas.

El acuerdo es ambicioso, ya que implica la liberalización completa de casi todo el comercio de bienes entre los dos bloques; incluye disposiciones que facilitarán la

provisión de servicios y la reducción de barreras no arancelarias, y prevé la liberalización mutua de los procesos de contratación pública. Incorpora asimismo disposiciones sobre la protección del medioambiente y de los derechos de los trabajadores.

Los efectos estimados del acuerdo sobre el comercio y la actividad serían relevantes para el MERCOSUR. Para la UE, el impacto sería más modesto, pero siempre positivo, debido a la menor relevancia que el comercio con el MERCOSUR tiene para los miembros de la UE. Entre los países de la Unión, España se situaría entre las economías más beneficiadas por el acuerdo.

## **LA POBLACIÓN EN RIESGO DE POBREZA O EXCLUSIÓN SOCIAL EN ESPAÑA, SEGÚN LA DEFINICIÓN DEL CONSEJO EUROPEO**

Aitor Lacuesta y Brindusa Anghel

Publicado el 5 de marzo de 2020

En este artículo se describe el concepto de población en riesgo de pobreza o de exclusión social que sirve para cuantificar los objetivos que en esta materia presentan los países de la Unión Europea. A partir de esta definición, se analiza cómo ha evolucionado la pobreza en España y qué factores han contribuido a que sus niveles estén todavía por encima tanto de los objetivos oficiales para 2020 como de la media del resto de los países de la Unión Europea. Finalmente, se identifican algunos aspectos de la anterior definición que sugieren abordar el concepto de pobreza económica desde varias perspectivas complementarias.

## **EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA FINANCIACIÓN Y DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO. SEGUNDO SEMESTRE DE 2019**

Pana Alves, Fabián Arrizabalaga, Javier Delgado y Alejandro Ferrer

Publicado el 20 de febrero de 2020

En la parte final del año 2019, la financiación captada por hogares y por empresas no financieras crecía a ritmos muy moderados, algo inferiores a los registrados en la primera mitad del año. Esta evolución se produjo en un contexto de debilidad de la demanda de fondos y en el que los criterios de concesión de los préstamos bancarios se habrían endurecido ligeramente, si bien el coste del crédito volvió a disminuir, en línea con la orientación más acomodaticia de la política monetaria. Por su parte, la cartera de préstamos de las entidades de depósito siguió contrayéndose, aunque a un ritmo más moderado, al tiempo que continuó mejorando su calidad media, con reducciones adicionales de la tasa de morosidad y de los activos adjudicados.

## **LA INFLUENCIA DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS EN LA INCLUSIÓN FINANCIERA**

Esther Barruetabeña

Publicado el 18 de febrero de 2020

Los avances en las nuevas tecnologías suponen una oportunidad de acceso y uso de los servicios financieros para millones de personas que permanecen excluidas financieramente a escala mundial. En este artículo se señalan las principales ventajas que la innovación financiera está reportando, especialmente en las economías emergentes, al tiempo que se identifican los principales desafíos asociados, incluidos los potenciales efectos de la digitalización sobre la exclusión financiera, y las posibles formas de abordarlos.

## **EL AGOTAMIENTO DEL DIVIDENDO DEMOGRÁFICO EN LATINOAMÉRICA: RETOS PARA LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS Y SOCIALES**

Juan Carlos Berganza, Rodolfo Campos, Enrique Martínez Casillas y Javier Pérez

Publicado el 13 de febrero de 2020

El envejecimiento de la población es uno de los grandes retos globales. Las economías de América Latina presentan una estructura de población más joven que la de otras economías emergentes y que la de las avanzadas, lo que les ha permitido disfrutar del llamado «dividendo demográfico» (una proporción favorable de la población en edad de trabajar con respecto a la que no se encuentra en edad activa). Sin embargo, según las últimas proyecciones demográficas de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), se estima que en 2020 la pirámide de población de América Latina será como la que mostraban las economías avanzadas en 1990 y, hacia 2050, ambos grupos de países mostrarán perfiles poblacionales similares. En este artículo se documentan las tendencias demográficas actuales para Latinoamérica y se discuten los principales retos asociados (en particular, los relacionados con la adecuación de los sistemas de previsión social al envejecimiento progresivo de la población).

## **LA RELACIÓN ENTRE LAS TASAS DE INFLACIÓN EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS**

Luis J. Álvarez, Ana Gómez Loscos y M.<sup>a</sup> Dolores Gadea

Publicado el 11 de febrero de 2020

En este trabajo se analiza la vinculación entre las variaciones de la inflación y sus determinantes en un amplio conjunto de economías avanzadas, con especial hincapié en las del área del euro. Se observa un elevado grado de interdependencia de la inflación entre países, que es mayor para las economías de la zona del euro,

reflejo de sus estrechos vínculos económicos y financieros y de su política monetaria común. Se encuentra, asimismo, que la interconexión de la inflación es un fenómeno que tiende a hacerse más visible en el medio y largo plazo. También se observa que la interdependencia del núcleo inflacionista —la referida a los productos con precios más estables— es limitada. Por el contrario, la interdependencia de la inflación general es bastante más elevada y ha aumentado mucho en los últimos años. Las variables determinantes de la inflación de acuerdo con los modelos neokeynesianos de curva de Phillips (como las expectativas de inflación, la posición cíclica y los precios exteriores) ayudan también a explicar las relaciones en el comportamiento de la inflación en las economías avanzadas, y en especial en las del área del euro.

## **ENVEJECIMIENTO, PRODUCTIVIDAD Y SITUACIÓN LABORAL**

Brindusa Anghel y Aitor Lacuesta

Publicado el 6 de febrero de 2020

Este artículo analiza cómo varían la participación laboral y el tipo de trabajo realizado con la edad. Utilizando datos del Programme for the International Assessment of Adult Competencies (PIAAC), de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), se documenta que, al envejecer, se van deteriorando en las personas ciertas habilidades relacionadas con la capacidad para realizar trabajo físico, la comprensión lectora y numérica o el uso de nuevas tecnologías. Por el contrario, al acumular experiencias, los trabajadores de más edad desarrollan una mayor habilidad para planificar, supervisar y reaccionar ante contratiempos. No obstante, el cambio entre estas tareas no está exento de dificultades, especialmente en determinados sectores y empresas, como la agricultura, el comercio, la hostelería o el servicio doméstico, donde se concentran con mayor probabilidad los trabajadores de más edad con poca formación en España respecto al área del euro. En este sentido, un mayor tamaño empresarial, entornos laborales flexibles, esquemas de jubilación que incorporen ciertas especificidades relativas a las habilidades requeridas en distintas ocupaciones y un aumento de la formación continua favorecerían una menor caída de la productividad y un mayor grado de empleabilidad del colectivo de trabajadores de más edad. Esto último cobra especial relevancia en el contexto demográfico actual de nuestro país, de envejecimiento poblacional progresivo.

## **ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ENERO DE 2020**

Álvaro Menéndez Pujadas

Publicado el 21 de enero de 2020

De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, durante el cuarto trimestre de 2019 se produjo en España, en todas las modalidades, un ligero endurecimiento

de los criterios de concesión, mientras que en la Unión Económica y Monetaria (UEM) este solo afectó a los préstamos a hogares para consumo y otros fines. En este mismo segmento, las condiciones generales de los nuevos préstamos se suavizaron, tanto en España como en el conjunto de la eurozona, si bien en nuestro país, además, se observó un leve endurecimiento de las condiciones en los créditos a familias para adquisición de vivienda. La demanda de crédito en España se habría reducido en todas las modalidades, mientras que en el conjunto de la UEM habrían descendido las solicitudes de fondos provenientes de sociedades y habrían aumentado las de los hogares. Según las entidades encuestadas, las medidas regulatorias y supervisoras de capital, apalancamiento o liquidez no habrían tenido en España un impacto apreciable sobre la oferta de crédito en el segundo semestre de 2019, mientras que en la eurozona habrían propiciado un cierto endurecimiento. Por otra parte, la ratio de morosidad habría contribuido a un endurecimiento de los criterios de concesión de créditos (en los créditos para consumo en España y en los otros dos segmentos en la UEM). Por último, respecto a las TLTRO III del Banco Central Europeo, la participación de las entidades fue escasa en la subasta de septiembre, y aumentó significativamente en la de diciembre, atraídas fundamentalmente por las favorables condiciones de esta financiación.



## NOTAS ECONÓMICAS

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

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

Irune Solera y Mario Izquierdo

Publicada el 28 de enero de 2020

La Encuesta de Población Activa (EPA) mostró un repunte en el crecimiento del empleo en el cuarto trimestre de 2019, con un avance interanual del 2,1 %, 0,3 puntos porcentuales (pp) por encima del ritmo alcanzado en el tercer trimestre. Esta aceleración contrasta con la ralentización observada en los registros de afiliados a la Seguridad Social, que, aunque crecieron a un ritmo similar (2 %), mostraron menor dinamismo que en el tercer trimestre. La actividad del empleo en el cuarto trimestre del año se concentró en el colectivo de asalariados indefinidos. Por ramas de actividad, el crecimiento del empleo se moderó en la construcción y en la industria, se redujo en la agricultura y repuntó en las ramas de servicios, especialmente en las de mercado. La población activa intensificó a finales de 2019 la tendencia creciente de los trimestres pasados, con un avance del 1,3 %. Como resultado, la tasa de paro se situó en el 13,8 %, 0,6 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, 2020  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CCAA	Comunidades Autónomas	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCLL	Corporaciones Locales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CE	Comisión Europea	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
EPA	Encuesta de Población Activa	RD	Real Decreto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros ( <i>Euro Interbank Offered Rate</i> )	RM	Resto del Mundo
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEPP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UEM	Unión Económica y Monetaria
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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