

A finales de septiembre pasado, en el contexto del análisis de riesgos a las proyecciones macroeconómicas de la economía española publicadas en aquel momento, el Banco de España señaló que las tensiones políticas en Cataluña podrían afectar eventualmente a la confianza de los agentes y a sus decisiones de gasto y condiciones de financiación¹. Con posterioridad, el 11 de noviembre, en el marco del *Informe de Estabilidad Financiera*², se proporcionaron varios escenarios hipotéticos, basados en episodios históricos en los que se observaron aumentos significativos de la incertidumbre, que incorporaban distintos supuestos sobre la intensidad y el grado de prolongación en el tiempo que podría llegar a tener el episodio actual de tensionamiento político en esta comunidad autónoma. En particular, en un primer escenario se asumía un aumento transitorio y acotado de la incertidumbre, que produciría una pérdida acumulada de PIB hasta finales de 2019 de unos 0,3 puntos porcentuales (pp), y otro escenario más severo y prolongado, con una pérdida de actividad sustancialmente mayor³. Más recientemente, en las proyecciones publicadas el 15 de

diciembre⁴, el escenario central incorporó un impacto derivado de este episodio de tensionamiento político inspirado por los datos coyunturales más recientes y la valoración de los indicadores de incertidumbre, en la fecha de cierre de dicho informe (30 de noviembre), que se encontraría en línea con el primer escenario anterior, de impacto transitorio y acotado en el tiempo. No obstante, se indicaba que la incidencia final de este elemento de riesgo para el conjunto de la economía española dependerá de la magnitud y persistencia que acabe teniendo este episodio.

En este recuadro se repasa la evidencia disponible sobre la evolución en el último trimestre del año de un conjunto de indicadores financieros, de incertidumbre y económicos desde la óptica de la economía española en su conjunto y de las Comunidades Autónomas (CCAA) de mayor relevancia económica.

En el ámbito de los mercados financieros, la primera parte de octubre vino acompañada de un aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles, así como de un comportamiento más desfavorable de la bolsa española que el registrado por los principales mercados europeos, en particular debido a la evolución negativa de las cotizaciones bancarias y, especialmente, la de las entidades que tenían su sede en Cataluña. Los desarrollos posteriores tendieron a normalizar parcialmente la situación (véanse gráficos 1 y 2). Por su parte, en los mercados de deuda soberana, la volatilidad ha sido menor, registrándose inicialmente una ampliación del diferencial frente al bono alemán a diez años y un estrechamiento del diferencial frente a la referencia italiana, si bien, en ambos casos, de una magnitud reducida, que revirtió posteriormente, de manera que a principios de noviembre se registraban niveles similares a los observados antes del comienzo del episodio de tensionamiento político.

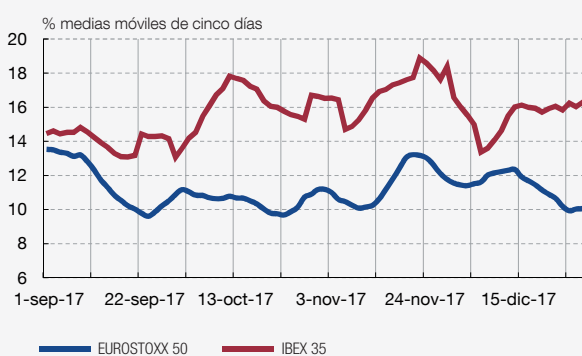
- 1 Véase *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2017-2019)*.
- 2 Véase el recuadro 1.1 («El impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña») del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, noviembre de 2017. Para una descripción de los modelos econométricos que miden la respuesta de la actividad económica y de los componentes de demanda ante fluctuaciones de la incertidumbre, véase M. Gil, J. J. Pérez y A. Urtasun, «Incertidumbre económica: medición e impacto sobre la economía española», *Boletín Económico* 1/2017.
- 3 Para un análisis de los efectos potenciales de un escenario más abrupto y persistente de incremento de la incertidumbre política en Cataluña, véase, de nuevo, el recuadro 1.1 («El impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña») del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, noviembre de 2017. En concreto, en este recuadro se simula un escenario en el cual se considera que el incremento de la incertidumbre en el cuarto trimestre del año replicara el equivalente al registrado en el episodio histórico precedente de subida más intensa y se redujera con posterioridad de manera lineal hasta desaparecer a finales de 2019. En este caso, el efecto negativo estimado sobre el PIB sería de algo más de 2,5 pp entre finales de 2017 y 2019.

- 4 Véase *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2017-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2017*.

Gráfico 1
ÍNDICES BURSÁTILES GENERALES



Gráfico 2
VOLATILIDAD IMPLÍCITA



FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

Gráfico 3
INCERTIDUMBRE EN LOS MERCADOS FINANCIEROS (a)

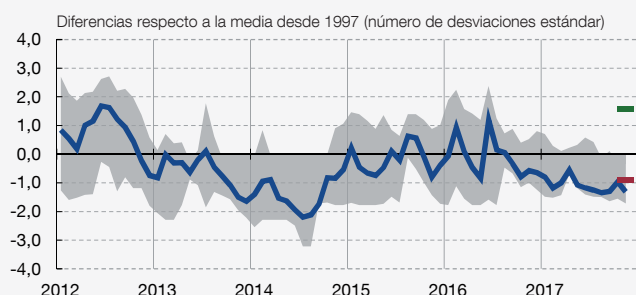
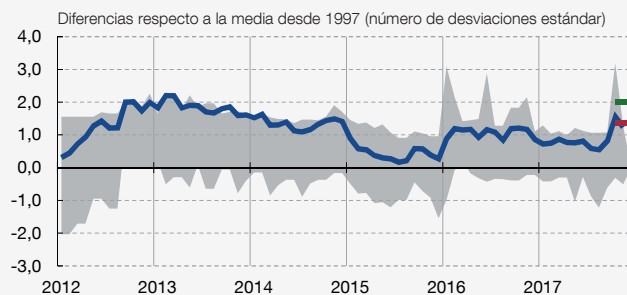


Gráfico 4
INCERTIDUMBRE ECONÓMICA Y SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS (b)



— OBSERVADO — ESCENARIO 1 (c) — ESCENARIO 2 (c)

Gráfico 5
AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL: EVOLUCIÓN EN 2017 (d)

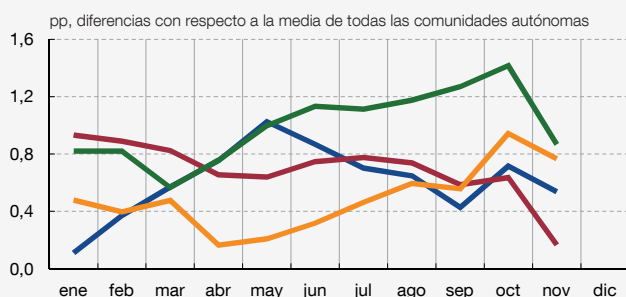


Gráfico 6
MATRICULACIONES DE VEHÍCULOS DE CARGA: EVOLUCIÓN EN 2017 (d)

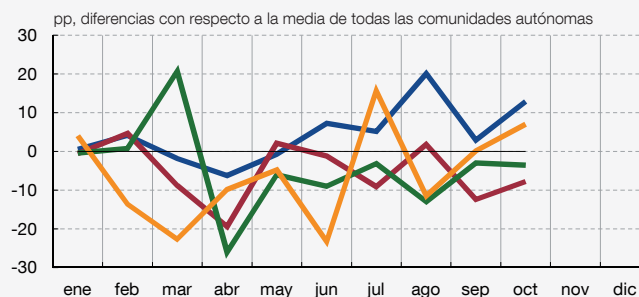


Gráfico 7
PERNOCTACIONES DE NO RESIDENTES: EVOLUCIÓN EN 2017 (d)

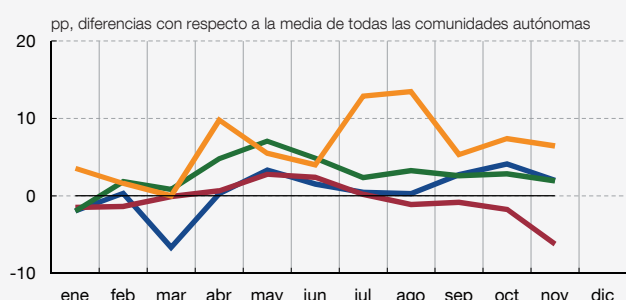
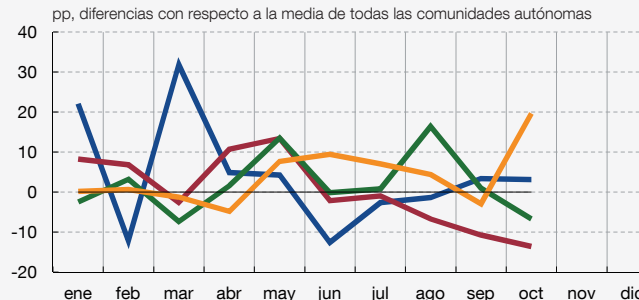


Gráfico 8
COMPRAS DE VIVIENDAS: EVOLUCIÓN EN 2017 (d)



— ANDALUCÍA — CATALUÑA — COMUNIDAD VALENCIANA — COMUNIDAD DE MADRID

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, IESE, FUNCAS, Barómetro del CIS, PRS Group y Banco de España.

- a Indicador sintético calculado a partir de los indicadores de volatilidad del IBEX-35, del tipo de cambio, del precio del petróleo y del bono a diez años. El área sombreada representa el rango de indicadores.
- b Indicador sintético calculado a partir de los indicadores de valoración política del CIS (actual y expectativas), indicador de riesgo político (PRS Group), índice de fragmentación del Parlamento nacional, indicador de incertidumbre sobre las políticas económicas (EPU) y desacuerdo en las previsiones de déficit público. El área sombreada representa el rango de indicadores.
- c Los escenarios corresponden a las hipótesis utilizadas en el recuadro 1.1 («El impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña») del Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, noviembre de 2017. En el escenario 1 se supone que el nivel de incertidumbre aumenta de manera transitoria durante el cuarto trimestre de 2017 y retorna en el primer trimestre del año 2018 al nivel del tercer trimestre de 2017. Este aumento se calibra a partir de la distribución estadística de las medidas de incertidumbre consideradas, que se incrementan en una magnitud que se sitúa en el percentil 90 de cada serie (es decir, solo un 10 % de las variaciones históricas, a nivel de cada indicador, son superiores a las que se asumen). En el escenario 2 se supone un aumento de la incertidumbre en el cuarto trimestre de 2017 equivalente al registrado en el episodio histórico de subida más intensa, asumiéndose que tras este shock inicial el nivel de los indicadores de incertidumbre se reduce de manera lineal a lo largo del horizonte de la simulación.
- d Tasas interanuales de series ajustadas de estacionalidad (desviaciones respecto al crecimiento medio de todas las CCAA).

Respecto a los indicadores de incertidumbre económica, estos registraron un aumento significativo en octubre, que revirtió parcialmente en noviembre (véanse los gráficos 3 y 4 para el caso concreto de los indicadores que miden la incertidumbre en los mercados financieros y sobre la situación económica y las políticas económicas). De mantenerse en los últimos días de diciembre el nivel observado en los dos primeros meses del trimestre, la cota alcanzada por estos indicadores en el promedio del trimestre sería de un orden de magnitud similar a la considerada en el escenario más benigno de los dos asumidos en el recuadro sobre el impacto económico de la incertidumbre derivada de las tensiones políticas en Cataluña referenciado más arriba.

Por su parte, la información coyuntural acerca de la actividad económica relativa al trimestre en curso en el conjunto de España y en las distintas CCAA es todavía incompleta, pero comprende ya un conjunto de indicadores relevante, en particular para los meses de octubre y, en menor medida, noviembre. De acuerdo con esta información, la actividad económica se habría desacelerado

en el último tramo del año en Cataluña en mayor medida que en la media de las CCAA consideradas (véanse gráficos 5 a 8). Esta ralentización se debería, en particular, al peor comportamiento de los indicadores de empleo, turismo y mercado de la vivienda, entre otros, en esta comunidad autónoma, con respecto a lo observado, en media, en el conjunto de las CCAA y, en particular, en las de mayor peso económico.

La incidencia final de este elemento de riesgo sobre el conjunto de la economía española en el cuarto trimestre dependerá de la magnitud y de la persistencia que este acabe teniendo. Un alivio del grado de tensión en Cataluña, como el que se percibió durante el mes de noviembre y las primeras semanas de diciembre, podría conducir a un escenario de mayor crecimiento del producto que el considerado en las proyecciones recientemente publicadas. Por el contrario, un hipotético rebrote de las tensiones en los próximos meses podría llevar a un impacto más pronunciado sobre las decisiones de consumo e inversión de los agentes que el que se infiere a partir de los datos parciales disponibles.