

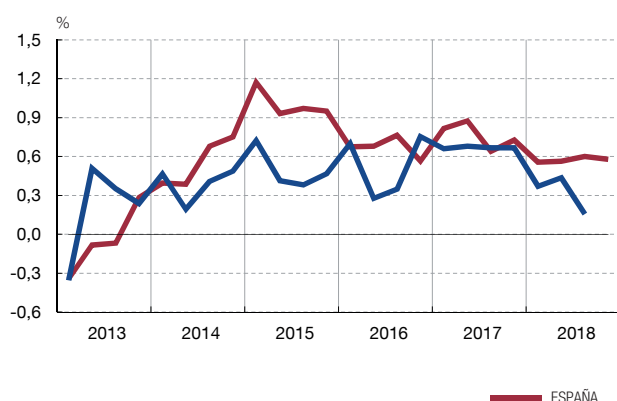
En el tramo final de 2018 ha proseguido la expansión de la actividad mundial, si bien han ido haciéndose patentes algunas muestras de desaceleración, observándose además un comportamiento por áreas geográficas más heterogéneo que al comienzo del año. Esta evolución estaría reflejando la materialización parcial de algunos de los focos de incertidumbre que vienen acechando a la economía mundial desde el inicio del año, en particular las tensiones comerciales y un cierto endurecimiento de las condiciones financieras globales. Ello se ha traducido en varios episodios de volatilidad en los mercados financieros, que se han saldado con retrocesos de las cotizaciones bursátiles y repuntes de los diferenciales corporativos.

A futuro, no cabe descartar la posibilidad de un recrudecimiento de la incidencia de estas dos fuentes de incertidumbre, a las que cabe añadir otras adicionales, en el ámbito europeo, como el devenir de la política presupuestaria en Italia o la incertidumbre en torno a la forma en que se producirá finalmente la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Además, más recientemente, han resurgido las preocupaciones acerca del curso de la economía china, donde han aparecido señales crecientes de debilidad de la actividad, a pesar de los estímulos proporcionados por las políticas de demanda. En un contexto en el que el endeudamiento de los agentes ha aumentado muy rápidamente en los últimos años, existe el temor de que una hipotética profundización de la desaceleración en esta economía pueda afectar negativamente a la estabilidad de su sistema financiero. En este contexto, una incógnita es la capacidad de las autoridades para revertir la desaceleración del producto a través de la aplicación de una nueva ronda de estímulos monetarios y fiscales.

En el área del euro, se ha prolongado en el segundo semestre del año la fase de crecimiento más moderado ya observada desde su inicio. En parte, estos desarrollos se deberían al encadenamiento de distintos factores de naturaleza transitoria. El último de ellos habría sido el impacto sobre la industria del automóvil de la introducción de una nueva norma acerca de las emisiones contaminantes de los vehículos. No obstante, parecen acumularse cada vez mayores indicios de la existencia de un componente más persistente, ligado al debilitamiento del contexto exterior del área, que explicaría esta etapa de crecimiento más contenido. En esta dirección apunta la pérdida de dinamismo de las exportaciones dirigidas hacia el resto del mundo. Estos desarrollos han tenido su reflejo en las últimas proyecciones del Eurosistema, que han revisado a la baja en una décima el crecimiento esperado del PIB en 2018 y 2019. El Consejo de Gobierno del BCE decidió en diciembre, al objeto de asegurar que la inflación converja a su objetivo de medio plazo, que, después del cese de las compras netas de activos a fin de año, reinvertirá, durante un tiempo prolongado tras el inicio de la subida de tipos de interés, los activos de la cartera adquiridos en el marco del programa que vayan amortizándose.

La economía española habría crecido, en el cuarto trimestre del año, de acuerdo con la información disponible hasta el momento, a una tasa intertrimestral del 0,6 %, al igual que en los dos trimestres precedentes (véanse gráfico 1 y cuadro 1). La desaceleración de la actividad en España a lo largo de 2018 habría sido notablemente menos intensa que en el conjunto del área del euro, lo que, en parte, podría deberse a la inclusión en los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2018, que entraron en vigor en el verano, de algunas medidas que han impulsado las rentas de los hogares. Además, la introducción

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO



2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



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

a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad, en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales, en los índices de precios de consumo.

de la nueva norma de emisiones contaminantes de los automóviles podría haber tenido, aparentemente, un efecto comparativamente menos pronunciado sobre la actividad del sector en nuestro país que en otras economías del área del euro, como la alemana.

Por componentes, el dinamismo del producto en el período más reciente habría seguido sustentado sobre la trayectoria expansiva de la demanda interna. En particular, el consumo de los hogares habría seguido apoyándose en la fortaleza del proceso de generación de empleo, además del efecto expansivo sobre las rentas de los hogares de las mencionadas medidas fiscales y, más recientemente, el retroceso de los precios del petróleo. Por su parte, en lo que respecta a los flujos de comercio exterior de bienes y servicios, la información disponible para los meses finales del año, todavía muy incompleta, apunta tentativamente a una cierta mejoría tanto de las exportaciones de bienes como de servicios turísticos, tras la notable debilidad mostrada a lo largo del año. La pérdida de dinamismo del sector exterior de la economía española en los últimos trimestres se debería a la confluencia de varios factores explicativos, entre los cuales la pérdida de fortaleza de la demanda procedente del resto del mundo desempeña un papel fundamental. Los efectos desfasados de la apreciación que el euro experimentó en 2017 y, en el ámbito de los servicios turísticos, la recuperación apreciada por los destinos competidores del arco mediterráneo, que en años anteriores se habían visto afectados por un aumento de la inseguridad, también habrían contribuido a explicar esta evolución.

En el medio plazo, el Banco de España prevé una continuación de la expansión de la actividad, favorecida por la corrección de los desequilibrios de la economía y por los efectos todavía expansivos de las medidas de política monetaria adoptadas en el pasado. No obstante, estos estímulos tenderán a ejercer un impacto decreciente a lo largo del período de proyección (que comprende hasta el año 2021), lo que, entre otras razones, hará que el crecimiento del producto tienda a moderarse. Específicamente, tras el aumento del 2,5 % en 2018, el PIB avanzaría un 2,2 %, un 1,9 % y un 1,7 %, respectivamente, en cada uno de los tres años siguientes¹.

¹ Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2021): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2018.

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2018.

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

c El dato del cuarto trimestre de 2018 es la media de las tasas interanuales de los meses de octubre y noviembre. El dato del mes de noviembre de 2018 se publicó con posterioridad al cierre de estas previsiones.

Por lo que se refiere a los precios de consumo, el componente subyacente ha seguido mostrando una trayectoria relativamente estable en los últimos meses y se espera que comience a repuntar a medida que siga intensificándose el grado de utilización de los factores productivos al compás de la prolongación de la fase alcista. El anunciado aumento del salario mínimo no tendría, por sí solo, un impacto alcista significativo sobre la inflación, puesto que se estima que, en términos de los costes laborales unitarios, el repunte del crecimiento salarial medio se vea compensado por otro de similar magnitud de la productividad, dado el impacto que la medida tendría en términos de destrucción de empleo.

El escenario central de evolución de la actividad de la economía española no sería inmune a una hipotética materialización de alguna de las perturbaciones procedentes del contexto exterior que se han mencionado. Sin embargo, las políticas económicas pueden realizar una contribución significativa a la reducción del grado de vulnerabilidad. En particular, el diseño de una estrategia bien definida para la reducción duradera del déficit público estructural y del endeudamiento de las Administraciones Públicas ayudaría a crear cierto margen de maniobra para que la política fiscal pueda hacer frente a las consecuencias de una eventual ralentización de la actividad y a limitar un eventual encarecimiento del coste de financiación de los agentes públicos y privados.

Además, el despliegue de un catálogo de reformas que fomenten un funcionamiento más eficiente de los mercados de trabajo y de bienes y servicios ayudaría, asimismo, a aumentar el crecimiento potencial de la economía y su resistencia ante perturbaciones exteriores. En este sentido, resulta oportuno mantener y reforzar los principales elementos del actual marco jurídico del mercado de trabajo que favorecen que el ajuste en este mercado sea compatible con una menor destrucción de empleo durante las fases recesivas, así como la eliminación de las regulaciones que limitan la competencia en algunos mercados de productos.

Cabe recordar, en este sentido, que los costes asociados a la introducción de todas estas medidas son más reducidos cuando se adoptan en un contexto de bonanza económica, como el actual.

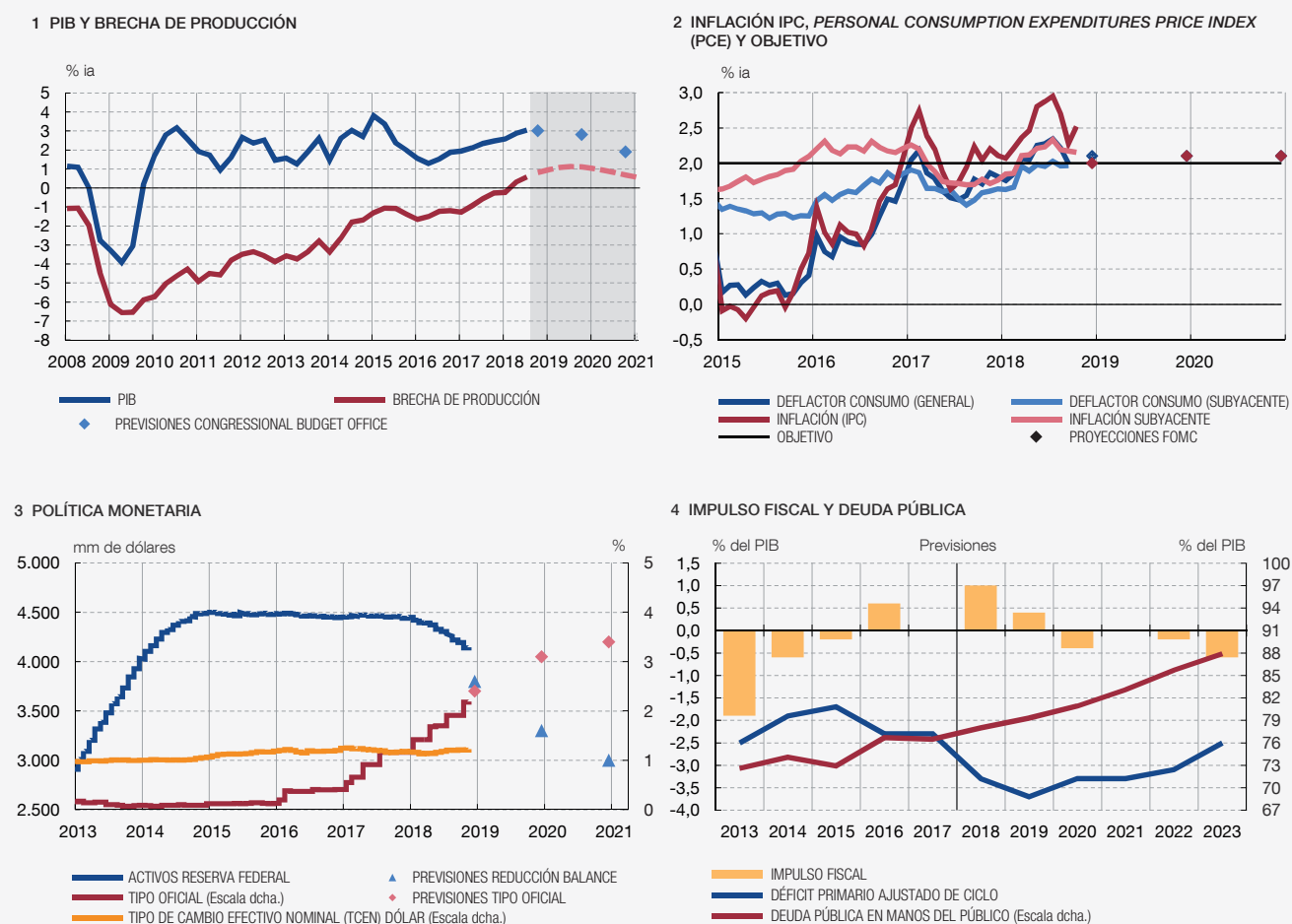
La actual expansión económica en Estados Unidos está a punto de convertirse en la más larga de la serie histórica¹. En concreto, la duración de este período de crecimiento sostenido, que se habría apoyado, en gran medida, en el tono expansivo de las políticas económicas, alcanza ya nueve años². Sin embargo, el elevado ritmo reciente de crecimiento del PIB (con tasas intertrimestrales anualizadas por encima del 3,5 % en los dos trimestres centrales de 2018), que ha situado la brecha de producción (*output gap*) en terreno positivo (véase gráfico 1) y ha reducido la tasa de paro hasta el 3,7 % de la población activa —su nivel mínimo de los últimos 50 años—, ha dado paso a una composición de la demanda agregada menos equilibrada, con un mayor peso del consumo y un cierto retroceso de la inversión, lo

que podría apuntar a un cierto agotamiento del ciclo. De cara al futuro, se espera que el tono más restrictivo que adoptarán las políticas de demanda contribuya a aumentar la probabilidad de un cambio en la situación cíclica de la economía de Estados Unidos. En este recuadro se analiza cuál es el comportamiento previsible de la política fiscal y de la política monetaria y su efecto sobre el crecimiento esperado en Estados Unidos en los próximos años.

En el ámbito monetario, en un contexto de repunte gradual de la inflación (véase gráfico 2) y de progresiva mejoría en el mercado laboral, la Reserva Federal ha incrementado los tipos oficiales en 200 puntos básicos (pb) desde diciembre de 2015 (véase gráfico 3) y podría hacerlo en otros 125 pb adicionales hasta finales de 2020, según la mediana de las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés). Además, en octubre de 2017, la Reserva Federal inició la reducción del tamaño de su balance, que se espera continúe a un ritmo gradual en los próximos años. Aunque la Reserva Federal

- 1 Véase el fechado cíclico realizado por el [National Bureau of Economic Research](#) desde mediados del siglo XIX.
- 2 La duración de las expansiones en Estados Unidos desde 1945 ha sido, en promedio, de unos cinco años.

Gráfico 1
POSICIÓN CÍCLICA Y PAPEL DE LAS POLÍTICAS DE DEMANDA



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal y Bloomberg.

prevé que la inflación se mantenga alrededor del objetivo del 2 % en el futuro próximo, la escasa holgura en el mercado laboral y los efectos de los aumentos de aranceles constituyen riesgos al alza para el escenario central de comportamiento de los precios, cuya materialización provocaría un tensionamiento adicional de la política monetaria, así como un endurecimiento mayor de las condiciones financieras internas y globales³.

Por lo que se refiere a la política fiscal, se estima que el estímulo derivado de las medidas expansivas adoptadas a finales de 2017 y principios de 2018 tendrá un impacto positivo sobre el crecimiento del PIB de 0,6 pp tanto en 2018 como en 2019⁴. A medida que este estímulo fiscal se desvanezca, a partir de 2020 (véase gráfico 4), la actividad tenderá a ralentizarse, revirtiendo hacia su tasa de avance tendencial de medio plazo, ligeramente inferior al 2 %, según las proyecciones de la Congressional Budget Office.

Por último, hay que recordar que el viraje proteccionista de la actual Administración estadounidense sigue siendo otro elemento clave en las perspectivas económicas de Estados Unidos. La

imposición de aranceles comerciales recae bajo la autoridad presidencial, siendo poco probable que el resultado de las elecciones de medio mandato altere la agenda de la política comercial proteccionista. De materializarse las amenazas realizadas, el conflicto comercial podría sustraer hasta cerca de un punto porcentual al crecimiento del PIB estadounidense en 2019, según las estimaciones de los principales organismos internacionales⁵.

En definitiva, la pérdida del apoyo de las políticas expansivas de demanda, en un contexto de elevada incertidumbre por las tensiones comerciales, apunta a una ralentización de la actividad económica en Estados Unidos en los próximos años, hacia tasas de crecimiento más en línea con el potencial. Además, ante una hipotética recesión en un horizonte de medio plazo, el margen de actuación de las políticas de demanda es ahora más reducido que en episodios recesivos anteriores. Por un lado, la política monetaria se enfrenta a un contexto de menores tipos de interés naturales y mayores probabilidades de enfrentarse al límite inferior efectivo de tipos oficiales. Por otro lado, la acción de los estabilizadores automáticos y la aplicación de una política fiscal discrecional expansiva se verían parcialmente limitadas por los severos desequilibrios fiscales acumulados en los últimos años.

3 En concreto, se estima que un endurecimiento en las condiciones financieras de 1 desviación estándar podría llegar a sustraer hasta 1,6 puntos porcentuales al crecimiento anual de Estados Unidos. Véase J. Hatzius y S. Stehn (2018), *The Case for a Financial Conditions Index*, Goldman Sachs Global Economics Paper.

4 *An Update to the Economic Outlook: 2018 to 2028*.

5 Véanse, por ejemplo, FMI (2018), *World Economic Outlook*, octubre de 2018, y OCDE (2018), *Economic Outlook*, noviembre de 2018.

Las tensiones financieras experimentadas recientemente por algunas economías emergentes reflejan la creciente interdependencia global, que ha acentuado la exposición de estos países a los eventos económicos y financieros internacionales. En concreto, en el último año, las economías emergentes se han visto sometidas a los efectos de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, y a los que se derivan de la combinación de políticas fiscales y monetarias en este último país, que han propiciado una apreciación del dólar y un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales¹.

No obstante, el deterioro observado en los indicadores financieros de las economías emergentes no ha sido homogéneo, sino que los inversores han tenido en cuenta, en sus decisiones de cartera, el grado de vulnerabilidad de los distintos países, como ya sucedió en episodios de turbulencias anteriores ligados a cambios en las condiciones financieras de Estados Unidos, como el denominado *taper tantrum*, entre mayo y agosto de 2013. Concretamente, en el episodio desarrollado entre abril y septiembre de 2018, las tensiones financieras han afectado especialmente a aquellas economías que presentaban vulnerabilidades elevadas, en particular en términos de una posición exterior débil (véanse gráficos 1.1 y 1.2). En concreto, los dos países que sufrieron en mayor medida esta fase de inestabilidad fueron Argentina y Turquía, que ya han sido objeto de un análisis detallado reciente².

En este recuadro se evalúa el grado de vulnerabilidad que subsiste en la actualidad en las economías emergentes consideradas en su conjunto, antes de poner el foco en algunos de los países más relevantes, bien por su peso en la actividad mundial y su relevancia sistémica —como es el caso de China—, bien por su importancia para la economía española —Brasil y México—³.

Los indicadores utilizados habitualmente para examinar las vulnerabilidades de las economías emergentes incluyen algunos relacionados con su posición exterior (la balanza por cuenta corriente, la deuda externa y las reservas internacionales), su situación fiscal (déficit y deuda pública), su evolución macroeconómica (crecimiento de la actividad e inflación), la solidez de su sistema bancario (crecimiento del crédito, financiación tradicional vía depósitos frente a la procedente del exterior) y los

riesgos políticos⁴. En términos agregados, cuando se considera este conjunto de indicadores, el diagnóstico acerca de si el grado de vulnerabilidad es mayor o menor en la actualidad en comparación con el episodio de 2013 mencionado anteriormente no es claro, ya que algunos de esos indicadores han mejorado, pero otros han experimentado un deterioro (véase gráfico 1.3). En particular, la inflación se ha reducido respecto a cinco años atrás (del 5 % al 3,8 %), la tasa de crecimiento se ha mantenido elevada (ligeramente por encima del 5 % en ambos casos) y la situación del sector bancario es más sólida [los activos netos exteriores de sus bancos han aumentado del 0,5 % al 2 % del producto interior bruto (PIB)]. En sentido contrario, el margen fiscal es ahora menor (el déficit promedio ha pasado del -2,1 % del PIB en 2013 al -3,5 % en el primer trimestre de 2018), las ratios de deuda pública y deuda externa han aumentado, las reservas internacionales se han reducido y los indicadores de riesgo geoestratégico y tensiones políticas internas son mayores que en 2013⁵. Por otra parte, desde una perspectiva temporal más reducida, la vulnerabilidad de las economías emergentes ha aumentado en el terreno exterior y fiscal desde comienzos de 2017.

Con respecto a las tres economías individuales consideradas, en el caso de Brasil, los principales riesgos se sitúan en el terreno fiscal, pues el déficit público se mantiene por encima del 7 % del PIB desde hace tres años y la deuda pública ha alcanzado el 77,2 % del PIB, un máximo histórico (véase gráfico 1.4). En este contexto, resulta fundamental frenar el elevado crecimiento esperado del gasto de la Seguridad Social, a través de la reforma del sistema de pensiones, cuya aprobación está pendiente desde hace más de un año⁶. Por otro lado, existen varios elementos de vulnerabilidad de algunas instituciones financieras, lo que incluye los bancos y los fondos de inversión, que han absorbido una proporción muy elevada de las nuevas emisiones de deuda pública, y la banca pública, por la segmentación de los mercados de crédito —donde casi la mitad del total de los préstamos han sido concedidos a tipos de interés subvencionados por parte de aquella, frente al resto, otorgados a tipos más elevados y con márgenes mayores por la banca privada, que se concentran en segmentos como el crédito al consumo—. Estos factores han dado lugar a un deterioro de la valoración del sector por parte de analistas e inversores. Sin embargo, otros indicadores han

1 Las tensiones experimentadas este año por estas economías se describen en el recuadro 2 («Las recientes turbulencias en los mercados emergentes») del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/18, Banco de España.

2 Véase la referencia en la nota al pie 1.

3 Véase L. Molina, E. Alberola y E. López (2016), «El posicionamiento exterior de la economía española», Documentos Ocasionales, n.º 1602, Banco de España, donde se establece una jerarquía de la relevancia de las distintas economías para España, a partir de datos de exportaciones de bienes, ingresos por turismo, exportaciones de servicios no turísticos y activos de inversión directa.

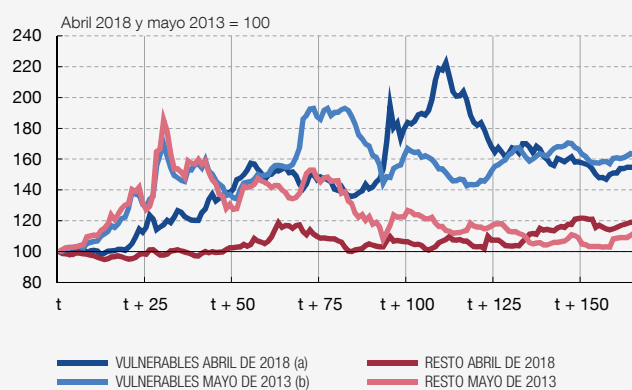
4 La identificación de estas variables se basa en diversos modelos de crisis cambiarias y bancarias: P. Krugman (1979), «A model of Balance of Payments crisis», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11; M. Obstfeld (1986), «Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises», *American Economic Review*, vol. 76(1); B. Eichengreen y R. Hausmann (1999), *Exchange Rates and Financial Fragility*, NBER WP 7418.

5 En algunos de estos indicadores, el deterioro observado se explica por la economía china. En concreto, si se excluye este país, se observa un aumento de las reservas internacionales y una disminución del déficit por cuenta corriente de casi 0,6 puntos de PIB.

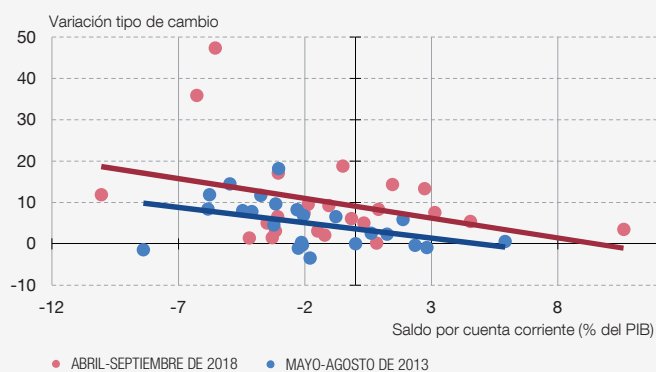
6 Para mayor detalle, véase «Informe de economía latinoamericana: segundo semestre 2016», *Boletín Económico*, octubre, 2016 Banco de España.

Gráfico 1
VULNERABILIDADES EN MERCADOS EMERGENTES

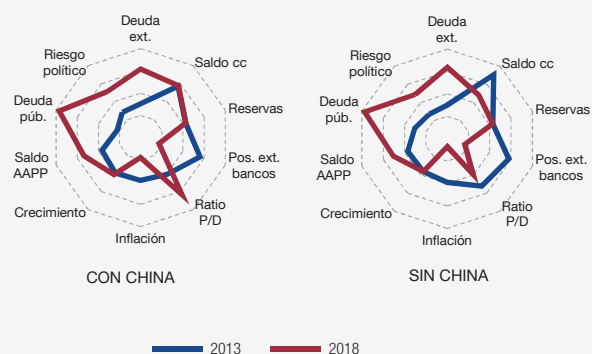
1 CDS SOBERANOS



2 VULNERABILIDADES Y DEPRECIACIÓN CAMBIARIA



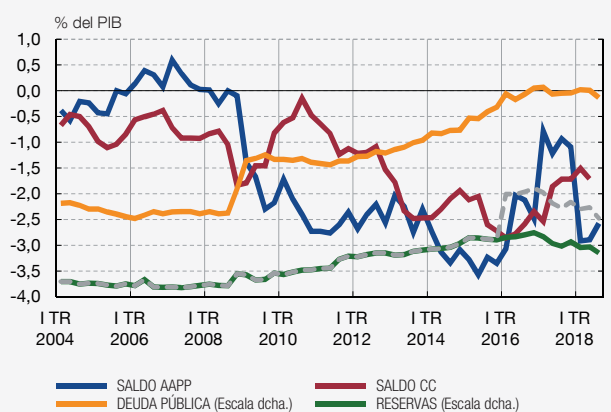
3 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE EMERGENTES (c)



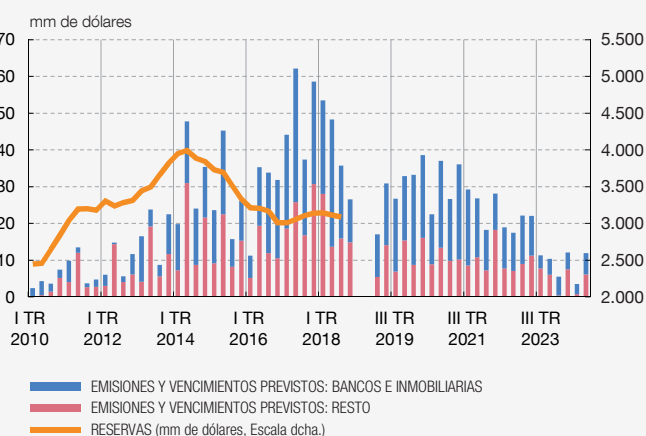
4 VULNERABILIDADES Y FORTALEZAS EN BRASIL



5 VULNERABILIDADES Y FORTALEZAS EN MÉXICO (d)



6 VULNERABILIDADES Y FORTALEZAS EN CHINA



FUENTES: Banco de España, Datastream, IIF y JP Morgan.

a Argentina, Brasil, Turquía, Túnez y Nigeria.

b India, Indonesia, Brasil, Sudáfrica y Turquía.

c Series estandarizadas con la media y la desviación típica desde 2008. Un movimiento hacia afuera de las variables implica una mayor vulnerabilidad.

d La línea punteada representa las reservas como porcentaje del PIB si México recibiera los 88 mm de dólares de la *Flexible Credit Line* (FCL) firmada con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

tendido a mejorar recientemente. Los indicadores habituales de riesgo político, que habían repuntado debido a la incertidumbre generada en torno a las elecciones presidenciales, han disminuido tras la celebración de las mismas. Además, Brasil ha logrado ajustar su déficit por cuenta corriente en los últimos años (desde un 4,4 % del PIB a comienzos de 2015 hasta un 0,5 % en 2018) (véase gráfico 1.4), con lo que la deuda externa ha disminuido ligeramente. Por su parte, la inflación se ha reducido sustancialmente, del 10,8 %, en el promedio de 2015, al 4,5 % en septiembre de 2018. Por último, las reservas están en máximos históricos (338 mm de dólares), con una exposición del sector público al exterior muy reducida.

La situación fiscal es también un elemento de vulnerabilidad en México, aunque los desajustes son muy inferiores en relación con Brasil: el déficit público se ha mantenido entre el 2,5 % y el 3 % del PIB desde 2010, mientras que la deuda pública aumentó en más de 10 puntos porcentuales entre 2010 y 2016, estabilizándose desde entonces en torno al 45 % del PIB (véase gráfico 1.5). Por el contrario, el desequilibrio por cuenta corriente y la deuda externa se han ajustado a lo largo de los dos últimos años, y las reservas internacionales, a pesar de haber disminuido, se mantienen por encima de la media histórica. Además, en este último terreno, México cuenta con una línea de financiación contingente del FMI (una FCL) por valor de 88 mm de dólares, la mitad de las actuales reservas.

En el caso de China, las principales vulnerabilidades derivan de las tensiones comerciales con Estados Unidos y, desde una perspectiva más estructural, del proceso de reequilibrio de la economía hacia un modelo de crecimiento basado más en el sector servicios y el consumo privado, y menos en la inversión y las exportaciones, con unas tasas muy elevadas de endeudamiento empresarial. En la transición entre ambos modelos, las autoridades chinas se están enfrentando, en el actual contexto de condiciones externas menos favorables, al dilema de elegir entre mantener el ritmo del proceso de transformación, por un lado, y apoyar el crecimiento económico, por otro, aunque ello frene la corrección de los desequilibrios macrofinancieros. Con este trasfondo, la ratio de endeudamiento

corporativo ha superado el 150 % del PIB en 2017, si bien se ha reducido dentro de ella la proporción que representa la banca en la sombra en favor del crédito bancario, que ha crecido a ritmos reales del 9 % en los dos últimos años⁷.

Las vulnerabilidades financieras de la economía china son también relevantes. En primer lugar, los bancos se financian cada vez más en los mercados (la emisión de certificados de depósitos en 2017 y 2018 se multiplicó por dos), lo que, junto con la desaceleración de los depósitos, ha elevado la ratio préstamos/depósitos hasta cerca de la unidad. En segundo lugar, a lo largo de 2017 se observó un fuerte aumento de las emisiones de los bancos y las inmobiliarias del país en los mercados internacionales, lo que podría conllevar ciertos riesgos a la hora de afrontar los vencimientos de la deuda externa de estos sectores, la mayoría de los cuales se concentran en los próximos tres años (véase gráfico 1.6). A pesar de todo ello, China sigue contando con un elevado volumen estimado de reservas internacionales (3,1 billones de dólares) y tiene unos niveles de deuda externa y de deuda pública reducidos, que le otorgan un importante margen de actuación.

En definitiva, el análisis de las vulnerabilidades de las principales economías emergentes apunta a un incremento de los desequilibrios en el terreno fiscal en los casos de Brasil y, en menor medida, México, y a un elevado endeudamiento del sector empresarial en China. No obstante, los grandes volúmenes de reservas en China y Brasil (junto con la disponibilidad de una facilidad de financiación contingente del FMI en México) y la posición saneada de estas economías en el ámbito externo son elementos que ofrecen una cierta protección para mitigar la incidencia de los posibles riesgos que pudieran presentarse en un entorno de condiciones globales de financiación más restrictivas e incertidumbre acerca de la evolución del comercio internacional.

7 Véase al respecto el recuadro 3, «*Algunas implicaciones de la anunciada orientación expansiva de las políticas macroeconómicas de China*», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018, Banco de España.

Durante la última década, la política fiscal del área del euro ha estado marcada por un proceso de reducción del déficit público desde el máximo del 6,2 % del producto interior bruto (PIB) registrado en 2009 hasta el 0,6 % previsto para 2018. Esta corrección del desequilibrio presupuestario fue el resultado, por un lado, de un conjunto de medidas discrecionales de contención del gasto e incremento de impuestos de carácter estructural y, por otro lado, de los efectos de la recuperación de la actividad y de la reducción de los tipos de interés. Todo ello acabó propiciando una flexión a la baja de la ratio de deuda pública, desde el año 2014, en que alcanzó el 94 % del PIB, hasta el año 2018, en que se situó por debajo del 87 % del PIB.

Los planes presupuestarios para 2019 que los países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) han presentado a la Comisión Europea sugieren un giro en la orientación de la política fiscal de esta área hacia un tono ligeramente expansivo, esto es, favorable al crecimiento de la demanda. Así, se espera que en 2019 el déficit registre su primer aumento del último decenio en porcentaje del PIB —de dos décimas—, hasta situarse en el 0,8 %¹. Ello no impediría un nuevo recorte de la deuda, hasta el 85,1 % del PIB, favorecido por la expansión económica y la recuperación de la inflación². En términos estructurales, el incremento del déficit sería algo mayor —de tres décimas—, hasta situarse en el 1 % del PIB potencial³ (véanse gráficos 1 y 2).

Aunque de magnitud muy modesta, este tono expansivo contrasta de manera notable con la recomendación que el Consejo Fiscal Europeo publicó en el mes de junio, en la que, tomando en consideración la robustez del ritmo de crecimiento de la actividad en la mayoría de los países de la UEM y los niveles de endeudamiento público todavía elevados, se aconsejaba mantener una política fiscal restrictiva, especialmente en los países con altos niveles de deuda, que permitiese generar márgenes de maniobra presupuestaria para afrontar situaciones adversas en un futuro⁴.

Por países, la orientación de la política fiscal en 2019 es, en la mayor parte de los casos, expansiva o neutral, en un contexto en que prevalecen brechas de producción positivas (véase gráfico 3). Según estas estimaciones, solo habría cinco países (además de Grecia) para los que la política fiscal actuaría de forma contracíclica en 2019: Francia⁵, Austria, Finlandia, Estonia y Letonia. Asimismo, entre los países con una política presupuestaria prevista más laxa se encuentran algunos, como Italia o Chipre, que presentan además ratios de endeudamiento elevados (véase gráfico 4)⁶. En sentido contrario, es reseñable la expansión fiscal que planean algunos países, que, por presentar niveles de déficit y deuda reducidos, cuentan con un mayor espacio fiscal, como Alemania y los Países Bajos.

Italia es el país que planea una orientación fiscal más expansiva, con un aumento de su déficit estructural cercano al 1 % del PIB potencial (véase gráfico 2), lo que contrasta con su compromiso de ajuste de 0,6 pp acordado en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)⁷. Este incumplimiento, junto al relativo al criterio de reducción de deuda, cuya ratio, según las previsiones de la Comisión Europea de noviembre de 2018, se situaría en el 131 % del PIB en 2019, ha dado lugar a la recomendación por parte de la Comisión del inicio de un Procedimiento de Déficit Excesivo basado en la deuda⁸, lo que ha llevado al Gobierno a reconsiderar algunas de las medidas planeadas.

En un entorno de espacio fiscal limitado como el que caracteriza actualmente a la UEM, la composición adecuada de las actuaciones de política fiscal resulta fundamental en lo que respecta a los instrumentos utilizados⁹. El impulso fiscal que se desprende de la agregación de los borradores presupuestarios para 2019 procede íntegramente del lado de los ingresos, mientras que el gasto presenta un tono más neutral¹⁰. Entre las medidas expansivas que afectan a la vertiente del gasto destaca especialmente el aumento de la inversión pública, tras el recorte observado tras la crisis, y de las prestaciones

1 Las magnitudes presupuestarias agregadas para el conjunto del área esconden una gran heterogeneidad por países. Once de ellos proyectan superávit o equilibrio en sus cuentas para 2019, mientras que de los ocho países que presupuestan un déficit para el próximo año solo Francia e Italia lo aumentan respecto a 2018, siendo estos dos países los que prevén déficits más elevados, aunque ninguno supera el valor de referencia del 3 % del PIB.

2 La Comisión Europea, en sus previsiones de noviembre, coincide con los borradores presupuestarios en los déficits previstos para 2018 y 2019, mientras que para la deuda prevé una reducción algo mayor en 2018 y ligeramente inferior en 2019, cuando se situaría en el 84,9 % del PIB.

3 Estimado por la Comisión Europea según la metodología común de cálculo de PIB potencial, a partir de los datos de los planes presupuestarios. Para el conjunto del área coincide prácticamente con el publicado en noviembre de 2018 por la Comisión Europea a partir de sus propias previsiones. Sin embargo, según dichas previsiones, si se excluye Italia, la política fiscal de la UEM en 2019 tendría un tono prácticamente neutral, con un aumento del déficit estructural de 0,1 puntos porcentuales (pp) del PIB potencial.

4 European Fiscal Board (2019), *Assessment of the Prospective Fiscal Stance Appropriate for the Euro Area in 2019*.

5 El plan presupuestario de Francia no incorpora las medidas de aumento de gasto anunciadas recientemente por el Gobierno.

6 Los planes presupuestarios de diez países contienen ratios de deuda que superan el umbral del 60 % del PIB. Entre ellos, dos (Grecia e Italia) superan el 120 %, quedando la de Portugal justo por debajo de dicho umbral en 2019, y otros cuatro (Bélgica, Francia, España y Chipre) con ratios próximas al 100 %.

7 En concreto, Italia proyecta un aumento de 0,9 pp en su déficit estructural, hasta el 2,6 % del PIB potencial. La Comisión Europea estima para Italia un déficit estructural aún más elevado, que pasa del 1,8 % del PIB potencial en 2018 al 3 % en 2019.

8 El Consejo debería decidir si aprueba dicho Procedimiento en un plazo de cuatro meses, tras el dictamen del Comité Económico y Financiero y la posterior presentación, ante el Consejo y el Parlamento Europeo, de un nuevo informe de la Comisión con los detalles del programa de ajuste.

9 Véase capítulo 4 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España.

10 La ratio de gasto ajustado de ciclo se mantiene en el 47,1 % del PIB potencial, mientras que la de ingresos ajustados de ciclo se reduce en 0,4 pp, hasta el 45,8 % del PIB potencial.

Gráfico 1
OBJETIVOS FISCALES DE LOS BORRADORES PRESUPUESTARIOS PARA 2019
EN LA UEM Y SUS ESTADOS MIEMBROS (a)

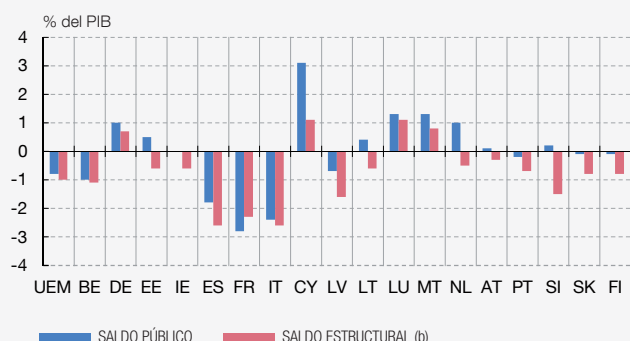


Gráfico 2
DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL SALDO PRESUPUESTARIO
PARA 2019 EN LA UEM Y SUS ESTADOS MIEMBROS (a)

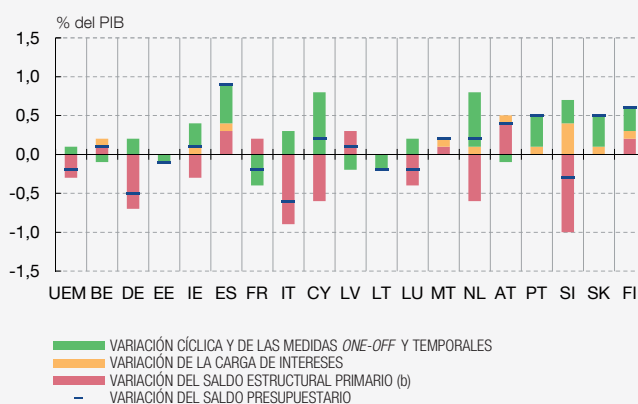


Gráfico 3
ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL Y OUTPUT GAP. BORRADORES
PRESUPUESTARIOS PARA 2019 (a)

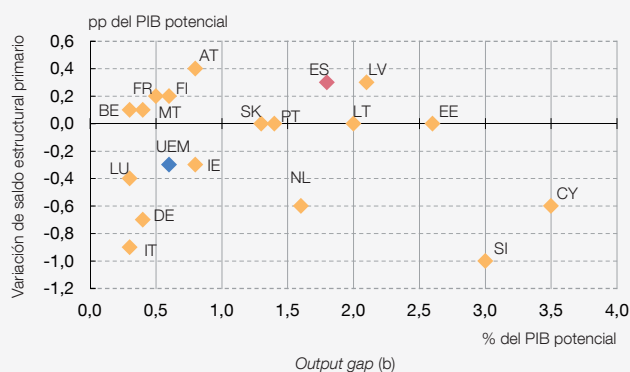


Gráfico 4
ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL Y DEUDA PÚBLICA. BORRADORES
PRESUPUESTARIOS PARA 2019 (a)

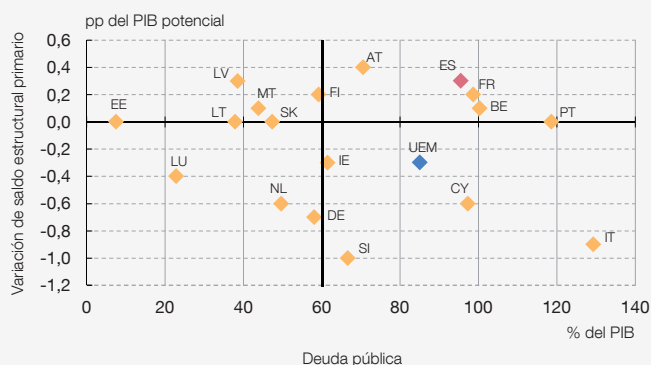


Gráfico 5
VARIACIONES EN LOS PRINCIPALES TIPOS DE GASTO. BORRADORES
PRESUPUESTARIOS PARA 2019 (a)

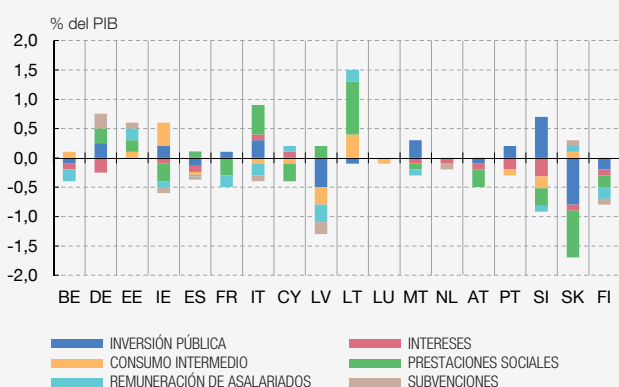
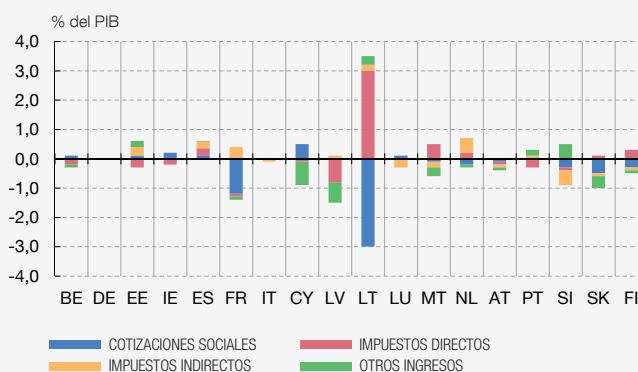


Gráfico 6
VARIACIONES EN LOS PRINCIPALES TIPOS DE INGRESOS. BORRADORES
PRESUPUESTARIOS PARA 2019 (a)



FUENTE: Comisión Europea.

- a No se representan los datos de Grecia para no distorsionar los gráficos.
b Estimado por la Comisión Europea.

sociales, sobre todo en Alemania e Italia¹¹ (véase gráfico 5). La reducción de la presión fiscal en 2019 procede sobre todo de las cotizaciones sociales, que han registrado un descenso bastante generalizado por países, siendo el caso más relevante

el de Francia¹². En términos de la ratio de ingresos, ello ha sido compensado en parte por un incremento de la imposición indirecta, que afecta principalmente a Francia, España y los Países Bajos (véase gráfico 6).

11 En el caso de Italia, el adelanto de la edad mínima de jubilación anticipada y la introducción de la llamada «renta ciudadana» suponen 0,7 pp del PIB.

12 La transformación de la deducción fiscal por la competitividad y el empleo (CICE) en una rebaja permanente de cuotas supone aproximadamente 0,8 pp del PIB de Francia.

El pasado 1 de septiembre entró en vigor, en toda la UE, el Reglamento (UE) 2017/1151. Esta normativa obliga a la aplicación de un nuevo protocolo para la medición de las emisiones contaminantes de los automóviles, denominado *Procedimiento Mundial Armonizado para Ensayos de Vehículos Ligeros* (WLTP, por sus siglas en inglés). Todas las matriculaciones realizadas a partir de esta fecha deben cumplir con este protocolo, lo que, en la práctica, ha supuesto que las mediciones sobre los consumos y emisiones sean más elevadas que las obtenidas con el sistema anterior. La introducción de esta nueva normativa conlleva efectos fiscales inmediatos, dado que el impuesto de matriculación se calcula en función de las emisiones de CO₂¹, y además obliga a los fabricantes a adaptar sus esquemas de producción para que los vehículos cumplan con los nuevos requisitos legales.

Hasta el 31 de diciembre de 2020 convivirán los dos sistemas de medición. En el mismo reglamento europeo se facilita una herramienta que permite correlacionar los valores de emisiones de CO₂ del WLTP con los del Nuevo Ciclo de Conducción Europeo (NEDC, por sus siglas en inglés), de manera que se cuente con una base comparable. El Ministerio de Industria, Comercio y Turismo ha aprobado acogerse a este régimen transitorio², para reducir el impacto sobre el sector de la automoción. Con esta medida no se exime a ningún vehículo de cumplir con las emisiones establecidas en la nueva homologación, sino que se pretende graduar el

impacto fiscal del cambio de procedimiento, así como facilitar que los fabricantes puedan implementar las tecnologías y avances necesarios para adaptar su gama de productos a los requerimientos del nuevo ciclo.

La introducción de esta normativa está teniendo varias consecuencias sobre el sector del automóvil. Durante el verano, los concesionarios trataron de deshacerse del *stock* de vehículos que no superarían la nueva homologación³, ofreciendo importantes descuentos. Además, recurrieron a las automatriculaciones para su venta final posterior, ya que la nueva normativa no se aplicará a los coches de segunda mano. El principal efecto, no obstante, viene dado por la necesidad de que los fabricantes modifiquen su producción, de modo que los nuevos modelos se ajusten al cambio normativo. El volumen de la actividad económica que se ve afectada de manera directa por el cambio legislativo es significativo, dado el peso del sector de la automoción⁴ en el área del euro (véanse gráficos 1 y 2), donde representa algo más del 20 % de la producción de manufacturas en Alemania (en torno al 7 % de la producción total de la economía), con un peso creciente desde 2009, un 8 % en Francia o un 7 % en Italia. En España, estas cifras son relativamente elevadas, aunque inferiores a las de Alemania, representando algo más del 11 % de la producción de manufacturas (en torno al 3 % de la producción total). En términos de empleo, el peso del sector del automóvil sobre el total de manufacturas en Alemania, Francia, Italia y España se sitúa en el 12 %, 4,1 %, 4,4 % y 7,5 %, respectivamente (en torno al 2 %, 0,4 %, 0,7 % y 0,8 % en el total de la economía).

Además, este sector es muy relevante para la actividad exportadora de los países de la UEM. En España, las exportaciones

- 1 En España, el impuesto de matriculación está diseñado por tramos, en función del nivel de emisiones de los vehículos, de forma que aquellos con emisiones inferiores a 120 gr/km están exentos de pagar este impuesto. Para aquellos que emiten entre 121 gr/km y 160 gr/km, el tipo impositivo es del 4,75 %; y entre 161 gr/km y 200 gr/km es del 9,75 %. Por último, para aquellos con emisiones superiores a los 200 gr/km el impuesto es del 14,75 %. El hecho de que la nueva normativa suponga emisiones más elevadas implica que determinados vehículos van a dejar de estar exentos de pagar el impuesto, y que otros van a pasar a un tramo superior.
- 2 Véase nota de prensa <https://www.mincotur.gob.es/es-es/GabinetePrensa/NotasPrensa/2018/Paginas/20180831.aspx>.

- 3 Los concesionarios pueden continuar matriculando coches homologados bajo el protocolo NEDC hasta el 1 de septiembre de 2019, siempre que el volumen no supere el 10 % del total de ventas del año anterior.
- 4 Salvo indicación expresa, el sector de automoción se refiere al sector 29 de la CNAE: Fabricación de vehículos de motor, remolques y semirremolques.

Gráfico 1
PRODUCCIÓN DEL SECTOR DE VEHÍCULOS DE MOTOR SOBRE TOTAL ECONOMÍA

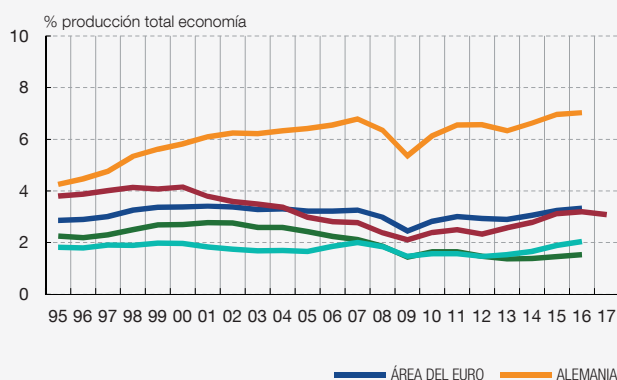
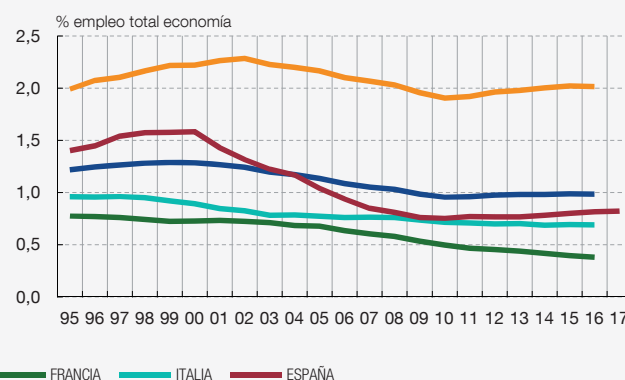


Gráfico 2
EMPLEO DEL SECTOR DE VEHÍCULOS DE MOTOR SOBRE TOTAL ECONOMÍA



FUENTES: Eurostat.

de vehículos de motor representaron en torno al 11 % del total en 2017 en términos nominales, aunque el peso relativo del sector en el total ha ido disminuyendo en los últimos años, dado el aumento del grado de apertura exterior del resto de la economía observado desde la crisis⁵. En Alemania el peso del sector de la automoción en las exportaciones es también del 11 %, mientras que en Francia y en Italia es inferior, representando el 4,7 % y el 4,4 %, respectivamente.

No obstante, la importancia del sector en el comercio exterior es superior a la que reflejan estas cifras. El proceso de producción de automóviles conlleva sucesivas interacciones entre distintas empresas localizadas geográficamente en diferentes países, de manera que no es inmediato poder conocer la posición y la participación de cada economía en las cadenas de suministro globales. Los datos de las tablas *input-output* globales (WIOD, por sus siglas en inglés) permiten descomponer las exportaciones en la fracción que corresponde al valor añadido foráneo (contenido importado) y al valor añadido doméstico, esto es, las contribuciones respectivas de los factores productivos no residentes y locales al valor añadido total, separando de este último un tercer componente, que es el valor añadido doméstico reexportado en forma de bienes intermedios⁶. En el gráfico 3 se observa cómo, en términos comparados con las demás economías grandes del área del euro, España presenta un mayor peso del componente que en la literatura se denomina *backward* o «hacia atrás» (esto es, insumos que provienen del exterior) y una menor participación del componente *forward* o «hacia adelante» (bienes intermedios que serán reexportados a un país tercero), si bien en este segundo

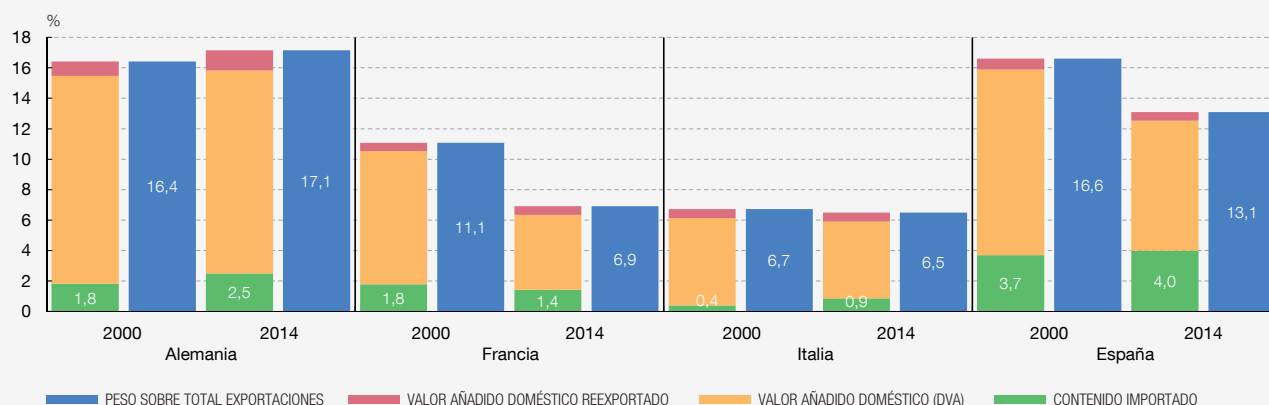
caso las diferencias son muy pequeñas. Esta composición indica que el sector del automóvil en España está más orientado hacia el producto final, lo que podría llevar a que el impacto negativo de los cambios regulatorios sobre la producción del sector se materializara con algún retraso en comparación con los demás países considerados, cuya industria del automóvil está enfocada en mayor medida a las fases iniciales de la producción.

En cuanto al reflejo del cambio de normativa en los datos más recientes de actividad, hay que distinguir entre elementos de demanda y de oferta. Sobre los primeros, las cifras de matriculaciones de vehículos se han visto afectadas de manera significativa en la etapa más reciente, tanto en España como en el resto de los países europeos en los que se aplica la nueva normativa. Así, pudieron observarse crecimientos muy elevados en los meses anteriores al cambio de regulación, sobre todo en agosto (con la excepción de Italia, donde la subida fue más moderada), vinculados en parte a la política de automatriculaciones comentada anteriormente. Concretamente, en España el crecimiento interanual de las matriculaciones en el mes de agosto se aproximó al 50 %, frente a los aumentos de entre el 15 % y el 25 % en ese mismo mes de los cuatro años anteriores, patrón que se repitió también en Alemania y en Francia. Estos incrementos se vieron seguidos, una vez que la norma entró en vigor, de caídas de distinta intensidad, que, en algunos casos, compensaron los aumentos de agosto. En el caso de España, a pesar de los retrocesos de los meses de septiembre y de octubre, el crecimiento de las matriculaciones acumuladas durante el período agosto-octubre se situó en el 5,9 %, mientras que en Italia y en Alemania se registraron sendas caídas del 11,3 % y del 5,6 % (véase gráfico 4).

En cuanto a la oferta, las cifras de producción de automóviles también parecen haberse visto distorsionadas en torno a las fechas de entrada en vigor del cambio legal (véase gráfico 5). En España, el componente de automóviles del Índice de Producción Industrial (IPI) mostró una caída próxima al 20 % en septiembre, en parte debido al efecto del adelanto de la demanda a los meses

- 5 Véase M. Almunia, P. Antràs, D. López-Rodríguez y E. Morales (2018), *Venting out: exports during a domestic slump*, Documentos de Trabajo, n.º 1844, Banco de España.
- 6 Para más detalles, véanse E. Prades y P. Villanueva (2017), «España en las cadenas globales de valor», *Boletín Económico*, 3/2017, Banco de España, y M. P. Timmer *et al.* (2015), «An illustrated user guide to the World Input-Output Database: the case of global automotive production», *Review of International Economics*, vol. 23, n.º 3, pp. 575-605.

Gráfico 3
PARTICIPACIÓN DEL SECTOR DEL AUTOMÓVIL EN LAS CADENAS GLOBALES DE VALOR



FUENTES: WIOD 2016 y cálculos propios.

Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LAS MATRICULACIONES DE AUTOMÓVILES
Tasas interanuales

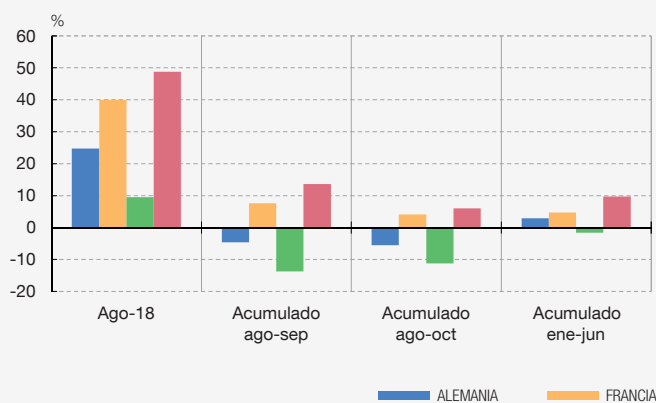
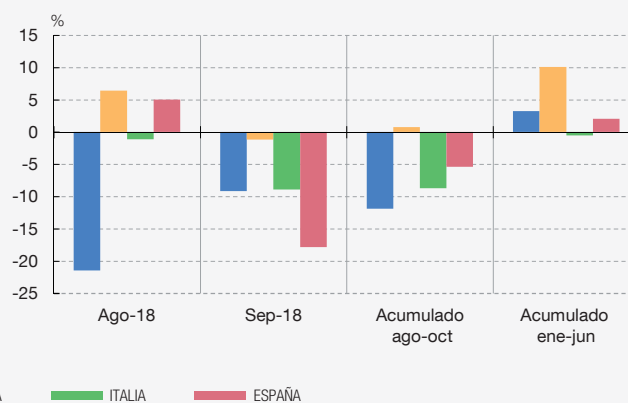


Gráfico 5
EVOLUCIÓN DEL IPI DE AUTOMÓVILES (a)
Tasas interanuales



FUENTES: European Automobile Manufacturers Association y Eurostat.

a Datos relativos al sector 291: Fabricación de vehículos de motor.

Gráfico 6
INDICADOR DE CONFIANZA DEL SECTOR DEL AUTOMÓVIL

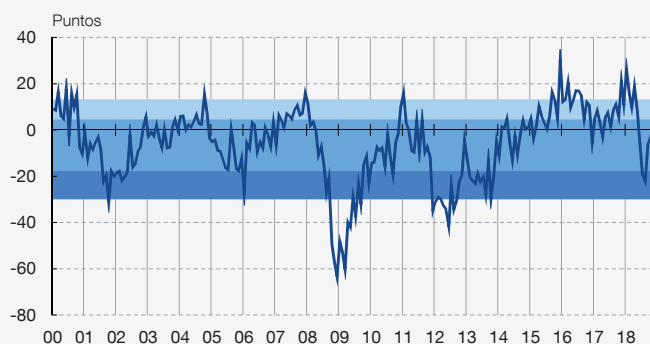


Gráfico 7
VALORACIÓN DE LA CARTERA DE PEDIDOS

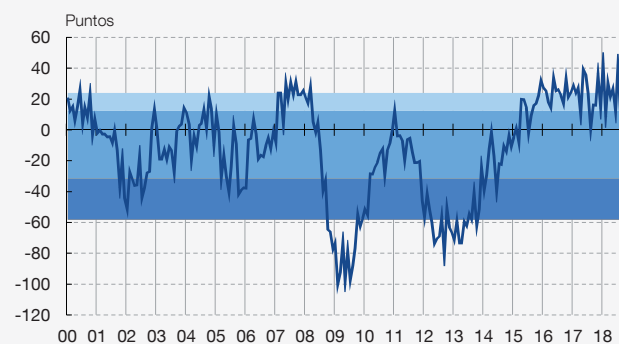


Gráfico 8
VALORACIÓN DEL STOCK DE PRODUCTOS TERMINADOS

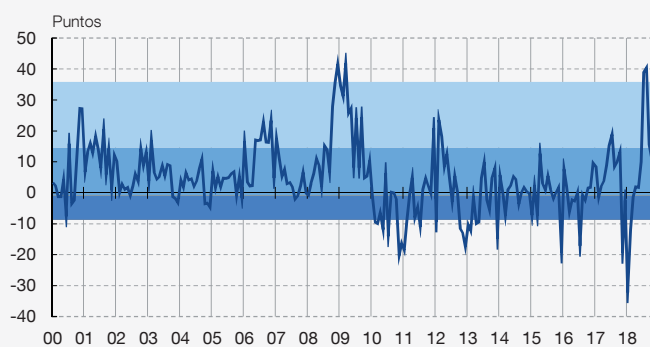
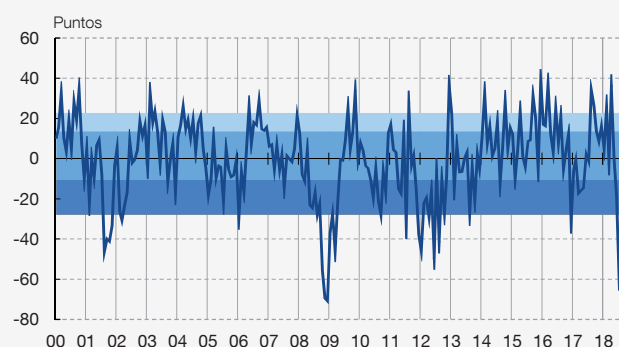


Gráfico 9
EXPECTATIVAS DE PRODUCCIÓN PARA LOS PRÓXIMOS MESES



PERCENTIL 10-25 PERCENTIL 25-75 PERCENTIL 75-90 INDICADOR

FUENTE: Comisión Europea.

del verano, pero también porque la necesidad de homologar los vehículos bajo la nueva normativa podría haber provocado retrasos en las cadenas de suministro de las diferentes plantas de producción, según la evidencia anecdótica disponible. El retroceso en el mes de octubre ha sido mucho más moderado (-1,9 %), de forma que, en términos acumulados, en el período agosto-octubre se produjo una caída de la producción de automóviles del 5,4 %, frente al descenso del 2 % registrado en el mismo período del año pasado. En cuanto al resto de países europeos analizados, la situación es heterogénea. Se ha observado un retroceso importante en el período agosto-octubre en Alemania, del 11,9 % (frente al aumento del 2,4 % del año anterior), un descenso algo más moderado en Italia (-8,7 %, frente al aumento del 4,5 % del pasado año) y un efecto pequeño en Francia, con un aumento del 0,7 % (12,9 % en el mismo período de 2017).

Respecto a las perspectivas del sector, los indicadores disponibles han reflejado un deterioro en los meses anteriores a la entrada en

vigor de la nueva legislación, que está revirtiendo en los meses posteriores, reflejando un efecto que parece haber sido de carácter transitorio. En concreto, en España los indicadores de confianza del sector del automóvil han mostrado un deterioro desde el mes de mayo, que se intensificó en los meses de julio y agosto, si bien esta tendencia ha revertido. Este comportamiento del indicador agregado se explica por evoluciones dispares de sus componentes. Por un lado, en los meses de verano se produjo una importante acumulación de existencias, que podría reflejar los problemas iniciales de demanda, aunque se redujo en los meses posteriores. En cuanto a la valoración de la cartera de pedidos, se mantiene en niveles elevados, lo que apuntaría, como en el caso de las matriculaciones, a un fenómeno transitorio. Por último, el deterioro mostrado por las expectativas de producción desde los meses del verano también ha revertido en el mes de noviembre, lo que apunta a una posible normalización de la actividad en las cadenas de producción de cara a los próximos meses (véanse gráficos 6 a 9).

El elevado crecimiento del PIB que la economía española ha registrado durante el actual ciclo expansivo ha sido compatible con el mantenimiento de superávits exteriores de magnitud relativamente elevada (en promedio, del 2 % del PIB, en términos de la capacidad de financiación, en el período 2013-2017), lo que constituye un rasgo diferenciador positivo de la presente fase alcista. No obstante, más recientemente, la capacidad de financiación de la economía española ha experimentado una cierta reducción, hasta situarse en septiembre de 2018 en el 1,4 % del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 2,1 % del conjunto de 2017 (véase gráfico 1). El análisis de los factores que subyacen a esta evolución y, en particular, de su naturaleza predominantemente transitoria o permanente es relevante, en la medida en que la economía española continúa presentando, a pesar de la corrección reciente, una elevada posición deudora neta frente al resto del mundo, cuya disminución requiere del mantenimiento de superávits externos por un período prolongado de tiempo. En el presente recuadro se analizan esos factores y, a la luz de ellos, las perspectivas de evolución futura del saldo exterior.

Desde la perspectiva de las distintas rúbricas de la cuenta del resto del mundo, la disminución reciente de la capacidad de financiación de la economía se ha concentrado en la balanza de bienes y servicios. Entre sus distintos componentes, la reducción del superávit de bienes no energéticos y servicios no turísticos, la ampliación del déficit de bienes energéticos y la caída en el superávit de servicios turísticos explican, respectivamente, en torno al 65 %, al 20 % y al 15 % del retroceso total del superávit exterior desde comienzos de 2017. En contraposición con lo observado en el caso de la balanza de bienes y servicios, el saldo de las rentas primarias y secundarias y el de la balanza de la cuenta de capital han mostrado variaciones poco significativas en este período¹.

Diversos factores han contribuido a explicar el empeoramiento de los distintos saldos de la balanza de bienes y servicios en los últimos trimestres, entre los cuales desempeñan un papel relevante elementos que, en principio, son de naturaleza fundamentalmente transitoria o, en algunos casos, como el del precio del petróleo, de evolución difícilmente previsible. En concreto, por lo que respecta a la balanza energética, la factura neta se ha incrementado en 0,2 pp del PIB desde comienzos de 2018 (y en 0,5 pp desde finales de 2016), como consecuencia del aumento del precio del petróleo, que pasó de 28 euros por barril en enero de 2016 a 57 en enero de 2018 y a 71 en octubre de 2018, antes de experimentar, más recientemente, un cierto descenso, hasta 56 euros en noviembre (véase gráfico 2). El papel del encarecimiento del petróleo puede ilustrarse también a través del desglose del saldo comercial en función del área geográfica de contrapartida, siendo más marcado el deterioro del saldo comercial frente a economías de fuera de la zona euro que frente

a las economías de la UEM, dado que las compras de crudo proceden principalmente de fuera de la zona del euro (véase gráfico 3). No obstante, el déficit por este concepto ha tendido a mantenerse por debajo del observado en períodos pasados, en los que los niveles de precios del petróleo eran similares a los actuales, probablemente como consecuencia de la mejora de la eficiencia energética de la economía española (véase gráfico 4)².

Por su parte, la reducción reciente del saldo de la cuenta de bienes no energéticos y servicios no turísticos ha respondido, en parte, a las pérdidas de competitividad inducidas por la apreciación del euro desde principios de 2015 (véase gráfico 2). Por el lado de las ventas, también ha incidido negativamente sobre la evolución de esta subbalanza la ralentización mostrada por los mercados de exportación españoles desde comienzos de 2017, frente a la menor desaceleración del crecimiento de los flujos comerciales globales (véase gráfico 5)³. Por último, en el caso del turismo, la desaceleración reciente obedecería, en gran parte, a la progresiva normalización de la situación geopolítica de los destinos competidores de la cuenca del Mediterráneo, tales como Turquía o el norte de África⁴.

En el caso concreto de los flujos de exportaciones en términos reales, un sencillo modelo econométrico que aproxima el comportamiento de esta variable a partir de sus determinantes fundamentales ayuda a cuantificar la importancia relativa que cada uno de ellos tiene a la hora de explicar la desaceleración reciente de este componente de demanda. Como puede observarse en el gráfico 6, la ralentización de la demanda externa y la pérdida de competitividad⁵ explicarían de forma conjunta la mayor parte de la merma de vigor de las exportaciones españolas en el período transcurrido de 2018.

No obstante, otros factores, vinculados al ámbito interno y de naturaleza más persistente, han podido desempeñar también un papel relevante a la hora de explicar la moderación reciente del superávit exterior. En particular, el proceso de sustitución de algunos factores productivos importados por insumos nacionales observado en los últimos años⁶ podría haber revertido parcialmente a partir

1 El saldo de rentas primarias incorpora, entre otros conceptos, los pagos y cobros de intereses por pasivos y activos con el resto del mundo. El de rentas secundarias incluye, entre otras rúbricas, los pagos y cobros de remesas de la migración, y el de la balanza de la cuenta de capital recoge transferencias de capital con el resto del mundo.

2 Véase el recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018, Banco de España.

3 El papel que haya podido desempeñar la adaptación a la nueva normativa de emisiones para la homologación de vehículos nuevos en la Unión Europea, que entró en vigor el pasado 1 de septiembre, es más incierto, dado que, en línea con lo ocurrido en otros países de nuestro entorno, ha afectado tanto a las ventas como a las compras exteriores.

4 Véase el recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018, Banco de España.

5 Para más detalles sobre la estimación de estas contribuciones, véase E. Prades y C. García (2015), «Actualización de la función de las exportaciones españolas de bienes», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

6 Véase el capítulo 3 del *Informe Anual, 2016*, del Banco de España. Distinguir en qué medida esta evolución se debe a que las empresas importan más insumos del extranjero en media o a que las empresas con mayor contenido importador han ganado cuota de mercado en 2017 y 2018 requiere un análisis granular a escala de empresa para el que no se dispone de datos actualizados.

de 2017 (véase gráfico 7). Esta evolución, unida al incremento continuado del peso de las exportaciones, que tienen un elevado contenido importador, en la demanda final, se habrían traducido en un repunte de la elasticidad de las importaciones a la demanda final. En cualquier caso, el contenido importador de las exportaciones y del conjunto de la demanda final sigue siendo significativamente menor que el observado en el período anterior a la crisis, de modo que la mejora de la balanza comercial presentaría un componente estructural (véase gráfico 8)⁷.

Las proyecciones más recientes del Banco de España apuntan a que, como consecuencia de los factores que acaban de ser discutidos, la capacidad de financiación de la economía podría reducirse en el conjunto de 2018 hasta el entorno del 1 % del

PIB⁸. Para el período 2019-2021, la evolución del saldo exterior de la economía española vendría determinada, por otro lado, por los distintos supuestos sobre los cuales se condicionan las proyecciones. Estos incluyen una evolución ascendente de los tipos de interés —más pronunciada en los vencimientos a plazos más largos— en línea con las expectativas de los mercados, una senda ligeramente decreciente del precio del petróleo (determinada en los mercados de futuros), el mantenimiento del tipo de cambio en sus niveles actuales y un crecimiento de los mercados exteriores de la economía española en torno al 3,5 % en promedio anual.

Por otro lado, las proyecciones anticipan que la elasticidad de las importaciones a la demanda final presente valores similares a los

7 Véase el capítulo 3 del Informe Anual, 2016, del Banco de España.

8 Véase Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2021): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2018.

Gráfico 1
CAPACIDAD (+)/NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN. SALDOS

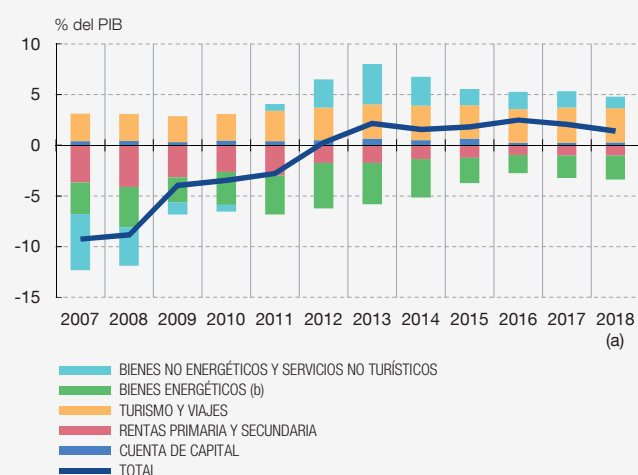


Gráfico 2
PRECIO DEL PETRÓLEO Y TCEN

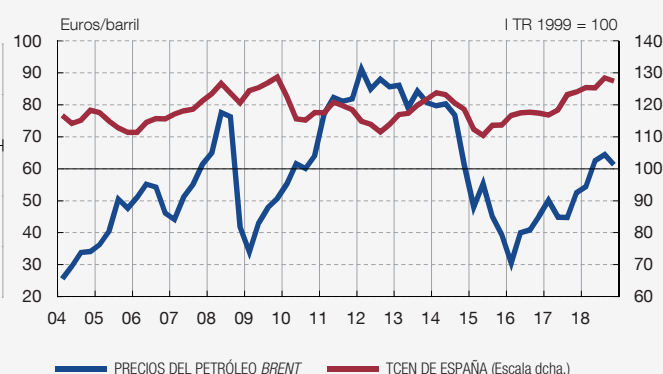


Gráfico 3
SALDO COMERCIAL DE BIENES

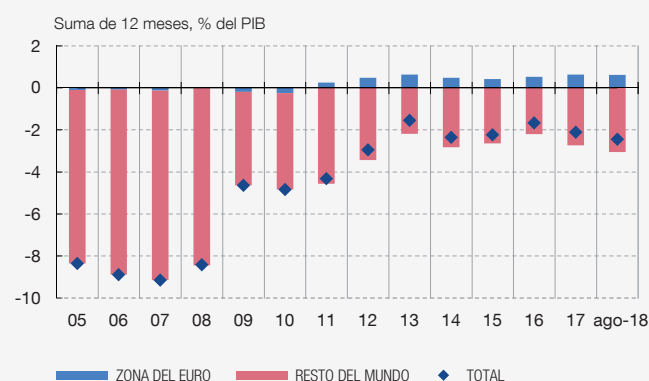
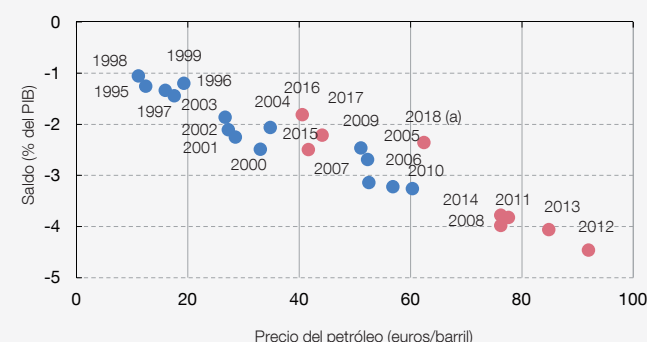


Gráfico 4
SALDO DE BIENES ENERGÉTICOS Y PRECIO DEL PETRÓLEO



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a El dato de 2018 equivale a la suma de 12 meses hasta septiembre.

b Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

ESPAÑOLA (cont.)

observados en el último bienio, a su vez algo más altos que en los primeros años de la recuperación, y que las exportaciones mantengan ganancias de cuota en los mercados exteriores, aunque inferiores a las del período 2014-2016. Este comportamiento algo menos favorable de los flujos de comercio exterior vendría explicado porque las ganancias de competitividad respecto al exterior han tendido a frenarse y porque las empresas españolas estarían experimentando una necesidad menos imperiosa de buscar nuevos mercados, en un contexto de fortaleza de la demanda interna⁹.

Con estos ingredientes, la capacidad de financiación de la economía española registraría una pequeña moderación adicional en el trienio

9 Véase M. Almunia, P. Antràs, D. López-Rodríguez y E. Morales (2018), *Venting out: exports during a domestic slump*, Documentos de Trabajo, n.º 1844, Banco de España.

Gráfico 5
MERCADOS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA Y COMERCIO MUNDIAL DE BIENES Y SERVICIOS



Gráfico 6
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS Y SUS DETERMINANTES: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO ANUAL

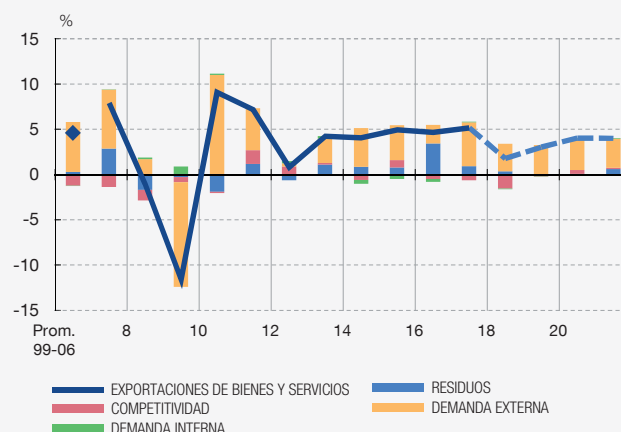


Gráfico 7
IMPORTACIONES POR TIPO DE BIEN SOBRE COMPONENTE DEMANDA FINAL

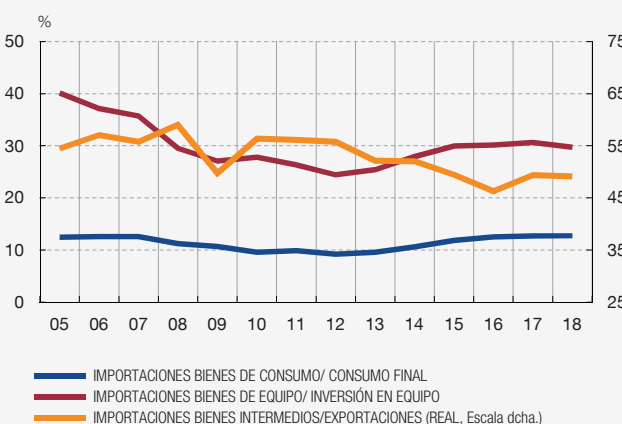
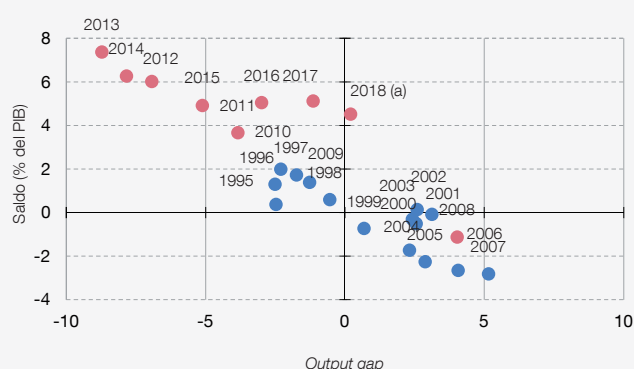


Gráfico 8
SALDO DE BIENES NO ENERGÉTICOS Y SERVICIOS Y OUTPUT GAP



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a El dato de 2018 equivale a la suma de 12 meses hasta septiembre.

b Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

una cierta reversión parcial del comportamiento más (menos) expansivo con relación a sus determinantes que las exportaciones (importaciones) habían mostrado desde el inicio de la recuperación hasta 2016 constituye un posible indicio de agotamiento del proceso

de ganancia de competitividad que se ha producido desde el inicio de la recuperación, en un contexto en el que la economía española sigue necesitando mantener superávits exteriores holgados para reducir su elevado endeudamiento exterior.

Las presiones demográficas, observadas y esperadas, junto con el impacto de la reciente crisis económica sobre las cuentas de la Seguridad Social (véase gráfico 1), han llevado, en los últimos años, a la aprobación de varias reformas que tienen como objetivo preservar la sostenibilidad financiera del sistema de pensiones, la última de las cuales tuvo lugar en 2013¹. Esta reforma introdujo dos mecanismos automáticos de ajuste del gasto en pensiones. Por un lado, se implantó un nuevo índice de revalorización de las pensiones (IRP), que sustituyó a la vinculación existente hasta entonces de sus aumentos con los del IPC. El IRP, vigente desde 2014, liga los incrementos anuales de las pensiones a la situación del sistema, de manera que si este fuera deficitario, el máximo crecimiento de las pensiones sería un 0,25 %. El índice también establece un máximo de revalorización según el crecimiento del IPC en diciembre del año precedente más un 0,5 %. En la práctica, la aplicación del IRP ha dado lugar a revalorizaciones anuales del 0,25 % entre 2014 y 2017. Por otro lado, se estableció el denominado «factor de sostenibilidad» (ya previsto en la reforma de 2011²), según el cual el importe inicial de las pensiones se vincularía al aumento observado de la esperanza de vida a los 67 años, de modo que, cuanto mayor sea el crecimiento de esta última variable, menor será la pensión inicial³. Este factor estaba previsto que entrara en vigor en 2019.

Las innovaciones anteriores contribuyeron a mejorar significativamente la sostenibilidad a largo plazo del sistema, como reflejan las proyecciones del gasto en pensiones para la economía española incluidas en el último informe sobre envejecimiento de la Comisión Europea⁴. No obstante, en ausencia de cambios legales adicionales en los ingresos o en los gastos, la contrapartida de esta mejora en la sostenibilidad sería un descenso progresivo del valor de la pensión media en relación con el del salario medio para compensar los efectos negativos de la evolución de la tasa de dependencia (véase gráfico 2). Esta compensación operaría fundamentalmente a través de los mecanismos de ajuste automáticos introducidos en 2013 y, en particular, del IRP. Así, en ausencia de cambios legales adicionales, las proyecciones implicarían una revalorización anual de las pensiones a la tasa mínima establecida del 0,25 % durante gran parte de las tres próximas décadas, lo que, en un contexto de tasas de inflación en torno al 2 % —la referencia de medio plazo del BCE— daría lugar a una erosión gradual del poder adquisitivo de la pensión a lo largo de la vida de su receptor (véase gráfico 3).

Sin embargo, la Ley 6/2018, de 3 de julio, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2018, adoptó una serie de medidas que modifican la aplicación de los dos mecanismos automáticos anteriores, con un impacto significativo sobre las cuentas del sistema de pensiones. En primer lugar, dicha ley fijó un incremento de las pensiones en el bienio 2018-2019 superior al 0,25 % que se derivaría de la aplicación del IRP (véase gráfico 4). En concreto, se estableció un aumento del 1,6 % para todas las pensiones en 2018, que, de no mediar acuerdo alternativo de la Comisión de seguimiento y evaluación de los acuerdos del Pacto de Toledo, habría de aplicarse también en 2019. Además, las pensiones mínimas y no contributivas se incrementaron en un 1,4 % adicional en 2018. Por último, en materia de revalorización de las pensiones, la Ley de Presupuestos para este año elevó el porcentaje aplicable a la base reguladora de las pensiones de viudedad para pensionistas sin otros ingresos, del 52 % al 56 % en 2018 y al 60 % en 2019. En segundo lugar, en relación con el factor de sostenibilidad, su entrada en vigor se retrasó hasta nuevo acuerdo de la Comisión del Pacto de Toledo o hasta el año 2023, como máximo.

Frente al escenario de crecimiento de las pensiones del 0,25 % que prescribía el IRP, el Gobierno actual estima que las medidas en materia de revalorización supondrán a corto plazo un mayor gasto, de unos 2.500 millones de euros en 2018 y de unos 5.300 millones (un 0,4 % del PIB) en 2019⁵. Por su parte, el retraso a 2023 de la entrada en vigor del factor de sostenibilidad supondría, según estimaciones del Banco de España, un aumento del gasto anual en pensiones de 0,1 puntos porcentuales (pp) del PIB en promedio durante la próxima década (2020-2030) y de 0,3 pp durante la década siguiente. Este mayor gasto sería consecuencia tanto del aumento de la pensión media de las cohortes que se jubilen entre 2019 y 2022, que ahora quedan exentas de la aplicación del factor de sostenibilidad, como del aumento de la pensión media de las cohortes que se jubilen a partir de 2023, para las cuales el retraso de cuatro años en la aplicación del factor daría lugar a una pensión inicial mayor.

Más recientemente, la Comisión parlamentaria del Pacto de Toledo ha llegado a un acuerdo para que las pensiones se revaloricen, de forma general, en base al IPC observado, lo que significaría la eliminación del actual IRP. Las implicaciones sobre el gasto en pensiones que esto podría tener, en un horizonte de largo plazo, son muy superiores a las derivadas de las medidas ya adoptadas en la Ley de Presupuestos de 2018. En concreto, con respecto al escenario de aplicación de la reforma de 2013, una simulación del impacto sobre la evolución del gasto en

1 Ley 23/2013, de 23 de diciembre, reguladora del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social.

2 Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social.

3 De este modo, en términos acumulados se compensarían entre sí el menor nivel de la pensión y el mayor número de años durante los cuales se cobraría.

4 Comisión Europea, *The 2018 Ageing Report*, mayo de 2018.

5 Según el Plan Presupuestario 2019, remitido a la Comisión Europea el pasado 15 de octubre.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS DE LA SEGURIDAD SOCIAL

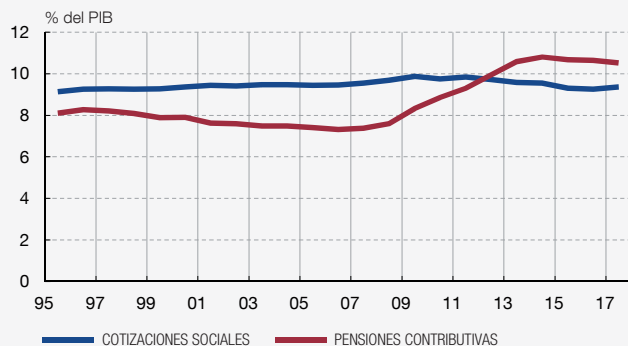


Gráfico 2
IMPACTO DE LA REFORMA DE 2013 SOBRE LA SOSTENIBILIDAD DEL SISTEMA

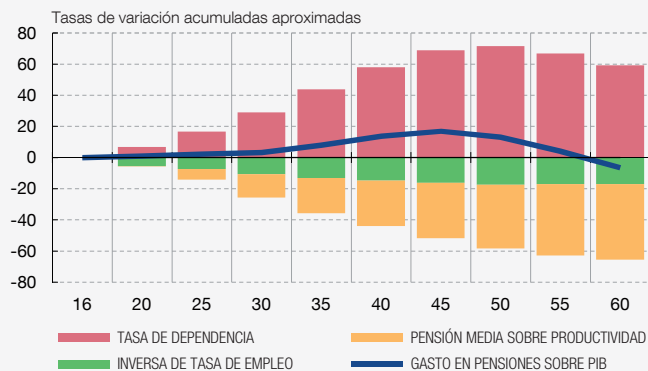


Gráfico 3
SIMULACIÓN DEL EFECTO DE LA REFORMA DE 2013 SOBRE LA PENSIÓN REAL

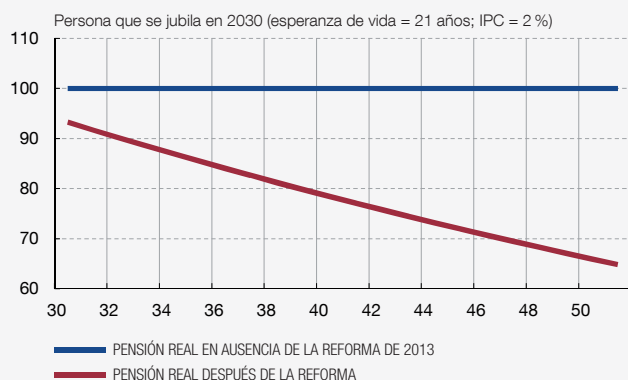


Gráfico 4
CRECIMIENTO DE LAS PENSIONES E IPC

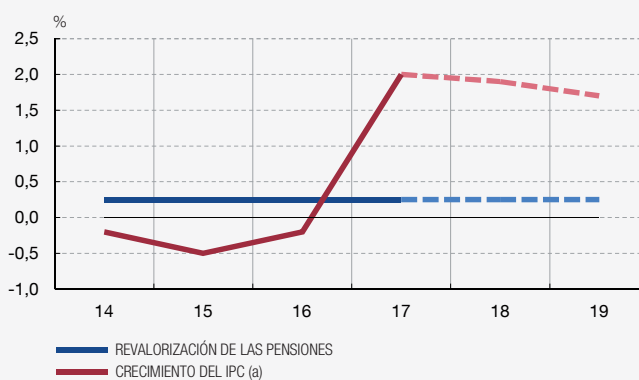


Gráfico 5
PROYECCIÓN DEL GASTO EN PENSIONES

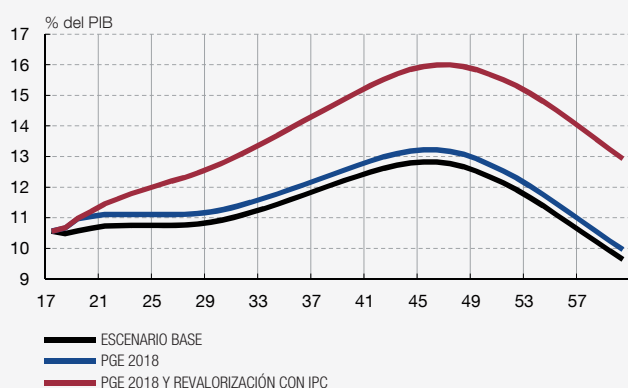
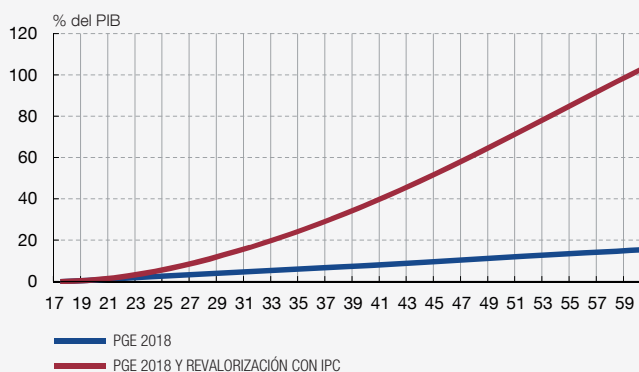


Gráfico 6
GASTO EN PENSIONES ACUMULADO CON RESPECTO AL ESCENARIO BASE



FUENTES: Seguridad Social, Comisión Europea (*The 2018 Ageing Report*) y Banco de España.

a Para 2018 y 2019, previsiones del Banco de España publicadas en junio de 2018.

pensiones en el período 2018-2050 de un escenario en el que la pensión media se revalorizara conforme al IPC y el factor de sostenibilidad entrara en vigor en 2023 arrojaría un aumento del gasto de 1,9 pp del PIB en 2030 y de 3,4 pp en 2050 (véanse gráficos 5 y 6)^{6,7}.

6 El ejercicio contable proyecta el gasto futuro en pensiones a partir de supuestos relativos al número de pensiones y a su importe medio, teniendo en cuenta que esos importes difieren para quienes causan alta o baja en el sistema y para quienes permanecen en él. Cada año, el número de pensiones multiplicado por su importe medio determina el gasto total del sistema, que en el gráfico se expresa en porcentaje del PIB nominal. Una mayor revalorización de las pensiones incide en una pensión media mayor de quienes permanecen en el sistema y de quienes causan baja en él, suponiendo un gasto total más alto de los permanentes y de las bajas, lo que genera un gasto en pensiones más alto. Los supuestos detrás de la evolución de las distintas variables son los del *The 2018 Ageing Report*, publicado por la Comisión Europea. En concreto, en el promedio del período 2018-2050, se asume que las tasas de crecimiento del PIB, de la inflación, de los salarios y del número de pensiones son, respectivamente,

Si bien las simulaciones anteriores están sujetas a un grado de incertidumbre no despreciable, dado lo dilatado del horizonte considerado, a partir de ellas cabe concluir que, bajo el escenario demográfico y macroeconómico previsto, las medidas recientes adoptadas relativas al sistema de pensiones requerirán actuaciones adicionales que aumenten los ingresos o reduzcan los gastos del sistema, con objeto de garantizar su sostenibilidad financiera.

el 1,2 %, el 2 %, el 3,3 % y el 1,6 %. Por último, también se considera la incidencia del factor de sostenibilidad sobre la pensión media de las altas.

7 Un reciente trabajo de investigación, a partir de un modelo de generaciones solapadas con agentes heterogéneos, cifra el mayor gasto en pensiones, en un escenario de revalorización con el IPC y de no introducción del factor de sostenibilidad, entre 3 pp y 3,6 pp del PIB en el promedio en las cinco próximas décadas, con un máximo de más de 5 pp del PIB en 2060 [véase A. de la Fuente, M. A. García Díaz y A. R. Sánchez (2018), *¿Hacia una nueva reforma de las pensiones? Notas para el Pacto de Toledo*, Fedea Policy Papers 2018/09].

El BCE publicó, el pasado 28 de noviembre, los resultados de la decimonovena edición de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre abril y septiembre de 2018. En ella se pregunta a las empresas encuestadas (fundamentalmente, pymes) sobre la evolución, en este período, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran, en conjunto, una prolongación de la tendencia de mejora de su situación económica, aunque se aprecian algunos signos de una cierta desaceleración. El número de empresas que declararon un aumento de las ventas volvió a superar al de las que señalaron lo contrario, hecho que ocurre de forma ininterrumpida desde 2014, siendo en este caso la diferencia relativa entre ambos grupos (porcentaje neto) del 24 %, algo superior a la registrada en la edición anterior (20 %) (véase gráfico 1) y similar a la observada en la UEM (25 %). En términos de los beneficios, la evolución fue menos favorable debido al aumento de los costes, tanto laborales como de otro tipo, circunstancia reportada por una proporción neta elevada de pymes de la muestra (50 % y 66 %, respectivamente, frente al 51 % y 57 % en la UEM). De este modo, el porcentaje de las compañías que informaron de un incremento de las ganancias superó en 2 pp al de las que contestaron lo contrario, 2 pp menos que en la edición anterior. En el área del euro, dicho diferencial fue de 3 pp, un punto por debajo del valor registrado seis meses antes.

En cuanto a la principal preocupación, la falta de clientes fue la señalada por un mayor porcentaje de pymes nacionales (28 %) (véase gráfico 2), mientras que, en el caso de la UEM, la falta de personal cualificado es el principal elemento que preocupa a un mayor número de compañías (26 %). En contraposición, el acceso a la financiación volvió a ser, de entre todos los factores considerados, el citado por un menor número de pymes: un 6 % de ellas en España y un 7 % en la UEM, porcentajes algo inferiores a los de la edición previa, y valores mínimos registrados en ambas áreas desde el comienzo de la encuesta.

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios se redujo ligeramente (1 pp), hasta situarse en un 28 % (véase gráfico 3), cifra algo superior a la registrada en la UEM (27 %). Por su parte, la disponibilidad de financiación bancaria continuó mejorando (véase gráfico 4). Así, en términos netos, el 21 % de las pymes españolas informó de una mejoría en este aspecto, 3 pp menos que en la encuesta anterior y 10 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM. Las empresas encuestadas percibieron

que la mayoría de los factores que afectan a la disponibilidad de préstamos bancarios tuvo una evolución favorable, aunque en menor medida que seis meses antes¹. En concreto, un 27 % de las empresas, en términos netos, percibió una mayor disposición de las entidades a otorgar préstamos (cifra 6 pp inferior a la registrada en la edición previa de la encuesta), y un 17 % informó de una mejoría de su situación específica (8 pp menos que seis meses antes). En cambio, las expectativas macroeconómicas habrían dejado de tener un efecto positivo sobre el acceso a la financiación bancaria, ya que la proporción de pymes que piensan que las perspectivas económicas se han deteriorado es ligeramente más elevada (en 1 pp) que la de las que opinan que han mejorado, mientras que seis meses antes las que se encontraban en este último grupo superaban ampliamente (en 24 pp) a las otras.

El porcentaje de pymes nacionales cuyas peticiones de financiación fueron rechazadas aumentó ligeramente (1 pp), hasta situarse en el 6 %, cifra también algo superior a la registrada en el conjunto de la UEM (5 %). Un indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios² muestra, asimismo, un ligero empeoramiento. Así, las dificultades afectaron a un 9 % de estas compañías, dato 1 pp superior tanto al de la UEM como al registrado en la edición anterior de la encuesta (véase gráfico 5).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje neto de empresas que informó de un descenso en los tipos de interés fue positivo, por octava vez consecutiva, aunque presentó un nivel muy reducido (1 %) e inferior, en 4 pp, al de la edición anterior (véase gráfico 6). También fue positiva la proporción neta de compañías que señalaron un aumento en la cuantía de los préstamos (15 %, 4 pp más que seis meses antes), y un incremento de los plazos de vencimiento (5 %, frente al dato negativo, del -2 %, registrado seis meses antes). En cambio, un 6 % de las pymes españolas percibió, en conjunto, un endurecimiento en las garantías requeridas y un 17 % en otras condiciones de los préstamos.

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre abril y septiembre de 2017, el acceso de las pymes españolas a la

1 La disponibilidad de financiación es la percepción que tienen las empresas sobre su acceso a la financiación, que se ve afectada por factores de oferta (relacionados con los bancos), de demanda (calidad crediticia de la empresa), y macroeconómicos (situación económica general).

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

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

RECUADRO 7

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

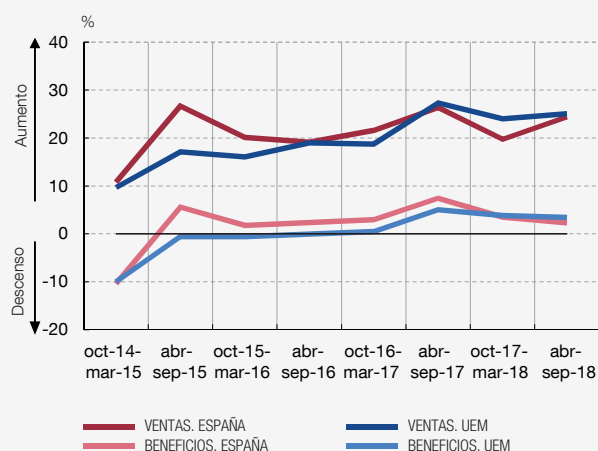


Gráfico 2
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD.
ABRIL - SEPTIEMBRE DE 2018

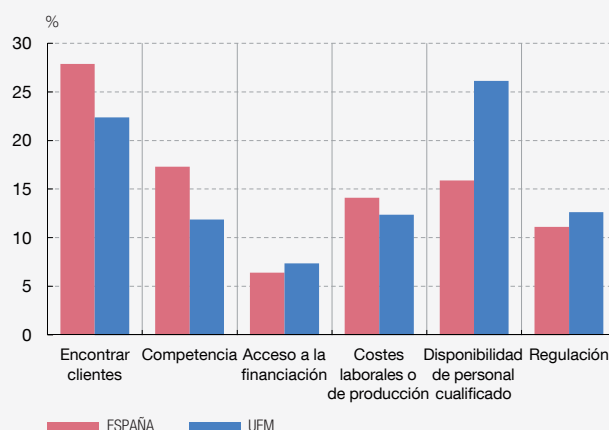


Gráfico 3
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS

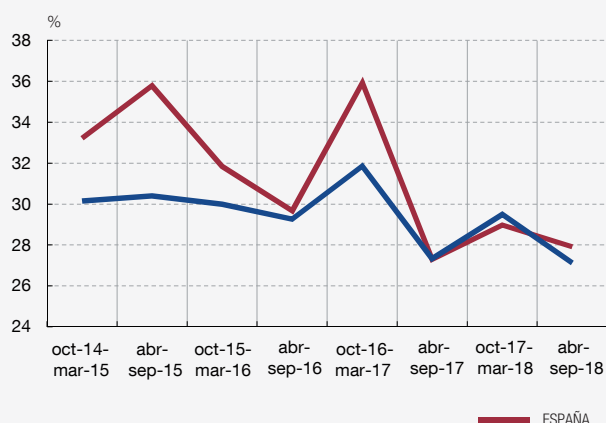


Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

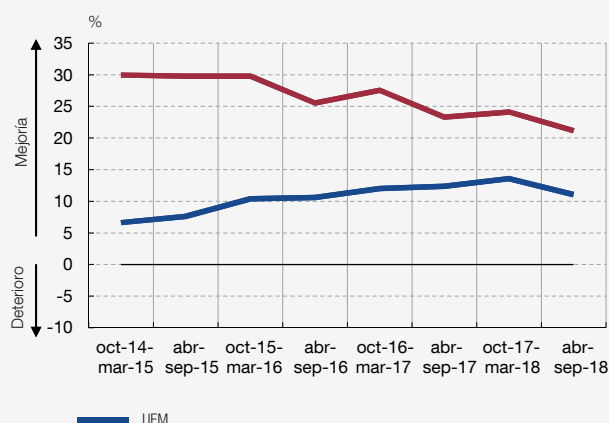


Gráfico 5
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)

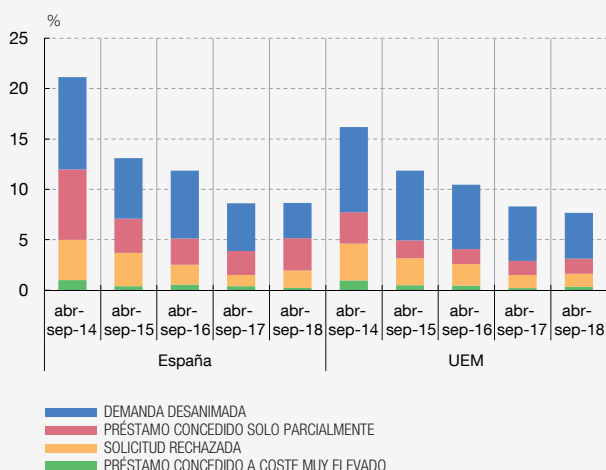
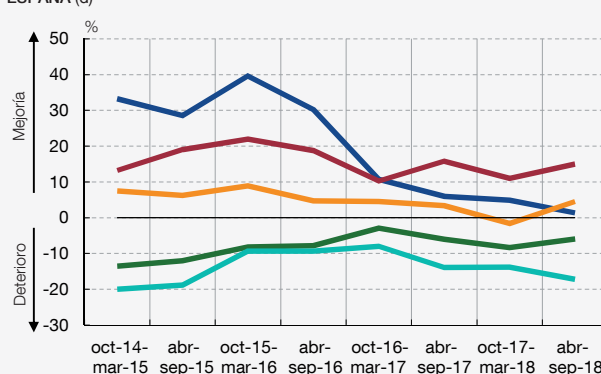


Gráfico 6
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS.
ESPAÑA (d)



FUENTE: Banco Central Europeo

- a Porcentaje de empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.
b Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
c Este indicador recoge la proporción de sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada).
d Porcentaje de empresas que señalan una mejora de las condiciones (descenso de tipos de interés, aumento de importes y plazos, y disminución de garantías y otras condiciones requeridas) menos porcentaje de empresas que señalan un deterioro de aquellas.

financiación externa continuó mejorando. Las empresas informaron, en conjunto, de que durante dicho período detectaron un incremento en la disponibilidad de financiación bancaria, favorecido por una mayor disposición de las entidades a conceder préstamos en condiciones favorables, así como por la mejoría de la situación específica de las compañías. En particular, su situación

económica y financiera siguió mejorando, si bien se aprecian algunos signos de cierta desaceleración. Finalmente, la encuesta también refleja que las pymes españolas preveían que su acceso al crédito bancario evolucionaría favorablemente entre octubre de 2018 y marzo de 2019, aunque a un ritmo más moderado que en ediciones anteriores.

2.1 Entorno exterior del área del euro

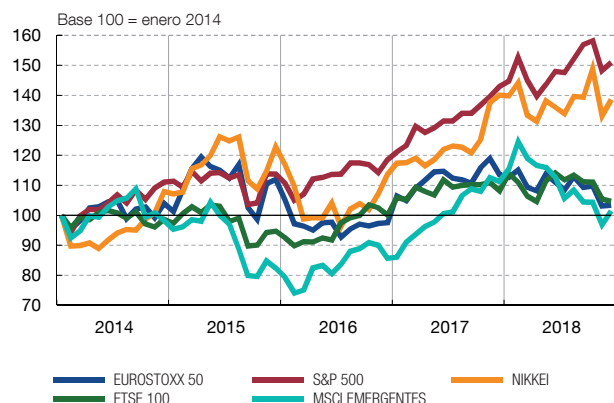
En el tercer trimestre de 2018, la actividad global mantuvo su dinamismo, aunque con muestras de ralentización. En concreto, se estima que el PIB mundial creció en torno al 3 % interanual, frente al 4 % del segundo trimestre. Además, pudieron observarse divergencias crecientes entre áreas. Así, Estados Unidos y Asia emergente registraron mayores ritmos de avance que otras regiones. En cuanto a la evolución del comercio mundial, los datos referidos a los intercambios de bienes correspondientes al tercer trimestre muestran un aumento intertrimestral del 1,4 %, frente al estancamiento del trimestre anterior. A esta recuperación del comercio, especialmente intensa en las economías asiáticas, habría contribuido la anticipación de transacciones antes de la entrada en vigor en septiembre de los nuevos aranceles estadounidenses a China, de modo que el repunte tendría un carácter temporal. De hecho, la caída mensual del comercio en septiembre y los indicadores adelantados de mayor frecuencia apuntan en esa dirección. Los citados aranceles (del 10 %) afectan a importaciones estadounidenses provenientes de China por importe de 200 mm de dólares. Además, en enero de 2019 estaba prevista su elevación al 25 %, si bien en la reunión del G-20 de finales de noviembre los presidentes de ambos países acordaron una moratoria de tres meses en esa subida, para tratar de llegar a un acuerdo comercial.

También los mercados financieros internacionales han mostrado un comportamiento diferenciado en la etapa reciente, con fuertes correcciones en las bolsas avanzadas y cierta estabilización en los mercados emergentes (véase gráfico 2.1). En las economías desarrolladas, los retrocesos bursátiles responden a las perspectivas de menor crecimiento, en parte como consecuencia de las tensiones comerciales, y a las incertidumbres relacionadas con los problemas presupuestarios en Italia o el desenlace del proceso de negociación del *brexit*. El tipo de interés de los bonos a diez años retrocedió en Estados Unidos hasta situarse alrededor del 2,85 %, tras haber llegado a superar el 3,20 % a mediados de octubre (véase gráfico 2.3). En los mercados cambiarios, el dólar siguió apreciándose frente a las principales divisas desarrolladas. La mayor estabilidad de los mercados emergentes, tras el deterioro del tercer trimestre, fue especialmente acusada en las economías que habían mostrado mayor vulnerabilidad, como Argentina o Turquía. Por el contrario, el comportamiento de las bolsas asiáticas, afectadas por las tensiones comerciales, fue menos favorable.

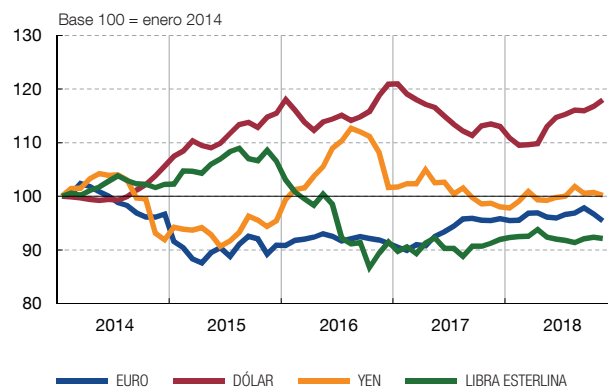
El índice de precios de materias primas aumentó un 2 % en el último trimestre, pues el encarecimiento de los precios de los metales y de los alimentos compensó la caída de los correspondientes a los textiles y, sobre todo, del petróleo (véase gráfico 2.4). El precio del barril de *Brent* ha pasado de más de 80 dólares a principios de octubre a alrededor de 60 dólares en la actualidad, debido a las perspectivas de menor demanda mundial y a una oferta mayor que la esperada, por el aumento de la producción en Estados Unidos y las exenciones de las sanciones impuestas a Irán. A principios de diciembre, la OPEP y Rusia decidieron recortar su producción de petróleo para tratar de estabilizar los precios.

En cuanto a la evolución de las principales economías desarrolladas, el crecimiento del PIB de Estados Unidos en el tercer trimestre fue del 3,5 % en tasa trimestral anualizada, tras el 4,2 % del segundo (véase gráfico 3.1). De la composición, cabe destacar las contribuciones negativas de la inversión y de las exportaciones netas, que podrían estar anticipando un cambio de ciclo (véase recuadro 1). En Japón, la caída del PIB del tercer trimestre (de un 2,5 % trimestral anualizado) se debió a los desastres naturales acaecidos en ese período, y, en el Reino Unido, el crecimiento del PIB (un 0,6 % intertrimestral) se

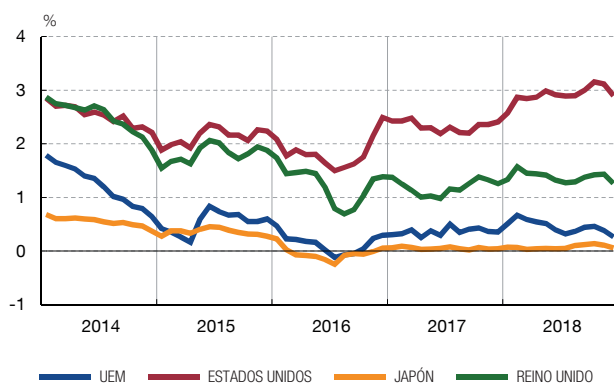
1 ÍNDICES BURSÁTILES



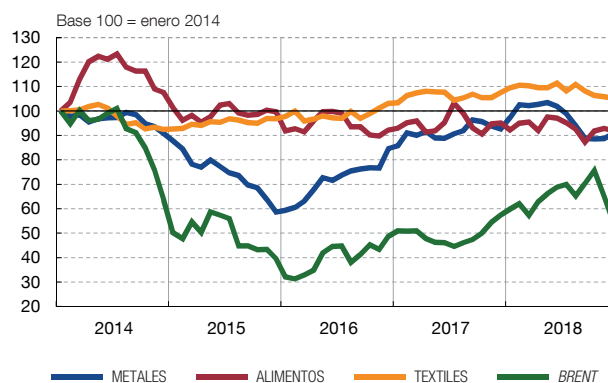
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



4 MATERIAS PRIMAS

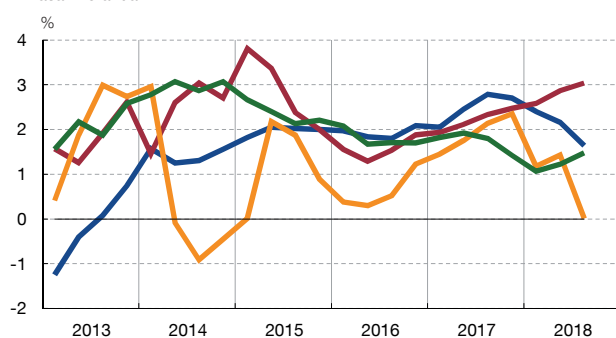
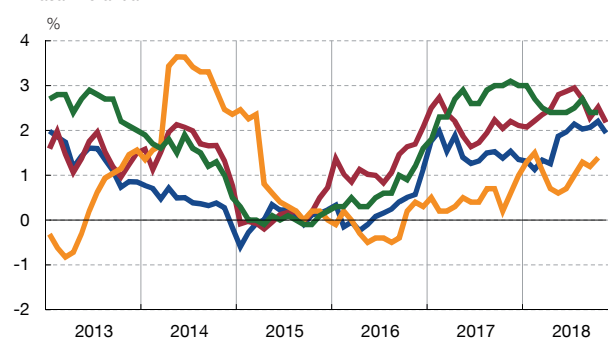


FUENTES: IFS y Banco de España.

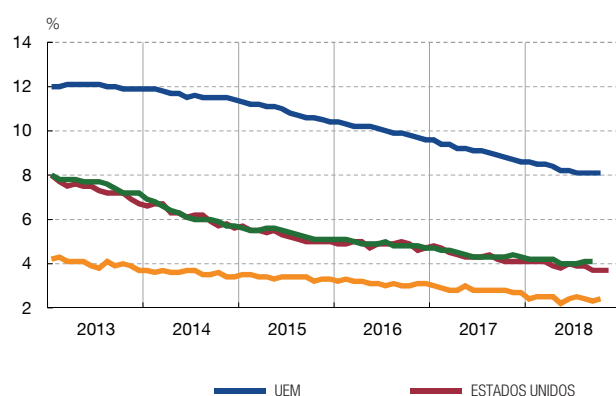
- a Un aumento del índice supone una apreciación de la moneda.
b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

apoyó en el consumo privado, mientras que persiste el debilitamiento de la inversión, que estaría acusando el impacto del *brexit*. Las políticas monetarias se mantuvieron estables en las economías avanzadas, en un contexto de gradual aumento de las tasas de inflación general y de estabilidad de las subyacentes (véanse gráficos 3.2 y 3.4).

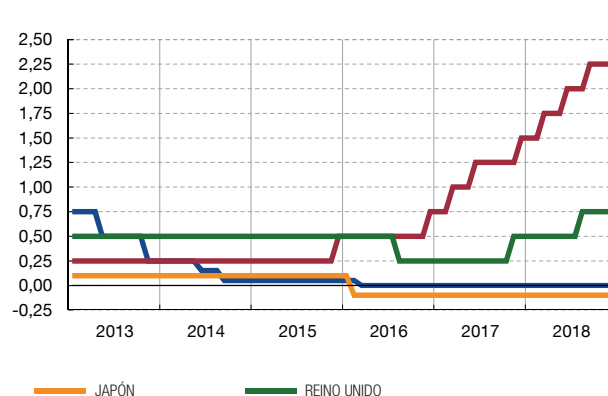
En las economías emergentes, la evolución de la actividad fue heterogénea. El crecimiento del PIB de China se moderó ligeramente en el tercer trimestre, del 6,7 % interanual al 6,5 % (véase gráfico 4.1), en un contexto en el que las autoridades han tratado de compensar con estímulos de política económica los efectos del enfrentamiento comercial con Estados Unidos. En la India el crecimiento ha mantenido una elevada intensidad en ese mismo período, aunque se desaceleró en algo más de 1 punto porcentual (pp), hasta el 7,2 %. Las economías más afectadas por las tensiones financieras a lo largo del año —Argentina y Turquía— sufrieron un deterioro considerable de la actividad durante el verano, como resultado de la inestabilidad financiera y de los ajustes de política económica. En el resto de las economías de América Latina, los datos de actividad del tercer trimestre reflejaron una tenue recuperación, aunque con importantes divergencias entre países. Mientras que Brasil y México han mostrado signos de mejora, Chile, Perú y Colombia se han desacelerado. El recuadro 2 realiza un análisis de las vulnerabilidades en las economías emergentes, centrándose en China, México y Brasil.

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual2 INFLACIÓN
Tasa interanual

3 TASA DE PARO (a)



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: IFS y Banco de España.

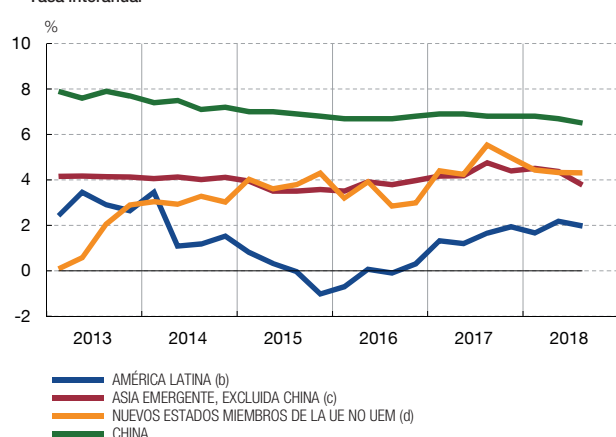
a Porcentaje de la población activa.

2.2 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

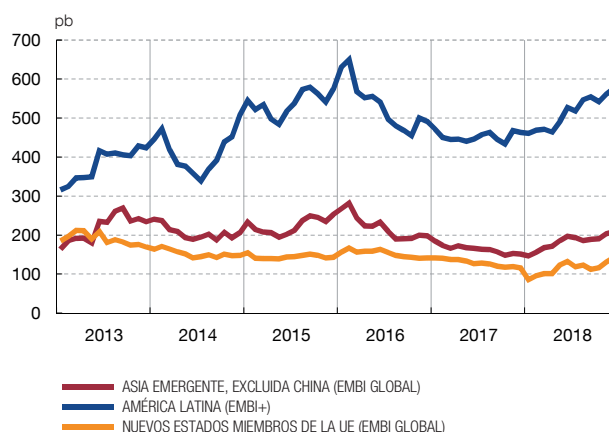
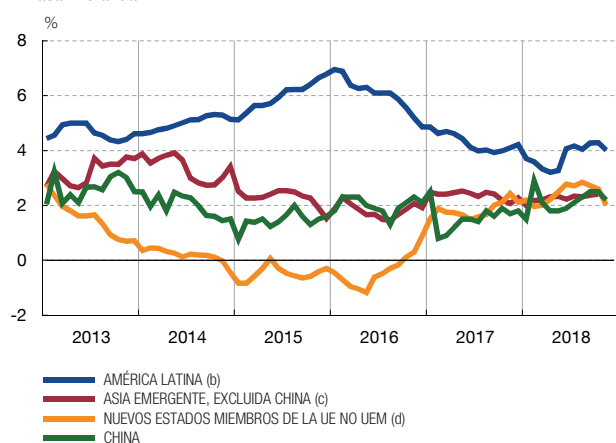
EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Al inicio de 2018 la actividad económica en el área del euro se vio influenciada por diversos elementos de naturaleza transitoria —como huelgas y condiciones meteorológicas— que tuvieron un impacto negativo sobre el crecimiento. La incidencia de los factores temporales se intensificó en el tercer trimestre, cuando el cambio en la regulación de emisiones en la industria de vehículos con motor contrajo la producción de automóviles, especialmente en Alemania². No obstante, el conjunto de la información disponible apunta a que, incluso una vez eliminados estos efectos transitorios, el ritmo de expansión del área del euro se ha ralentizado notablemente en comparación con el observado en 2017. Desde el punto de vista de los componentes de demanda, esta desaceleración es debida a la debilidad de las exportaciones, lastradas por la moderación del comercio mundial, en un entorno de mayor incertidumbre por la deriva proteccionista de algunas economías y por las dudas sobre los términos del acuerdo final del *brexit*, así como por los posibles efectos retrasados de la apreciación del euro. Por el contrario, la demanda interna mantiene un comportamiento más sólido, sustentada en las vigentes condiciones financieras favorables, el dinamismo

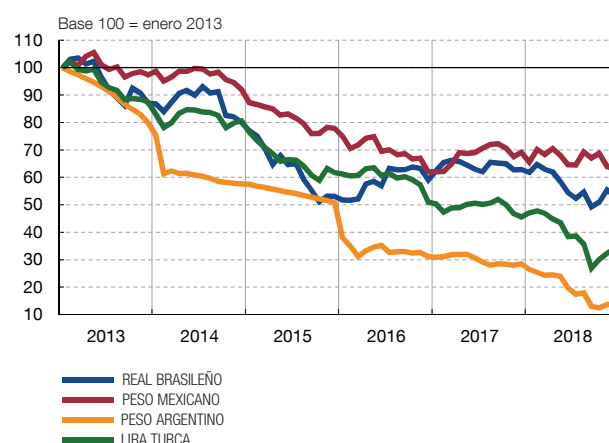
2 En algunos países del área del euro, y principalmente en Alemania, se produjo en los meses de verano un descenso de la producción de automóviles derivado de la adaptación a la nueva regulación de contraste de emisiones que entró en vigor el 1 de septiembre en Europa para los nuevos vehículos matriculados, conocida como WLTP (*Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure*). Esta reducción en la producción de automóviles durante el verano se reflejó, fundamentalmente, en una contracción de las exportaciones y del consumo privado y en algunos países (como Alemania) estuvo acompañada por una acumulación de existencias por encima del nivel deseado (véase recuadro 4).

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual

2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)

3 PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual

4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (f)



FUENTES: IFS, Banco de España, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.

b Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.

d Polonia, Hungría, República Checa, Bulgaria, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.

e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría, Polonia, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.

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

del empleo y el crecimiento de las rentas de las familias y de las empresas. No obstante, la inversión empresarial registró una desaceleración notable en el tercer trimestre, lo que podría constituir un síntoma de que el entorno de incertidumbre, que ya ha provocado un deterioro de la confianza empresarial, está comenzando a trasladarse a las decisiones de inversión de las empresas. Además, perduran las tensiones financieras en Italia, en un contexto de incertidumbre sobre la orientación de sus políticas económicas y de deterioro reciente de su crecimiento económico.

En este contexto, las **proyecciones macroeconómicas del Eurosistema**, publicadas a mediados de diciembre, revisaron ligeramente a la baja el crecimiento esperado para los años 2018 y 2019, hasta el 1,9 % y el 1,7 %, respectivamente, dejando el avance del PIB en 2020 en el 1,7 % y situando el de 2021 en el 1,5 % (véase cuadro 2). Con todo, se espera que el PIB del área del euro siga expandiéndose a un ritmo algo superior al potencial en el

	2018		2019		2020	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (diciembre de 2018)	1,9	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7
Comisión Europea (noviembre de 2018)	2,1	1,8	1,9	1,8	1,7	1,6
OCDE (noviembre de 2018)	1,9	1,8	1,8	1,9	1,6	1,9
Fondo Monetario Internacional (octubre de 2018)	2,0	1,7	1,9	1,7	1,7	1,8
<i>Consensus Forecast</i> (diciembre de 2018)	1,9	1,8	1,6	1,6	—	—
Eurobarómetro (noviembre de 2018)	2,0	1,8	1,7	1,7	—	—

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

INDICADORES ECONÓMICOS DE LA UEM (a)

CUADRO 3

	2017				2018			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	0,2	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,1	0,7	0,3	0,4	0,3	0,5	0,1	
Variación de existencias	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,3	
Demanda exterior neta	0,6	0,0	0,4	0,4	-0,1	0,0	-0,2	
Otros indicadores								
Tasa de paro (b)	9,5	9,2	9,0	8,7	8,5	8,3	8,1	8,1
IAPC (tasa interanual) (c)	1,5	1,3	1,5	1,4	1,3	2,0	2,1	1,9
IAPC, excluidos energía y alimentos (tasa interanual) (c)	0,7	1,1	1,1	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

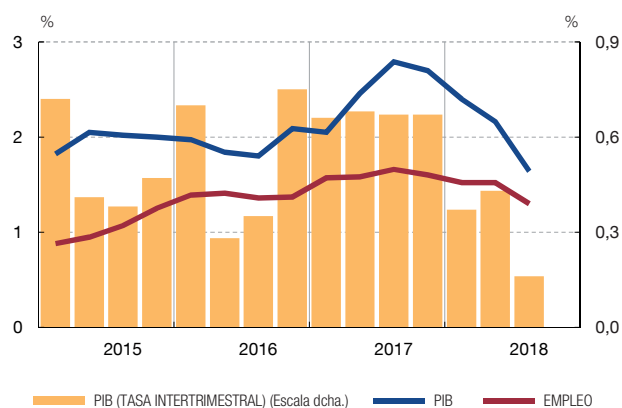
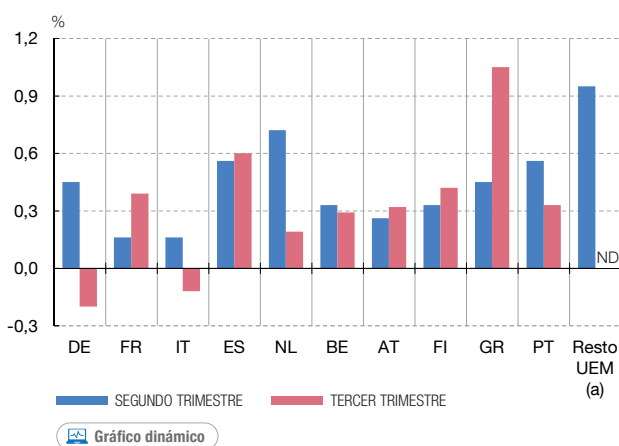
a Información disponible hasta el 17 de diciembre de 2018.

b Media del trimestre. Último dato disponible, octubre de 2018.

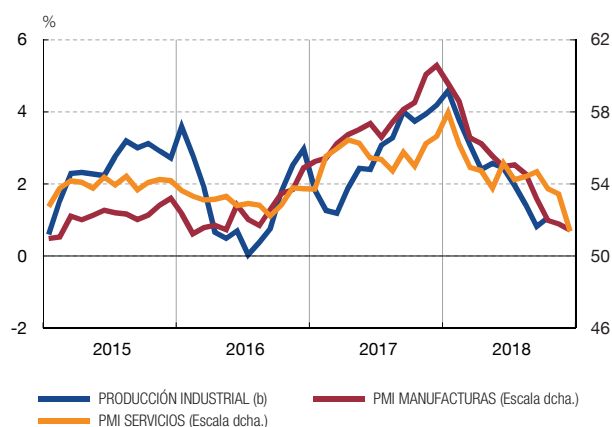
c Fin de período. Último dato disponible, noviembre de 2018.

horizonte de previsión. En línea con el menor crecimiento proyectado y con la persistencia de ritmos de avance moderados de los precios, la inflación subyacente esperada (excluida energía y alimentos) se revisó ligeramente a la baja, hasta un 1,4 % y un 1,6 % en 2019 y 2020, respectivamente, para alcanzar el 1,8 % en 2021. Por su parte, la senda proyectada para el índice general de precios de consumo se revisó en una décima a la baja en 2019, en línea con la reducción reciente del precio del petróleo, situándose en el 1,8 % en 2021.

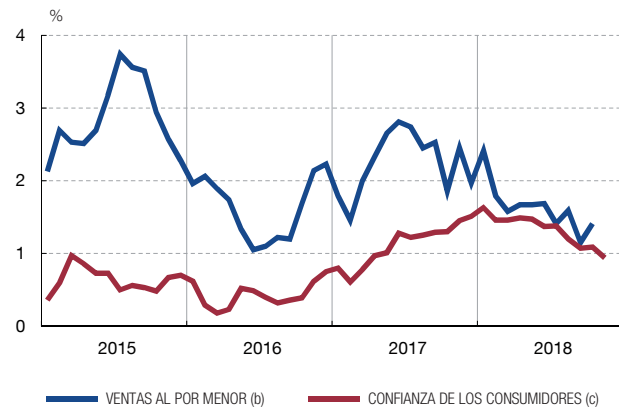
La ralentización del crecimiento observada desde comienzos de año, en un entorno de riesgos a la baja más prominentes, pone de manifiesto la necesidad de preservar el estímulo monetario actual, de modo que se garantice la convergencia de la inflación a su referencia de medio plazo. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE de diciembre confirmó, por un lado, la terminación de las compras netas en el marco del Programa de Compras de Activos (APP, por sus siglas en inglés) a final de año, como había venido anunciando desde junio, sujeto a su análisis de la evolución económica. Pero, por otro lado, indicó que prevé continuar reinvertiendo íntegramente los vencimientos que se vayan produciendo en su cartera de activos adquiridos en el marco del programa durante un período prolongado tras el comienzo de las subidas de los tipos de interés oficiales y, en

1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral

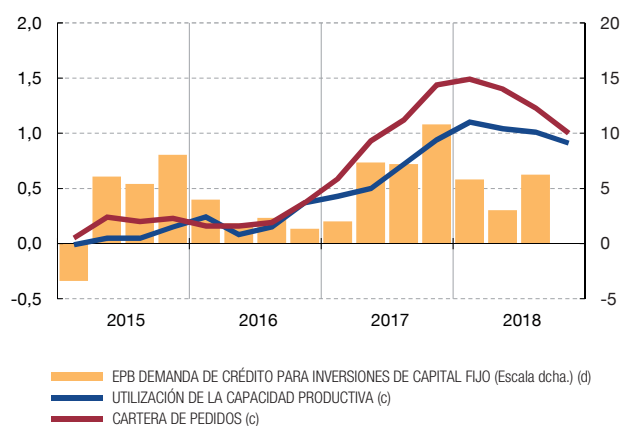
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



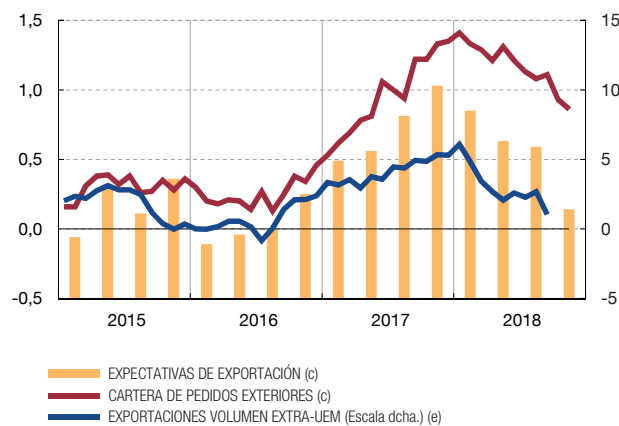
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

a No incluye Irlanda, por la elevada volatilidad de sus datos.

b Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.

c Series normalizadas.

d Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

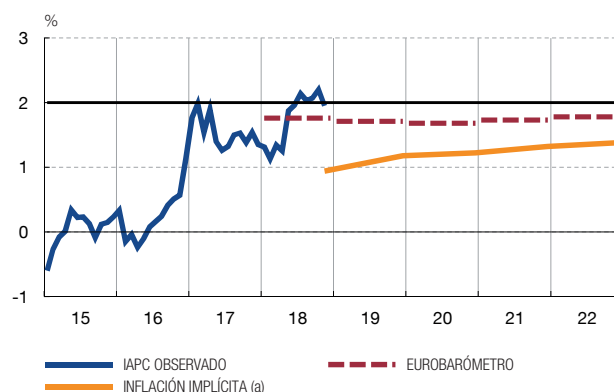
e Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie original.

Descargar

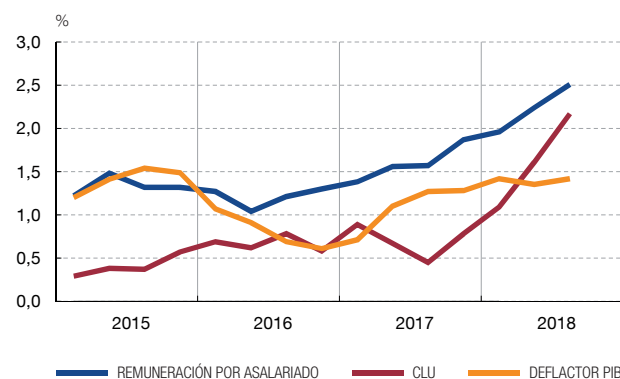
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



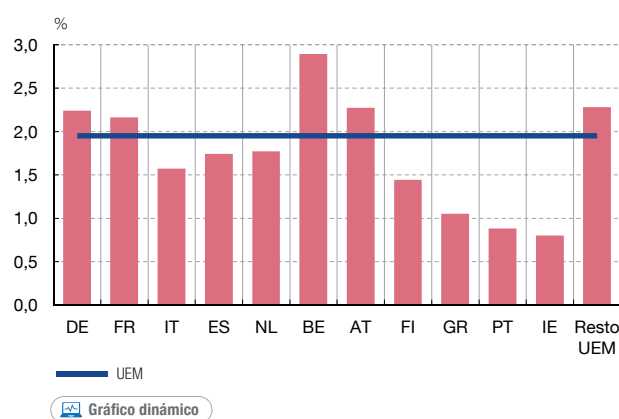
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL
Noviembre de 2018



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

[Descargar](#)

todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria. Además, el Consejo no anticipa cambios a corto plazo en los tipos de interés oficiales, que se mantendrían en los niveles actuales hasta al menos durante el verano de 2019³.

Según las cifras de Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro creció un 0,2% intertrimestral en el tercer trimestre de 2018, dos décimas por debajo de las tasas registradas en los dos primeros trimestres del año (véanse cuadro 3 y gráfico 5) y muy por debajo de los ritmos próximos al 0,7% registrados el año anterior. Como se ha señalado al inicio del subepígrafe, el avance interanual se situó en el 1,6%, tras el 2,2% registrado en el segundo trimestre. Este freno de la economía durante el verano se explicaría, en una proporción sustancial, por un efecto extraordinario de naturaleza temporal asociado a la caída en la producción de automóviles, que fue de especial intensidad en Alemania. En este país, el PIB cayó un 0,2%, tras el incremento del 0,5% del segundo trimestre. En Italia

3 Los tipos de interés aplicados en las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se sitúan en el 0%, el 0,25% y el 0,40%, respectivamente.

también se registró un descenso del producto (de un 0,1 %). Por el contrario, en Francia se aceleró la actividad —hasta el 0,4 %— y en España se mantuvo su ritmo de avance en un 0,6 %. Por componentes, esta ralentización del PIB vino explicada por el retroceso de las exportaciones y por el reducido avance de la demanda privada (tanto del consumo de los hogares como de la inversión en equipo), mientras que aumentó la aportación de las existencias —que llegó a ser muy elevada en algunos países (en Alemania, de 0,6 pp)—. Por su parte, el empleo en la UEM mantuvo su fortaleza, con un incremento en el tercer trimestre del año de un 1,3 %, en tasa interanual.

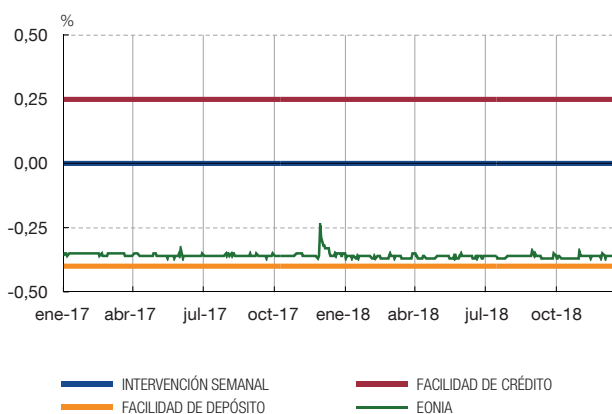
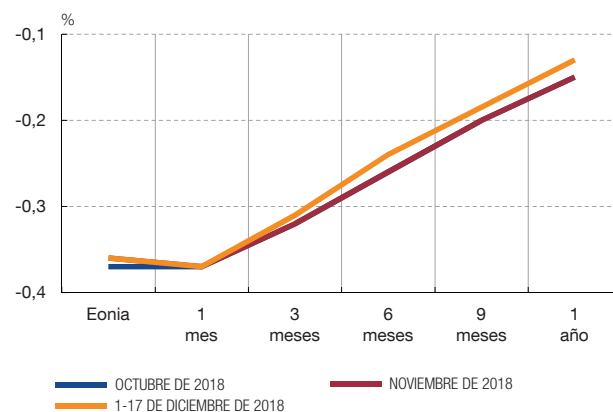
La información coyuntural disponible relativa al cuarto trimestre apunta, en general, a un ligero repunte del crecimiento del PIB, pero dentro de ritmos de avance moderados (véase gráfico 5). Los indicadores de confianza empresarial que proceden de las encuestas realizadas a los directores de compras (PMI) descendieron en el último trimestre del año, tanto en la industria como en los servicios, aunque todavía se encuentran en terreno expansivo. En la misma dirección apuntan los indicadores elaborados por la Comisión Europea (CE) referidos a esos dos sectores, con valores por encima del promedio histórico, mientras que los relativos a la construcción mantienen su fortaleza. Asimismo, la confianza de los consumidores mostró un notable retroceso en noviembre, y el componente de expectativas de creación de empleo disminuyó en la industria y en los servicios y mejoró en la construcción. En cuanto a la demanda exterior, las expectativas de exportación y la valoración de la cartera de pedidos de exportación siguieron empeorando en los últimos meses del año (entrando en terreno de retroceso, según el índice PMI). Por su parte, los indicadores de carácter cuantitativo disponibles, con información más retrasada, confirman, en general, una evolución algo más favorable en el cuarto trimestre. En concreto, las matriculaciones repuntaron en octubre y noviembre, y también las ventas minoristas, con datos solo de octubre. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial sin energía aumentó un 0,4 % en octubre respecto al mes anterior y la tasa de paro permaneció en octubre en el 8,1 % por cuarto mes consecutivo.

En el ámbito de los precios, la inflación, medida por el IAPC, ha permanecido en el entorno del 2 % en los últimos meses. La tasa interanual observada en noviembre se situó en el 1,9 %, tres décimas menos que en el mes anterior, debido a la desaceleración de todos sus componentes, excepto los precios de los bienes industriales no energéticos, que mantuvieron su ritmo de expansión (véase gráfico 6). Por su parte, la inflación subyacente (medida a partir del índice general, excluyendo la energía y los alimentos) se redujo una décima, hasta el 1 %. Por el contrario, los salarios negociados han continuado repuntando notablemente en meses recientes.

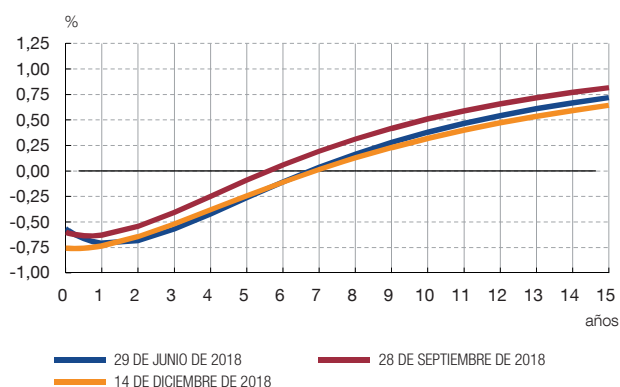
En noviembre, la CE dio a conocer las prioridades de política económica para 2019 en el marco del denominado «Semestre Europeo» y concluyó su valoración de los proyectos de presupuestos que los Estados miembros han elaborado para el próximo año. Asimismo, se publicó la edición anual del *Informe sobre el Mecanismo de Alerta del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico*.

En el ámbito fiscal, los proyectos presupuestarios para 2019 proyectan un incremento del déficit de las Administraciones Públicas para el conjunto de la UEM, hasta el 0,8 % del PIB, tras el 0,6 % estimado para 2018. La deuda pública se reducirá en ese año, hasta situarse en el 85 % del PIB, frente al 87 % alcanzado en 2018. En términos estructurales, se estima que el tono de la política fiscal sería ligeramente expansivo en 2019, tras el tono neutral estimado finalmente para 2018, pese a que los planes presupuestarios apuntaban a cierta expansión fiscal (véase recuadro 3). Por otra parte, la CE recomendó al Consejo abrir el procedimiento

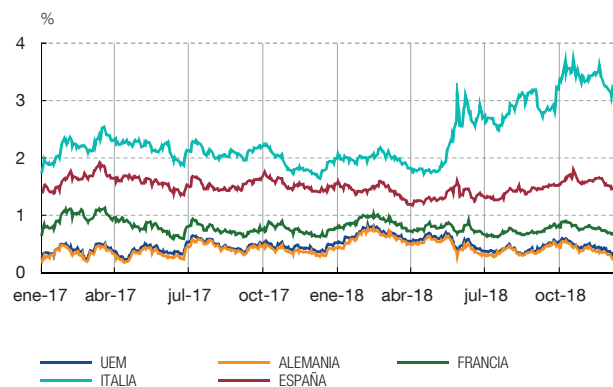
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE

2 MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual

3 CURVA CUPÓN CERO (a)



4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



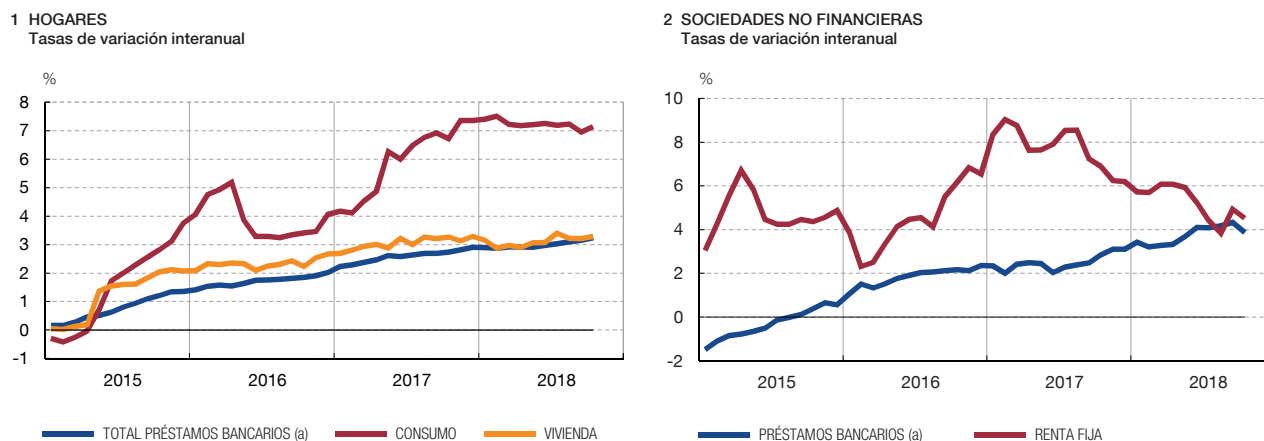
6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

de déficit excesivo a Italia, debido al incumplimiento *particularmente serio* de los presupuestos de este país con los compromisos de reducción de deuda y contención del gasto, lo que ha llevado al Gobierno italiano a reconsiderar algunas de las medidas planeadas. Asimismo, considera que los planes presupuestarios de Bélgica, Francia, Portugal, Eslovenia y España presentan un elevado riesgo de registrar desviaciones significativas de sus objetivos presupuestarios de medio plazo y que, salvo en el caso de Eslovenia, no cumplirán con su



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

[Descargar](#)

compromiso de reducción de la deuda. En el caso de Francia, el plan no incorpora las medidas de aumento de gasto anunciadas recientemente por el Gobierno.

Por su parte, sobre la base del *Informe sobre el Mecanismo de Alerta del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico*, la CE considera que hay que efectuar exámenes en profundidad a los ocho Estados miembros de la UEM en los que se identificaron desequilibrios durante el anterior Semestre Europeo. Estos países son las cinco mayores economías del área —esto es, Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos—, además de Chipre, Irlanda y Portugal. A estos países se les suma Grecia, al haber dejado de estar sujeto al programa de asistencia financiera en agosto.

La Cumbre del Euro de diciembre refrendó todos los elementos del informe elaborado por el Eurogrupo sobre la profundización de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En particular, se cerró un acuerdo para fortalecer el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y se acordó que esta institución actúe como respaldo del Fondo Único de Resolución (FUR) cuando los recursos de este no resulten suficientes para abordar procesos de resolución bancaria. Asimismo, se acordó un fortalecimiento de los instrumentos de carácter preventivo del MEDE. Además, se acordó la introducción de nuevas cláusulas de acción colectiva (CAC) en la deuda soberana emitida a partir de 2022, para facilitar un eventual proceso de reestructuración de esta en caso de que se considere necesario. En cambio, no se produjeron avances significativos en lo que se refiere al diseño de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés) ni en lo relativo a la introducción de un presupuesto o esquema común para la estabilización cíclica, aunque se encarga al Eurogrupo que siga trabajando para definir un instrumento enmarcado en el presupuesto de la UE que favorezca la convergencia y la competitividad en el área del euro. Por último, se dio el visto bueno al denominado «Paquete Bancario», orientado a la reducción de riesgos en este sector.

EVOLUCIÓN FINANCIERA

Durante el último trimestre del año persistió una elevada inestabilidad en los mercados financieros del área del euro, que se vieron afectados tanto por las negociaciones del *brexit* como por el devenir del proceso de revisión de los presupuestos italianos por parte de la CE (véase gráfico 7). No obstante, las condiciones financieras en el área del euro registraron movimientos muy contenidos en el conjunto del cuarto trimestre, con ligeros

aumentos en los diferenciales soberanos, caídas de las cotizaciones bursátiles y una leve depreciación del euro, tanto frente a las monedas de las grandes economías como frente a las de las economías emergentes.

El modesto repunte de los diferenciales respecto al bono alemán a diez años fue prácticamente generalizado, debido, en parte, al descenso de la rentabilidad de este último (hasta el 0,25 %) al cierre de este Informe. Por el contrario, en el caso concreto de Italia, el diferencial terminó cayendo 7 puntos básicos (pb) en el cuarto trimestre, aunque mantiene niveles elevados, en torno a los 270 pb. Por su parte, el diferencial de rentabilidad del bono alemán respecto a la deuda estadounidense alcanzó los 265 pb, nivel cercano al observado a finales de septiembre.

En los mercados bursátiles, el índice EUROSTOXX 50 anotó un marcado retroceso en el conjunto del trimestre —de casi un 10 %, con una caída acumulada en el año del 12 %—, en línea con el descenso registrado en Estados Unidos en el último trimestre del año. Las cotizaciones del sector bancario en el área del euro retrocedieron en el conjunto del trimestre casi un 15 %.

En el mercado de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se depreció un 1,3 % en el cuarto trimestre, frente a la revalorización de magnitud similar registrada en el trimestre previo (véase gráfico 7.6). Por monedas, el euro se depreció frente al dólar un 2 %, y se apreció frente a la libra un 1,3 %. La depreciación del euro frente a algunas divisas emergentes fue elevada, alcanzando el 12,5 % frente a la lira turca, el 6,2 % frente al peso argentino y el 1,8 % frente al yuan.

Por último, el ritmo de crecimiento interanual de los préstamos a empresas no financieras se desaceleró en octubre cuatro décimas, hasta alcanzar una tasa del 3,9 %, mientras que los préstamos a hogares mantuvieron su ritmo de expansión en el 3,2 % interanual (véase gráfico 8). La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) en la zona del euro del tercer trimestre de 2018 sugiere que el crecimiento del crédito sigue estando respaldado, en todas sus categorías, por el incremento de la demanda, por una relajación en los criterios de concesión y por una mejora en las condiciones de los préstamos. En relación con los agregados monetarios, la tasa de avance interanual de M3 aumentó tres décimas en octubre, situándose en el 3,9 %. La tasa interanual del agregado más estrecho (M1) se mantuvo en el 6,8 %.

3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se situó en el 0,6 % en el tercer trimestre de 2018, tasa similar a la observada en el trimestre previo (véase gráfico 9). La expansión del producto en el período julio-septiembre se debió exclusivamente al aumento de la demanda interna, cuya aportación positiva se mantuvo en 0,8 pp. La aceleración del consumo (privado y público) y la inversión en vivienda compensó la ralentización en el resto de componentes de la inversión (equipo y otros productos, y otras construcciones). En sentido contrario, la demanda externa neta continuó registrando una contribución negativa, de 0,2 pp, similar a la del segundo trimestre. El retroceso de las exportaciones fue algo mayor que el de las importaciones, tras los modestos avances de ambas magnitudes en el período abril-junio. En términos interanuales, la tasa de crecimiento del PIB permaneció en el 2,5 %, al igual que la del empleo.

La información coyuntural disponible apunta a una tasa de avance del PIB en el cuarto trimestre que podría volver a situarse en el entorno del 0,6 %. El aumento del producto continuaría sustentado en el crecimiento de la demanda nacional, mientras que la contribución de la demanda externa, para la que se dispone aún de información muy parcial, sería aproximadamente nula. Por su parte, el empleo se desaceleraría ligeramente.

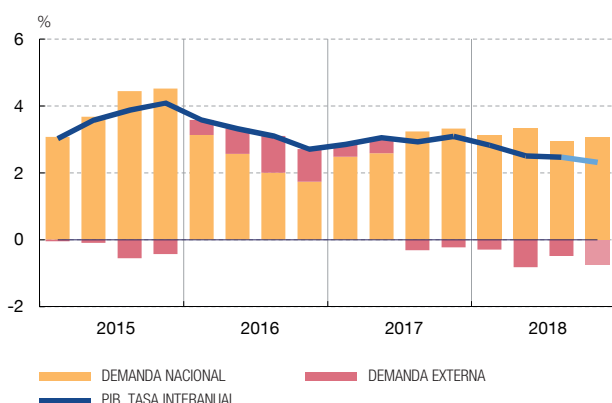
En la parte transcurrida del último trimestre de 2018, la evolución de los mercados financieros nacionales ha estado condicionada fundamentalmente por factores externos, que llevaron a caídas de las cotizaciones bursátiles, las cuales fueron más intensas en el caso de las acciones bancarias, y a aumentos contenidos de la volatilidad y de las primas de riesgo de crédito. Así, en la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 había retrocedido un 6,1 % en relación con los niveles de finales de septiembre, evolución menos desfavorable que la EUROSTOXX 50, que había caído un 9,9 % en el mismo período (véase gráfico 10.1). En el mercado de deuda soberana, la rentabilidad del bono español a diez años se situaba en el 1,4 %, unos 10 pb por debajo del nivel al cierre del tercer trimestre, un descenso más moderado que el experimentado por la rentabilidad del bono equivalente alemán, por lo que el diferencial entre ambas se amplió hasta los 115 pb. Las primas de riesgo medias de los valores de la renta fija privada han repuntado en casi 10 pb en el caso de las sociedades financieras y en unos 5 pb para las empresas no financieras. En el mercado interbancario, el euríbor a doce meses se ha elevado ligeramente, pero se mantiene en terreno negativo, situándose en -0,13 %.

Las condiciones de financiación de los hogares y de las empresas no financieras han continuado siendo muy holgadas, permaneciendo el coste de la deuda en niveles reducidos. En este entorno, el volumen de las nuevas operaciones crediticias ha seguido expandiéndose durante los últimos meses. En términos de saldos, se ha consolidado el ritmo de crecimiento positivo del crédito a hogares. En el caso de los recursos captados por las empresas, en un contexto de reducidas necesidades de financiación, los préstamos bancarios se han seguido contrayendo a una tasa moderada, mientras que la emisión de valores de renta fija se ha acelerado. Por último, la situación patrimonial de las familias y de las sociedades no financieras habría continuado fortaleciéndose en el tercer trimestre del año.

3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

De acuerdo con la información coyuntural disponible, se estima que la tasa de variación intertrimestral del gasto en consumo de las familias se situaría en el entorno del 0,6 % en el cuarto trimestre, crecimiento similar al del tercero (véase gráfico 11). Los

1 APORTACIONES AL CRECIMIENTO ANUAL



2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL

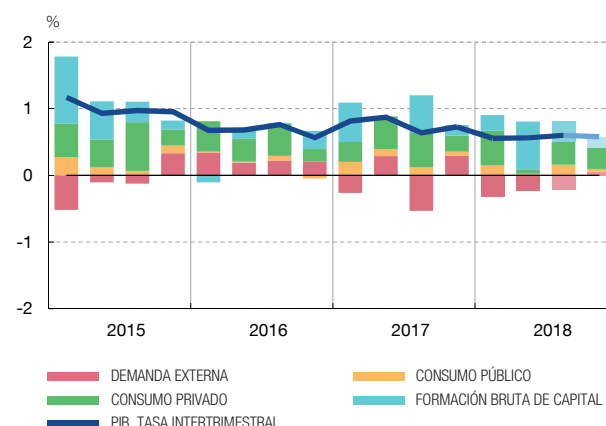


Gráfico dinámico

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

Descargar

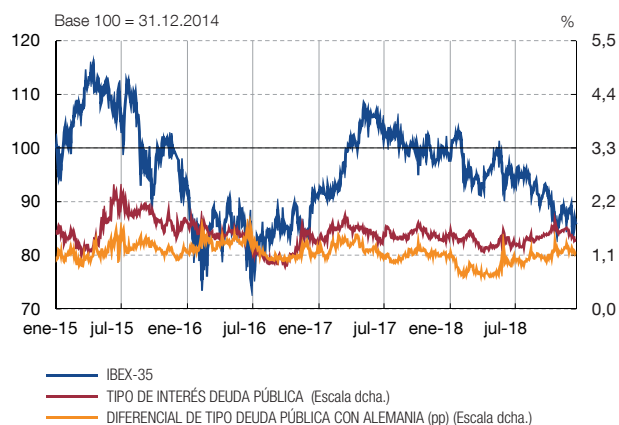
indicadores aparecidos con posterioridad a la publicación del Informe de septiembre señalan ciertos riesgos al alza en el corto plazo. En primer lugar, tanto el índice de comercio al por menor como el índice de producción industrial (IPI) de bienes de consumo se aceleraron notablemente en octubre, tras la debilidad mostrada en meses anteriores. Además, los afiliados también experimentarían un ligero repunte de su crecimiento en el cuarto trimestre. Por último, los indicadores cualitativos, como los PMI de servicios y de manufacturas de bienes de consumo, o el índice de confianza del comercio al por menor han tendido a mostrar una evolución algo más favorable en los dos últimos meses.

Por lo que se refiere a la inversión en vivienda, los indicadores más recientes apuntan a que la tasa de crecimiento del cuarto trimestre habría sido similar a la del período julio-septiembre. Por su parte, según la información publicada por el INE, los precios de la vivienda libre se aceleraron en el tercer trimestre, hasta registrar una tasa de avance del 7,2 % interanual, 0,4 pp por encima de la observada en el trimestre previo. Este mayor aumento de los precios de la vivienda tuvo lugar tanto en el segmento de vivienda usada como en el de vivienda nueva.

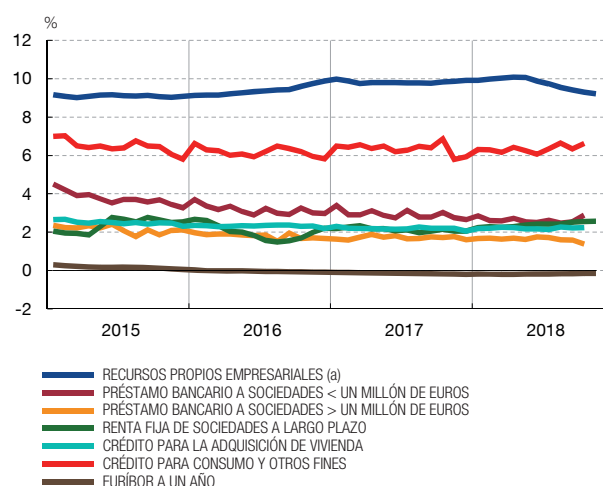
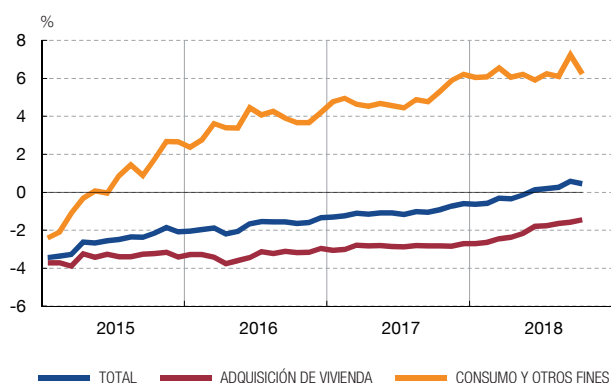
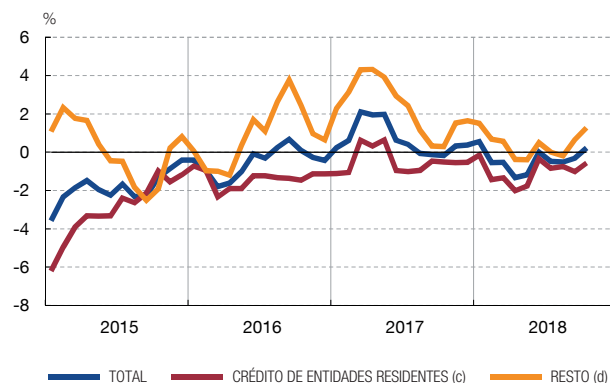
Los costes de financiación de los hogares se han mantenido en niveles reducidos. Así, el tipo de interés medio aplicado a las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda se situaba en octubre (último dato disponible) en el 2,2%, cifra muy próxima a la de los meses precedentes. Por su parte, el de los fondos destinados a consumo y otros fines se situaba en esa misma fecha en el 6,6%, unos 20 pb más que el promedio de los tres meses anteriores, variación que resultó fundamentalmente del repunte en el segmento de otros fines⁴ y que está dentro de las oscilaciones habituales de esta serie (véase gráfico 10.2).

4 Este segmento incluye los préstamos concedidos a hogares para finalidades distintas del crédito al consumo y a la vivienda, como negocios (esto es, a empresarios individuales), consolidación de deudas y educación, así como todos los préstamos a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares. Para más información, véase la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



2 COSTE DE FINANCIACIÓN

3 CRÉDITO A HOGARES
Tasas interanuales (b)4 FINANCIACIÓN A SOCIEDADES
Tasas interanuales (b)

FUENTES: Reuters, Datastream, MSCI, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

b El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.

c Préstamo de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

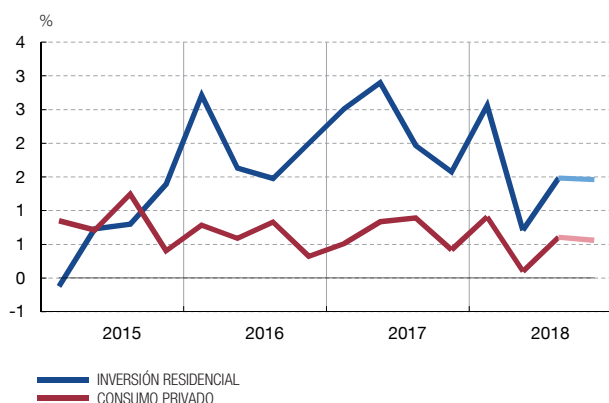
d Incluye préstamos de no residentes y financiación mediante la emisión de valores de renta fija (incluyendo las realizadas por filiales residentes).

Descargar

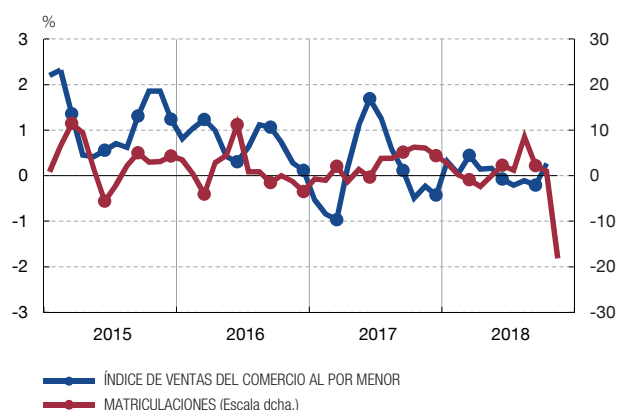
De acuerdo con la EPB de octubre, las entidades financieras habrían vuelto a relajar los criterios de concesión de préstamos a hogares para consumo y otros fines en el tercer trimestre del año, mientras que estos habrían permanecido inalterados en el segmento destinado a la adquisición de vivienda⁵. Asimismo, las condiciones generales aplicadas a los créditos para consumo y otros fines también se habrían suavizado (en concreto, los márgenes de los préstamos ordinarios, ya que los plazos de vencimiento se habrían reducido), mientras que en los préstamos para la compra de vivienda no habría habido cambios. Por el lado de la demanda, la EPB muestra que las solicitudes de fondos de las familias se incrementaron en el tercer trimestre de 2018 (particularmente, en el segmento de consumo y otros fines), y apunta a que estas seguirían elevándose en el último trimestre del año, al tiempo que la oferta crediticia volvería a relajarse.

5 Para más detalles, véase el artículo analítico «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2018», *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.

1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



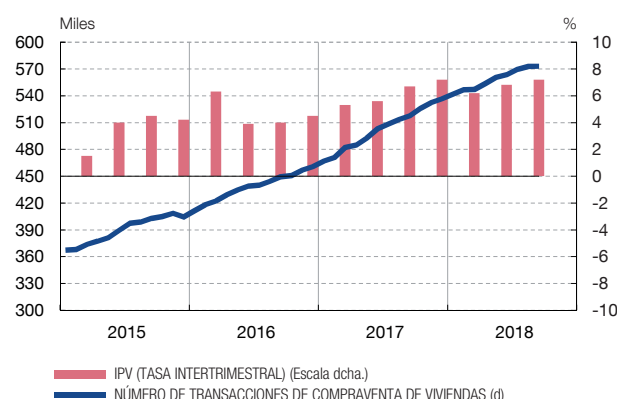
2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (c)



4 PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

a Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

c Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

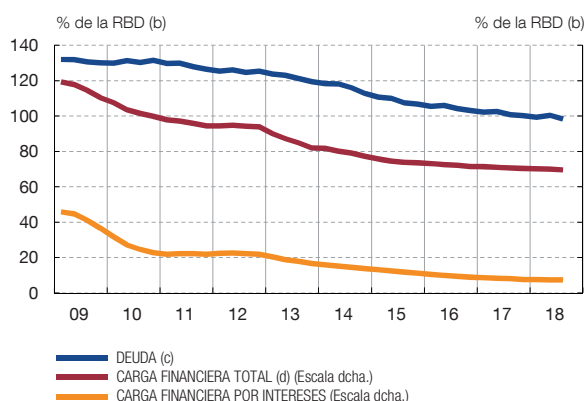
d Suma móvil de doce meses.

Descargar

Este contexto de condiciones de acceso a la financiación favorables ha seguido apoyando la expansión de las nuevas operaciones de crédito en los últimos meses. La incertidumbre jurídica en relación con el impuesto sobre actos jurídicos documentados no parece que haya afectado al volumen de las nuevas operaciones para la compra de vivienda en octubre, que ha seguido creciendo a unos ritmos similares a los de los meses precedentes. El avance de la actividad crediticia contribuyó a que la tasa de crecimiento interanual del saldo vivo⁶ de la deuda de los hogares aumentara hasta el 0,4 % en octubre, 0,3 pp más que en junio (véase gráfico 10.3). Por finalidades, esta evolución fue resultado de que la tasa de retroceso del crédito para compra de vivienda haya continuado con la tendencia de moderación que muestra desde principios de este año (hasta el 1,5 % en octubre, frente al 1,8 % que registró en junio) y de un aumento del ritmo de avance de los préstamos destinados a consumo y otros fines (en 0,3 pp, hasta el 6,2 %), como consecuencia del mayor dinamismo en el segmento de otros fines, ya que el crédito para consumo se ha desacelerado ligeramente.

6 El saldo vivo del crédito está ajustado por las transferencias de créditos y por los créditos fallidos, que no suponen un flujo efectivo de financiación.

1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



2 RIQUEZA

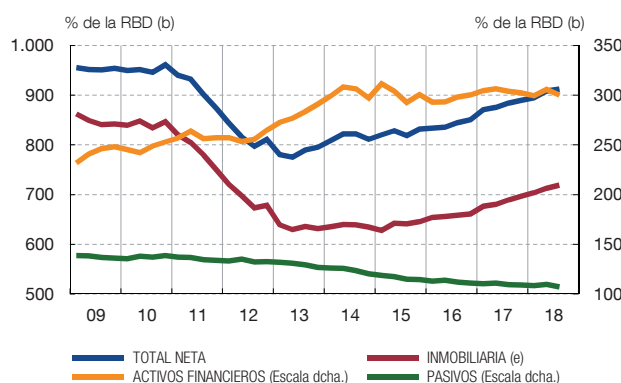


Gráfico dinámico

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El último dato de cada serie es una estimación.
 b Datos acumulados de cuatro trimestres.
 c Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
 d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 e Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

Descargar

De acuerdo con los últimos datos disponibles, la situación patrimonial de los hogares habría continuado fortaleciéndose durante el tercer trimestre de 2018. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) habrían seguido reduciéndose (véase gráfico 12.1). Por su parte, la riqueza neta de las familias habría vuelto a incrementarse durante el tercer trimestre del año gracias a la revalorización del patrimonio inmobiliario, que habría compensado el descenso del financiero, condicionado por el retroceso del valor de los activos, que habría sido superior al de los pasivos (véase gráfico 12.2).

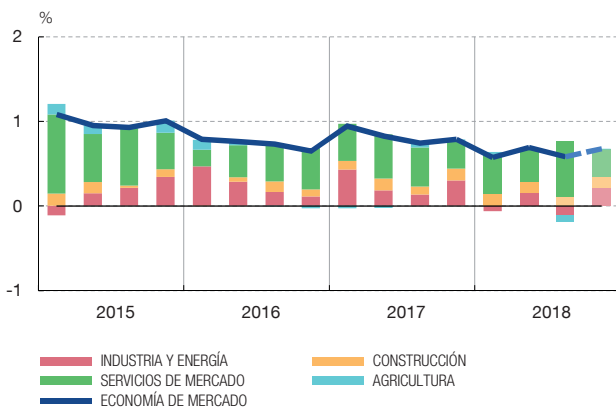
3.2 La actividad y la inversión de las empresas

En el cuarto trimestre del año, la actividad empresarial, aproximada por el valor añadido real de la economía de mercado, habría mostrado un crecimiento ligeramente superior al observado en el período julio-septiembre, destacando la aceleración de las ramas de la industria y de la energía.

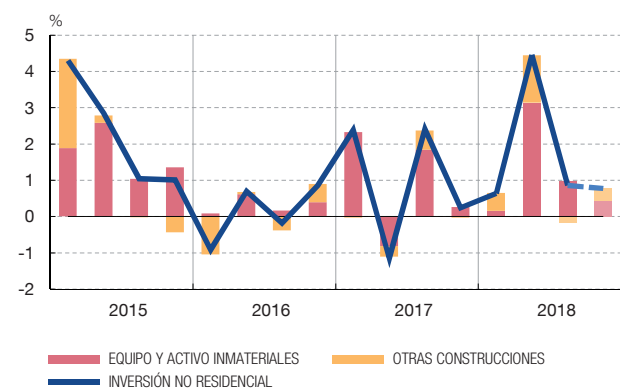
En cuanto a la inversión empresarial, el componente de bienes de equipo experimentaría un aumento intertrimestral en el entorno del 0,8 % en el cuarto trimestre, por debajo de su crecimiento en el tercero (2,2 %) (véase gráfico 13). Si bien la información disponible es aún muy escasa, la evolución reciente de los indicadores cuantitativos, relativa al mes de octubre, como el IPI de bienes de equipo y las matriculaciones de vehículos de carga, apunta en este sentido. Por su parte, la inversión en intangibles se habría acelerado en cierta medida tras su desfavorable evolución en el tercer trimestre.

Durante los últimos meses, el coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras se ha mantenido en niveles reducidos. Así, en octubre, el tipo de interés medio de los nuevos préstamos por un importe inferior al millón de euros se situó en el 2,9 %, unos 30 pb por encima del nivel medio de los tres meses anteriores, repunte que parece obedecer a factores estacionales en el comportamiento de las comisiones bancarias. El tipo de interés de los créditos por un volumen superior a esa cifra se situó en el 1,4 %, lo que supone su mínimo histórico. Por su parte, el coste estimado de los

1 VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



2 INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



3 INDICADORES DE ACTIVIDAD



4 INDICADORES DE INVERSIÓN (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento, Markit, Oficemen y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

Descargar

recursos propios se habría reducido durante los últimos meses hasta el 9,2 % en noviembre (70 pb menos que en junio), mientras que el de las emisiones de renta fija a largo plazo se habría incrementado en 20 pb desde junio, hasta el 2,6 % en noviembre (véase gráfico 10.2).

Por su parte, las entidades colaboradoras con la EPB declararon, en su última edición, correspondiente a octubre, que los criterios de concesión de préstamos a sociedades no financieras se habrían relajado en el tercer trimestre de 2018. De igual modo, también lo habrían hecho los criterios generales, en particular, los márgenes aplicados a los créditos ordinarios y los plazos de vencimiento. Según las entidades, la demanda de fondos por parte del sector habría disminuido. Los resultados de la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre abril y septiembre de este año, señalan otra nueva mejora en la percepción de las pymes españolas sobre la disponibilidad de financiación bancaria. En términos netos, así lo afirma el 21 % de ellas, lo que supone 3 pp menos que en la edición previa de esta encuesta (véase recuadro 7). En línea con la EPB, esta fuente también señala que las solicitudes de préstamos habrían disminuido como consecuencia de unas menores necesidades de financiación.

En este contexto, el volumen de las nuevas operaciones de crédito a las empresas no financieras ha seguido creciendo durante los últimos meses, tanto en el segmento de las operaciones de cuantía inferior al millón de euros como en el de importe superior a esa cifra. En términos de saldos, los préstamos concedidos por las entidades residentes a las sociedades no financieras han seguido contrayéndose, situándose en octubre la tasa de descenso interanual en el 0,5 %, un nivel inferior al de los meses anteriores (véase gráfico 10.4). Por su parte, la financiación captada mediante la emisión de valores de renta fija, incluyendo la realizada por las filiales residentes, se aceleró, incrementándose su tasa de crecimiento interanual hasta el 8,6 % en octubre, frente al 4,3 % registrado en junio. En cambio, durante los últimos meses, se ha intensificado la tasa de retroceso de la financiación empresarial con préstamos del exterior. Como resultado de esta evolución, la financiación total a las sociedades no financieras habría pasado a mostrar un leve ritmo de crecimiento en octubre (0,2 % interanual), lo que no ocurría desde enero.

Por su parte, continuando con la tendencia de los últimos años, la posición patrimonial de las sociedades no financieras habría seguido fortaleciéndose en el tercer trimestre de 2018. Así, la ratio de endeudamiento y, en menor medida, la de carga financiera habrían continuado reduciéndose en ese período, como reflejo tanto del avance del PIB como del descenso de los pasivos del sector (véase gráfico 14). De acuerdo con la muestra de sociedades no financieras que colaboran con la Central de Balances Trimestral (CBT), que está formada principalmente por empresas de gran dimensión, la expansión de la actividad productiva, junto con el favorable comportamiento de los gastos e ingresos financieros, permitió que los beneficios ordinarios crecieran un 11,1 %, en términos interanuales, en los tres primeros trimestres de 2018⁷. Esta evolución ha permitido que la rentabilidad del activo se incrementara hasta el 4,7 %, 0,2 pp más que en el mismo período de un año antes. La información de la SAFE también apunta a una mejora, aunque muy leve, de los resultados de las pymes durante los últimos meses. Así, entre abril y septiembre, la proporción neta de las pymes encuestadas que aumentó sus beneficios fue positiva, aunque reducida (2 %) y 2 pp inferior a la de seis meses antes.

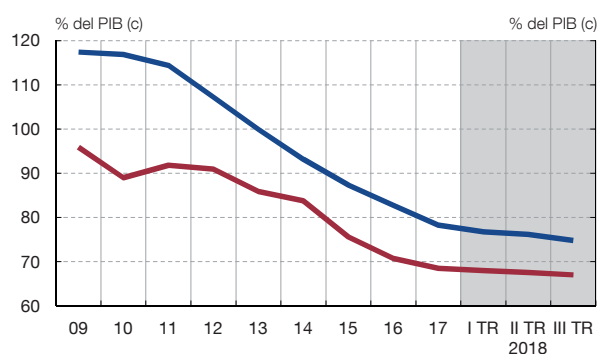
3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

La información disponible del cuarto trimestre, todavía muy escasa, apunta a una aportación nula de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB en este trimestre, tras haber restado 0,2 pp en el tercero. Esta evolución tendría lugar en un contexto de recuperación de los intercambios comerciales de bienes y servicios con el exterior, tanto de las exportaciones como de las importaciones, tras los retrocesos del 1,8 % y del 1,2 %, respectivamente, en el trimestre precedente. En términos interanuales, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB continuaría siendo negativa —por sexto trimestre consecutivo—, en un entorno caracterizado por la desaceleración del área del euro (que constituye el principal destino de las exportaciones españolas), la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el *brexit*, la moderación del crecimiento del comercio mundial (que acusa la prolongación de las tensiones proteccionistas) y la fuerte debilidad que mantienen las divisas de algunas economías emergentes (véase gráfico 15).

El repunte de la producción industrial y de las exportaciones de automóviles (de acuerdo con ANFAC) en octubre y la mejora del índice PMI de manufacturas en noviembre apuntan a una recuperación de los flujos comerciales con el exterior en los meses finales del año,

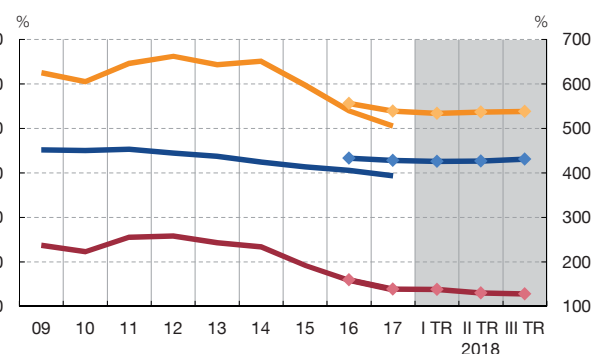
⁷ Véase el artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras en 2017 y hasta el tercer trimestre de 2018», *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.

1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)

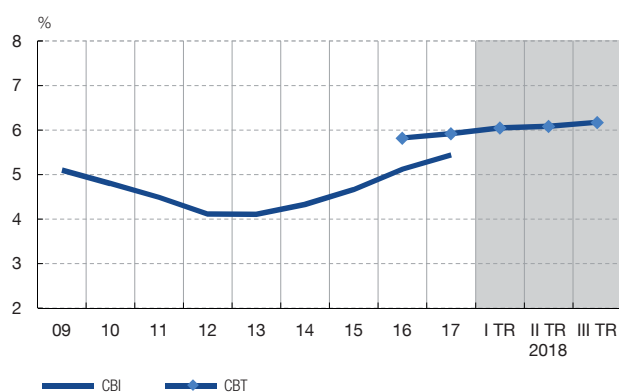


[Gráfico dinámico](#)

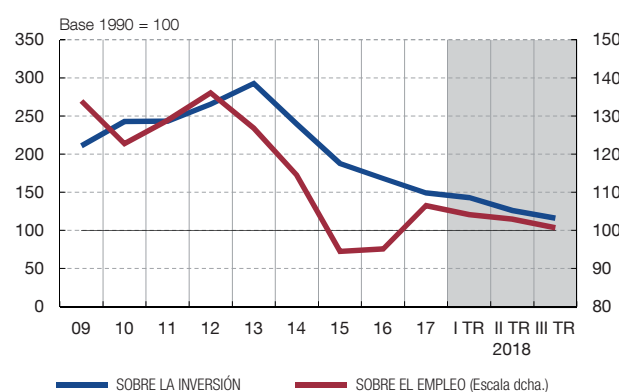
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



3 RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO. CENTRAL DE BALANCES (f)



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Recursos ajenos con coste.

b El último dato de cada serie es una estimación.

c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

d Resultado económico bruto de explotación + Ingresos financieros.

e Definido como Total del activo ajustado por inflación – Pasivo sin coste.

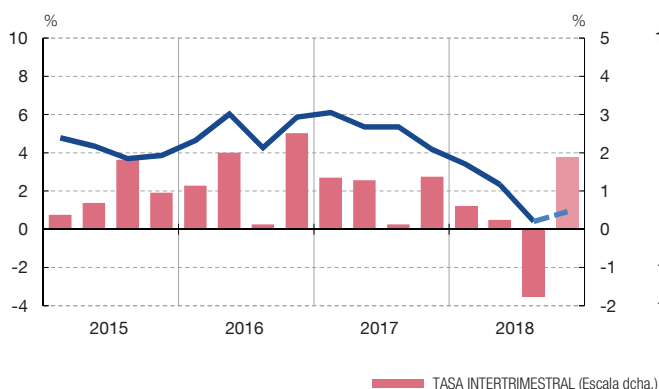
f Definida como Resultado ordinario neto / Activo neto.

g Indicadores calculados a partir de las muestras de la Central de Balances Anual y, para los períodos en los que no se dispone de ella, de la Central de Balances Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

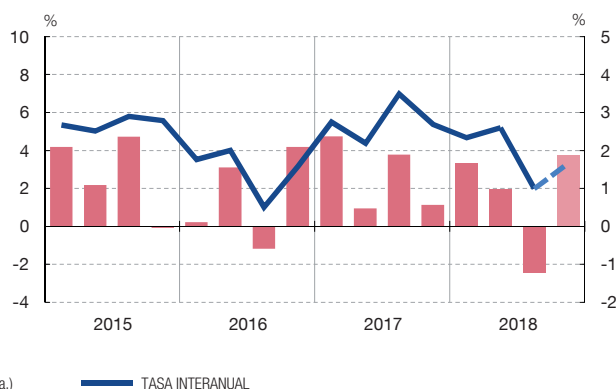
[Descargar](#)

tras la debilidad de los meses de verano. En esta misma línea, cabe señalar la aceleración que mostraron las exportaciones e importaciones reales de bienes y servicios declaradas por las grandes empresas en octubre, según la información procedente de la Agencia Tributaria (hasta tasas interanuales del 3 % y del 1,3 %, respectivamente). La información de Aduanas está más desfasada, abarcando solo hasta septiembre. En ese mes, en términos deflactados, los flujos reales de exportaciones e importaciones de bienes descendieron sensiblemente (–7,3 % y –6 % interanual, respectivamente), especialmente aquellas partidas relacionadas con el sector de la automoción (automóviles y bienes intermedios destinados a la fabricación de medios de transporte). El comercio de este tipo de bienes se habría visto afectado transitoriamente por la entrada en vigor de la nueva normativa de emisiones de vehículos en la UE, que ocasionó una fuerte caída de las matriculaciones europeas en dicho mes, además de cierres parciales de algunas líneas de

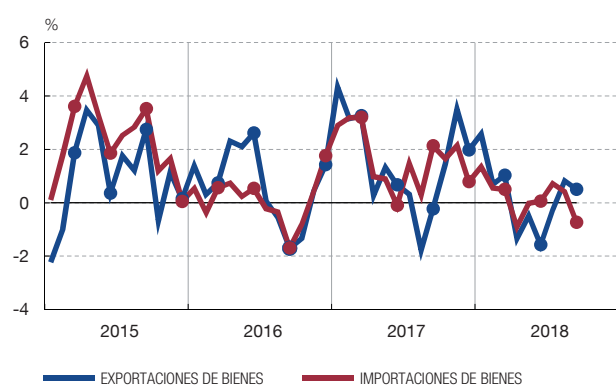
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)

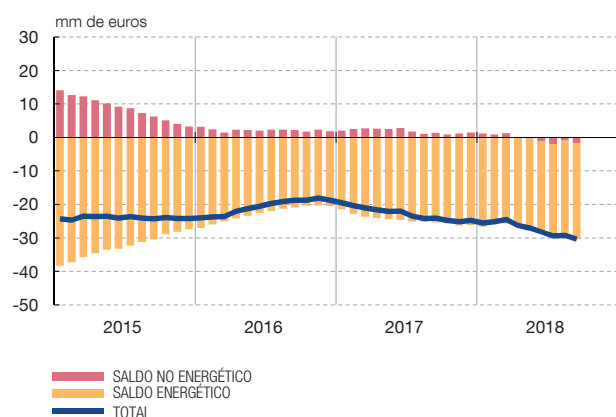


4 INDICADORES DE TURISMO (c)



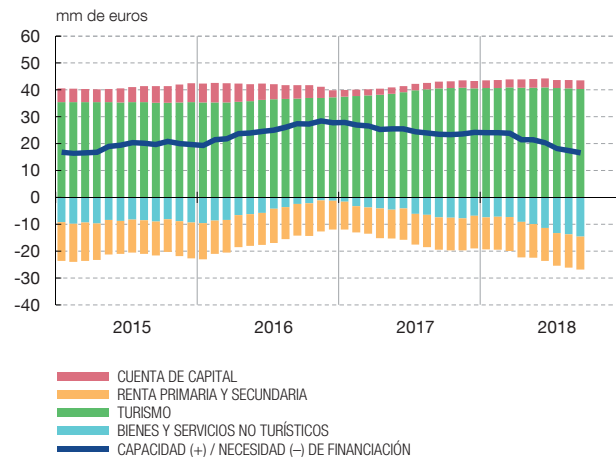
5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

Cifras acumuladas de los últimos doce meses



6 DESGLOSE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (d)

Cifras acumuladas de los últimos doce meses



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas, Ministerio de Economía y Empresa, y Banco de España.

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

b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.

c Tasas de variación de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

d Datos conforme al sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.

Descargar

producción de automóviles ante la escasez de motores debidamente homologados. Por áreas geográficas, en septiembre retrocedieron significativamente tanto las exportaciones destinadas a nuestros mercados comunitarios (especialmente, a Alemania) como las ventas dirigidas a las economías extracomunitarias (destacando las intensas caídas de las destinadas a Turquía, Argentina y Brasil, lastradas por la fortaleza del euro frente a las divisas de estos países).

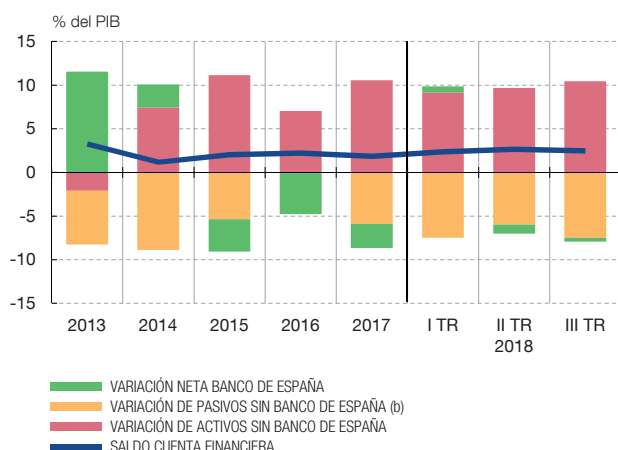
De modo análogo, las llegadas de turistas extranjeros repuntaron en octubre (5 % interanual), frente al retroceso que registraron en el trimestre estival (-2,2 %) —debido a la progresiva normalización y recuperación de nuestros principales destinos competidores del arco mediterráneo en el segmento de sol y playa—. En este mes se recuperaron las entradas de turistas procedentes de nuestros principales mercados emisores, como Reino Unido, Francia y, en menor medida, Alemania, al tiempo que prosiguió el dinamismo de los mercados de larga distancia, en especial de los viajeros llegados desde Estados Unidos. Asimismo, el gasto medio diario y el gasto turístico total se aceleraron en octubre, hasta tasas interanuales del 6 % y del 4,6 %, respectivamente. En términos favorables se pronunciaron también los empresarios del sector turístico, que mantienen previsiones de mejora para el conjunto del cuarto trimestre, fundamentalmente por la comparación con los bajos niveles registrados en el trimestre análogo del año anterior, que coincidió con la escalada de las tensiones políticas en Cataluña. Otros factores puntuales, como la celebración de un evento deportivo mundial en diciembre, apuntalarían cierta recuperación del turismo extranjero.

La capacidad de financiación de la economía española disminuyó en los trimestres centrales del año (véase recuadro 5). En concreto, el saldo positivo de la balanza de pagos hasta septiembre, con datos acumulados de doce meses, descendió hasta situarse en el 1,4 % del PIB (desde el 2,1 % alcanzado en el conjunto de 2017), debido al notable deterioro del saldo de bienes y servicios no turísticos —reflejando, en buena medida, el aumento de la factura energética— y al ligero descenso del superávit turístico. No obstante, el déficit de rentas primarias y secundarias se estabilizó, y el superávit de la cuenta de capital se incrementó.

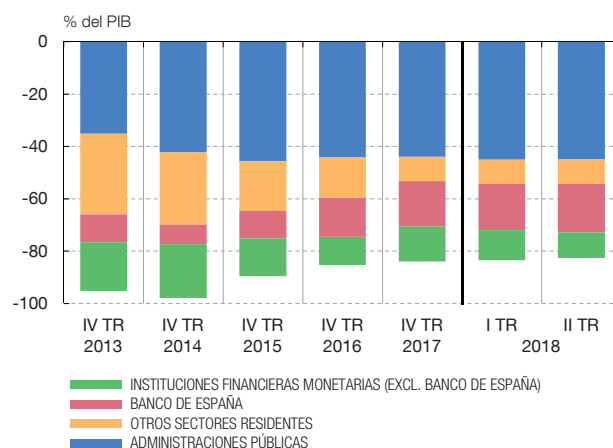
Entre julio y septiembre de 2018, a diferencia de lo que ha venido ocurriendo en casi todos los trimestres desde 2015, la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, excluido el Banco de España, arrojó un ligero saldo deudor (de unos 850 millones de euros). Esto fue resultado de un aumento de las tenencias de activos exteriores en manos de residentes (25,3 mm) inferior al incremento de los pasivos netos emitidos por estos frente al exterior (27,6 mm) y del flujo neto positivo de las operaciones vinculadas con derivados financieros (1,4 mm). Las adquisiciones en el resto del mundo por parte de los residentes se canalizaron principalmente mediante la inversión en cartera (11,8 mm) y, en menor medida, a través de la otra inversión (7,5 mm) y de la inversión directa (6,1 mm). Por su parte, las inversiones netas de los extranjeros en nuestro país se concentraron fundamentalmente en la inversión en cartera (19,3 mm), principalmente en títulos de deuda a largo plazo emitidos por las AAPP (12,9 mm). Las restantes inversiones netas de los no residentes se materializaron en las rúbricas de inversión directa (6,1 mm) y, en menor medida, de otra inversión (2,1 mm).

El saldo deudor de la cuenta financiera, excluyendo el Banco de España, junto con la capacidad de financiación de la economía española en el tercer trimestre del año, condujo a una reducción de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo, por un importe de 5,9 mm. Desde el inicio del programa de compras de

1 CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.
 b Con signo cambiado.
 c Activos menos pasivos frente al resto del mundo.

Descargar

activos del Eurosistema, esto únicamente había ocurrido en algunos trimestres de 2017. A pesar de ello, en términos acumulados de doce meses, los flujos financieros del Banco de España todavía siguen presentando una posición deudora (véase gráfico 16.1).

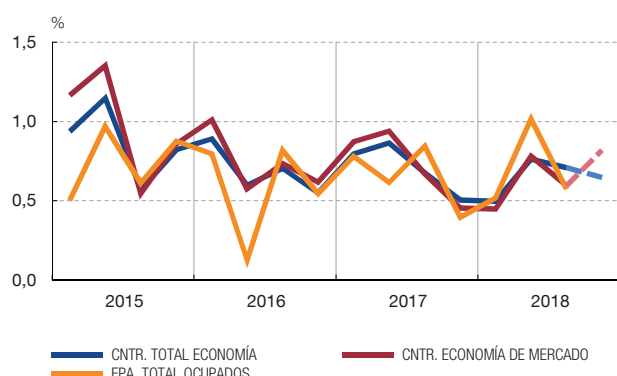
El saldo deudor que presenta la posición de inversión internacional (PII) de la economía española se redujo en 3,5 mm de euros en el segundo trimestre de 2018 (últimos datos disponibles). Esta reducción obedeció al importe positivo de las transacciones financieras netas (6 mm), que compensó el negativo de los otros flujos (-2,4 mm), resultante, fundamentalmente, de una disminución del valor de los activos, principalmente de renta variable, superior a la del de los pasivos. En términos de PIB, el endeudamiento neto de la economía española frente al resto del mundo se situaba en junio en el 82,6 %, casi 1 pp menos que tres meses antes (véase gráfico 16.2). Por su parte, la deuda externa bruta en relación con el PIB apenas varió, situándose en el 168,2 %, 6,4 pp por debajo del nivel máximo alcanzado en el primer trimestre de 2015.

3.4 El mercado de trabajo

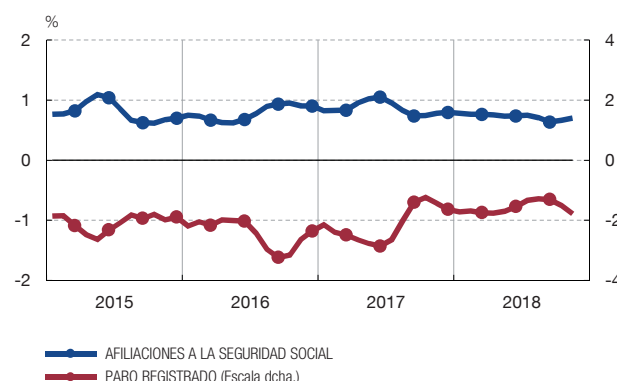
De acuerdo con la información de CNTR⁸, el empleo experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,7 % en el tercer trimestre, 0,1 pp menos que en el segundo. Esta desaceleración fue menor que la observada en términos de la Encuesta de Población Activa (EPA). Los indicadores más recientes del mercado laboral apuntan a una continuación del dinamismo de la ocupación en el cuarto trimestre, una vez se tiene en cuenta la volatilidad mostrada por algunos de ellos durante los meses de octubre y noviembre, con origen en la rama de la agricultura. En el caso de la afiliación a la Seguridad Social, se observó una ralentización en esos dos meses en las ramas de la industria y de la construcción, que se vio contrarrestada por la aceleración en la rama de servicios de no mercado. En términos de la CNTR, el empleo reduciría levemente su crecimiento en el cuarto trimestre, hasta una tasa algo superior al 0,6 % intertrimestral (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

8 En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

1 EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



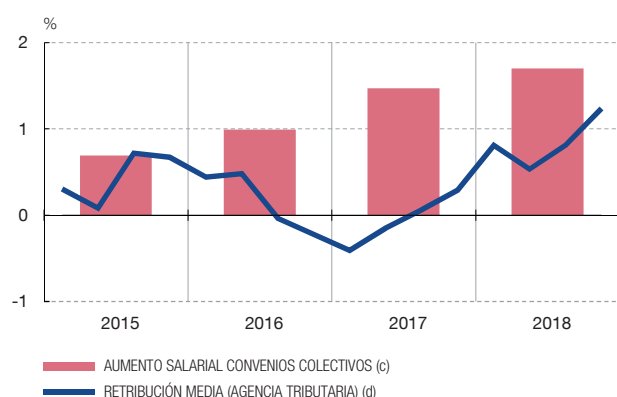
2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO
Tasas de variación de la media móvil de tres términos con tres desfases (b)



3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales (a)



4 INDICADORES DE SALARIOS
Tasas interanuales



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

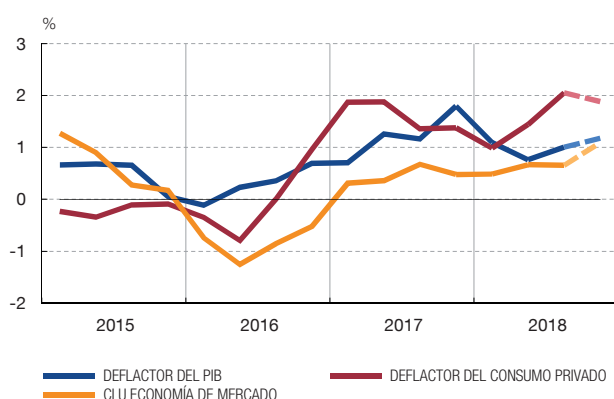
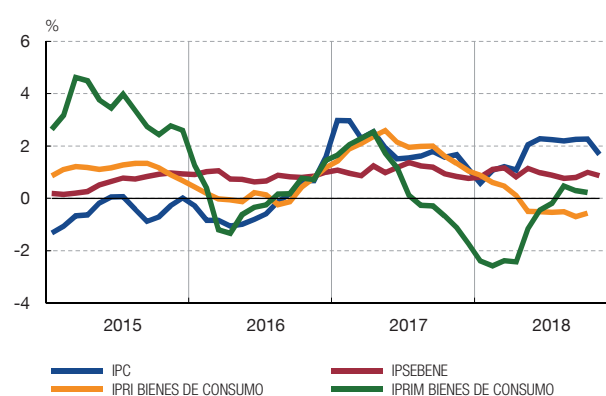
- a Tasas de variación calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR, medido en términos de empleo equivalente.
b Calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad en el Banco de España. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
c Con información hasta noviembre de 2018. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
d Serie ajustada de estacionalidad. Último trimestre, con información solo de octubre de 2018.

Descargar

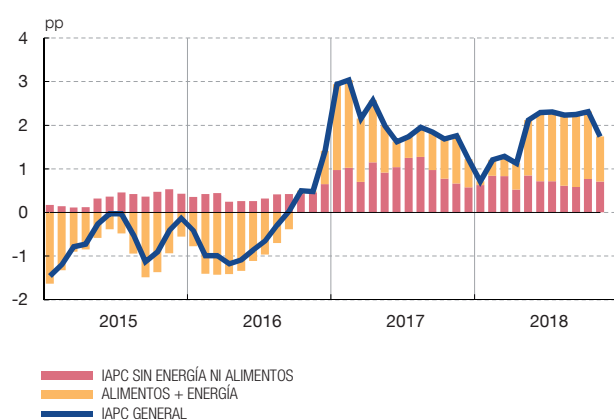
Por su parte, el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) intensificó su caída en noviembre, hasta registrar una tasa del $-1,8\%$ en términos de la variación intertrimestral de la serie desestacionalizada móvil de tres meses (véase gráfico 17.2). Con ello, se interrumpió la senda de moderación en el descenso de esta variable experimentada desde principios de año. A su vez, los nuevos contratos registrados en el SEPE en el promedio del período octubre-noviembre mostraron un crecimiento superior al del tercer trimestre. Esta aceleración en la contratación tuvo su origen en los contratos temporales, mientras que los de naturaleza indefinida se desaceleraron. No obstante, el dinamismo de estos últimos continúa siendo superior al del resto de contratos, de forma que su peso sobre el total se elevó 1,2 pp respecto a hace un año, hasta el $10,6\%$.

Por lo que se refiere a los salarios, los convenios colectivos registrados hasta noviembre presentaron una subida de tarifas para 2018 del $1,7\%$, en torno a 0,2 pp superior a la pactada para 2017, con una elevada cobertura de trabajadores (casi 8,5 millones). Los convenios firmados en años anteriores registraron unas tarifas salariales del $1,6\%$ para 2018, mientras que en el caso de los cerrados en el presente ejercicio este aumento está siendo algo mayor, del 2% , cifra que coincide con la parte fija de la recomendación del

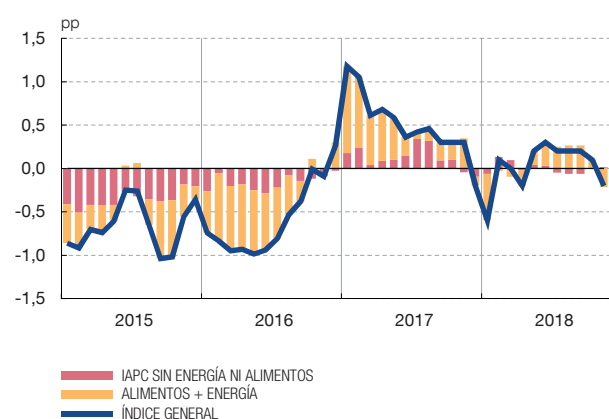
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)


 2 INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales


3 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IAPC



4 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



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

a Tasas de variación interanuales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

[Descargar](#)

Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva. Asimismo, la retribución bruta media en las grandes empresas no financieras, publicada por la Agencia Tributaria, elevó su ritmo de aumento en el tercer trimestre hasta el 0,8 % interanual, en términos de la serie ajustada de estacionalidad, aceleración que se prolongó en octubre, hasta el 1,2 %. De acuerdo con el avance de la CNTR correspondiente al tercer trimestre, la remuneración por asalariado en el total de la economía mostró una tasa de crecimiento del 1,1 % interanual, 0,4 pp más elevada que en el trimestre precedente, como consecuencia de la aceleración de la remuneración en la economía no de mercado. Para el último trimestre del año se prevé que la remuneración por asalariado en el total de la economía se acelere nuevamente, hasta el 1,3 % interanual, por el impacto del incremento de las retribuciones de los funcionarios presupuestado para 2018 (véanse gráficos 17.3 y 17.4). Por su parte, el crecimiento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se estabilizaría en torno al 1 % interanual.

3.5 La evolución de los precios

En el cuarto trimestre de 2018, se estima que el deflactor de las importaciones se habría ralentizado, en un contexto de abaratamiento del crudo. Por su parte, el conjunto de los precios de producción interior, aproximado por el deflactor del PIB, se habría acelerado ligeramente en el cuarto trimestre, si bien continuaría registrando un crecimiento moderado

(1,2 % interanual). En este contexto de debilitamiento de las presiones inflacionistas externas y ligero aumento de las internas, el deflactor del consumo privado habría aminorado ligeramente su ritmo de expansión interanual (véase gráfico 18.1).

Más recientemente, el IAPC ha disminuido también su ritmo de avance. En noviembre, su tasa de variación fue del 1,7 % interanual, 0,6 pp por debajo de la observada en octubre. A su vez, la tasa de variación interanual del IAPC para el conjunto de la UEM descendió 0,3 pp en noviembre respecto al mes previo, hasta el 1,9 %. Como resultado, el diferencial de la inflación en España frente a la del área del euro se tornó negativo (–0,2 pp, frente a 0,1 pp en octubre).

La desaceleración del IAPC general fue generalizada por componentes, con una contribución particularmente elevada del componente energético, que moderó su tasa de crecimiento interanual hasta el 6,4 % (10,7 % en octubre), dada la ralentización de los precios de la electricidad, los combustibles y los carburantes. La inflación subyacente —aproximada por la tasa de variación interanual del IAPC sin energía ni alimentos— aminoró su avance en noviembre hasta el 1,1 %, 0,1 pp menos que en octubre. Los precios de servicios y bienes industriales no energéticos se desaceleraron en esa misma cuantía.

18.12.2018.