INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 PRINCIPALES MENSAJES

La evolución de la actividad en la economía mundial en el período más reciente se ha caracterizado por una cierta pérdida de pulso, acompañada de un aumento de la heterogeneidad por áreas geográficas. Entre las economías avanzadas, se ha observado un mayor dinamismo en Estados Unidos que en otras regiones, mientras que, entre las economías emergentes, se contrapone la mayor fortaleza relativa del conjunto de economías asiáticas frente al debilitamiento de la actividad en Latinoamérica y los países del centro y el este de Europa. Además, los indicadores más recientes apuntan a una intensa ralentización del comercio mundial en los últimos meses.

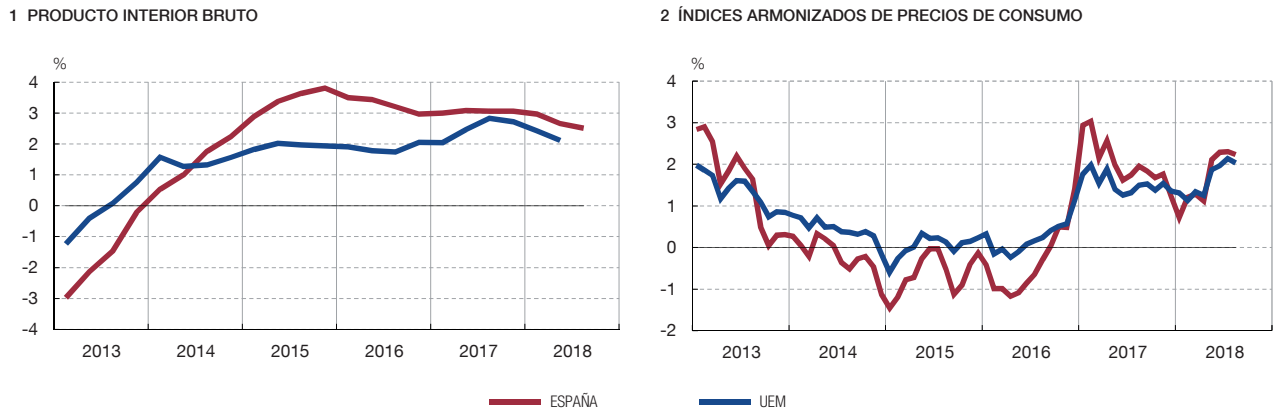
En los mercados financieros internacionales se han producido desarrollos relevantes a lo largo de los meses de verano. En concreto, el conjunto de divisas de las economías emergentes ha experimentado una depreciación significativa, que fue especialmente pronunciada en los casos de la lira turca y el peso argentino, correspondientes a países a los que su elevado endeudamiento exterior en dólares hacía especialmente vulnerables. Adicionalmente, los mercados bursátiles y de deuda de los países emergentes han registrado caídas que, en algunos casos, fueron de una magnitud muy elevada y que contrastan con la estabilidad de los rendimientos de la deuda de Estados Unidos y con la fortaleza de la Bolsa de este país.

La evolución de la actividad y de los mercados financieros globales que se ha descrito parece responder a la materialización parcial de algunos riesgos para las perspectivas de la actividad mundial que ya venían estando presentes desde varios trimestres atrás. En primer lugar, cabe la posibilidad de que las amenazas proteccionistas hayan comenzado a afectar, a través de un aumento de la incertidumbre, a los intercambios comerciales y, quizás, a las decisiones de gasto de los agentes. En segundo lugar, y de modo probablemente más relevante, la combinación de políticas económicas en Estados Unidos, caracterizada por el proceso de normalización de la política monetaria y por una expansión fiscal procíclica, habría comenzado a repercutir negativamente, a través de su impacto alcista sobre los tipos de interés en ese país y sobre el dólar y de la reducción de liquidez global que lleva aparejada, tanto sobre los flujos de financiación a otras áreas económicas como sobre el coste asociado a los mismos. En el futuro, se prevé que prosiga la expansión de la economía mundial, en un contexto de mantenimiento del tono acomodaticio de las políticas monetarias, si bien los desarrollos recientes han conducido a una cierta revisión a la baja de las perspectivas del comercio y de la actividad mundiales.

Las divergencias en la evolución económica de las distintas áreas geográficas se han hecho extensivas al ámbito de los precios, observándose un repunte de la inflación subyacente en Estados Unidos, entre las economías avanzadas, pero no en el resto, y un ascenso muy pronunciado en el caso de aquellas economías emergentes que han experimentado depreciaciones acusadas de sus tipos de cambio.

En el área del euro, en el segundo trimestre se prolongó el menor dinamismo de la actividad mostrado en el primero. El debilitamiento del comercio mundial, junto con el impacto de la pasada apreciación acumulada por el tipo de cambio, han conducido a una disminución de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, hasta hacerse negativa en la primera mitad del año. A medio plazo se proyecta que la persistencia de condiciones financieras favorables y la mejora de la situación patrimonial del sector privado continúen favoreciendo la dinámica expansiva de la demanda interna, aunque no se

PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y PRECIOS DE CONSUMO (a) GRÁFICO 1



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

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

puede descartar que esta termine por verse afectada por el aumento de la incertidumbre vinculada a los desarrollos en el resto del mundo.

Por lo que respecta a los precios de consumo, el impacto de las subidas pasadas del precio del petróleo sobre la tasa de inflación interanual tenderá a desvanecerse en los próximos meses. En cambio, se espera que la inflación subyacente repunte, en un contexto en que la ampliación de la brecha de producción positiva continuaría trasladándose gradualmente a aumentos en el ritmo de variación de los salarios, como ya ha comenzado a ocurrir en los últimos trimestres. Las proyecciones más recientes del Banco Central Europeo (BCE) contemplan una ligera desaceleración del crecimiento del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM) desde el 2 % en 2018 al 1,7 % en 2020, lo que supone una revisión a la baja de 0,2 puntos porcentuales (pp) en términos acumulados con respecto a las proyecciones del Eurosistema del pasado mes de junio. Por su parte, la tasa de inflación media anual ascendería al 1,7 % en cada uno de los tres años comprendidos en el período 2018-2020.

Aunque con menor intensidad que en el conjunto del área del euro, el ritmo de crecimiento de la economía española también se ha moderado en la etapa más reciente. En concreto, de acuerdo con la estimación preliminar, el PIB creció, en el segundo trimestre, a una tasa intertrimestral del 0,6 %, una décima menos que en el primero. Esta ligera desaceleración habría obedecido a la pérdida de dinamismo del consumo privado y a la debilidad del comercio exterior. La información más reciente apunta a que la tasa de crecimiento en el período julio-septiembre podría haber sido también del 0,6 %.

Más allá del corto plazo, de acuerdo con la actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España presentada en el recuadro 1 de este Informe, la actual fase expansiva de la economía se prolongaría a lo largo del período 2018-2020. Estas perspectivas favorables se sustentan sobre los avances en la corrección de los desequilibrios macrofinancieros, entre los que la mejora de la competitividad exterior constituye una piedra angular que ha permitido que el crecimiento sostenido del producto sea compatible con el mantenimiento de un saldo exterior persistentemente positivo. En todo caso, se espera que el ritmo de aumento del PIB vaya moderándose de forma gradual a lo largo del tiempo, a medida que las políticas de demanda adopten un tono menos expansivo. En concreto, tras crecer a una tasa del 2,6 % en 2018, el avance del producto en cada uno de los dos años posteriores sería del 2,2 % y el 2 %, respectivamente.

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a) CUADRO 1

	2016	2017	2017 I TR	2017 II TR	2017 III TR	2017 IV TR	2018 I TR	2018 II TR	2018 III TR
Contabilidad Nacional									
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
Producto interior bruto	3,3	3,1	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
Contribución de la demanda nacional (b)	2,5	2,8	1,1	0,7	0,8	0,6	0,7	0,8	0,6
Contribución de la demanda exterior neta (b)	0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,1
Tasas de variación interanual									
Empleo	3,0	2,8	2,6	2,9	2,9	2,9	2,6	2,5	2,2
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)									
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	2,0	2,1	1,6	1,8	1,2	1,3	2,3	2,2
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,7	1,2	0,8	1,4	1,3	0,9	1,2	1,0	0,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 24 de septiembre de 2018.
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales.
c El último dato disponible de los índices de precios de consumo es de agosto de 2018.

Estas proyecciones suponen una cierta revisión a la baja con respecto a las que se presentaron en junio, consecuencia del impacto del empeoramiento del contexto exterior sobre las exportaciones, que terminaría teniendo también efectos adversos sobre el gasto de las familias y las empresas. Además, los riesgos al escenario central de las proyecciones se orientan a la baja. Desde la perspectiva externa, no se puede descartar que una eventual intensificación del tensionamiento de las condiciones financieras globales conduzca a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados emergentes más vulnerables, con el consiguiente impacto adverso sobre la actividad global. Entre los riesgos adicionales procedentes del contexto exterior destaca también la amenaza de la adopción de nuevas medidas proteccionistas. En el plano interno, se mantiene, como viene sucediendo en los últimos trimestres, un notable grado de incertidumbre acerca de la orientación futura de las políticas económicas, en un contexto de elevada fragmentación parlamentaria. Asimismo, un hipotético repunte de la incertidumbre, asociada a la situación política en Cataluña, sigue representando un riesgo adicional para la estabilidad económica, especialmente en esa comunidad autónoma.

En el ámbito de la inflación, el indicador general de los precios de consumo ha mostrado ritmos de avance en el entorno del 2 % en meses recientes. No obstante, si se consideran medidas de inflación subyacente (como la que excluye los componentes de bienes energéticos y los alimentos), el crecimiento de los precios es considerablemente inferior, situándose en el entorno del 1 %, en un contexto de desaceleración del componente de servicios. Como en el conjunto del área del euro, en el período de proyección se espera que la disminución de la holgura cíclica se traduzca en un repunte paulatino del indicador de inflación subyacente.

El Informe contiene siete recuadros. El primero de ellos describe los rasgos fundamentales de las proyecciones macroeconómicas para la economía española. Los tres siguientes se ocupan de cuestiones referidas al entorno exterior de nuestra economía: un análisis de los desarrollos recientes en las economías emergentes, una evaluación de las implicaciones del giro hacia políticas más expansivas en China y una valoración del posible papel que las restricciones de oferta podrían desempeñar en la actual coyuntura cíclica del área del euro. Los tres últimos recuadros ponen el foco sobre cuestiones relativas a la economía

española: una evaluación de las perspectivas de evolución de la tasa de ahorro, un análisis de la desaceleración del turismo no residente en el período transcurrido de 2018 y una descripción de la evolución reciente del mercado de crédito al consumo.

Este recuadro contiene la actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española publicadas el pasado 15 de junio[1], incluyendo la información conocida desde entonces. En concreto, el ejercicio de proyecciones que se presenta aquí incorpora los resultados preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del segundo trimestre de 2017, así como las novedades observadas en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones (véase cuadro 1)[2].

1 Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2020): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2018.

2 La publicación de junio descansaba sobre la información disponible a fecha 22 de mayo relativa a las variables sobre las que se condiciona la previsión. En el caso de las proyecciones actuales, la información referida a la evolución de los mercados de exportación de España es la elaborada por el personal del BCE para la publicación de las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2018, cuya fecha de cierre fue el 21 de agosto. Por su parte, los datos relativos al resto de los supuestos utilizados en la elaboración de las proyecciones han sido actualizados con fecha 14 de septiembre. Finalmente, en la preparación de las proyecciones se ha empleado la información disponible hasta el 21 de septiembre. No obstante, no se ha hecho un uso explícito de la información de las series revisadas de la Contabilidad Nacional Anual que el INE publicó el pasado 6 de septiembre. La razón es que los modelos utilizados para la realización de las proyecciones necesitan hacer uso de series trimestrales, en tanto que, a fecha de cierre de estas proyecciones, no se dispone aún de las series con esa frecuencia coherentes con la información anual más reciente.

Las actuales proyecciones contemplan una prolongación a lo largo del período 2018-2020 de la fase de crecimiento iniciada a finales de 2013. Estas perspectivas de continuación de la actual expansión económica se apoyan en los avances en la corrección de los desequilibrios macrofinancieros. En particular, la mejora de la competitividad de la economía ha permitido que la composición del PIB desde la perspectiva de la demanda se haya reorientado hacia las exportaciones, posibilitando que la expansión de la actividad y la reabsorción del elevado desempleo existente estén siendo compatibles con el mantenimiento de un superávit exterior. En paralelo, los agentes privados están pudiendo compaginar el desarrollo de sus planes de gasto con una disminución de su endeudamiento.

Con este trasfondo favorable, se espera que, alentada por la orientación expansiva de las políticas de demanda, la economía continúe registrando crecimientos por encima de su tasa potencial, como manifiestan la persistencia del tono acomodaticio de la política monetaria y, en el corto plazo, las medidas de política presupuestaria recogidas en los Presupuestos Generales del Estado para 2018.

No obstante, se espera que el crecimiento del producto tienda a moderarse a lo largo del horizonte de proyección. Desde la perspectiva de las políticas de demanda, el proyectado repunte de la inflación en el área del euro, como consecuencia del aumento gradual de la brecha de producción, reduce la posibilidad de obser-

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

		Proyecciones de septiembre de 2018			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2018 (b)		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Entorno internacional							
Producto mundial	3,6	3,7	3,5	3,4	-0,1	-0,2	0,0
Mercados de exportación de España	4,9	3,5	3,8	3,7	-0,9	-0,5	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	54,4	73,4	75,5	71,9	-1,1	2,0	3,2
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,13	1,19	1,16	1,16	-0,01	-0,02	-0,02
Tipo de cambio efectivo nominal de España frente al mundo incluida el área del euro (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales) (c)	114,6	117,9	118,6	118,6	0,5	1,1	1,1
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,6	1,4	1,7	2,0	-0,1	-0,1	-0,1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 14 de septiembre de 2018. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
b Las diferencias son en tasas para el producto mundial y los mercados de exportación; en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro; porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
c Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
d Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a ellos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

var estímulos monetarios adicionales, aunque seguirán operando los efectos de las medidas de política monetaria puestas en marcha durante los últimos años. Además, bajo los supuestos del ejercicio, las medidas expansivas de política fiscal aprobadas en el primer semestre del año apoyarán el crecimiento en el bienio 2018-2019, mientras que en el último año del horizonte de proyección se asume un tono neutral de dicha política, dada la ausencia de planes presupuestarios de medio plazo. Por último, se espera que los hogares tiendan a recomponer su tasa de ahorro desde sus reducidos niveles actuales, en el entorno de su mínimo histórico, lo cual dará lugar a una moderación de su gasto en consumo adicional a la que viene observándose ya desde 2017. La información de corto plazo disponible sugiere que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre del año podría haber sido, como en el segundo, del 0,6 %. La ligera moderación del crecimiento proyectada en los siguientes trimestres llevaría a que la tasa de expansión del producto pasara del 2,6 % en 2018 al 2,2 % y el 2 % en cada uno de los dos ejercicios siguientes.

La inflación presentará un perfil decreciente en términos de las medias anuales de crecimiento del IAPC a lo largo del período de proyección, con tasas del 1,8 %, 1,7 % y 1,5 % en cada uno de los tres años considerados[3]. Esta senda decreciente en términos

3 Hasta fechas recientes, las variables de referencia utilizadas por la Dirección General de Economía y Estadística (DGEE) del Banco de España para el análisis y la previsión del comportamiento de los precios de consumo en nuestro país eran el índice de precios de consumo en su definición

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)
Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

			Proyecciones de septiembre de 2018			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2018		
	2017 (b)	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
PIB	3,0	3,1	2,6	2,2	2,0	-0,1	-0,2	-0,1
Consumo privado	2,5	2,4	2,2	1,6	1,5	-0,2	-0,2	-0,2
Consumo público	1,9	1,6	1,9	1,5	1,2	0,4	0,1	0,0
Formación bruta de capital fijo	4,8	5,0	5,1	4,1	3,9	0,8	-0,2	-0,1
Inversión en bienes de equipo	5,7	6,1	5,1	3,8	3,7	2,6	-0,4	-0,3
Inversión en construcción	4,6	4,6	5,5	4,4	4,3	-0,1	0,0	0,0
Exportación de bienes y servicios	5,2	5,0	2,6	3,9	4,1	-2,0	-0,9	-0,4
Importación de bienes y servicios	5,6	4,7	3,1	4,0	4,0	-1,4	-0,6	-0,5
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	2,8	2,7	2,1	1,9	0,2	-0,1	-0,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,1	0,3	-0,1	0,1	0,1	-0,3	-0,1	0,0
PIB nominal	4,3	4,0	3,7	3,9	3,8	-0,5	-0,2	-0,2
Deflactor del PIB	1,2	1,0	1,0	1,7	1,8	-0,4	0,0	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	2,0	2,0	1,8	1,7	1,5	-0,2	0,0	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	1,2	1,2	1,0	1,4	1,8	-0,4	-0,3	-0,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,9	2,8	2,4	1,9	1,7	0,0	-0,2	-0,2
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de período	16,5	16,5	14,6	13,2	11,9	0,0	0,2	0,5
Tasa de paro (% de la población activa). Datos medios	17,2	17,2	15,3	13,8	12,4	0,1	0,4	0,6
Capacidad (+) / necesidad (–) de financiación de la nación (% del PIB)	—	2,0	1,3	1,1	1,1	-0,3	-0,5	-0,4
Capacidad (+) / necesidad (–) de financiación de las Administraciones Públicas (AAPP) (% del PIB)	—	-3,1	-2,8	-2,5	-2,2	-0,1	-0,2	-0,2

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2018.

a Fecha de cierre de las predicciones: 21 de septiembre de 2018.
b Las tasas de variación en 2017 que hacen referencia a las series de la Contabilidad Nacional se han actualizado para recoger la revisión de la Contabilidad Nacional Anual de los años 2015-2017 publicada por el INE el pasado 6 de septiembre. Las nuevas cifras de capacidad / necesidad de financiación de la nación y de las AAPP se harán públicas el próximo día 28 de septiembre.

del indicador general viene dominada por la desaceleración del componente energético, explicada principalmente por el perfil decreciente de los futuros del petróleo. Por el contrario, se prevé un repunte del componente subyacente de la inflación a medida que la prolongación del período de expansión del producto por encima de su tasa tendencial conduzca a un grado cada vez más elevado de utilización de los factores productivos. En concreto, el IAPC excluidos los alimentos y los bienes energéticos crecería un 1 % este año, antes de acelerarse hasta el 1,4 % y el 1,8 % en los dos años siguientes.

En su conjunto, los cambios en los supuestos sobre los que se condiciona la previsión comportan, en comparación con las proyecciones de junio, un impacto negativo sobre la actividad y aproximadamente neutral sobre los precios. La novedad más relevante en los supuestos es el comportamiento notablemente menos dinámico de los mercados de exportación, para los que se espera un crecimiento inferior en 1,5 puntos porcentuales (pp) en términos acumulados para el período 2018-2020 al proyectado hace tres meses. Este empeoramiento de las perspectivas de la actividad y el comercio mundiales es más pronunciado en el caso de las economías emergentes más vulnerables, que han comenzado a acusar los efectos de la incertidumbre creada por los sucesivos anuncios de introducción de medidas proteccionistas y, también, del tensionamiento de las condiciones financieras de esas economías inducido por el giro de la política monetaria en Estados Unidos hacia un tono menos expansivo[4]. Además, el nivel del precio del petróleo, medido en euros, es ahora más elevado para 2019 y 2020, lo que contribuye también a explicar en parte la moderación del dinamismo de la economía española frente al anticipado en las proyecciones de junio. En sentido contrario, la revisión a la baja de los tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo, de acuerdo con las expectativas implícitas en las curvas de rendimientos, conduce, según las ecuaciones que vinculan los tipos del crédito bancario con esos tipos de mercado, a un modesto abaratamiento del crédito otorgado a los hogares.

Las modificaciones de los supuestos relativos a la política presupuestaria en el horizonte de proyección con respecto al ejercicio anterior son reducidas. Para 2018, las previsiones sobre la política fiscal se basan en las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas AAPP para este año[5], así como en la ejecución observada de estos últimos. Con respecto a los supuestos para el resto del horizonte temporal considerado, en la fecha de cierre de la recogida de información para la realización de estas proyecciones no se ha presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social (PGE) para el ejercicio 2019. En este contexto, se ha optado por recurrir a distintos supuestos técnicos para estimar las variables fiscales en el bienio 2019-2020. En primer lugar, se incorpora el impacto de aquellas medidas aprobadas en 2018, pero con efectos sobre los años siguientes, como la revalorización de las pensiones para 2019 aprobada en los PGE de 2018, del 1,6 %, el acuerdo en materia salarial y de empleo público entre el Gobierno y los principales sindicatos del sector para el período 2018-2020, y los efectos diferidos de los cambios normativos en el IRPF. En segundo lugar, se asume que aquellas partidas del presupuesto sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan, por su tamaño, las compras o la inversión pública— evolucionarán de acuerdo con el crecimiento potencial nominal de la economía española[6]. Finalmente, se supone que la trayectoria de las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP vendrá determinada, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales[7].

De acuerdo con estos supuestos y previsiones relativos a las variables de política fiscal, y con la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política fiscal sería expansivo en 2018 y 2019, tras la orientación aproximadamente neutral de 2017.

Las proyecciones actuales de crecimiento del PIB comportan revisiones a la baja con respecto a la previsión anterior de una, dos y una décima en 2018, 2019 y 2020, respectivamente. La magnitud de la revisión es similar a aquella que se desprendería, de acuerdo con la evidencia histórica, del impacto de los cambios en los distintos supuestos sobre los que se condiciona la proyección[8]. Ello es consecuencia, principalmente, del empeoramiento de las perspectivas acerca de la evolución de los mercados de exportación de España y, en menor medida, del encarecimiento del petróleo.

nacional (IPC) y el índice construido a partir del anterior en el que se excluyen los precios de los bienes energéticos y los alimentos no elaborados, como medida asociada de inflación subyacente (IPSEBENE). La nota "Variables de referencia para el análisis de la inflación en España" presenta las razones por las que la DGEE ha optado por sustituir las medidas anteriores por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), como medida general de la evolución de los precios de consumo, y el indicador construido a partir de él que excluye los precios de los bienes energéticos y del conjunto de los alimentos, como medida de los desarrollos en la inflación subyacente.

4 Véase el recuadro 2 ("Las recientes turbulencias en los mercados emergentes") de este mismo «Informe trimestral de la economía española».

5 Para una descripción detallada, véase el recuadro 5 del «Informe trimestral de la economía española» de junio de 2018.

6 En este mismo sentido, se incluye en la previsión de inversión de las AAPP para 2019 la estimación que hace el Programa de Estabilidad 2018-2021 sobre unos ingresos de mil millones de euros por la relicitación de las autopistas de peaje, cuya gestión asumió el Gobierno tras la resolución del concurso de acreedores este año.

7 En concreto, se asume que los ingresos públicos crecen en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Para aquellas partidas menos discrecionales de gasto, se realizan supuestos similares. Este es el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada esencialmente por el envejecimiento de la población y, en 2020, por la fórmula de revalorización establecida en la legislación vigente (índice de revalorización de las pensiones)—, en prestaciones por desempleo —que depende principalmente de la evolución del paro—, y en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—.

8 Además, los datos preliminares de la CNTR del segundo trimestre de 2018 estiman que el crecimiento del producto de la economía española en ese período fue del 0,6 %, en términos intertrimestrales, tasa que es inferior en una décima a la que se esperaba en las proyecciones de junio, lo que repercute asimismo negativamente sobre la tasa de crecimiento media del PIB en el conjunto del año.

Por el contrario, la rebaja adicional en el coste de financiación de los agentes privados ejerce un ligero efecto expansivo.

Como en el caso del PIB, el signo de la revisión de los principales componentes de demanda es asimismo negativo en términos acumulados a lo largo del conjunto del horizonte de proyección[9]. En primer lugar, el peor comportamiento esperado de los mercados de exportación se traduce en un menor dinamismo de las ventas al exterior. Además, la menor demanda exterior y los efectos adversos del aumento de la incertidumbre procedente del entorno internacional sobre las decisiones de gasto de los agentes privados conducen a una cierta revisión a la baja de los principales componentes de la demanda interna. A su vez, el menor dinamismo de la demanda final lleva aparejado una disminución de la pujanza de las importaciones.

Por lo que respecta a la inflación, las proyecciones actuales de crecimiento del IAPC suponen una revisión a la baja de dos décimas en 2018 y de una en 2020, mientras que la media anual proyectada para 2019 no experimenta modificaciones. En estas revisiones de magnitud relativamente modesta influyen diversos factores, que operan en direcciones opuestas. En concreto, el componente energético se revisa al alza en el conjunto del horizonte de proyección. En el corto plazo, ello se debe a que la evolución de los precios energéticos en meses recientes ha sido más dinámica de lo que se preveía en el ejercicio de proyecciones anterior. Por el contrario, en el resto del horizonte de proyección, la mayor inflación esperada de los bienes energéticos obedece a que los niveles esperados del precio del crudo son más altos, de acuerdo con los mercados de futuros. Por su parte, las proyecciones del componente subyacente del IAPC (que excluye los precios de los alimentos y los bienes energéticos) se revisan a la baja como consecuencia del tono más débil de la demanda y de los errores recientes en la previsión de este componente, particularmente por lo que respecta a los servicios, que sugieren que la respuesta de la inflación a la ampliación de la brecha de producción podría ser más suave de lo recogido hasta ahora en las proyecciones.

Como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, el gasto en bienes y servicios de consumo continuará sustentándose en la evolución favorable del mercado de trabajo, en la mejora gradual de la situación patrimonial de los hogares (favorecida por el progresivo proceso de desendeudamiento) y en la persistencia de condiciones financieras favorables, en términos tanto de su disponibilidad como de su coste, que se ha manifestado en la financiación de una proporción creciente de su gasto en consumo con cargo al crédito[10]. Además, especialmente en el corto plazo, el gasto corriente de los hogares se verá favorecido por el impacto positivo que sobre las rentas de estos agentes ejercerá la entrada en vigor de algunas medidas presupuestarias incluidas en los Presupuestos Generales del Estado para 2018, tales como la subida salarial de los empleados públicos, el comportamiento más dinámico del empleo en las AAPP o las decisiones adoptadas en materia de revalorización de las pensiones.

A lo largo del período de proyección se prevé, no obstante, una desaceleración del consumo privado como consecuencia de la confluencia de un conjunto de factores de distinta naturaleza. En primer lugar, la proyectada ralentización del producto llevará aparejada, de forma natural, una disminución del ritmo de generación de empleo. En segundo lugar, aunque la prevista aceleración de los salarios reales tenderá a compensar el menor dinamismo esperado del empleo a efectos del aumento de las rentas laborales, la composición resultante del crecimiento de estas últimas a lo largo del período de proyección tenderá a ser menos favorable para el gasto de los hogares de lo que lo ha sido en el pasado, en la medida en que, de acuerdo con la evidencia disponible, el consumo tiende a reaccionar con menor intensidad a aumentos de las rentas laborales debidos a incrementos de los salarios reales en comparación con los asociados al empleo. Finalmente, la reversión de algunos de los factores que han motivado una reducción de la tasa de ahorro en los años recientes conducirá también a una moderación de los ritmos de avance del consumo privado[11].

La inversión residencial continuará registrando ritmos de crecimiento elevados, en un contexto de mantenimiento de condiciones muy favorables para la contratación de hipotecas. Sin embargo, se espera una cierta desaceleración de este componente de demanda a lo largo del horizonte de proyección, dado que su intenso ritmo de avance en la etapa reciente, junto con la disminución de la tasa de ahorro, ha conducido a la aparición de una necesidad de financiación de los hogares (aunque de un tamaño reducido). En el período de proyección, el repunte del ahorro y el menor dinamismo de la inversión en vivienda permitirán que la necesidad de financiación de los hogares se estabilice en torno a sus niveles actuales. La inversión empresarial se verá favorecida por la abundante generación de recursos internos y por la disponibilidad de financiación a bajo coste. No obstante, este componente experimentará también una cierta ralentización, en consonancia con el menor vigor de la demanda final. Además, el repunte de la incertidumbre acerca de la evolución de la economía global tenderá, asimismo, a ralentizar algunas decisiones de inversión de las sociedades no financieras.

Las ventas al resto del mundo de bienes y servicios no turísticos experimentarán ritmos de aumento relativamente modestos a lo largo del horizonte de proyección, en consonancia con el empeoramiento de las perspectivas de evolución de los mercados exteriores. No obstante, las tasas de avance de las exportaciones de estos productos continuarán superando —ligeramente— el crecimiento de los mercados a los que van dirigidas, lo cual estaría justificado

9 No obstante, en el caso de algunos componentes de demanda (entre los que destaca la inversión en equipo), la estimación preliminar de la CNTR del segundo trimestre comportó una sorpresa positiva, con un efecto mecánico del mismo signo sobre las tasas de crecimiento medio anual en 2018, lo que tiende a contrarrestar el impacto adverso de los nuevos supuestos para este año.

10 Véase el recuadro 7 ("Evolución reciente del mercado de crédito al consumo en España"), en este mismo «Informe trimestral de la economía española».

11 Véase el recuadro 5 ("Evolución y perspectivas de la tasa de ahorro de los hogares en España"), en este mismo «Informe trimestral de la economía española».

por el aumento del número de empresas que, una vez que han iniciado la actividad exportadora a un determinado mercado, son capaces de seguir ejerciéndola años después y de aumentar de forma sustancial los volúmenes vendidos. En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, se espera que, tras su ralentización reciente, asociada a la recuperación de algunos destinos alternativos y, en menor medida, a los indicios de saturación en algunas áreas de nuestro país, estabilicen sus ritmos de avance a lo largo del horizonte de proyección[12]. Finalmente, por lo que respecta a las importaciones, se mantiene el supuesto de que su ritmo de avance será algo inferior al que indicaría su relación histórica con la demanda final.

El empleo seguirá mostrando el patrón de tasas de crecimiento elevadas que es habitual en las fases expansivas de la economía española, lo que permitirá que la tasa de paro se sitúe algo por debajo del 12 % al final del horizonte de proyección.

La capacidad de financiación de la economía, que en 2017 alcanzó el 2 % del PIB, se vería reducida este año hasta el entorno del 1,3 %, manteniéndose en niveles próximos a este último durante el resto del horizonte de proyección. Esta moderación del saldo exterior, concentrada en la balanza de bienes y servicios, se debería tanto al empeoramiento observado este año en los flujos en términos reales como al deterioro de la relación real de intercambio, en un contexto de alza del precio del petróleo. En relación con el déficit público, se estima que este año podría situarse en el 2,8 % del PIB, una décima más que en las proyecciones de junio, dado que se espera que la desaceleración de la actividad en el tramo final del año tenga un cierto impacto sobre el grado de fortaleza de las bases impositivas y, por tanto, sobre la recaudación tributaria. En años posteriores, el déficit público experimentaría, bajo los supuestos del ejercicio descritos anteriormente y las condiciones cíclicas favorables, una cierta disminución adicional.

Las proyecciones actuales referidas a los precios de consumo recogen un aumento gradual de la inflación subyacente, medida por la tasa de variación anual del IAPC excluidos alimentos y bienes energéticos, desde el 1 % en 2018 hasta el 1,8 % en 2020. Este repunte está en consonancia con la proyectada ampliación de la brecha de producción positiva, dado que se espera que el PIB crezca por encima de su tasa potencial a lo largo de todo el período de proyección. Desde la perspectiva de los costes, el crecimiento de los salarios tendería a acelerarse en consonancia con la disminución de la holgura en el mercado laboral y en línea con las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva para el período 2018-2020 que los agentes sociales suscribieron el pasado mes de junio. Este crecimiento gradualmente mayor de los salarios se trasladaría a la evolución de los costes laborales unitarios, dado que no se espera —a lo largo del período de proyección— un aumento de la productividad que diverja significativamente de sus reducidas tasas actuales. Además, la proyección incorpora una estabilización de los márgenes empresariales (medidos como la diferencia entre las tasas de crecimiento del deflactor del PIB y los costes laborales unitarios). Por su parte, las presiones inflacionistas externas, que están siendo elevadas en 2018 como consecuencia del encarecimiento del petróleo, tenderían a moderarse de forma significativa en los próximos trimestres, en línea con la trayectoria del precio de esta materia prima en los mercados de futuros, efecto que dominará en ese período la trayectoria esperada de los precios de consumo. Con todo ello, se espera que el IAPC aumente este año un 1,8 % —con un pico en el tercer trimestre—, antes de empezar a desacelerarse hasta el 1,7 % y el 1,5 % en 2019 y 2020, respectivamente.

Los riesgos para el escenario central de crecimiento de la actividad se encuentran orientados a la baja. En el ámbito externo, el comienzo de la materialización de dos de los riesgos identificados en anteriores ejercicios de proyecciones —las repercusiones adversas de la combinación de políticas económicas en Estados Unidos para las condiciones financieras globales y la aplicación de medidas de proteccionismo comercial— ha tenido ya un impacto sobre el escenario central bajo la forma de una revisión a la baja tanto de las proyecciones de crecimiento del PIB a nivel global y del área del euro elaboradas por el personal del BCE como de las relativas a nuestra economía preparadas por el Banco de España. Sin embargo, no ha desaparecido la posibilidad de que esos dos elementos ejerzan una influencia más negativa en el futuro. Otros factores de riesgo para la economía española procedentes del exterior son una hipotética falta de acuerdo en las negociaciones actualmente en curso entre el Reino Unido y la Unión Europea para pactar tanto su futuro marco de relaciones como la transición a él, y la posibilidad de que resurjan las preocupaciones acerca de la senda futura de la política presupuestaria en Italia.

En el plano interno, persiste un elevado grado de indefinición acerca de la orientación futura de las políticas económicas en el contexto actual de fragmentación parlamentaria. Por otro lado, un hipotético repunte de la incertidumbre asociada a la situación de tensión política en Cataluña representa un riesgo adicional para el crecimiento económico, particularmente en esa comunidad autónoma.

Los limitados avances registrados hasta el momento en el necesario proceso de corrección del elevado endeudamiento público continúan representando un elemento relevante de vulnerabilidad. En el actual marco de incertidumbre acerca de la política fiscal es importante destacar que las decisiones acerca de los instrumentos de gastos e ingresos públicos deben ser compatibles con la necesidad de reducir el endeudamiento público y de generar un cierto margen de maniobra para la aplicación de medidas de política fiscal estabilizadoras ante una eventual situación macroeconómica desfavorable. Asimismo, la composición de los instrumentos sobre los que pivote el necesario proceso de consolidación fiscal debe minimizar, en la medida de lo posible, sus posibles efectos adversos sobre el crecimiento económico.

Por otro lado, es necesario retomar una agenda de reformas estructurales dirigida a favorecer un mayor grado de eficiencia en el funcionamiento de los principales mercados de factores y productos.

12 Véase el recuadro 6 ("La desaceleración del turismo no residente en el período transcurrido de 2018"), en este mismo «Informe trimestral de la economía española».

Dicha agenda debe priorizar, por un lado, la corrección de aquellos aspectos del marco jurídico e institucional cuyo funcionamiento merma el potencial de crecimiento de la economía española y, por otro lado, la preservación de aquellos elementos regulatorios introducidos a raíz de la crisis que han favorecido la intensidad de la recuperación y han permitido, por la vía de las ganancias de competitividad, que esta sea compatible con un superávit exterior y una fuerte creación de empleo.

Los riesgos para la evolución de la inflación en el escenario central se encuentran ligeramente orientados a la baja, como consecuencia de una hipotética materialización de los riesgos del mismo signo que pesan sobre la actividad. En sentido contrario, la agudización de algunos de los conflictos geopolíticos latentes en estos momentos podría dar lugar a un aumento de los precios de los bienes importados —y, en particular, de los insumos energéticos—, con el consiguiente impacto positivo sobre los precios de consumo.

Desde que en mayo de 2013 se produjera el episodio denominado *taper tantrum*[1] hasta la última primavera, los mercados emergentes han mostrado una notable estabilidad. Aunque se observaron reacciones negativas puntuales ante perturbaciones tanto globales como idiosincrásicas, estas tendieron, con el paso del tiempo, a ser cada vez de menor entidad y duración, y a circunscribirse a un ámbito geográfico más reducido (véase gráfico 1). La disminución de las vulnerabilidades de estas economías en diversas áreas —como la reducción de la inestabilidad política, la mayor solidez de sus sistemas bancarios o la menor dependencia de la financiación externa—, la ausencia de sorpresas de política monetaria en los mercados avanzados y el repunte del crecimiento y del comercio globales explicarían, en buena medida, esta evolución.

Sin embargo, la situación cambió a mediados de abril de 2018. En Estados Unidos, la realimentación entre el proceso de normalización de la política monetaria y la expansión fiscal aprobada por la actual administración se reflejó en un incremento de los tipos a corto y largo plazo de esa economía, en intensas entradas de capitales en ese país y en una fuerte apreciación del dólar, factores que han tensionado las condiciones financieras globales. Este nuevo contexto es especialmente adverso para aquellas economías emergentes que aún mantienen fuertes desequilibrios externos (elevados déficits por cuenta corriente y endeudamiento en moneda extranjera) y volúmenes reducidos de reservas internacionales.

El deterioro de los mercados financieros emergentes se agudizó durante los meses de verano, ante el aumento de los temores asociados a la adopción de medidas proteccionistas y el repunte de las tensiones geopolíticas. El empeoramiento se produjo en dos fases, con un episodio transitorio inicial de incremento de la volatilidad hacia mediados de junio y otro posterior, a partir de finales de julio, cuyo desencadenante fueron los problemas específicos de Argentina y de Turquía y, en menor grado, los de otras grandes economías emergentes. Esta evolución tuvo su reflejo, en el conjunto del tercer trimestre del año, en una fuerte salida de capitales (25 mm de dólares, especialmente en fondos de bolsa, como se puede apreciar en el gráfico 2) y en una paralización de las emisiones de renta fija (con una reducción del 54 % respecto al verano del pasado año).

A pesar de que la mayor parte de los países emergentes se han visto afectados por estos acontecimientos, se ha observado una cierta discriminación por mercados (véase gráfico 3). Así, las cotizaciones bursátiles que más se han corregido han sido las de aquellos países más integrados en el comercio global y, en particular, en la cadena productiva de China. En concreto, el conjunto del mercado bursátil asiático descendió desde mediados de abril un 11 % (con retrocesos más intensos en Hong Kong, Corea y la propia China). Por su parte, las monedas que más se han depreciado frente al dólar han sido las de los países con mayores vulnerabilidades internas o externas, como el peso argentino (–29 %), la lira turca (–27 %), el rand sudafricano (–13 %), el rublo (–11 %) y el real brasileño (–8,5 %)[2] —véase gráfico 4 —. Por el contrario, el peso mexicano se ha apreciado casi un 7 % desde mediados de junio, tras la celebración de las elecciones presidenciales y el principio de acuerdo para un nuevo tratado comercial con Estados Unidos. Frente a estos desarrollos en los mercados bursátiles y cambiarios, los diferenciales soberanos y las probabilidades de impago implícitas en las cotizaciones de los CDS soberanos apenas se han alterado, salvo en los casos de Turquía y de Argentina.

En su conjunto, la intensidad de la etapa de turbulencias más reciente es comparable a la observada cuando la bolsa china experimentó una profunda corrección en 2015, si bien dicha intensidad es todavía claramente inferior a la que se evidenció durante el *taper tantrum* (véase gráfico 1), sin que, además, a diferencia de aquel evento, se aprecie un contagio generalizado. Entre los factores que estarían conteniendo la magnitud del episodio actual de volatilidad en el conjunto de economías emergentes se encontrarían el elevado volumen de reservas internacionales —que, excluyendo a China, se sitúa en un nivel muy próximo al máximo histórico de 2013 (véase gráfico 5)—, la mejora de los fundamentos económicos y, especialmente, la respuesta de las autoridades ante las turbulencias.

Sin embargo, Turquía y Argentina, las dos economías más afectadas, presentan ciertos elementos de vulnerabilidad idiosincrásicos. En concreto, en Turquía, cuyo PIB creció un 7,3 % en 2017, su inflación ronda el 18 % y su déficit por cuenta corriente se sitúa alrededor del 6 % del PIB. El principal foco de vulnerabilidad viene dado por el endeudamiento del sector privado no financiero en moneda extranjera, canalizado, en parte, a través de los bancos, cuyo balance presenta, no obstante, una carga de deuda en moneda extranjera a corto plazo muy elevada y creciente —reflejada en un fuerte deterioro de su posición exterior neta (véase gráfico 6)—. La dependencia de la financiación exterior se ha visto acrecentada por las garantías otorgadas por el Estado a la concesión de ciertos préstamos. Aunque las posiciones netas de financiación en divisas de los bancos estarían cubiertas en sus balances, algunos de estos préstamos en moneda extranjera se otorgaron a empresas de sectores no comercializables y, por tanto, con escasas coberturas naturales frente al fuerte desajuste del tipo de cambio que está experimentando esta economía, lo cual podría derivar en un aumento de su morosidad. En este contexto, las dudas sobre la independencia del banco central y la escalada de la tensión política con Estados Unidos, que desembocó en una serie de sanciones comerciales, determinaron una reacción muy negativa de los mercados. Inicialmente, la respuesta de las autoridades se concentró en aliviar la situación a corto plazo del sector bancario, introduciendo cambios regulatorios que suavizan los criterios para clasificar los

1 Se conoce como *taper tantrum* el período de inestabilidad en los mercados financieros que siguió al anuncio, por parte de la Reserva Federal, de reducción gradual de los volúmenes de adquisición de bonos del Tesoro estadounidense en el marco de su programa de expansión cuantitativa. La reacción de los mercados financieros al anuncio incluyó una pronunciada apreciación del dólar frente a las monedas emergentes y elevadas salidas de capitales de estas economías.

2 Al cierre del 14 de septiembre.

Gráfico 1
REACCIÓN DE LOS MERCADOS DURANTE EPISODIOS DE TURBULENCIAS (a)

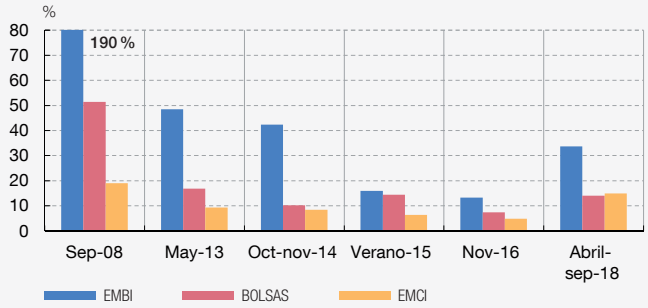


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES (b)

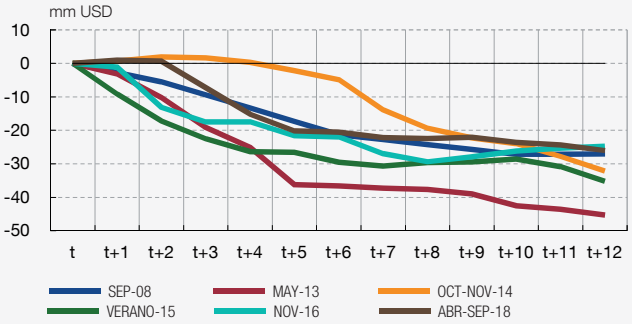


Gráfico 3
BOLSAS EMERGENTES

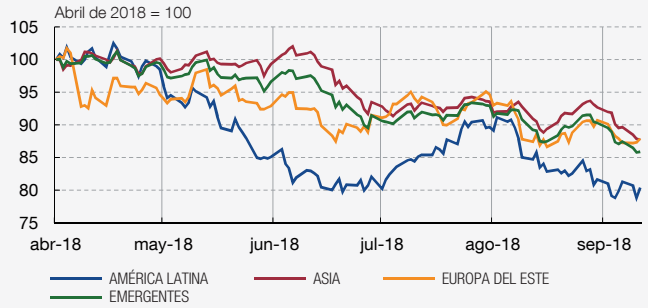


Gráfico 4
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR

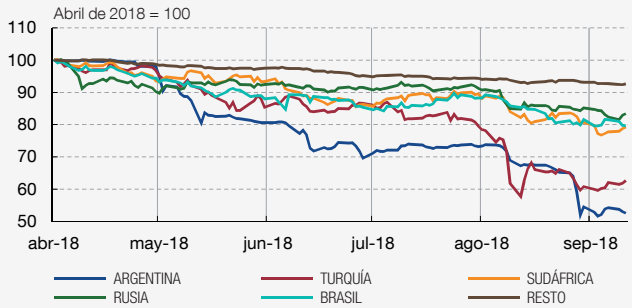


Gráfico 5
RESERVAS INTERNACIONALES

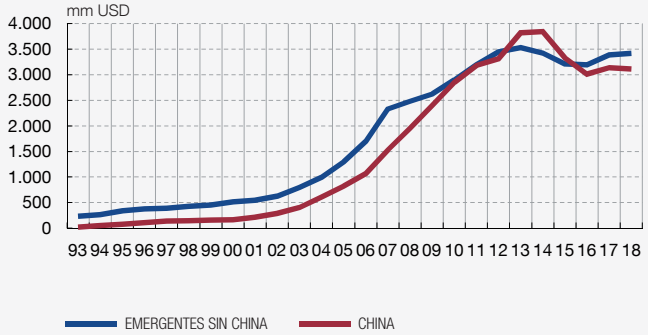


Gráfico 6
INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE TURQUÍA (c)

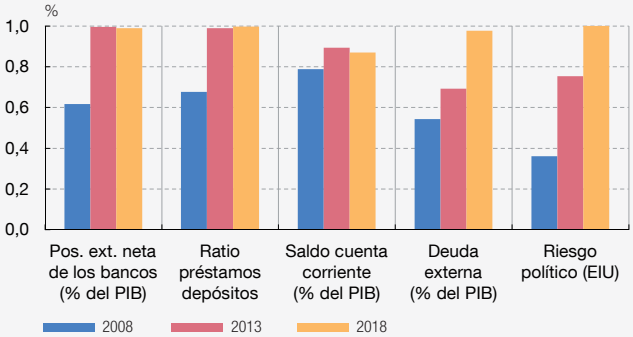


Gráfico 7
INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE ARGENTINA (c)

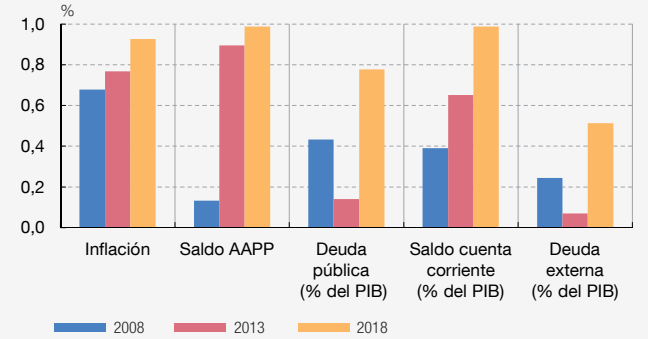
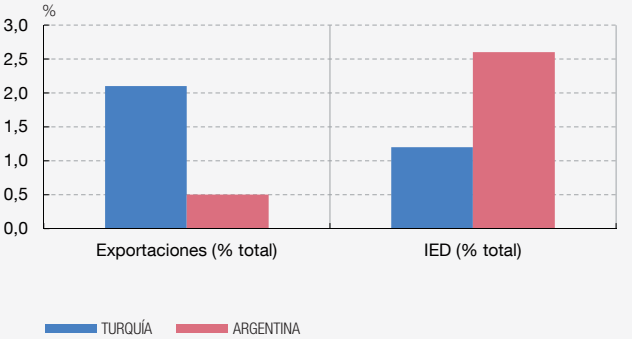


Gráfico 8
EXPOSICIÓN DE ESPAÑA A TURQUÍA Y A ARGENTINA



FUENTES: Banco de España, Datastream, Institute of International Finance y JP Morgan.

a Las barras indican un aumento de la prima de riesgo, una caída de las bolsas y una depreciación de los tipos de cambio. Las fechas se refieren a la quiebra de Lehman (septiembre de 2008), el *taper tantrum* (mayo de 2013), la caída brusca del precio del petróleo (octubre y noviembre de 2014), el desplome de la bolsa china (julio y agosto de 2015) y la victoria de Trump en las presidenciales de Estados Unidos (noviembre de 2016).
b Evolución semana a semana tras la aparición del evento señalado en la nota (a).
c Percentil de riesgo en una distribución histórica desde 1993 en el que se situaba cada indicador en los años representados. Un incremento representa un aumento del riesgo.

préstamos impagados, permitiendo el cálculo del capital con un tipo de cambio fuera de mercado, aumentando el coste de las posiciones cortas en liras y proporcionando liquidez al sistema mediante la reducción de los requisitos de reservas, además de la firma de un préstamo bilateral con Catar, que anunció inversiones directas en Turquía por valor de 15 mm de dólares, junto con un acuerdo *swap* entre los bancos centrales por valor de otros 3 mm de dólares.

En Argentina, tanto las fuentes de vulnerabilidad como la respuesta de las autoridades han sido distintas. En concreto, el sector que había aumentado significativamente su endeudamiento en los últimos años había sido el de las Administraciones Públicas, gracias a la abundante liquidez internacional y al elevado apetito global por el riesgo (véase gráfico 7). El nuevo Gobierno se propuso reducir los abultados desequilibrios heredados a través de un programa presupuestario cuyo ritmo de ajuste era, no obstante, tan gradual que apenas permitió reducir el déficit estructural primario. La confianza en la corrección de los desequilibrios se vio dañada adicionalmente cuando el Gobierno relajó sus objetivos de inflación y el banco central redujo los tipos de interés. Con este trasfondo, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y una fuerte sequía, que redujo la producción y las exportaciones agrícolas, generaron una fuerte salida de capitales y una depreciación del peso que las autoridades han tratado de contrarrestar mediante la intervención en los mercados cambiarios, subidas de los tipos oficiales y, finalmente, la solicitud de asistencia al Fondo Monetario Internacional (FMI).

La exposición de la economía española a estas dos economías a través del canal comercial es moderada, siendo más relevante por lo que respecta a los canales de inversión exterior y bancario (véase gráfico 8). En concreto, en 2017, Turquía fue el undécimo mercado de exportación para España (el cuarto fuera de la UE) y Argentina el 35.º En ese año, las exportaciones españolas de bienes a Turquía, constituidas fundamentalmente por manufacturas, representaron el 2,1 % del total (el 0,5 % del PIB, ligeramente inferior al 0,6 % de la UE) y crecieron a menor ritmo que las importaciones. Por su parte, las ventas de bienes a Argentina representaron solamente el 0,5 % de las exportaciones totales de bienes de España (0,1 % del PIB), aunque crecieron por encima de las importaciones. En cuanto a las relaciones financieras, Turquía es el 19.º mercado más relevante en el caso de la inversión directa, con el 1,2 % del total de activos españoles en el exterior, concentrados en los sectores bancario (40 % del total) y de seguros (12 % del total). Argentina, por su parte, supone el 2,6 % del total de activos de inversión directa (puesto 12.º), con una mayor preponderancia de los sectores financiero y de telecomunicaciones.

Durante las primeras semanas de septiembre, los mercados emergentes han tendido, en su conjunto, a estabilizarse. A ello habría contribuido la respuesta de algunos bancos centrales en forma de elevaciones de tipos oficiales (República Checa, Indonesia, India, Filipinas) o intervención en los mercados cambiarios (India, Hong Kong), así como una serie de medidas adoptadas en China para sostener el crecimiento a corto plazo y estabilizar el renminbi. Además, en los dos países más afectados por las turbulencias también se han adoptado medidas económicas ortodoxas. En el caso de Turquía, el banco central elevó los tipos de interés significativamente, hasta el 24 %, mientras que en Argentina la autoridad monetaria aumentó el tipo de interés oficial hasta el 60 % y el Gobierno anunció un importante ajuste fiscal (que persigue el equilibrio presupuestario en 2019 y un superávit primario del 1 % del PIB en 2020), al tiempo que solicitó un adelanto de los desembolsos de los fondos previstos en el acuerdo con el FMI.

En los últimos años, China ha realizado avances en el proceso de reducción de los desequilibrios de su economía. Como se puede apreciar en los gráficos 1 y 2, el reajuste ha sido significativo, tanto por el lado del gasto (con una reducción del peso de la inversión, que ha pasado de suponer un 48 % del crecimiento del PIB en 2011 a un 35 % en 2017, a favor del consumo) como por el lado de las ramas de actividad (con una ganancia de peso del sector servicios de más de 10 pp en el mismo período, hasta alcanzar el 60 % del crecimiento del PIB, en detrimento de la industria). China también ha puesto en marcha desde 2016 un conjunto de políticas para reducir su elevado nivel de endeudamiento. Estas medidas, especialmente las que se refieren a la actividad de *shadow banking* (o banca en la sombra), han reducido el crecimiento agregado del crédito y han estabilizado la deuda, principalmente contraída por las sociedades no financieras, como porcentaje del PIB (gráficos 3 y 4).

Sin embargo, este proceso está afrontando una serie de dificultades en los últimos meses, a medida que la evolución de la actividad económica es menos favorable por razones tanto internas (como consecuencia, en parte, del propio proceso de desendeudamiento) como externas (crecientes tensiones comerciales con Estados Unidos). En este contexto, las autoridades chinas parecen estar optando por asegurar el crecimiento a corto plazo, aunque ello tenga lugar a expensas de una reducción del ritmo de corrección de los desequilibrios. En este recuadro se presentan las medidas de política adoptadas recientemente y se analizan sus implicaciones para el proceso de reequilibrio de la economía china.

La primera señal clara de la nueva orientación expansiva de las políticas económicas se produjo en el frente monetario. A finales de junio, el Banco Central de China (PBoC, por sus siglas en inglés) redujo el coeficiente de reservas en 50 pb. Asimismo, el PBoC introdujo un tono más expansivo en sus comunicados de prensa referentes a la gestión de la liquidez. Como consecuencia de ambas medidas, el tipo de interés interbancario se redujo hasta situarse alrededor del 2,8 %. También se acordaron algunos cambios en la regulación de las instituciones financieras (con directrices menos restrictivas sobre la gestión de activos y productos financieros) y en la política crediticia, que incluyen: i) una relajación en los criterios de elegibilidad del colateral para facilidades de préstamos en las operaciones de política monetaria; ii) un ajuste de los parámetros de evaluación macroprudencial, al objeto de incentivar el crédito, y iii) mayores incentivos a la concesión de

Gráfico 1
CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES

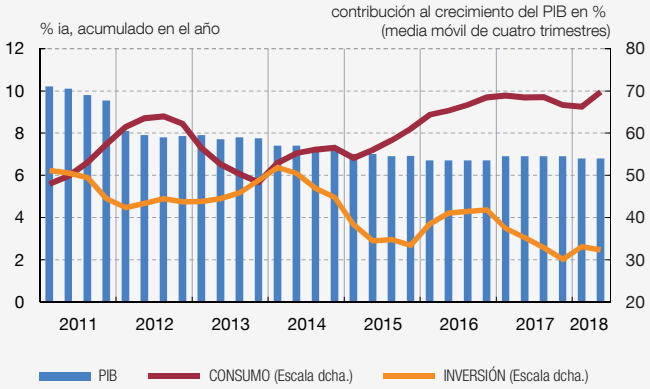


Gráfico 2
CONTRIBUCIÓN SECTORIAL AL CRECIMIENTO DEL PIB

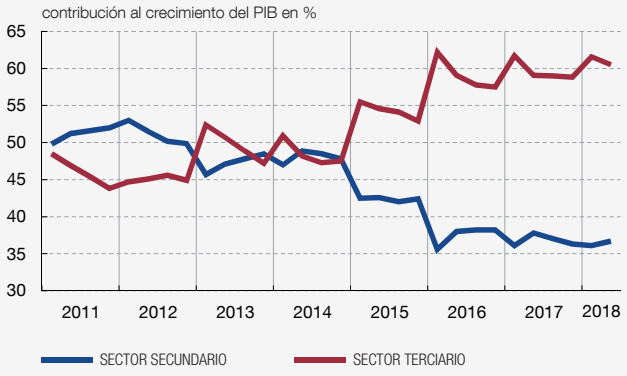


Gráfico 3
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA POR SECTORES

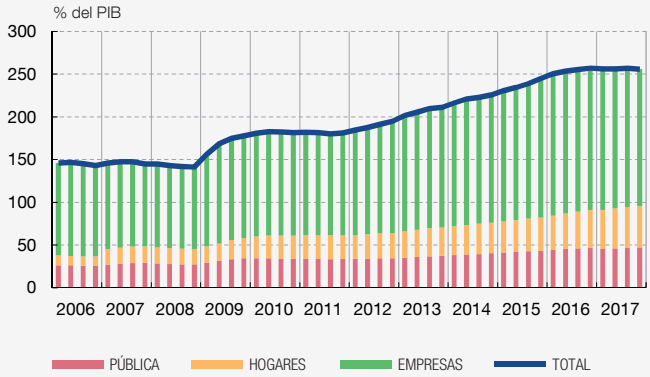
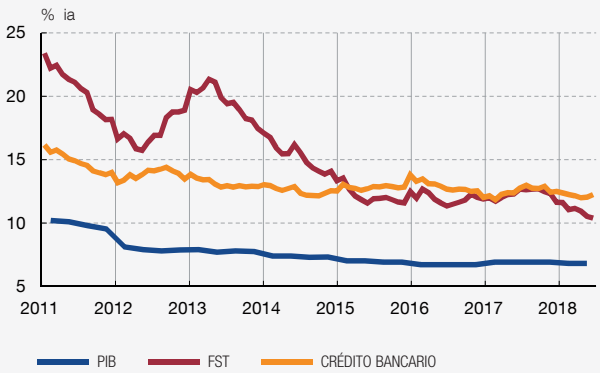


Gráfico 4
CRECIMIENTO DEL PIB REAL, CRÉDITO BANCARIO Y FINANCIACIÓN SOCIAL TOTAL



FUENTE: CEIC. Última observación, segundo trimestre de 2018.

crédito a pequeñas y medianas empresas y a los vehículos de financiación de los gobiernos locales.

En lo referente a la política fiscal, a finales de julio el Consejo de Estado desveló planes de reducción de impuestos a las empresas (en parte, a través de deducciones en el gasto en I + D). Esto supondrá un estímulo del 0,1 % del PIB anual, que se añade a la disminución de impuestos, y tasas por una cuantía equivalente al 1,3 % del PIB (anunciada en marzo), entre las que destaca la reducción en el impuesto sobre la renta por un importe del 0,4 % del PIB. Por otro lado, hasta junio de 2018 China ha emitido solo un 30 % de los bonos especiales de las autoridades locales previstos para el conjunto del año y ha incurrido solamente en un 30 % del déficit público objetivo, sugiriendo que sigue habiendo mucho margen para una política fiscal proactiva en el futuro. En este sentido, el Consejo de Estado también aconsejó acelerar la emisión de bonos especiales de los gobiernos locales (por un importe del 1,6 % del PIB) y animó a las instituciones financieras a cubrir las necesidades de financiación de los vehículos financieros de esos gobiernos locales destinados a financiar el gasto de inversión en infraestructuras.

Por último, la depreciación reciente del renminbi tiene efectos ambiguos sobre la actividad económica. Por un lado, puede servir de elemento favorecedor de las exportaciones; pero, por otro, podría tener efectos adversos sobre la confianza de los inversores, generando salidas de capitales. De hecho, desde mediados de junio el PBoC parecía no estar interviniendo en los mercados cambiarios, por lo que la depreciación vino determinada por el mercado, debido a las divergencias en las expectativas de crecimiento entre Estados Unidos y China, la reducción de los diferenciales de tipos de interés y el incremento de las tensiones comerciales entre los dos países. Sin embargo, durante agosto la autoridad monetaria china aparentemente comenzó a intervenir a favor del renminbi, al objeto de anclar las expectativas acerca del tipo de cambio, reintrodujo el denominado «factor contracíclico»[1] y aumentó el requisito de reservas del 0 % al 20 % para las operaciones de cambio.

Todas estas medidas, diseñadas para estabilizar el crecimiento en el corto plazo, contribuyen a frenar parcialmente el proceso de reducción de los desequilibrios de la economía, lo que podría incrementar los riesgos para el crecimiento en el medio y largo plazo. Además, las intervenciones en el mercado de cambios y los controles de flujos de capitales podrían dificultar el objetivo de internacionalización del renminbi y de apertura total de la cuenta de capital. No obstante, se puede afirmar que, de momento, su impacto sobre los desequilibrios está siendo muy limitado, si bien todavía no está totalmente acreditado que se haya logrado frenar la desaceleración de la actividad.

1 El factor contracíclico, cuyo objetivo es moderar las oscilaciones de corto/medio plazo en el tipo de cambio del renminbi, fue introducido por el PBoC en mayo de 2017.

Tras el elevado dinamismo observado en 2017, la actividad económica del área del euro registró en el primer semestre de 2018 una desaceleración más intensa de lo anticipado a finales del año pasado, asociada, fundamentalmente, a la debilidad de las exportaciones en el actual entorno de endurecimiento de las condiciones financieras globales, mayor incertidumbre global y escalada del proteccionismo[1]. No obstante, el PIB del conjunto del área del euro continúa progresando a ritmos superiores a los del producto potencial (que, según distintas estimaciones, crecería a tasas en torno al 1,5 %), lo que habría permitido que, tras cerrarse en los últimos meses de 2017, este año la brecha de producción se esté volviendo crecientemente positiva (véase gráfico 1). Este patrón de evolución de la brecha de producción, aunque con diferencias de nivel, sería extensible a los principales países del área, con la excepción de Italia, donde persiste un crecimiento débil y una brecha de producción aún negativa.

En comparación con el resto de los ciclos observados desde los años setenta, el proceso de recuperación del nivel de producto previo al inicio de la recesión ha sido más lento[2], especialmente en los países —como Italia y España— más afectados por la crisis de deuda soberana. Además, la expansión observada desde el mínimo alcanzado a comienzos de 2013 todavía es inferior —tanto en duración como en intensidad del crecimiento— al promedio de las fases alcistas de otros ciclos, lo que en principio parece sugerir la existencia de cierto margen adicional para su prolongación[3]. Tras esta debilidad de la recuperación se encuentra el menor dinamismo que han mostrado todos los componentes del PIB y, en particular, las exportaciones y la inversión empresarial (que, para el conjunto del área, alcanzó los niveles precrisis con gran retraso, a finales de 2016) (véase gráfico 2).

Por el contrario, la actual fase cíclica está siendo muy intensa en términos de generación de empleo, como consecuencia, entre otras razones, de la moderación de los salarios y de la contribución al crecimiento comparativamente más elevada que están teniendo los sectores más intensivos en el uso del factor trabajo, como los servicios. En este contexto, las encuestas realizadas por la CE a los empresarios señalan la existencia de un porcentaje creciente de empresas que tienen dificultades para encontrar mano de obra (véase gráfico 3). Asimismo, los niveles de utilización de la capacidad productiva alcanzan valores históricamente elevados en la mayoría de los países. En este sentido, cabría preguntarse en qué medida los factores de oferta podrían comenzar a ejercer algún tipo de limitación sobre el ritmo de expansión de la economía.

Si nos centramos en el caso del factor trabajo, desde 2017 se observa, como se acaba de señalar, un incremento significativo para el conjunto de la UEM en el porcentaje de empresas que consideran la escasez de mano de obra como factor que limita su producción, tanto en la industria como en los servicios y en la construcción[4]. Esta evolución es bastante generalizada por países, aunque resulta especialmente acusada en Alemania, Francia y los Países Bajos. Una evidencia adicional del posible surgimiento de restricciones de oferta en algunos países y en algunos sectores proviene de la tasa de vacantes laborales, que presenta un perfil ascendente desde finales de 2014, sugiriendo una mayor dificultad para la contratación. Esta evolución, no obstante, es compatible con la persistencia de niveles de desempleo elevados en algunos países, lo que apuntaría a problemas de falta de adecuación *(mismatch,* según la terminología inglesa de uso común) entre el perfil de los trabajadores que requieren las empresas y el de los desempleados. En este sentido, el gráfico 4 ilustra cómo, en comparación histórica, en la actualidad existe un porcentaje mayor de empresas que reportan dificultades para encontrar mano de obra para un mismo nivel de desempleo.

Frente a estas señales de elevada utilización del factor trabajo, la evolución de otros indicadores apunta al mantenimiento de un cierto grado de holgura en el mercado laboral, lo que ayudaría a explicar por qué hasta fechas recientes los indicios de dificultades por parte de las empresas para encontrar mano de obra han sido compatibles con crecimientos salariales modestos en el área del euro. En este sentido, se observa una elevada parcialidad de carácter involuntario en la mayoría de los países, es decir, un porcentaje relativamente alto de trabajadores contratados a tiempo parcial que desearían trabajar más horas (véase gráfico 5)[5]. Este fenómeno contribuiría a explicar que el número de horas por trabajador permanezca, en muchos países, en niveles históricamente bajos, pese al aumento en el empleo en términos de personas ocupadas (véase gráfico 6).

Resulta complejo, por tanto, determinar con precisión la intensidad de las posibles restricciones de oferta y su posible incidencia sobre el crecimiento de la actividad en algunos países del área. No obstante, aunque el indicador de escasez de mano de obra haya repuntado, la magnitud de ese aumento en el conjunto de la UEM sigue siendo reducida: solo un 20 % de los empresarios manifiestan preocupación por este factor, porcentaje inferior al de aquellos que señalan la insuficiencia de demanda como factor que limita su producción. Más aún, la mayoría de las empresas considera que en la actualidad no existe ningún factor que limite su actividad (véase gráfico 3), y esto es así incluso en los países que presentan

1 Para un análisis detallado de los factores que estarían detrás de la desaceleración del PIB del área al inicio del año, véase el recuadro 2, "La desaceleración de la actividad económica en el área del euro: ¿factores permanentes o transitorios?", del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico,* 2/2018, Banco de España.

2 Los distintos ciclos no son plenamente comparables entre sí. Por ejemplo, tras una profunda recesión, la recuperación tiende a ser lenta, y la expansión posterior, más duradera.

3 La aplicación de una metodología similar a la empleada en el recuadro 2 del *Boletín Económico* del BCE 4/2018 sugiere que, en el área del euro, la duración promedio de las expansiones ha sido de 31 trimestres, frente a los 19 de la actual, al tiempo que la intensidad promedio fue de 20 pp en términos del PIB (9 pp en la fase actual).

4 Estos porcentajes para el conjunto de la UEM se situaron en el tercer trimestre de 2018 en un 16,7 %, un 19,2 % y un 20,6 % en la industria, los servicios y la construcción, respectivamente.

5 En Alemania y en Italia el porcentaje de empleo parcial involuntario es bastante moderado, aunque con una evolución contrapuesta —creciente en Italia y decreciente en Alemania—.

menores tasas de paro, como Alemania. Todo ello apunta a una elevada heterogeneidad por países y por ramas productivas, e incluso posiblemente por empresas individuales, con respecto al grado en que la escasez de mano de obra puede ser un factor que contribuya a restringir el crecimiento de la economía.

Adicionalmente, de cara al futuro, el papel que puedan desempeñar los intensos flujos migratorios recibidos en la etapa reciente a la hora de aliviar un eventual tensionamiento del mercado de trabajo del área es incierto, en la medida en que el grado de empleabilidad de estas personas y sus posibles dificultades para integrarse

Gráfico 1
UEM. VARIACIÓN ANUAL DEL PIB Y *OUTPUT GAP* (a)

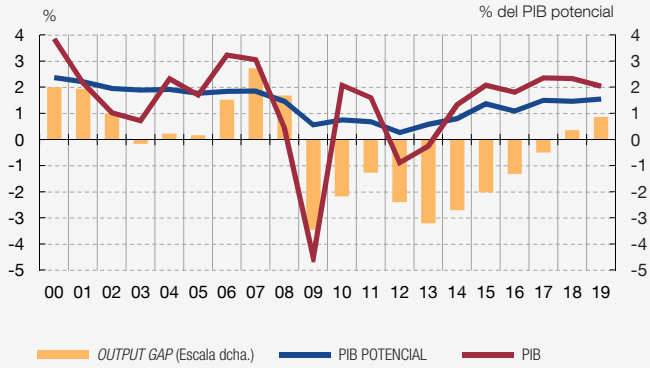


Gráfico 2
UEM. CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DE MÁXIMO A MÁXIMO CÍCLICO (b)

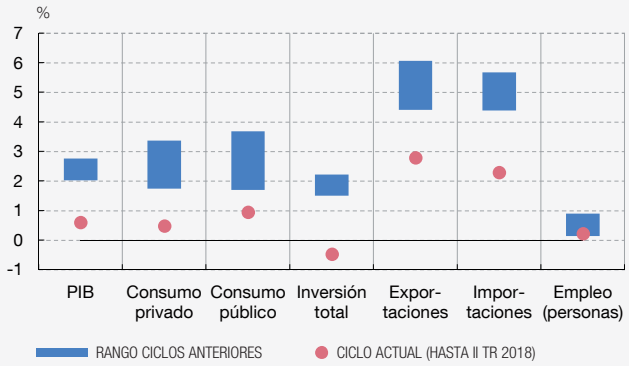


Gráfico 3
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA (UEM Y PAÍSES) Y FACTORES QUE LIMITAN LA PRODUCCIÓN EN LA UEM (c)

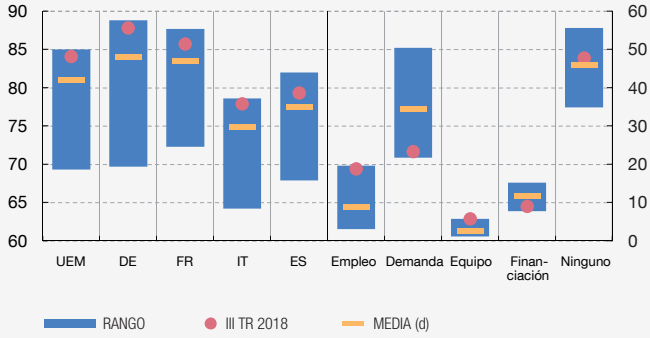


Gráfico 4
ESCASEZ DE MANO DE OBRA Y TASA DE PARO. PAÍSES UEM (2004-2018)

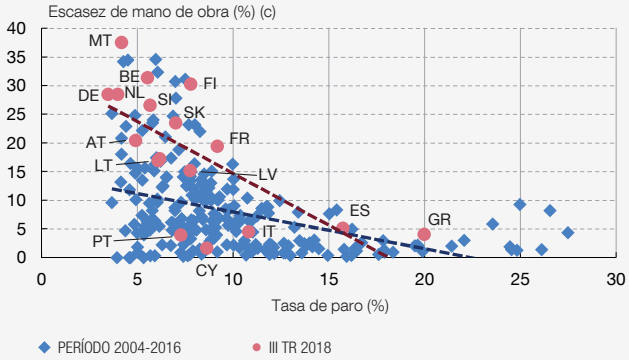


Gráfico 5
EMPLEO PARCIAL INVOLUNTARIO

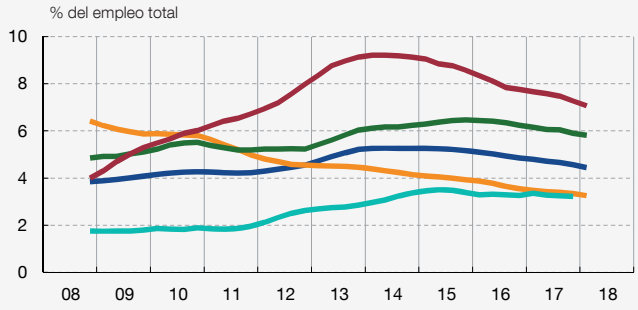
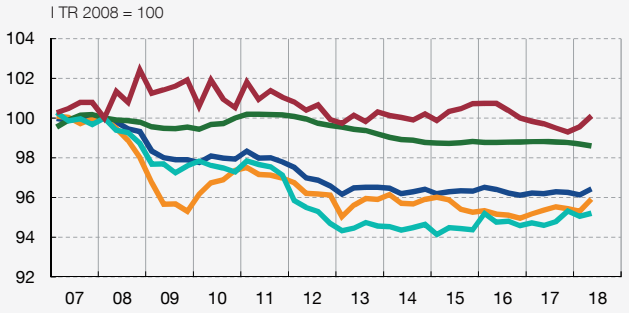


Gráfico 6
HORAS POR TRABAJADOR



UEM ALEMANIA FRANCIA ITALIA ESPAÑA

FUENTE: Comisión Europea.

a Datos de la Comisión Europea (primavera 2018).
b Los ciclos considerados van de un máximo al siguiente siguiendo la cronología del Centre for Economic Policy Research (CEPR). En concreto, se consideran los períodos siguientes: III 1974 a I 1980 ; I 1980 a II 1992; II 1992 a I 2008 y I 2008 a II 2018 (ciclo incompleto).
c Promedio de los factores que limitan la producción en servicios, industria y construcción.
d Media desde 1999 para la utilización de la capacidad productiva y desde 2004 para los factores que limitan la producción.

en la población activa son, de momento, difíciles de estimar. Por último, es incierto asimismo el recorrido adicional que puedan tener las tasas de participación de algunos segmentos de la población de varios países (tales como mujeres y jóvenes), que todavía presentan valores relativamente reducidos en comparación internacional.

En definitiva, la evidencia disponible sugiere que las posibles restricciones a la oferta de algunos factores productivos —y especialmente del trabajo— en algunos sectores de ciertas economías del núcleo de la UEM no presentan, de momento, la suficiente intensidad como para explicar el menor crecimiento del área durante la primera mitad de este año. Esta desaceleración, por el contrario, estaría reflejando, fundamentalmente, factores de demanda relacionados con la disminución de la demanda global de bienes y servicios y con la evolución adversa de la confianza de los agentes, en un contexto de creciente tensionamiento geopolítico. De cara al futuro, no obstante, en la medida en que la economía de la UEM evolucione en línea con las previsiones actuales, que son consistentes con ritmos de crecimiento superiores al potencial, los factores de oferta deberían comenzar a desempeñar un papel progresivamente más relevante en la determinación del producto. Esto último, a su vez, debería motivar, de acuerdo con la evidencia histórica, un aumento sostenido de las tasas de inflación hacia cotas compatibles con el objetivo de medio plazo del BCE, consistente con ritmos de avance de los precios inferiores, pero próximos, al 2 %.

Las fluctuaciones en la tasa de ahorro de los hogares españoles desde el comienzo de la crisis reflejan la conjunción de diversos factores que, con intensidad y dirección variable, han condicionado las decisiones de consumo, ahorro y financiación de los hogares en un entorno particularmente complejo. En los últimos años, en un contexto de moderación en el crecimiento de las rentas de los hogares, la tasa de ahorro de nuestro país ha caído con fuerza, hasta niveles históricamente bajos. Este retroceso no ha sido un fenómeno aislado en el ámbito del área del euro, donde otros países también han mostrado una tendencia hacia un menor nivel de ahorro (véase gráfico 1). Este es el caso, en particular, de aquellos que se vieron sometidos durante la crisis a un elevado grado de incertidumbre macrofinanciera, como Portugal o Irlanda. En este recuadro se repasa la evidencia disponible sobre la caída de la tasa de ahorro en los últimos años y sus determinantes.

Al comienzo de la crisis, los hogares españoles afrontaron sus decisiones de consumo, ahorro y financiación en un entorno macroeconómico muy adverso, caracterizado por un elevado grado de incertidumbre[1]. En este contexto, la tasa de ahorro de las familias, como porcentaje de su renta disponible, aumentó en 7,5 puntos porcentuales (pp) entre 2007 y 2009, hasta alcanzar el 13,4 % en ese último año. Por el contrario, desde 2010 se ha producido una caída continua y muy acusada en dicha tasa, hasta situarse por debajo del 6 % de la renta disponible en 2017 (véase gráfico 2). En un primer momento, la reducción de la tasa de ahorro pudo explicarse, entre otros factores, por el papel que desempeña el ahorro como factor estabilizador del patrón temporal del consumo, que en cualquier caso se redujo, en términos agregados, dada la fuerte caída experimentada por las rentas de las familias.

A partir de 2014, no obstante, el consumo de los hogares comenzó a aumentar, en un contexto de fuerte recuperación del empleo. Esta mejora en el mercado laboral supuso una disminución del

1 Véase Ó. Arce, E. Prades y A. Urtasun (2013), «La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis», *Boletín Económico,* septiembre, Banco de España.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE AHORRO POR PAÍSES

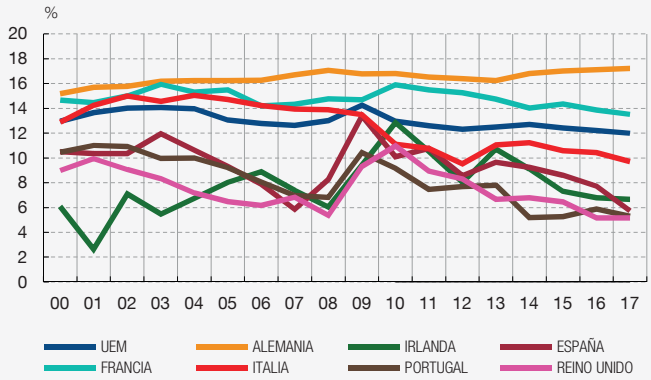


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DEL CONSUMO Y DE LA RENTA BRUTA DISPONIBLE
Datos acumulados de cuatro trimestres

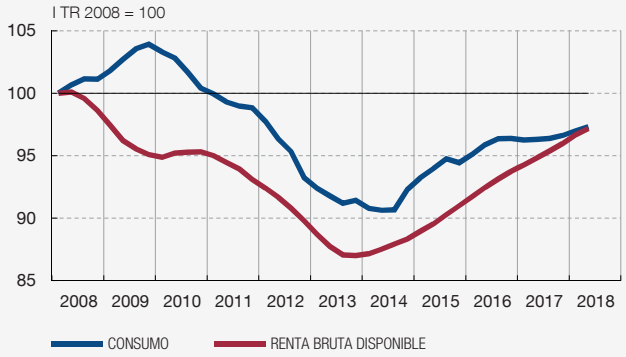


Gráfico 3
EVOLUCIÓN DEL CONSUMO OBSERVADO Y SIMULADO (a)

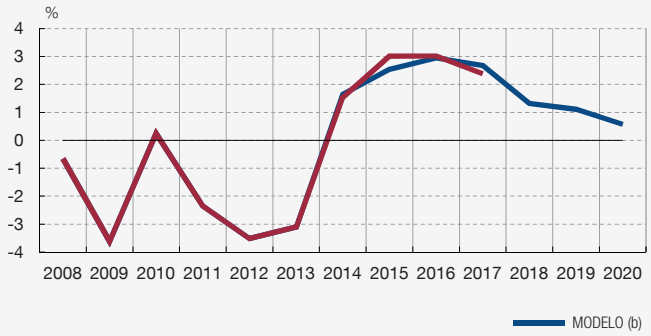
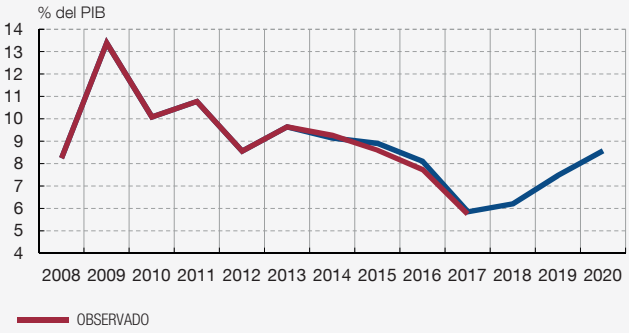


Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE AHORRO OBSERVADA Y SIMULADA (a)



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

a Previsión con origen en el cuarto trimestre de 2013. Renta y riqueza observadas.
b Las proyecciones de renta, riqueza y condiciones financieras son las presentadas en este *Boletín Económico.*

ahorro por motivo precaución, dadas las mejores perspectivas de obtener y mantener un empleo. Asimismo, el incremento de las rentas laborales empujó el consumo con intensidad, repercutiendo en menor medida en el ahorro, dada la recomposición de la cesta de consumo deseada por los hogares tras el período de restricción de la crisis. En concreto, las familias aumentaron el peso del gasto destinado, en particular, a la compra de bienes de consumo duradero, un tipo de gasto que habían contraído con particular intensidad durante el período recesivo, dado que resultaba más fácil de ajustar y posponer por su carácter menos esencial[2]. Esto causó un cierto efecto rebote en el gasto en este tipo de bienes y servicios, que habría supuesto un freno a la recuperación del ahorro.

Por último, cabe mencionar que la evolución del crédito también habría influido en el perfil del ahorro en la última década. La intensa caída en el consumo de bienes duraderos al inicio de la crisis habría reflejado, además de la mencionada reducción voluntaria en las compras de este tipo de bienes, el endurecimiento en las condiciones de acceso a la financiación de los hogares españoles[3]. Ante las mayores dificultades de acceso al crédito, tuvo lugar un aumento significativo en la dependencia del consumo de bienes en relación con la renta, con el consiguiente efecto directo sobre la tasa de ahorro. En paralelo, además, desde el inicio de la crisis, habría tenido lugar una intensa corrección del nivel de endeudamiento de los hogares. Esto ha conducido, en el período más reciente, a que se haya reducido el peso de los pagos relacionados con el servicio de la deuda, lo que les habría permitido sostener su consumo con un nivel inferior de la tasa de ahorro.

2 Véanse J. M. González Minguez y A. Urtasun (2015), «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», *Boletín Económico,* septiembre, Banco de España, y M. Martínez Matute y A. Urtasun (2017), «La recuperación del consumo privado en España por tipo de producto y hogar», *Boletín Económico,* 2/2017, Banco de España.

3 Véase el recuadro 7, «Evolución reciente del mercado de crédito al consumo en España», en este mismo «Informe trimestral».

En resumen, en los últimos años un conjunto amplio de factores ha influido en el mantenimiento de una baja tasa de ahorro, lo que ha actuado, en parte, como soporte del consumo de los hogares. No obstante, en los próximos años cabría esperar que la tasa de ahorro recuperara niveles más próximos a sus promedios históricos, en la medida en que alguno de estos determinantes vaya perdiendo fuerza.

Para ilustrar este último aspecto, los gráficos 3 y 4 muestran las predicciones dinámicas[4] obtenidas con el modelo[5] para el consumo total y el ahorro de los hogares, con origen en el primer trimestre de 2014, así como la evolución efectivamente observada del consumo y de la tasa de ahorro. Como se puede apreciar, la evolución de la tasa de ahorro observada en el período 2014-2017 se aproxima bastante a la prevista por el modelo, que refleja la evolución de sus factores determinantes. A futuro, en el horizonte de 2018 a 2020[6], en un escenario de, en particular, desaceleración de las rentas de las familias, moderación del consumo de bienes duraderos y condiciones financieras no tan favorables, cabría esperar, de acuerdo con este análisis, que la tasa de ahorro aumentara.

4 Condicionadas a las sendas conocidas de renta, riqueza y variables financieras.

5 Resultados obtenidos haciendo uso de un modelo del tipo VECM, que recoge los principales determinantes mencionados anteriormente. De acuerdo con este modelo, el consumo, la renta laboral y la riqueza (financiera y no financiera) son variables estrechamente ligadas en el largo plazo, que interactúan entre sí también en el corto plazo, en el que, además, aparecen las condiciones de financiación como una variable explicativa más. El modelo contiene ecuaciones para el consumo de bienes duraderos y no duraderos, la renta laboral y la riqueza no financiera. Véanse T. Sastre y J. L. Fernández-Sánchez (2005), *Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas,* Documentos de Trabajo, n.º 0529, Banco de España, y T. Sastre y J. L. Fernández-Sánchez (2011), «La tasa de ahorro durante la crisis económica: el papel de las expectativas de desempleo y de la financiación», *Boletín Económico,* noviembre, Banco de España.

6 Las proyecciones de renta, riqueza y condiciones financieras son las presentadas en la actualización de las Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2018-2020).

En el bienio 2016-2017, los flujos del turismo receptor de la economía española mostraron un dinamismo muy elevado, tanto en términos nominales como reales. En concreto, en el conjunto de 2017, las llegadas de turistas a España y el gasto que realizaron en nuestro país crecieron un 8,7 % y un 12,4 %, respectivamente. Sin embargo, en el período transcurrido de 2018 los indicadores de la evolución del sector turístico han experimentado una notable desaceleración de forma que, en los siete primeros meses del año, las llegadas de viajeros extranjeros y su gasto han aumentado tan solo un 0,3 % y un 3 %, respectivamente, en comparación con el mismo período de 2017. Además, esta tónica de ralentización se ha acentuado en los meses más recientes. En concreto, en el mes de julio, las entradas de turistas extranjeros disminuyeron un 4,9 % en términos interanuales. Una eventual prolongación de las tendencias más recientes en los próximos meses podría conducir a que 2018 fuera el primer año desde 2009 en que el crecimiento de la actividad turística en España sea inferior al del PIB (véase gráfico 1). El resto de este recuadro persigue analizar los factores que pueden explicar los desarrollos observados en el comportamiento del turismo receptor en España.

Los determinantes principales de los flujos turísticos incluyen la evolución de la actividad económica en el conjunto de los países emisores, donde estos aparecen ponderados por sus pesos dentro del total, como variable de escala, junto con otras variables que miden la evolución de los costes y la de los precios relativos frente a los competidores. La evolución de la competitividad se aproxima por el tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados, construido con precios de consumo, como indicador, aunque imperfecto, de la evolución relativa del coste de los bienes y servicios que adquiere un turista extranjero en España frente al que esa misma cesta de consumo tendría en destinos turísticos alternativos. Adicionalmente, en la medida en que constituye el determinante principal de los costes del transporte, la trayectoria del precio del petróleo ayuda a explicar la evolución del turismo no residente.

No obstante, la elevada fortaleza que la demanda de turismo no residente mostró en 2016-2017 no puede explicarse tan solo mediante la evolución de sus determinantes fundamentales. De hecho, aunque la intensificación de la expansión en las economías desarrolladas contribuyó positivamente a lo largo de ese período, el encarecimiento del petróleo y la apreciación del tipo de cambio del euro operaron en la dirección opuesta (véase gráfico 3). Un sencillo modelo econométrico que aproxima el comportamiento de los ingresos reales por turismo de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) a partir de estos factores explicativos muestra cómo la evolución de la renta en los países emisores de turistas explicaría unos 2 puntos porcentuales (pp) del crecimiento de las exportaciones de servicios turísticos en el promedio del período 2016-2017, aportación que se habría visto contrarrestada en gran parte por la contribución conjunta de signo opuesto y magnitud algo inferior de las variables de competitividad y precio del petróleo (véase gráfico 4). La contribución al crecimiento del turismo en 2016-2017 de todos aquellos elementos no incluidos de forma explícita en el modelo fue, como se puede observar, muy elevada. En particular, el clima de inseguridad en algunas regiones competidoras fue, previsiblemente, una causa fundamental del excepcional comportamiento del turismo en 2016-2017. En efecto, la situación geopolítica en algunas áreas de la cuenca del Mediterráneo, tales como Turquía o el Norte de África, determinaron un significativo desvío de flujos turísticos hacia otros países, como España (tal y como ilustra el gráfico 5 para el caso de Turquía).

En los dos primeros trimestres de 2018, la reanudación de la senda ascendente del precio del petróleo y la apreciación del euro en términos efectivos nominales habrían lastrado las llegadas de turistas no residentes a través del encarecimiento de los costes de transporte y de la pérdida de competitividad relativa frente a países ajenos al área del euro, determinando una moderada ampliación de la contribución negativa de esas variables en comparación con el bienio anterior (véase gráfico 4). Además, la aportación positiva de la renta en los países emisores ha experimentado una pequeña reducción, ligada a la ralentización de la actividad en la zona del euro (véase gráfico 2). No obstante, como se puede observar en el gráfico 4, la menor pujanza del turismo en el primer semestre de 2018 se explicaría, sobre todo, por la disminución de la contribución positiva del resto de factores, que obedece, fundamentalmente, a la progresiva normalización de la situación geopolítica en los destinos competidores mencionados con anterioridad. Como ilustra el gráfico 6, la disminución de las llegadas a España de turistas procedentes de los principales países de origen europeos ha discurrido en paralelo a una recuperación significativa de los flujos que tienen, en particular, como destino a Turquía. Concretamente, en los siete primeros meses del año, los descensos internanuales de las entradas en España de turistas alemanes, británicos y franceses, del 5,8 %, 2,8 % y 1,7 %, respectivamente, se contraponen a los aumentos de los 20,5 %, 37 % y 24,1 % de las llegadas a Turquía procedentes de cada uno de esos tres países[1].

Como se ha apuntado, la ralentización de las entradas de viajeros extranjeros ha sido algo más intensa que la observada en el caso del gasto medio por turista, lo que parece sugerir la existencia de un cierto efecto composición según el cual el segmento de bajo coste habría sufrido un debilitamiento relativo frente a las modalidades de precios más elevados, reflejando quizá que la recuperación de otros destinos mediterráneos ha recaído principalmente sobre las variedades más baratas de la actividad turística. En todo caso, la tendencia a crecimientos más elevados del gasto medio por turista ha venido observándose ya a lo largo del último decenio, con una ganancia del peso relativo de las estancias en hoteles de gama alta frente a los de gama baja (véase gráfico 7). Estos indicios de cierta evolución hacia un turismo de mayor calidad podrían formar parte de la respuesta de los empresarios hoteleros

1 Además, se ha argumentado que la debilidad del turismo receptor en España durante el pasado verano podría haber venido determinada también por algunos factores transitorios, cuyo papel explicativo es de validación más incierta, tales como la celebración del campeonato mundial de fútbol o la ola de calor en grandes áreas del centro y norte de Europa, que habría podido frenar las reservas de última hora.

Gráfico 1
ACTIVIDAD EN EL SECTOR TURÍSTICO

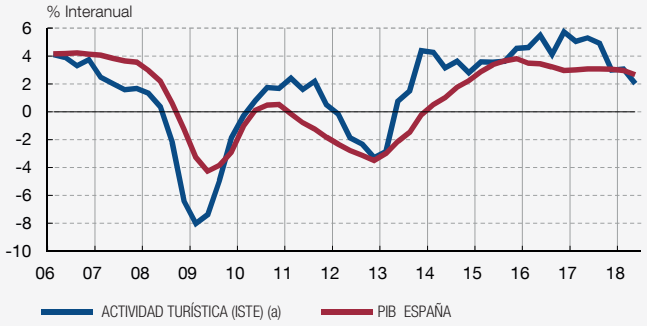


Gráfico 2
PIB TURISMO EMISOR

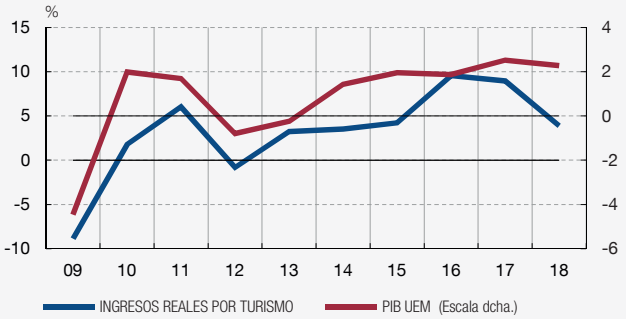


Gráfico 3
TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS DEL PETRÓLEO

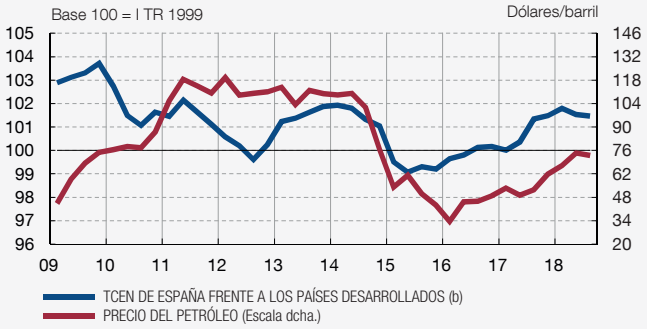


Gráfico 4
EXPORTACIONES REALES DE SERVICIOS TURÍSTICOS

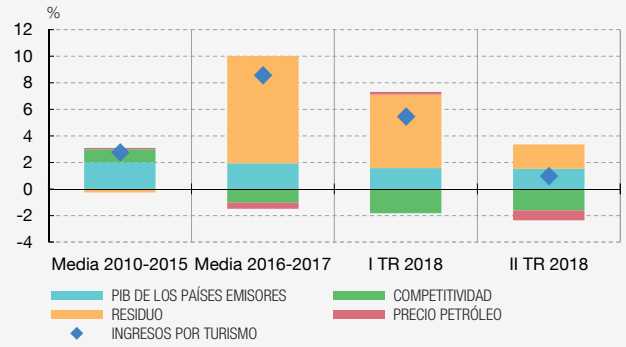


Gráfico 5
LLEGADAS DE TURISTAS INTERNACIONALES

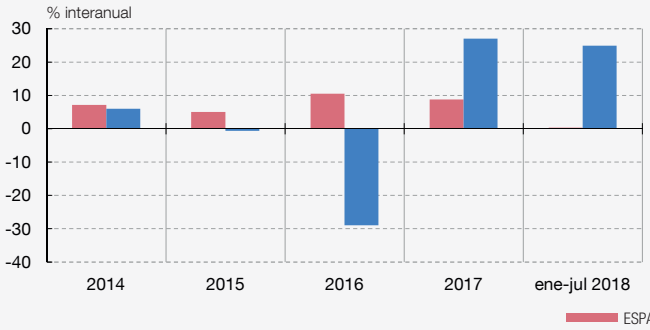


Gráfico 6
LLEGADA DE TURISTAS INTERNACIONALES A ESPAÑA Y TURQUÍA POR PAÍSES

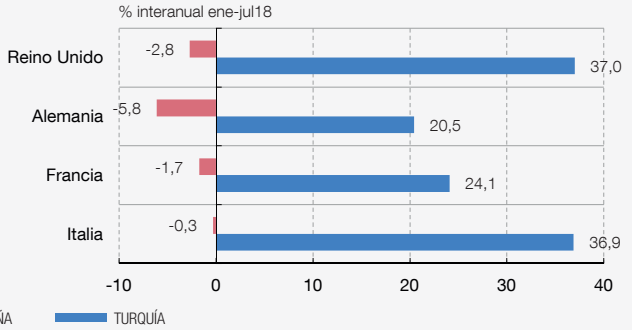


Gráfico 7
TURISTAS EXTRANJEROS POR GAMA HOTEL

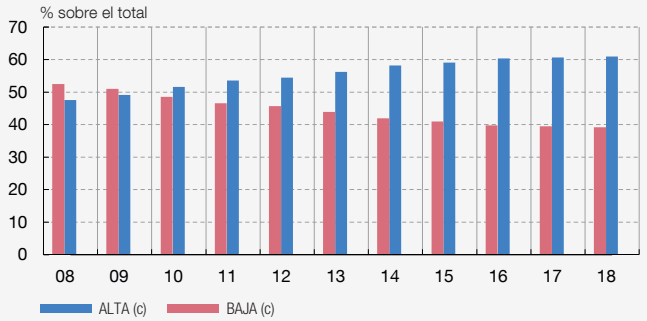
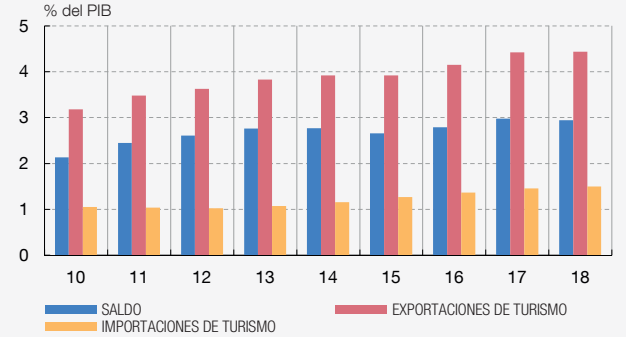


Gráfico 8
SUPERÁVIT TURÍSTICO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Exceltur, Banco Central de Turquía, Eurostat y Organización Mundial del Turismo.

a Indicador Sintétitico del PIB Turístico Español, elaborado por Exceltur.
b Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad y viceversa.
c Gama alta se refiere a hoteles de 4 y 5 estrellas de oro. Gama baja se refiere al resto de hoteles de categoría inferior, hostales y pensiones.

ante la saturación en algunos destinos de costa y ante algunos fenómenos novedosos, como la emergencia de plataformas digitales de economía colaborativa que compiten por los turistas cuya demanda es más sensible a los precios.

La actividad turística ocupa un lugar muy destacado entre las industrias de nuestro país y constituye un importante soporte del superávit exterior. En concreto, aunque la desaceleración observada este año ha hecho que se frene la senda alcista reciente, la participación en el PIB de las exportaciones turísticas asciende, en términos nominales, a un 4 %, en tanto que el superávit de servicios de turismo se ha estabilizado en el 2,9 % del PIB (véase gráfico 8). Esta relevancia del sector, en un entorno muy competitivo, subraya la importancia de una continua adaptación a las tendencias del mercado, orientada, en particular, a mejorar la oferta de servicios de alto valor añadido, al objeto de incrementar de manera sostenida los ingresos por visitante, algo especialmente necesario en un contexto en el que, como se ha indicado, la saturación de algunos destinos limita el crecimiento del número total de visitantes.

Desde 2014, el saldo de crédito al consumo ha presentado una recuperación sostenida, con unas tasas de crecimiento interanual que, a mediados de 2018, se situaban alrededor del 14 % (tasa que se eleva hasta el 21 % en el caso del crédito destinado a financiar el consumo de bienes duraderos). Con ello, el incremento acumulado desde finales de 2014 es del 47 %. Esta evolución contrasta con la de los otros segmentos del crédito a los hogares como, en particular, el destinado a la compra de vivienda, cuyo saldo sigue contrayéndose en la actualidad, aunque a un ritmo cada vez más moderado (véase gráfico 1). Esta diferente dinámica del crédito al consumo se explica tanto por el mayor repunte de la actividad crediticia en el período reciente en dicho segmento —como refleja el hecho de que el volumen de nuevas operaciones se haya duplicado durante este período (véase gráfico 2)—, como por los menores plazos de vencimiento de esta modalidad de préstamos en comparación con los vinculados con la adquisición de inmuebles, lo que hace que los saldos vivos reaccionen con más rapidez a los cambios en la actividad.

El gráfico 3 refleja que, a diferencia de lo que ocurrió en el ciclo expansivo anterior a la última crisis, la recuperación actual del crédito al consumo está siendo liderada por las operaciones de financiación del gasto en bienes duraderos. En particular, y como se aprecia en el gráfico 4, la dinámica del gasto en bienes duraderos desde comienzos de la crisis puede explicarse en gran medida por el comportamiento de las ventas de automóviles a particulares (aproximado por la trayectoria del volumen de matriculaciones)[1].

Los gráficos 3 y 4 evidencian que tanto el gasto en bienes duraderos como el crédito destinado a financiarlo presentan un claro comportamiento cíclico. Durante la crisis, en un contexto de fuerte deterioro de las expectativas económicas, la contracción de estos dos agregados fue muy intensa y, desde el inicio de la recuperación económica, se ha observado un fuerte avance en ambos. El gráfico 5 muestra que, en comparación con el gasto en bienes duraderos, este comportamiento procíclico es incluso más acusado en el caso del crédito destinado a financiar dicho gasto. Por tanto, la proporción del consumo duradero que se financia con cargo a las rentas futuras también presenta un patrón cíclico, que se refleja igualmente en una moderación de la tasa de ahorro de las familias en el período más reciente (véase el recuadro 5 de este mismo «Informe trimestral»).

La evidencia que recoge la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), presentada en el gráfico 6, apunta a que la recuperación reciente de la actividad en el mercado de crédito al consumo se habría visto impulsada por el repunte tanto de la oferta como de la demanda de fondos. Ambas habrían aumentado, de acuerdo con esta fuente, a mayores ritmos que los observados en el mercado de préstamos para adquisición de vivienda. Según las entidades encuestadas, el principal factor detrás de la expansión de la oferta habría sido el incremento en la competencia. Esta evolución se ha producido en un entorno de márgenes y de tipos de interés de referencia bajos y en el que el diferencial de tipos de interés entre las nuevas operaciones de crédito al consumo y a vivienda se ha mantenido relativamente estable en torno a 6 puntos porcentuales (pp) (18 pp para operaciones con tarjetas de crédito, que siguen representando menos del 10 % del total de crédito al consumo)[2].

Tras la evolución reciente del crédito al consumo, su saldo vivo se situaba a mediados de 2018, en términos reales por hogar, en niveles próximos a los de 2004, pero todavía muy alejados del máximo del ciclo anterior (en concreto, un 32 % por debajo del nivel registrado en el primer trimestre de 2008, véase gráfico 1). Por otra parte, la evidencia anterior también apunta a que en el ciclo expansivo actual habría ganado peso la financiación destinada a la adquisición de vehículos.

En definitiva, los datos analizados en este recuadro muestran que el mercado de crédito al consumo ha contribuido a la recuperación económica de los últimos años, principalmente a través de la financiación del aumento del consumo en bienes duraderos y, en particular, del vinculado con la adquisición de vehículos. Pero, como puso de manifiesto la última crisis, los incrementos rápidos del crédito pueden llevar asociados algunos riesgos futuros para la estabilidad financiera y macroeconómica al elevar la vulnerabilidad de los agentes frente a perturbaciones adversas. En este caso, aunque estos desarrollos han sido compatibles con una pauta de desendeudamiento de los hogares y el crédito al consumo sigue teniendo un peso reducido en la cartera de crédito de las entidades financieras (en torno al 5 %), hay que tener en cuenta también que la ausencia de garantías en este tipo de préstamos, salvo en el caso de los que financian la adquisición de automóviles, eleva el riesgo al que se enfrentan las entidades. Para minimizar estos riesgos es importante que las decisiones de los oferentes y los demandantes de fondos que subyacen al dinamismo del mercado de crédito al consumo se basen en unas expectativas prudentes sobre la capacidad de repago de esta deuda.

1 Esto contrasta con los años previos a 2008, durante los que el incremento del gasto en bienes duraderos estuvo condicionado en mayor medida por el aumento del equipamiento del hogar asociado a la expansión inmobiliaria.

2 Aunque la expansión reciente de la oferta de crédito al consumo que muestra la EPB parece, en términos históricos, moderada, se debe tener en cuenta que este tipo de encuestas suelen subestimar los movimientos que implican una relajación de las condiciones de oferta.

Gráfico 1
SALDOS VIVOS DE CRÉDITO A LOS HOGARES (a)

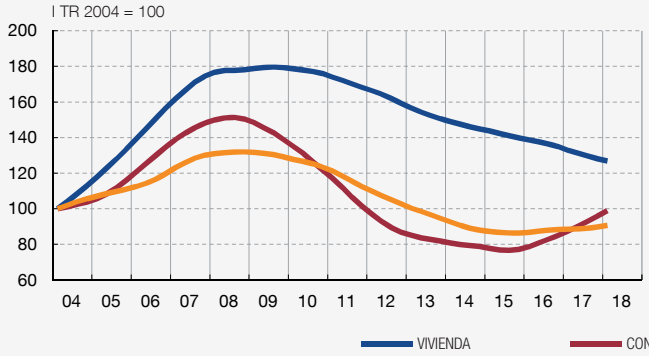


Gráfico 2
NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A LOS HOGARES (a) (b)

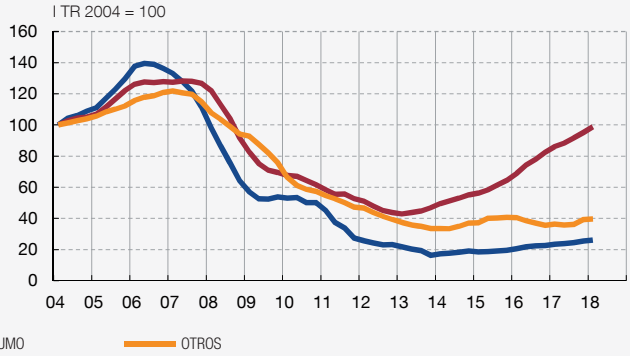


Gráfico 3
SALDOS VIVOS DE CRÉDITO AL CONSUMO POR FINALIDADES (a)

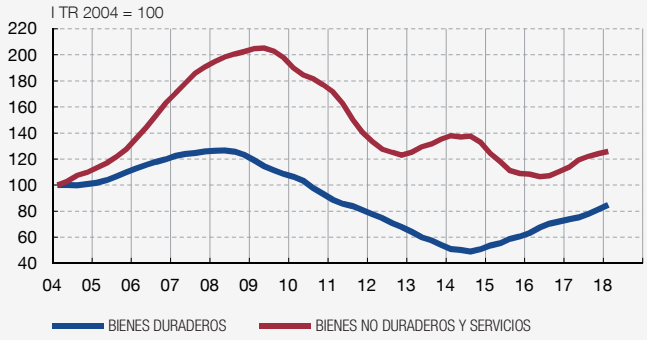


Gráfico 4
GASTOS DE CONSUMO Y RENTA BRUTA DISPONIBLE (a)

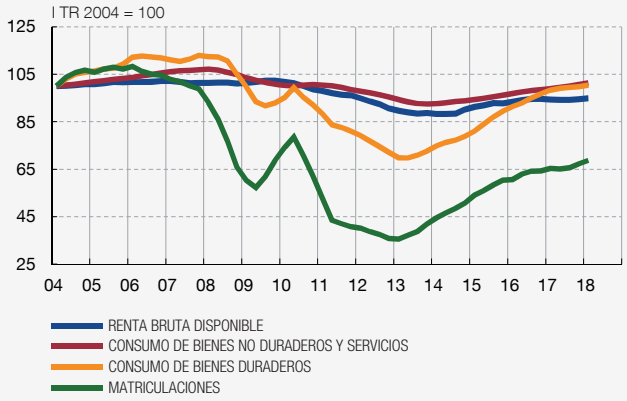


Gráfico 5
FINANCIACIÓN DE GASTO DE CONSUMO (a)

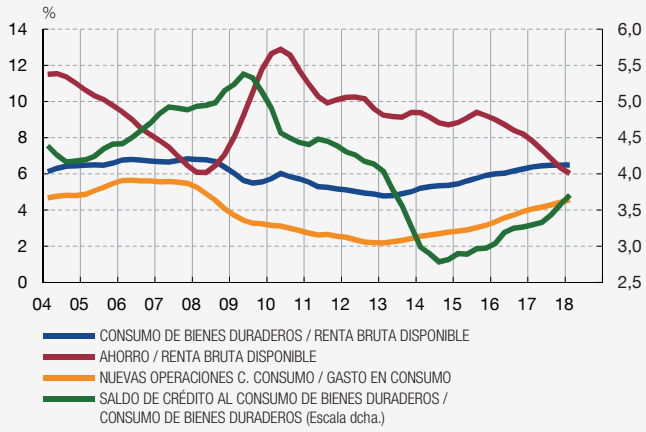
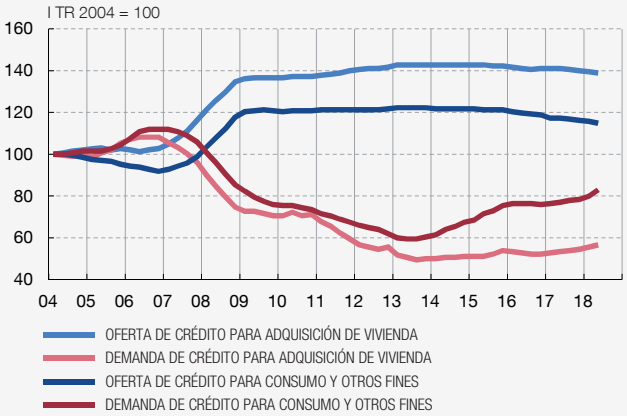


Gráfico 6
INDICADORES DE OFERTA Y DEMANDA DE CRÉDITO (c)



FUENTE: Banco de España.

a Series en términos reales, a nivel de hogar. Media móvil del trimestre actual y tres trimestres anteriores.

b Las series de nuevas operaciones de crédito al consumo y otros fines están ajustadas para tener en cuenta el salto estadístico de junio de 2010, en el cual se cambia la forma de reportar operaciones con tarjetas de crédito. A partir de diciembre de 2014, las series son netas de renegociaciones.

c Series calculadas mediante acumulación del indicador de difusión (InD) creado a partir de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB). Un aumento en las series indica mayores restricciones (oferta) y mayor demanda de crédito (demanda). El indicador en cada momento del tiempo está construido como una media ponderada de las respuestas de las entidades bancarias. (a) Oferta: 1 × (% de entidades que han endurecido considerablemente los criterios) + 0,5 × (% de entidades que los han endurecido en cierta medida) – 0,5 × (% de entidades que señalan que han relajado en cierta medida los criterios) – 1 × (% de entidades que han relajado considerablemente los criterios). (b) Demanda: 1 × (% de entidades que señalan un aumento considerable) + 0,5 × (% de entidades que señalan un cierto aumento) – 0, 5 × (% de entidades que señalan un cierto descenso) – 1 × (% de entidades que señalan un descenso considerable).

2 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

2.1 Entorno exterior del área del euro

En el segundo trimestre de 2018, la actividad global mantuvo un tono dinámico, como resultado de que la recuperación del crecimiento entre las economías avanzadas (especialmente, en Estados Unidos) compensó la desaceleración registrada en algunas economías emergentes. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a un cierto sostenimiento del ritmo de avance de la actividad en el tercer trimestre, que se iría moderando posteriormente. De hecho, los riesgos a corto plazo sobre esta senda de crecimiento sostenido se orientan a la baja, en un contexto de incertidumbre sobre las relaciones comerciales globales y en el que la combinación de políticas macroeconómicas en Estados Unidos puede generar nuevas tensiones financieras en los mercados emergentes.

Los mercados financieros internacionales también han mostrado un comportamiento heterogéneo. Mientras que en Estados Unidos se mantuvo un tono muy positivo, el resto de mercados desarrollados tuvo una evolución menos favorable, y los mercados de las economías emergentes experimentaron un deterioro notable. Las bolsas de Estados Unidos alcanzaron nuevos máximos históricos, impulsadas por los buenos datos macroeconómicos y resultados empresariales, y por la repatriación de capitales de las empresas a raíz de la reforma impositiva. En cambio, los índices de la zona del euro y del Reino Unido experimentaron pérdidas moderadas, influidas por las tensiones comerciales y la falta de acuerdo respecto al *brexit.* La gradual normalización de la política monetaria en Estados Unidos y la fuerte apreciación del dólar frente a la mayoría de las monedas (especialmente, frente a las de economías emergentes) ha tenido un impacto significativo en las condiciones financieras de aquellas de economías con mayores vulnerabilidades. A pesar del debilitamiento de la mayoría de monedas emergentes —con la excepción del peso mexicano—, las caídas bursátiles, la ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las salidas de capitales, el contagio de estas turbulencias parece de momento contenido y el deterioro reciente se está corrigiendo en los mercados con mejores fundamentos (véase recuadro 2). Finalmente, las tensiones comerciales originadas por las medidas proteccionistas de Estados Unidos afectaron particularmente a los mercados de China, lo que llevó a las autoridades a adoptar una serie de medidas para frenar la depreciación del renminbi y la potencial desaceleración de la actividad (véase recuadro 3).

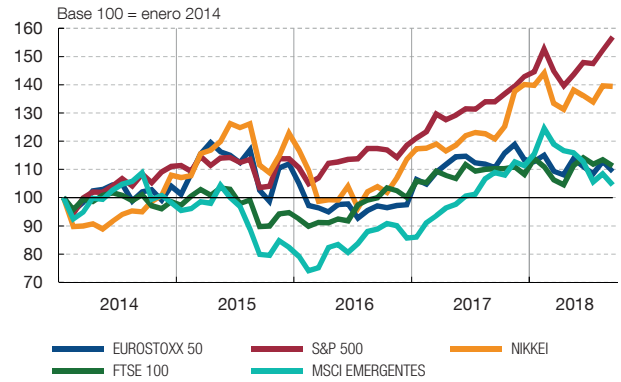
El índice de precios de materias primas disminuyó un 4,1 % en el último trimestre, debido al abaratamiento generalizado de sus componentes, especialmente marcado en los metales industriales, en un entorno de riesgos a la baja para la actividad económica mundial y especialmente para las economías emergentes. El precio del barril de *Brent* aumentó 2,9 % en el trimestre y cotiza por encima de los 75 dólares. La abrupta caída de la producción en Venezuela, las sanciones de Estados Unidos a Irán y un aumento de la producción menor de lo esperado en Arabia Saudí, tras el acuerdo de junio entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y sus socios para aumentar la oferta, parecen haber compensado los factores depresores de la demanda mundial.

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB fue muy elevado en el segundo trimestre (pasando del 2,2 % al 4,2 %, en tasa trimestral anualizada), impulsado por el paquete fiscal recientemente aprobado. En Japón, la aceleración del PIB en el segundo trimestre (del 0,2 % al 0,5 %, en tasa intertrimestral) sorprendió al alza, por un impulso del consumo privado, y en el Reino Unido el avance del PIB aumentó en dos décimas, hasta el 0,4 % intertrimestral, apoyado en una cierta recuperación del consumo. Los precios de

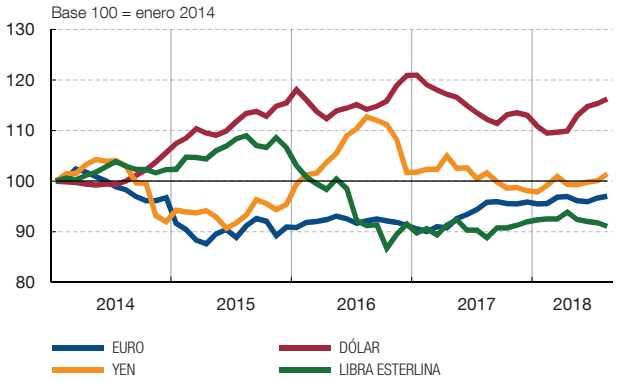
MERCADOS FINANCIEROS Y MATERIAS PRIMAS

GRÁFICO 2

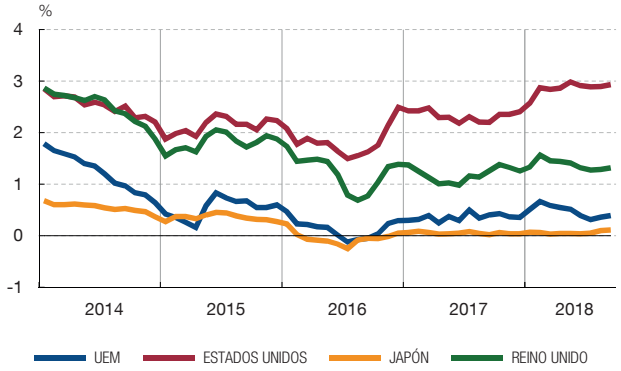
1 ÍNDICES BURSÁTILES



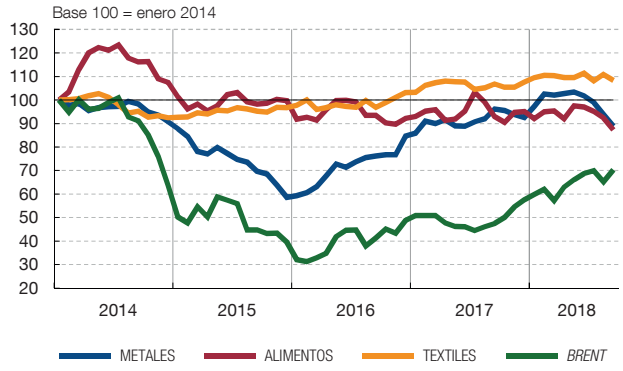
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



4 MATERIAS PRIMAS



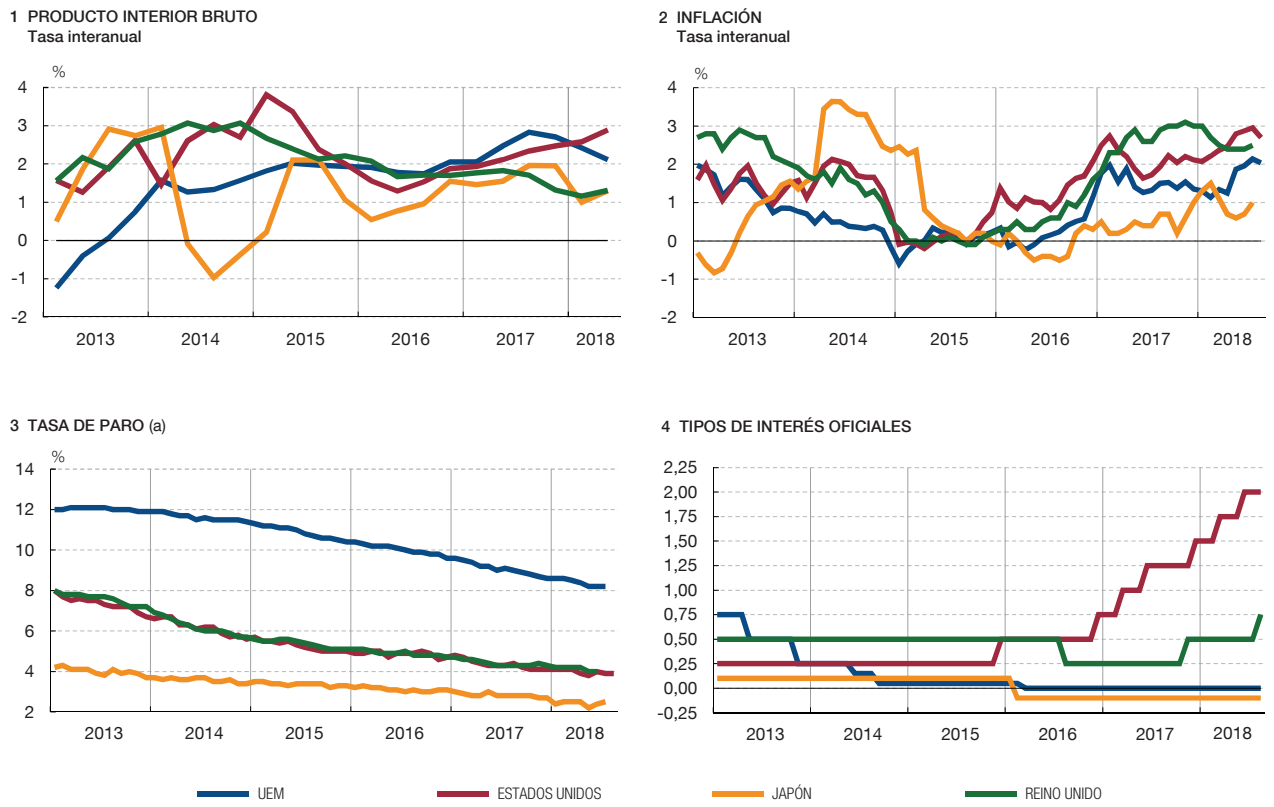
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

la energía impulsaron al alza las tasas de inflación. En Estados Unidos, la tasa de inflación alcanzó el 2,7 % interanual en agosto, y la subyacente, el 2,2 %. En Japón, el crecimiento de los precios de consumo se mantuvo estable (0,8 % interanual en julio, pero por debajo del 1,4 % a principios de año), pese al aumento histórico de los salarios nominales en junio por el pago de primas y horas extra. En el Reino Unido, a pesar de la ligera recuperación de la inflación hasta el 2,5 % en julio, esta sigue por debajo del 3 % de comienzos de año. En este contexto, la Reserva Federal reforzó su comunicación sobre la senda de futuras subidas, aumentando las divergencias respecto a las subidas anticipadas por los mercados. En julio, por primera vez desde septiembre de 2016, el Banco de Japón modificó su marco de política monetaria, confirmando su compromiso con una política monetaria ultralaxa y dotando de mayor flexibilidad a su programa de compras. En agosto, el Banco de Inglaterra elevó el tipo de interés en 25 puntos básicos (pb), hasta el 0,75 %.

En las economías emergentes, la evolución de la actividad en el segundo trimestre del año fue, en general, menos favorable. Dentro de Asia, el crecimiento del PIB de China se moderó ligeramente —del 6,8 % al 6,7 % interanual—, tras una desaceleración de la inversión como resultado del endurecimiento de las políticas y de la escalada de la guerra comercial entre Estados Unidos y China. En América Latina, los datos de actividad del

ECONOMÍAS DESARROLLADAS: PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS GRÁFICO 3



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

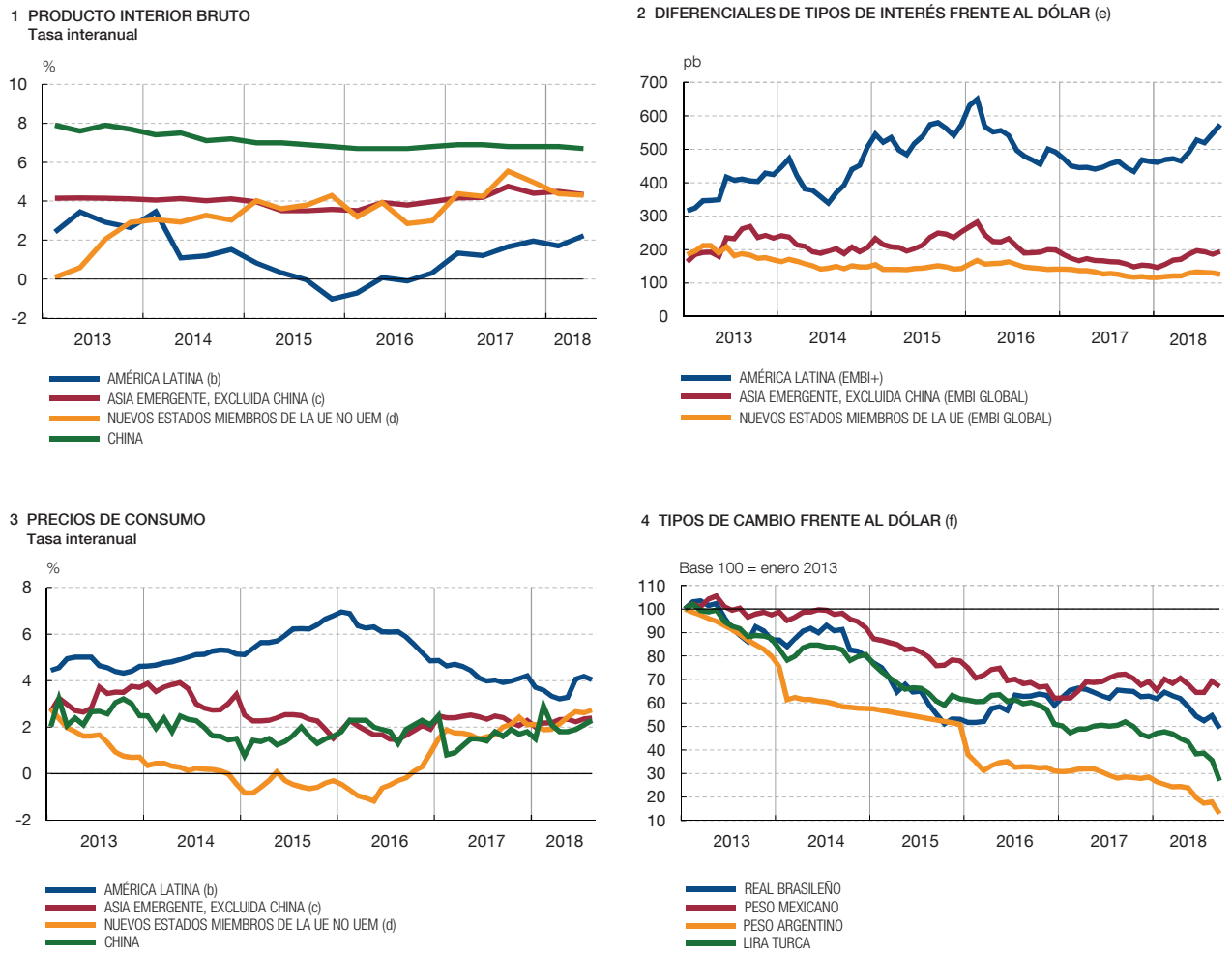
segundo trimestre de 2018 reflejaron las importantes dificultades en la región, especialmente en Argentina. Finalmente, en Europa del Este el crecimiento se mantuvo en tasas elevadas (con la excepción de la República Checa). En cuanto a los precios, destaca el aumento de las presiones inflacionistas en las economías asiáticas y en Europa del Este, mientras que en América Latina la inflación se mantuvo en niveles reducidos (salvo en Argentina). Las políticas monetarias experimentaron pocos cambios, constituyendo la principal excepción aquellos países más afectados por las recientes turbulencias en los mercados cambiarios (Argentina y Turquía), donde se produjeron elevaciones de los tipos de interés oficiales.

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

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

La actividad económica en el área del euro ha continuado expandiéndose en meses recientes, si bien a un ritmo notablemente inferior al registrado en 2017. La apreciación sostenida del euro frente a un conjunto amplio de monedas y la ralentización del comercio mundial, en un entorno de tensiones proteccionistas, de desaceleración en China y de materialización de las vulnerabilidades de algunos mercados emergentes, han propiciado un estancamiento de las ventas al exterior. La demanda interna, en cambio, mantiene su expansión, sustentada en unas condiciones financieras favorables, el dinamismo del empleo y las menores necesidades de desapalancamiento del sector privado. No obstante, en los meses recientes se ha producido un cierto deterioro de la confianza de los consumidores y de los empresarios industriales que podría provocar un retraso o cancelación de sus planes de gasto. A ello cabe añadir el resurgimiento en Italia de tensiones financieras asociadas a la incertidumbre sobre el rumbo de la política económica del Gobierno de coalición, que ha dado lugar a un deterioro de las perspectivas de crecimiento de esta economía.

ECONOMÍAS EMERGENTES: PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a) GRÁFICO 4



FUENTES: Datastream, 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.

Así, según las cifras de Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro creció un 0,4 % en el segundo trimestre de 2018, la misma tasa que en el trimestre precedente (véase cuadro 2), muy por debajo de los ritmos próximos al 0,7 % registrados el año anterior. El avance interanual se situó en el 2,1 %, tras el 2,4 % del primer trimestre. Por componentes, el crecimiento trimestral del producto se sustentó en la formación bruta de capital fijo, el consumo —tanto privado como público— y la aportación de la variación de existencias (0,1 pp), que llegó a ser elevada en algunos países (0,4 pp en Alemania). Por su parte, la demanda exterior neta registró una contribución negativa (–0,2 pp), la misma que en el trimestre anterior, dado el mayor crecimiento de las importaciones respecto a las exportaciones. En los principales países del área, el crecimiento mostró una tónica de marcada estabilidad. Así, la tasa de avance de la actividad se incrementó una décima en Alemania (hasta el 0,5 %), se ralentizó en la misma magnitud en Italia y España (hasta el 0,2 % y el 0,6 %, respectivamente) y se mantuvo en Francia (en el 0,2 %). Por su parte, el empleo en

INDICADORES ECONÓMICOS DE LA UEM (a) CUADRO 2

	2016	2017				2018		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,7	0,1	0,7	0,3	0,5	0,3	0,4	
Variación de existencias	0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,2	0,1	
Demanda exterior neta	-0,1	0,6	0,1	0,4	0,5	-0,2	-0,2	
Otros indicadores								
Tasa de paro (b)	9,7	9,5	9,2	9,0	8,7	8,6	8,3	8,2
IAPC (tasa interanual) (c)	1,1	1,5	1,3	1,5	1,4	1,3	2,0	2,0
IPSEBENE (tasa interanual) (c)	0,9	0,8	1,2	1,3	1,1	1,3	1,2	1,2

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

a Información disponible hasta el 19 de septiembre de 2018.
b Media del trimestre. Último dato disponible, julio de 2018.
c Fin de período. Último dato disponible, agosto de 2018.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM CUADRO 3

	2018		2019		2020	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (septiembre de 2018)	2,0	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7
Comisión Europea (mayo de 2018)	2,3	1,5	2,0	1,6	—	—
OCDE (septiembre de 2018)	2,0	—	1,9	—	—	—
Fondo Monetario Internacional (julio de 2018)	2,2	—	1,9	—	—	—
Consensus Forecast (septiembre de 2018)	2,1	1,7	1,8	1,6	—	—
Eurobarómetro (septiembre de 2018)	2,1	1,7	1,8	1,6	—	—

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

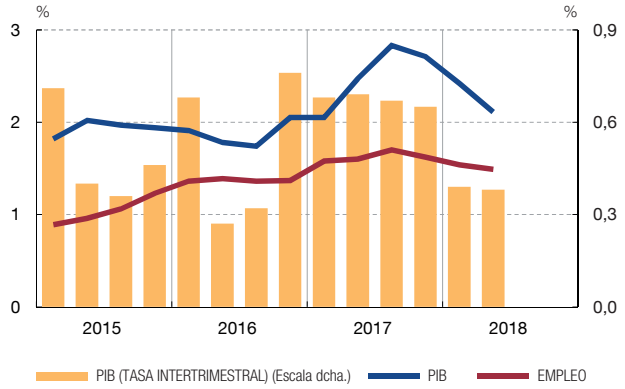
la UEM siguió mostrando una fortaleza notable, con un incremento en el segundo trimestre del año del 0,4 %, la misma tasa que en el trimestre previo.

La información coyuntural disponible relativa al tercer trimestre apunta, en general, al mantenimiento de un ritmo de avance moderado, similar al de la primera mitad del año, (véase gráfico 5). Los indicadores de confianza empresarial que proceden de las encuestas realizadas a los directores de compras (PMI) descendieron en julio y agosto, tanto en la industria como en los servicios, mientras que los elaborados por la Comisión Europea (CE) cayeron en la industria y aumentaron ligeramente en servicios y construcción. Asimismo, los últimos datos de confianza de los consumidores y las expectativas de creación de empleo registraron un deterioro en ese período. En cuanto a la demanda exterior, la valoración de la cartera de pedidos de exportación retrocedió en julio y agosto y las expectativas de exportación empeoraron en el tercer trimestre. Por su parte, los indicadores de carácter cuantitativo disponibles, con información más retrasada, arrojan, en general, resultados poco alentadores para el tercer trimestre. En concreto, las ventas minoristas

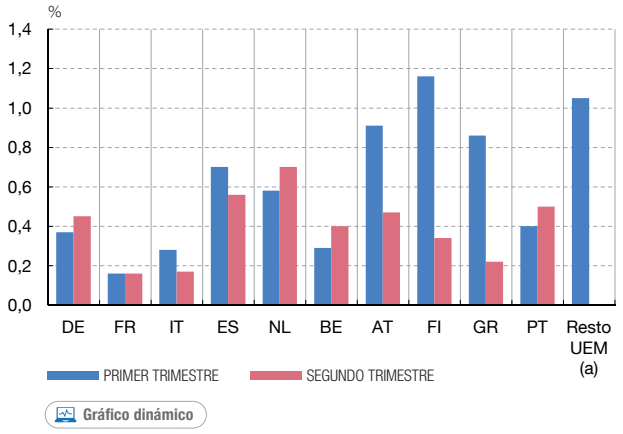
UEM. INDICADORES DE ACTIVIDAD

GRÁFICO 5

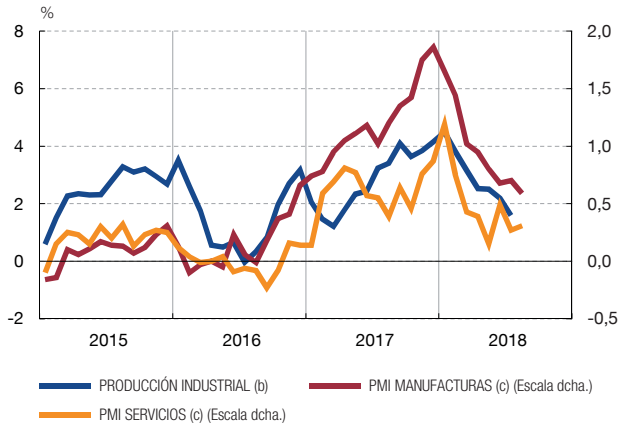
1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual



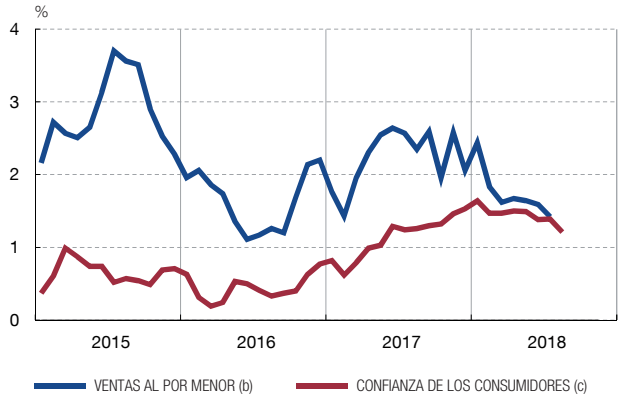
2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral



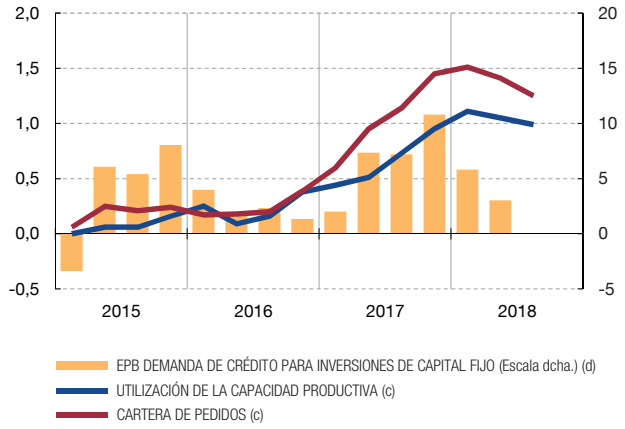
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



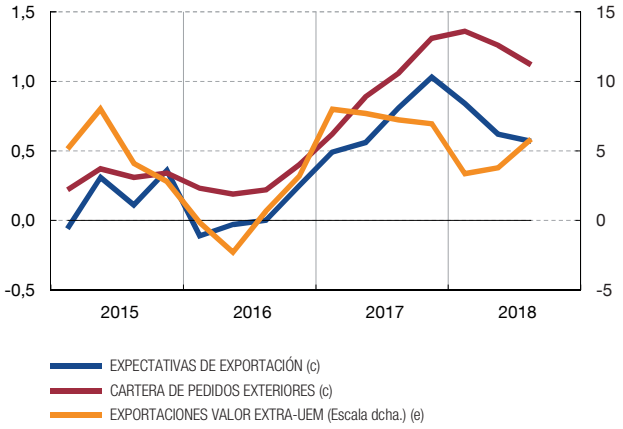
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



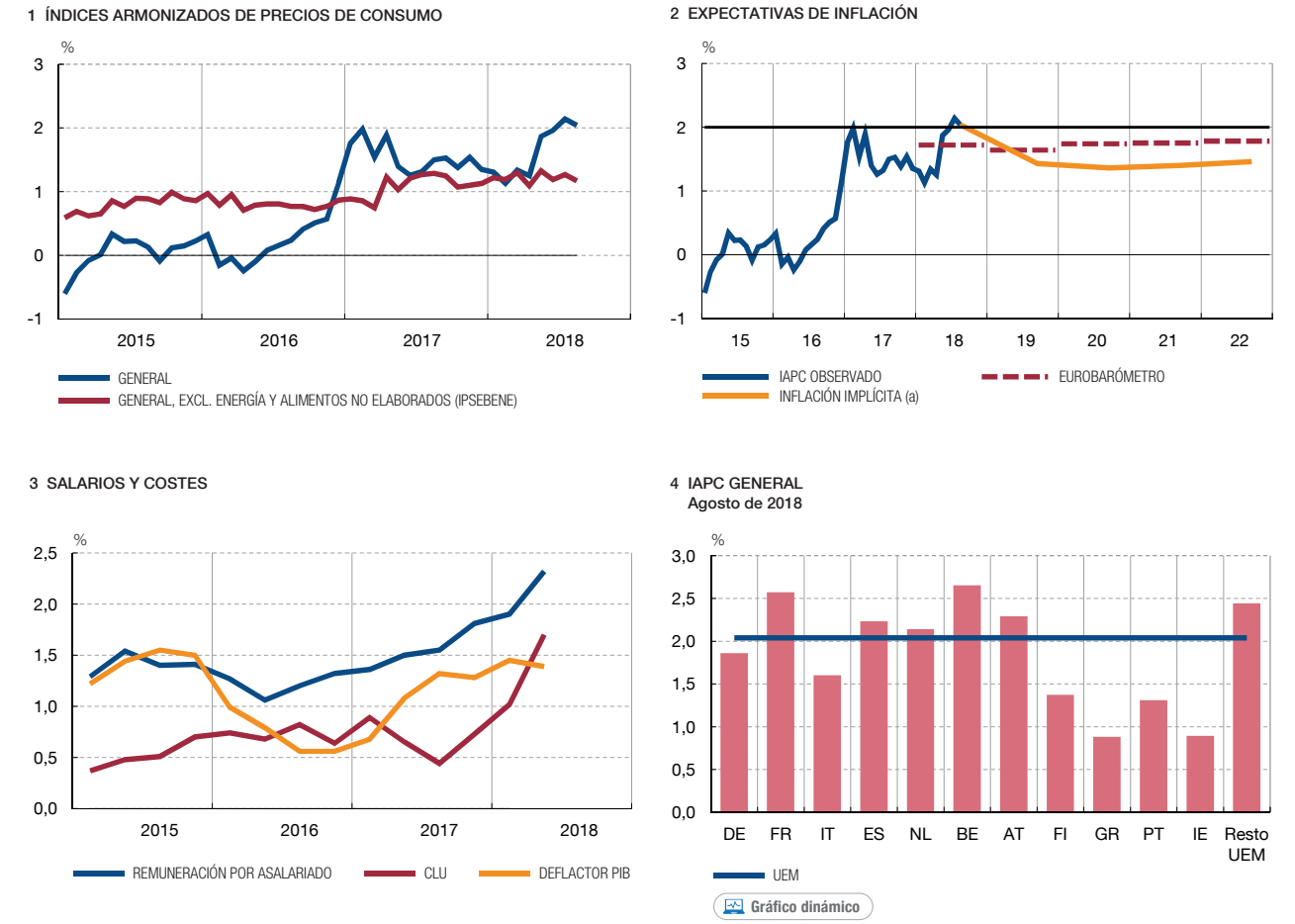
FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

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 para el período representado.
d Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento × 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso × 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
e Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

Descargar

UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 6



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

Descargar

disminuyeron en julio (un 0,2 %) y, por el lado de la oferta, el índice de producción industrial cayó un 0,8 % en julio respecto al mes anterior y la tasa de paro permaneció en el 8,2 % por tercer mes consecutivo. Por el contrario, las matriculaciones crecieron a un ritmo del 19,6 % en agosto.

Además de la moderación del crecimiento a corto plazo, el deterioro de la situación de las economías emergentes, las tensiones geopolíticas y la incertidumbre sobre las políticas proteccionistas configuran un escenario algo más desfavorable de lo que se esperaba hace unos meses. En esta línea, el BCE, en su ejercicio de previsión de septiembre, ha disminuido una décima el crecimiento esperado para 2018 (hasta el 2 %) y para 2019 (hasta el 1,8 %), manteniendo las previsiones para 2020 en el 1,7 % (véase cuadro 3). El paulatino desvanecimiento del impulso procedente de la política monetaria y, en cierta medida también, las limitaciones para la capacidad productiva que plantea el descenso esperado de la población en edad de trabajar justifican este perfil de desaceleración (véase recuadro 4). Con todo, se continúa esperando que el crecimiento del PIB del área se mantenga por encima del potencial en el horizonte temporal de medio plazo.

En el ámbito de los precios, la inflación ha mostrado cierta estabilidad en los últimos meses. Así, el índice general creció el 2 % en tasa interanual en agosto, una décima inferior a la del mes anterior, debido a la desaceleración de todos sus componentes, excepto los precios de los alimentos elaborados, que mantuvieron su ritmo de expansión. Por su parte, la inflación subyacente medida por el IPSEBENE, que excluye la energía y los alimentos no elaborados, se redujo también una décima, hasta el 1,2 %, mientras que otras medidas que excluyen todos los componentes más volátiles se mantienen estables en tasas próximas al 1 %. En cambio, los salarios negociados han repuntado notablemente en comparación con la contención de los años previos. En este contexto, el ejercicio de previsión del BCE mantuvo la inflación esperada para el horizonte 2018-2020 en el 1,7 %, y revisó a la baja, en una décima, su componente subyacente en 2019 y en 2020 —hasta el 1,5 % y el 1,8 %, respectivamente— ante la menor fortaleza de la expansión económica.

En el ámbito fiscal, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas continúe reduciéndose en 2018 como consecuencia de los bajos tipos de interés y del mantenimiento de la expansión de la actividad. La contribución de la política fiscal al crecimiento está resultando ligeramente expansiva, debido a la reducción de impuestos y de cotizaciones sociales que ha tenido lugar en algunas economías. Por países, cabe destacar la situación de Italia, donde el acuerdo de formación de gobierno contenía un conjunto de medidas expansivas (esquema de renta mínima, reducción del impuesto sobre la renta) que podría contravenir los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y que finalmente podrían no llevarse a la práctica. Los planes presupuestarios que los países deben presentar a la CE antes del 15 de octubre contribuirán a despejar las dudas.

Por otro lado, en el ámbito de la gobernanza europea, la Cumbre del Euro de finales de junio aprobó la creación de un respaldo fiscal para el Fondo Único de Resolución, cuyo diseño final se acordará en diciembre. Este respaldo se constituirá a partir de una nueva línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) que sustituirá al instrumento de recapitalización directa, preservando la neutralidad fiscal en sus actuaciones. Se pospuso la negociación de otros elementos esenciales, como el mecanismo de estabilización cíclica o el sistema común de garantía de depósitos, sobre los que el Eurogrupo se comprometió a seguir trabajando. Por otra parte, el ECOFIN de septiembre discutió las propuestas que ha realizado la CE en el marco de la negociación del presupuesto europeo para 2021-2027 de reasignar recursos a apoyar las reformas estructurales y un mecanismo que contribuya a sostener la inversión pública en situaciones de crisis.

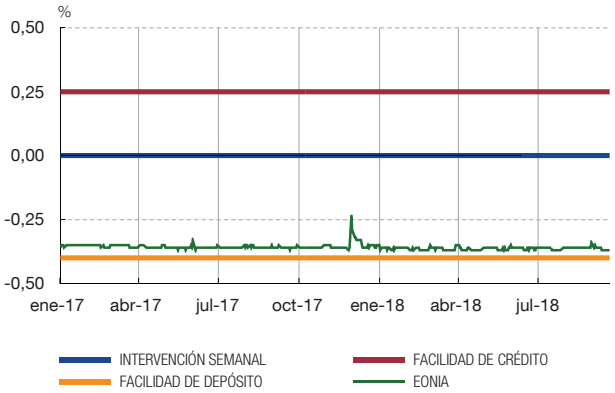
EVOLUCIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

Durante el tercer trimestre se produjo un deterioro de las condiciones financieras en el área del euro, debido a la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de las economías emergentes, en especial frente a la lira turca, y más recientemente frente al dólar. A este deterioro contribuyeron también el retroceso de las cotizaciones bursátiles durante buena parte del trimestre, que fue especialmente intenso en las entidades bancarias que tienen mayor exposición a Turquía y a Argentina, y el incremento de los rendimientos en los mercados de deuda soberana (véase gráfico 7).

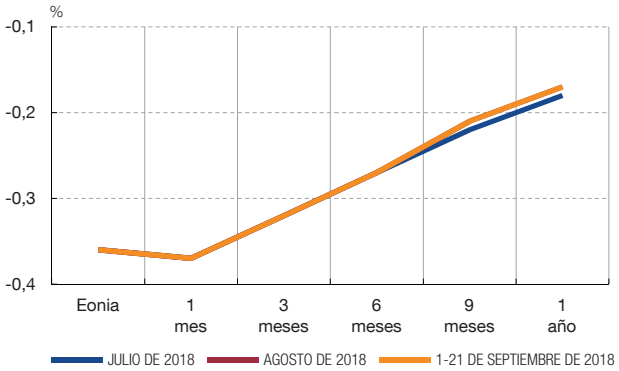
La tendencia al alza de las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda soberana fue generalizada por países, si bien cabe calificarse como moderada en todos los casos, excepto en Italia. En este país, el inicio de la negociación de los presupuestos para 2019, que tuvo lugar a comienzos de agosto, constituyó el detonante de otro episodio de tensiones, con elevadas presiones al alza en los tipos de interés de la deuda y descensos de las cotizaciones bursátiles. A principios de septiembre, el anuncio de un

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y CONDICIONES FINANCIERAS GRÁFICO 7

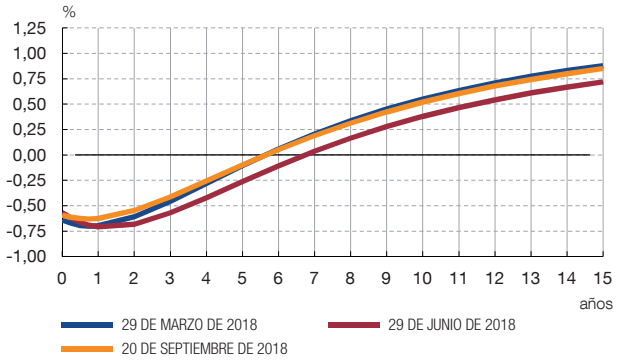
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



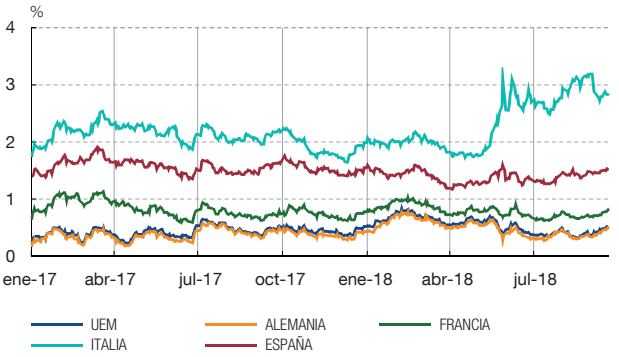
2 MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual



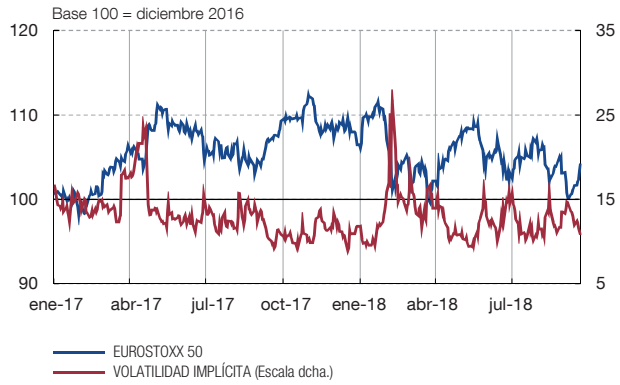
3 CURVA CUPÓN CERO (a)



4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



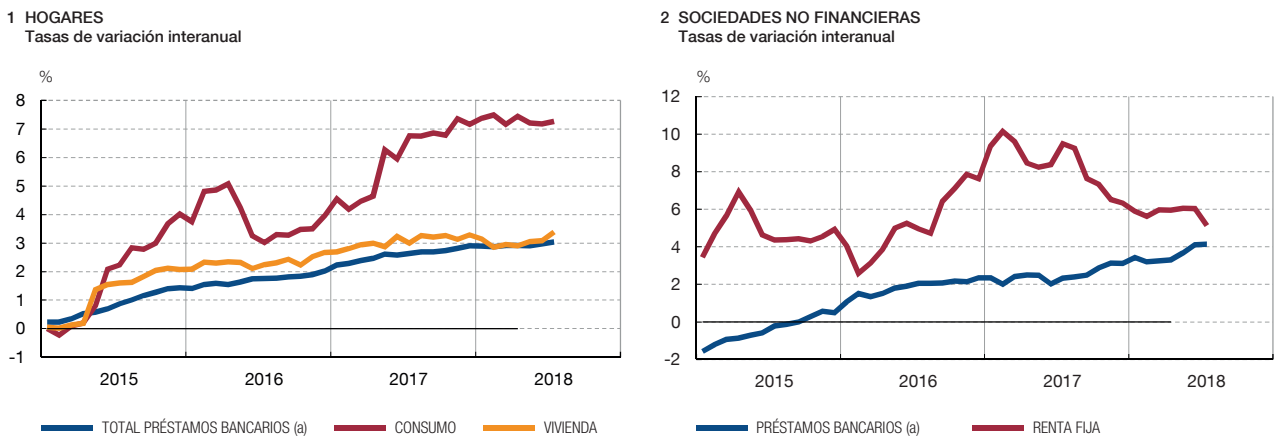
6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

mayor compromiso con los requisitos del marco fiscal europeo por parte del Gobierno italiano permitió una corrección de los rendimientos, aunque prevalece mucha incertidumbre sobre el diseño de la política fiscal en esta economía. En esta ocasión, los signos de contagio a otros soberanos fueron escasos, con la excepción de la deuda griega, más vulnerable a episodios de inestabilidad tras la conclusión del programa de asistencia el pasado agosto.

FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO GRÁFICO 8



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

En Alemania, el bono a diez años alcanzó una rentabilidad del 0,47 % hacia finales de septiembre y el diferencial de rentabilidad respecto a la deuda estadounidense se mantuvo en torno a los 263 pb, un poco por encima del alcanzado a finales de junio (255 pb).

En los mercados bursátiles, el índice EUROSTOXX 50 anotó en el conjunto del trimestre un ascenso del 1 %, mientras que la caída desde el inicio de año alcanza el 2,1 %, que contrasta con el incremento de la bolsa en Estados Unidos. Las cotizaciones del sector bancario registraron una senda descendente desde finales de julio, si bien se ha revertido esta tendencia en el mes de septiembre, de modo que, en el conjunto del trimestre, avanzaron un 0,9 %.

En el mercado de divisas, lo más destacable fue la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro, de un 2,6 % en el tercer trimestre, tras la revalorización de tan solo el 0,3 % registrada en el trimestre previo (véase gráfico 7.6). Por monedas, el euro se apreció frente a la libra y al dólar un 0,9 %. La apreciación del euro frente a los emergentes fue elevada, apreciándose un 38,5 % frente a la lira turca, un 37,4 % frente al peso argentino y al rand sudafricano y un 4,3 % frente al yuan.

Por último, los préstamos a empresas no financieras y a hogares mantuvieron su ritmo de expansión en julio, alcanzando tasas de variación interanual del 4,1 % y del 3 %, respectivamente (véase gráfico 8). La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) en la zona del euro del segundo trimestre de 2018 sugiere que el crecimiento de los préstamos sigue estando respaldado por el incremento de la demanda en todas las categorías de préstamos y cambios ligeros hacia una relajación en las condiciones de oferta. En relación con los agregados monetarios, la tasa de avance interanual de M3 disminuyó cinco décimas en julio, situándose en el 4 %. La tasa interanual del agregado más estrecho —M1— se desaceleró seis décimas, hasta el 6,9 %.

La ralentización del crecimiento observada desde comienzos de año y el deterioro de las condiciones financieras ponen 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 una vez que finalicen las compras netas de activos, según anunció el BCE en su reunión de junio. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE de septiembre reiteró su expectativa de interrupción a finales de año de las compras netas en el marco del programa APP, siempre y cuando se mantengan las perspectivas de inflación a medio plazo. Asimismo, el Consejo no anticipa cambios a corto plazo en los tipos de interés oficiales, que se mantendrían en los niveles actuales[1] hasta al menos el verano de 2019. En concreto, respecto al APP, se reducirá en octubre el ritmo de compras netas de activos, desde los actuales 30 mm de euros mensuales hasta 15 mm de euros, ritmo que se mantendría hasta diciembre de 2018 para luego cesar en enero de 2019. El Consejo prevé, además, continuar reinvirtiendo los vencimientos que se vayan produciendo en su cartera del APP durante un período prolongado, una vez finalizadas las compras netas y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario. Tras más de tres años de vigencia del APP, el valor de la cartera adquirida hasta agosto alcanzó algo más de 2,5 billones de euros (en torno al 23 % del PIB de la UEM) y se espera que las reinversiones entre septiembre de 2018 y agosto de 2019 superen los 183 mm de euros.

1 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.

El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se situó en el 0,6 % en el segundo trimestre de 2018, 0,1 pp inferior a la tasa registrada en el trimestre previo (véase gráfico 9). El avance del producto en el período abril-junio respondió exclusivamente a la expansión de la demanda interna, cuya contribución positiva aumentó 0,2 pp, hasta 0,8 pp. El gasto de los hogares (tanto en consumo privado como en inversión en vivienda) se ralentizó, mientras que el resto de componentes de la demanda interna se aceleró (inversión en equipo y otros productos y en otras construcciones, y consumo público). Por el contrario, la aportación de la demanda externa neta disminuyó y se tornó negativa, hasta –0,2 pp. El retroceso de las exportaciones fue algo mayor que el de las importaciones, tras sendos avances en el primer trimestre. En términos interanuales, la tasa de crecimiento del PIB se moderó en 0,3 pp, hasta el 2,7 %, y la del empleo en 0,1 pp, hasta el 2,5 %.

La información coyuntural disponible señala un mantenimiento del ritmo de aumento del PIB en el tercer trimestre —en el 0,6 %—, como en el trimestre precedente. La expansión del producto continuaría descansando en la demanda nacional, mientras que la contribución de la demanda externa, para la que se dispone aún de escasa información, sería ligeramente negativa. Por su parte, el empleo se desaceleraría en cierta medida.

Desde mayo, los precios de consumo se han acelerado ligeramente, como consecuencia del mayor dinamismo del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente se ha moderado desde entonces, como resultado de la desaceleración de los precios de los servicios. Con todo ello, la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en agosto en el 2,2 %, 0,1 pp más que en mayo, mientras que la inflación subyacente —aquella que excluye la energía y los alimentos— disminuyó hasta el 0,9 %, frente al 1,2 % en mayo.

En la parte transcurrida del tercer trimestre de 2018, el índice de referencia de los mercados bursátiles españoles, el IBEX-35, ha retrocedido un 0,3 %, a diferencia del incremento del 1 % registrado durante el mismo período por el EUROSTOXX 50 de la UEM (véase gráfico 10.1). Los precios de las acciones cotizadas de las empresas españolas más expuestas a Argentina y a Turquía han tenido una evolución comparativamente más desfavorable, especialmente los bancos y, en menor medida, las sociedades no financieras. Las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos por las compañías también han repuntado, pero de forma moderada y puntual, de modo que en la fecha de cierre de este Informe se situaban por debajo de los niveles de finales de junio. Por su parte, las tensiones en los mercados de deuda soberana en Italia apenas han afectado a la deuda española. Así, la rentabilidad del bono español a diez años ha aumentado en cerca de 20 pb desde el cierre del segundo trimestre, situándose en el 1,5 %, mientras que la de su equivalente alemán lo ha hecho en unos 15 pb, por lo que el diferencial entre ambas se ha ampliado ligeramente hasta los 106 pb. En el mercado interbancario, el euríbor a doce meses apenas ha variado, situándose en el –0,17 %.

En los últimos meses, las condiciones de financiación de los hogares y de las empresas no financieras han seguido siendo muy favorables, manteniéndose los costes medios del crédito bancario al sector privado no financiero en niveles reducidos, próximos a sus mínimos históricos. Este contexto ha seguido apoyando el crecimiento del volumen de nuevas operaciones, que ha sido más intenso en el segmento de financiación a las familias y, dentro de este, en el crédito destinado al consumo. En términos de saldos, esta evolución

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA. APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB (a) GRÁFICO 9

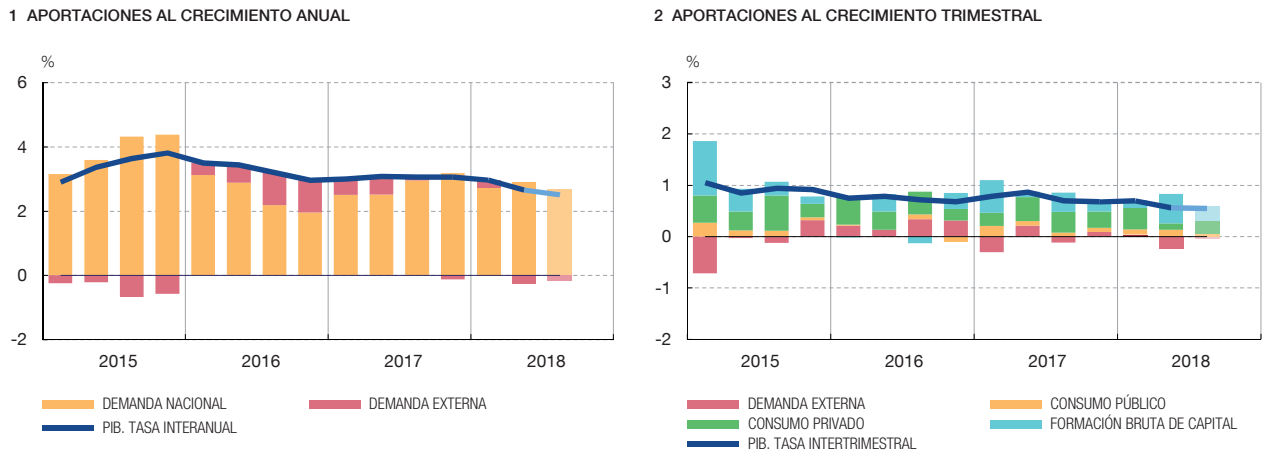


Gráfico dinámico

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

Descargar

de los flujos crediticios se ha traducido en una leve moderación de la tasa de retroceso del crédito a las sociedades no financieras, mientras que el ritmo de crecimiento de los préstamos concedidos a los hogares presenta desde junio, por primera vez desde 2010, valores positivos, lo que habría sido resultado fundamentalmente de un menor dinamismo de las amortizaciones en el segmento de préstamos para la compra de vivienda. Por último, la situación patrimonial de los hogares y de las sociedades no financieras habría continuado mejorando en el segundo trimestre, prolongando así la tendencia de los últimos años.

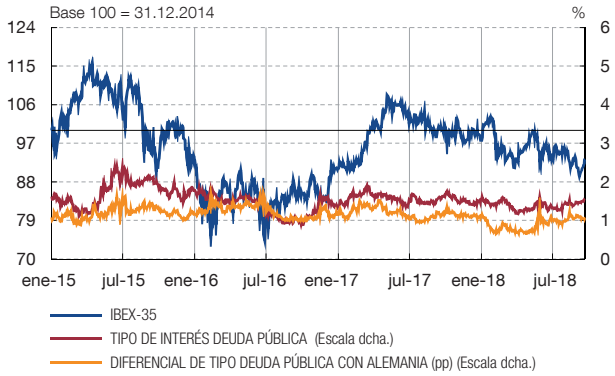
3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

De acuerdo con la información coyuntural disponible, se estima que la tasa de variación intertrimestral del gasto en consumo de las familias habría podido situarse en el tercer trimestre en el 0,4 %, lo que supondría un ritmo de avance algo superior al del trimestre precedente, pero notablemente menor que en los trimestres anteriores (véase gráfico 11). Los indicadores cuantitativos publicados desde el anterior Informe arrojan señales mixtas. Por un lado, el índice de comercio al por menor ha mostrado cierta aceleración, al igual que el índice de producción industrial de bienes de consumo (IPI). No obstante, los afiliados a la Seguridad Social han experimentado una evolución menos positiva que en trimestres anteriores. Por su parte, 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 menor fortaleza que en el segundo trimestre.

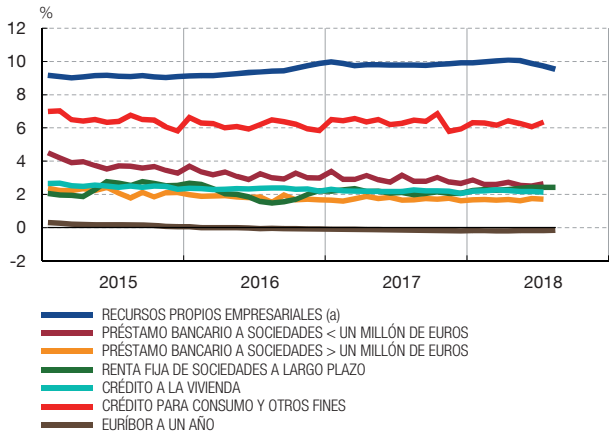
Por lo que se refiere a la inversión en vivienda, la información coyuntural más reciente indica que la tasa de crecimiento del tercer trimestre habría sido mayor que en el período abril-junio. En particular, los indicadores contemporáneos de transacciones muestran una pujanza notable. Por su parte, los precios de la vivienda libre, según la información publicada por el INE, se aceleraron en el segundo trimestre, hasta una tasa de crecimiento interanual del 6,8 %, 0,6 pp por encima del trimestre previo. Este mayor aumento de los precios de la vivienda tuvo lugar en el segmento de la vivienda usada, mientras que los precios de la vivienda nueva mantuvieron su ritmo de avance sin cambios.

Los costes de financiación de los hogares han seguido mostrando un perfil relativamente plano en los últimos meses, permaneciendo en niveles reducidos. De este modo, entre

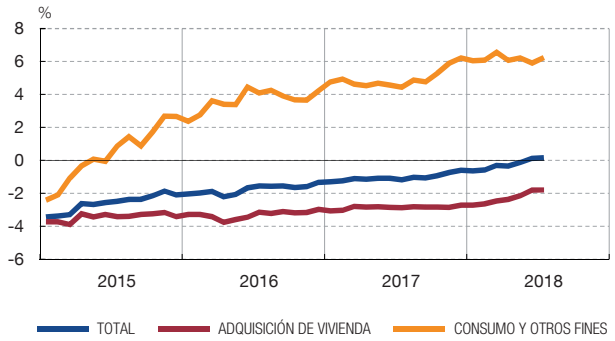
1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



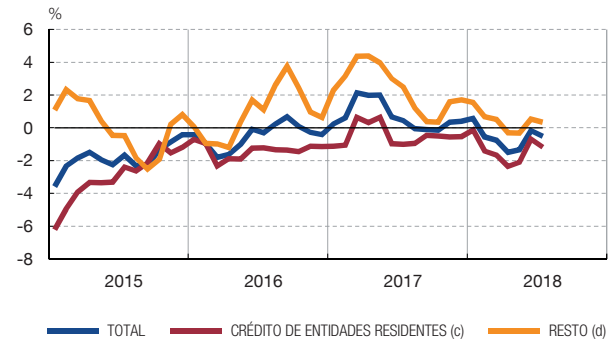
2 COSTE DE FINANCIACIÓN



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).

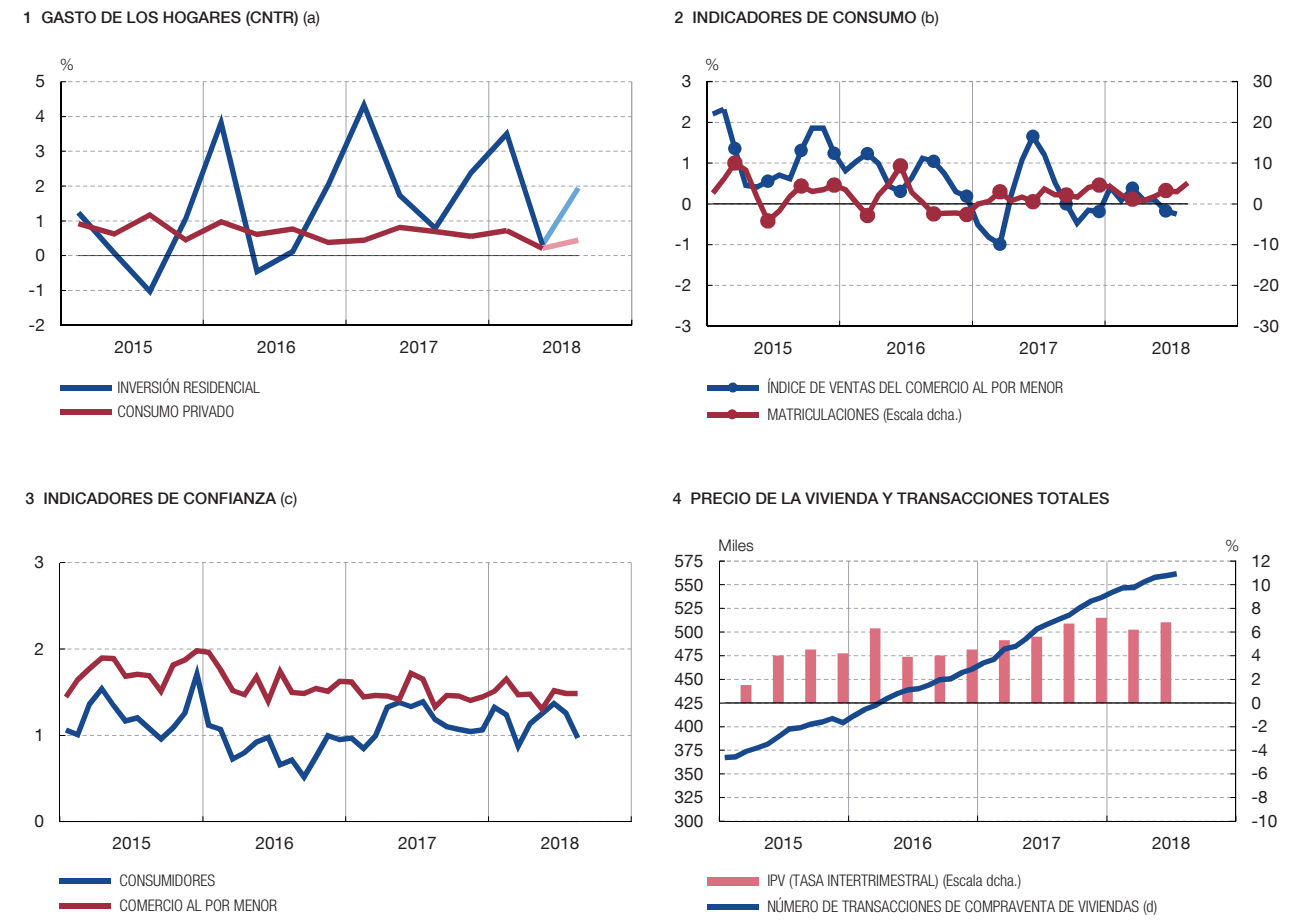
Descargar

marzo y julio (último dato disponible), el tipo de interés medio aplicado a las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda ha descendido en 0,1 pp, hasta situarse en el 2,1 % (nivel muy cercano al mínimo histórico registrado en diciembre de 2017), mientras que el de los fondos destinados a consumo y otros fines se ha mantenido en el entorno del 6,3 % (véase gráfico 10.2).

Los resultados de la última edición de la EPB, correspondiente a julio, señalan que la evolución favorable de la oferta de crédito a los hogares ha continuado en el segundo trimestre del año, ya que las entidades habrían vuelto a relajar los criterios de concesión de los préstamos, en ambos segmentos (adquisición de vivienda, y consumo y otros fines). Igualmente, las condiciones generales aplicadas a los préstamos concedidos a las familias se suavizaron de nuevo, en particular, los márgenes ordinarios, siendo esa relajación más intensa en el segmento de consumo y otros fines. Por su parte, de acuerdo con esta encuesta, la demanda de fondos destinada a consumo y otros fines aumentó con fuerza, marcando un incremento que no se registraba desde el segundo trimestre de 2015, mientras que en el segmento de compra de vivienda el aumento de la demanda fue más

GASTO DE LOS HOGARES

GRÁFICO 11



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

moderado. La EPB también señala que esta evolución de los criterios, unida a una mayor solvencia de los demandantes de fondos, se tradujo en un nuevo descenso del porcentaje de solicitudes de préstamos denegados a las familias en el segundo trimestre del año. Las entidades anticipaban, para el tercer trimestre del año, incrementos en las peticiones de financiación de los hogares, al tiempo que la oferta seguiría relajándose.

Esta combinación favorable de factores de oferta y de demanda se tradujo en un mayor dinamismo de los volúmenes de las nuevas operaciones de crédito a los hogares, siendo ese ritmo de expansión más elevado en el segmento de consumo y otros fines, el cual se está viendo impulsado, en particular, por el avance de las nuevas operaciones destinadas al consumo de bienes duraderos, cuyo ritmo de crecimiento está siendo superior al del gasto en consumo de estos bienes (véase recuadro 7). En términos de saldos, la tasa de crecimiento interanual de la deuda bancaria del sector se ha situado, desde junio, en terreno positivo (0,2 % en julio, frente al retroceso del 0,3 % registrado en marzo) por primera vez desde 2010 (véase gráfico 10.3). El desglose por finalidades muestra que esta evolución fue resultado exclusivamente de la moderación de la tasa de retroceso del crédito para la compra de vivienda, en 0,7 pp desde marzo, hasta situarse en el 1,8 % en julio, lo

INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES E ISFLSH (a) GRÁFICO 12

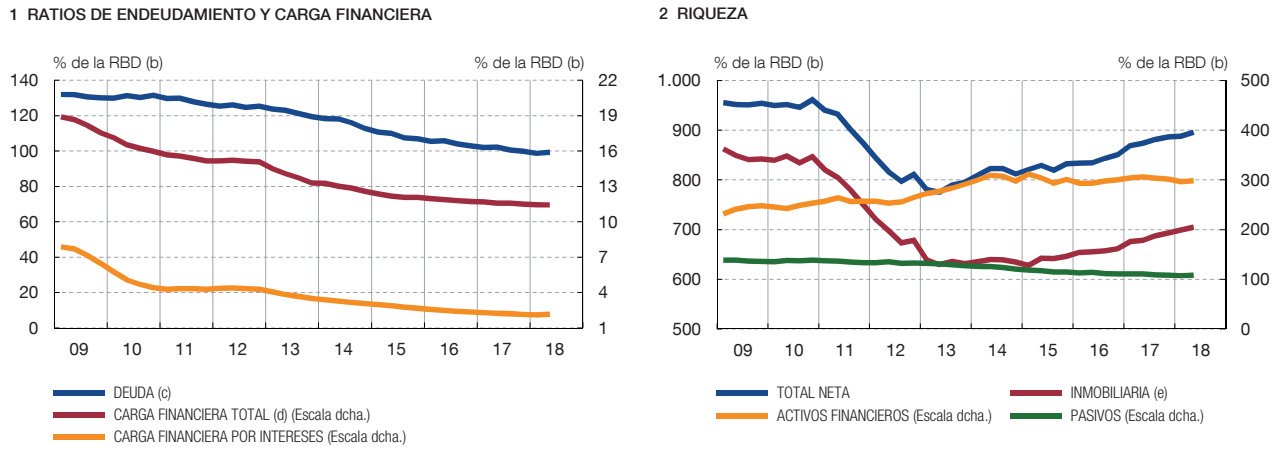


Gráfico dinámico

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 titulizado 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

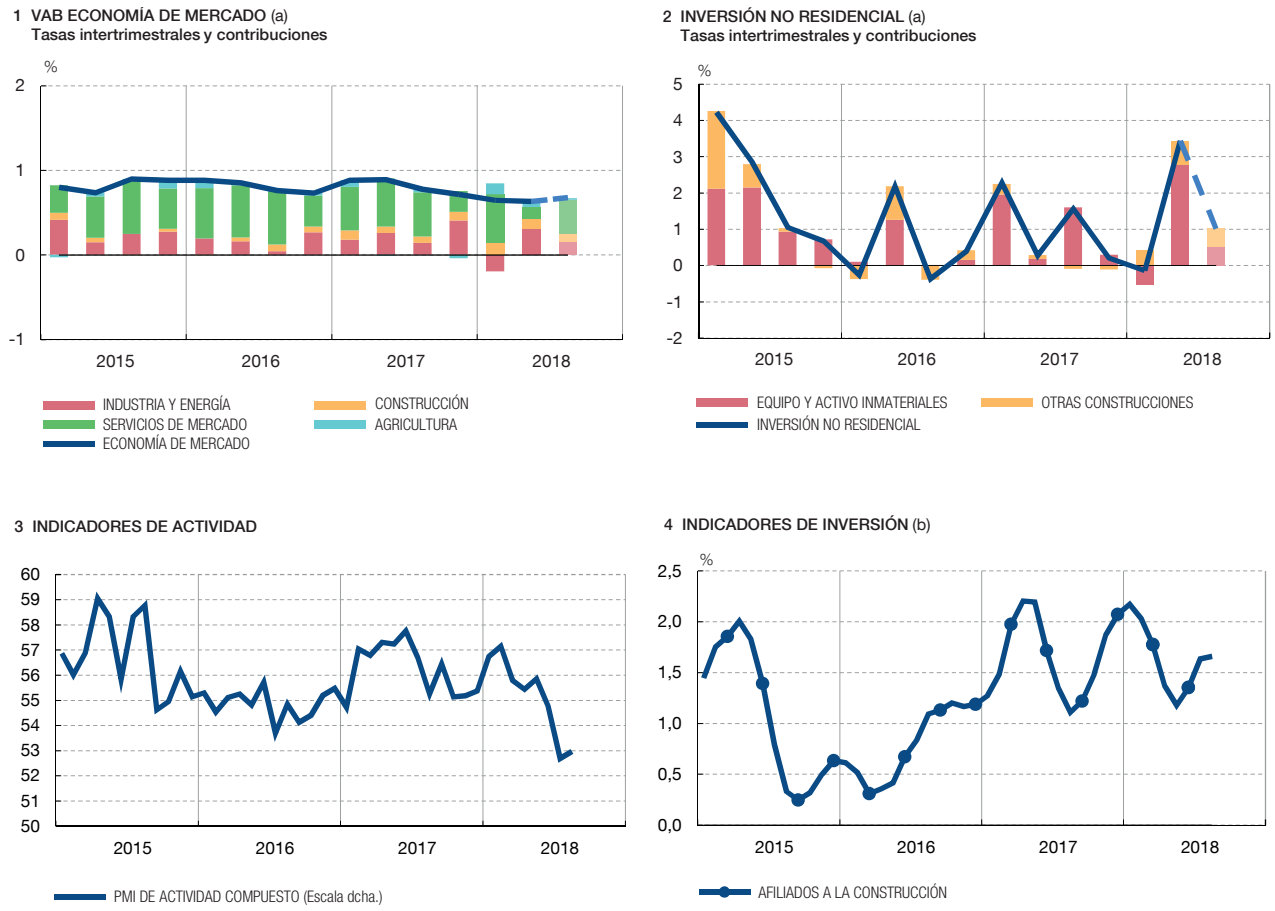
que compensó el menor dinamismo del saldo vivo de los préstamos destinados al consumo y otros fines (6,2 % en julio, frente al 6,6 % registrado cuatro meses antes). El repunte en el ritmo de crecimiento del crédito a la vivienda obedecería a que el volumen de amortizaciones habría dejado de aumentar, rompiéndose la tendencia creciente de los dos últimos años.

Según los últimos datos disponibles, la ratio de endeudamiento de los hogares habría repuntado ligeramente en el segundo trimestre del año, debido al patrón estacional que suele presentar el saldo de la deuda en este trimestre, cuyo incremento no fue compensado por la expansión de las rentas. Por su parte, la ratio de carga financiera asociada apenas habría variado en ese mismo período (véase gráfico 12.1). La riqueza neta de los hogares se habría incrementado de nuevo entre marzo y junio, como resultado de la revalorización del componente inmobiliario y, en menor medida, del financiero (los activos aumentaron más que los pasivos —véase gráfico 12.2—).

3.2 La actividad y la inversión de las empresas

La actividad empresarial, aproximada por el valor añadido real de la economía de mercado, habría mostrado en el tercer trimestre un ritmo de expansión inferior al observado en el período abril-junio, destacando la desaceleración de la rama de la industria y la energía.

En cuanto a la inversión empresarial, el incremento en el componente de bienes de equipo en el tercer trimestre se situaría en el entorno del 0,7 % intertrimestral, por debajo del fuerte incremento del segundo trimestre (5,5 %). Si bien la información disponible todavía es muy escasa, los indicadores cuantitativos, como el IPI de bienes de equipo, apuntan en este sentido. Por su parte, la inversión en intangibles se habría moderado respecto al segundo trimestre. El buen tono de la inversión empresarial prevista en el corto y medio plazo estaría en línea con la prolongación de la fase expansiva, en un contexto en el que la utilización de la capacidad productiva se sitúa en niveles históricamente elevados.



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

La tónica de estabilidad en el coste de los nuevos créditos bancarios concedidos a las sociedades no financieras ha continuado en los últimos meses. Así, en julio (último dato disponible), el tipo de interés medio aplicado a los préstamos por un importe inferior al millón de euros se situó en el 2,6 % (mismo nivel que cuatro meses antes), mientras que el de los de un volumen superior a esa cifra se encontraba en el 1,7 % (apenas 0,1 pp más que en marzo). Por su parte, entre marzo y agosto, el coste estimado de los recursos propios habría descendido en 50 pb, hasta el 9,5 %, mientras que el de las emisiones de renta fija a largo plazo aumentó en 10 pb, hasta el 2,4 %, al tiempo que el de las emisiones con corto vencimiento se ha mantenido inalterado (véase gráfico 10.2).

De acuerdo con las contestaciones recibidas a la edición de julio de la EPB, las entidades habrían relajado los criterios de aprobación de préstamos a sociedades no financieras en el segundo trimestre del año, al igual que lo habrían hecho las condiciones generales. De acuerdo con esta encuesta, los márgenes ordinarios aplicados a los créditos bancarios se redujeron, mientras que en los de mayor riesgo se elevaron. Por el lado de la demanda, las entidades percibieron que permaneció estable. De cara al tercer trimestre del año, las entidades anticipaban que la demanda de fondos por parte de este sector crecería con fuerza, mientras que los criterios de aprobación volverían a relajarse.

En este contexto de unas condiciones holgadas de financiación, la actividad en el mercado de crédito a las empresas ha continuado expandiéndose durante los últimos meses, haciéndolo a un ritmo más elevado que en trimestres precedentes en el segmento de las nuevas operaciones por importe superior al millón de euros y a uno menor en el de las de cuantía inferior a esa cifra, segmento que recoge fundamentalmente la actividad con las pymes. Esta evolución favoreció que, en términos de saldos, se moderara la tasa de retroceso interanual de los préstamos concedidos por las entidades residentes a las sociedades no financieras, hasta el 1,2 % en julio, 0,5 pp menos que cuatro meses antes (véase gráfico 10.4). Por su parte, la financiación captada mediante la emisión de valores de renta fija, incluyendo las realizadas por las filiales residentes, continuó creciendo, en términos interanuales, situándose la tasa de avance en el 5,5 % en julio, frente al 2,6 % en marzo, ascenso que recoge en cierta medida efectos base. Por lo que se refiere a la financiación empresarial con préstamos del exterior, en los últimos meses se ha intensificado algo la tasa de retroceso. Como consecuencia de esta evolución, entre marzo y julio se moderó ligeramente el ritmo de contracción de la deuda total del sector, situándose en este último mes en el 0,5 % interanual.

Por su parte, la posición patrimonial de las sociedades no financieras habría seguido fortaleciéndose en el segundo trimestre, continuando así con la tendencia de los últimos años. De este modo, la ratio de endeudamiento en relación con el PIB, que ya se sitúa por debajo de la correspondiente a la UEM, lo que no ocurría desde 2002, habría caído, como consecuencia del crecimiento del producto, que habría compensado en su totalidad el leve incremento de la deuda (véase gráfico 14). La ratio de carga financiera habría tenido una dinámica similar a la del endeudamiento, aunque su descenso se vio favorecido adicionalmente por una ligera disminución del coste medio de la deuda. De acuerdo con la muestra de empresas no financieras que colaboran con la Central de Balances Trimestral (CBT), que está formada principalmente por compañías de gran dimensión, los beneficios ordinarios crecieron a un ritmo interanual del 11 % en el segundo trimestre, frente al 7,1 % registrado en el mismo período del año anterior, gracias al avance de la actividad productiva y a la dinámica favorable de los ingresos y gastos financieros[2]. Esta evolución propició que la rentabilidad ordinaria del activo se elevara hasta el 4,2 % en el segundo trimestre, 0,2 pp más que un año antes.

3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

La información disponible del tercer trimestre, todavía escasa, apunta a que la demanda exterior neta podría volver a realizar una contribución negativa al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre, de en torno a 0,1 pp. Esta evolución tendría lugar en un contexto esperado de cierto repunte de los intercambios comerciales de bienes y servicios con el exterior, tanto de las exportaciones como de las importaciones, frente a los retrocesos del 1 % y del 0,3 %, respectivamente, en el segundo trimestre[3]. En términos interanuales, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB sería negativa y similar a la del trimestre anterior (–0,2 pp), en un escenario de desaceleración del comercio mundial, aumento de las tensiones proteccionistas e intensas depreciaciones cambiarias en algunas economías emergentes (véase gráfico 15).

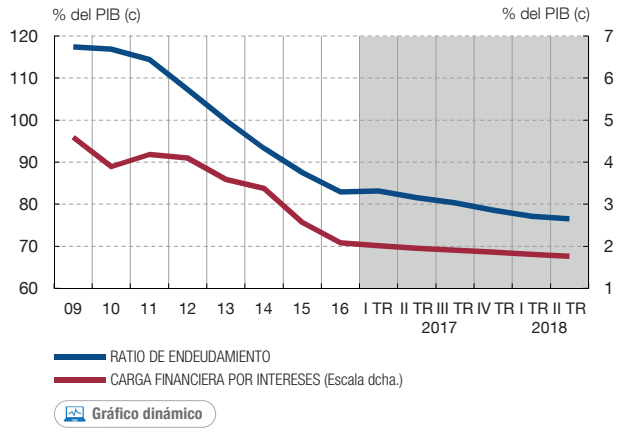
2 Véase el artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2018», *Boletín Económico,* 3/2018, Banco de España.

3 La ralentización de la demanda externa y la pérdida de competitividad, que parece actuar con un cierto desfase, explican de forma conjunta la mayor parte de la desaceleración de las exportaciones españolas de bienes a lo largo del período transcurrido de 2018. Por otro lado, la pérdida de dinamismo del turismo obedecería en gran parte a la progresiva normalización de la situación geopolítica en algunos de nuestros principales destinos competidores, como Turquía y los países del norte de África (véase recuadro 6).

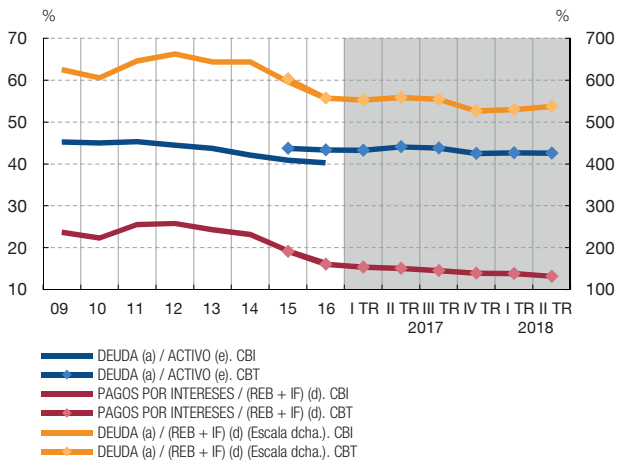
INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 14

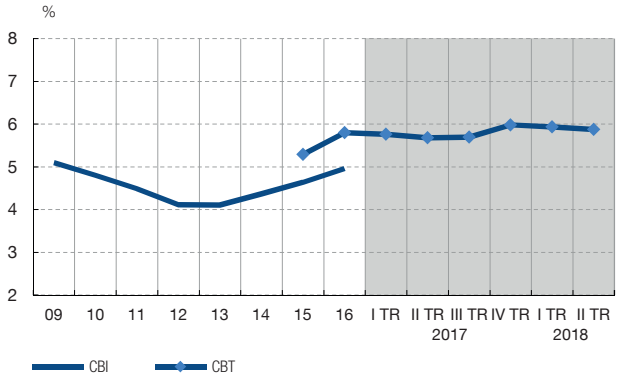
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



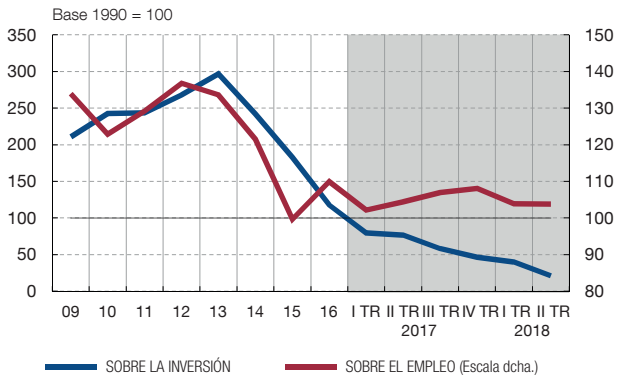
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



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



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



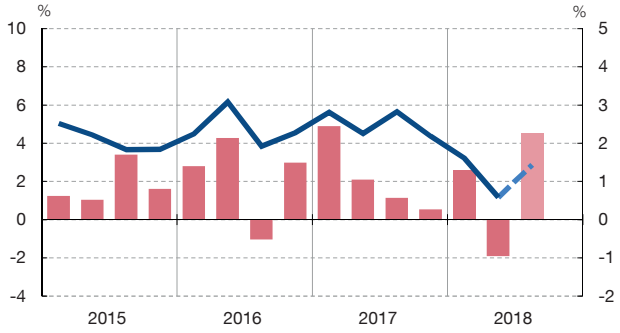
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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.

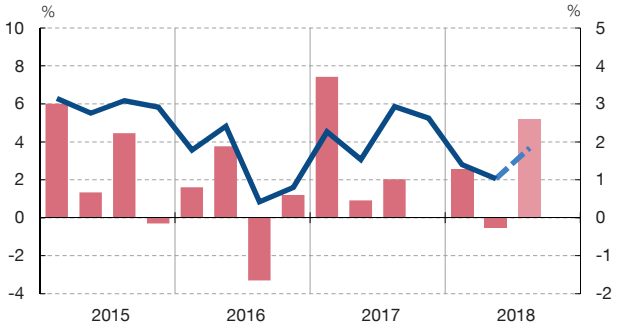
Descargar

Los únicos datos de Aduanas disponibles para el tercer trimestre son los de julio. De acuerdo con ellos, los flujos reales de exportaciones e importaciones de bienes se incrementaron notablemente, hasta registrar tasas de crecimiento interanuales del 6,3 % y del 4,9 %, respectivamente. Esta evolución no implica necesariamente que se haya interrumpido la fase de mayor atonía observada en el primer semestre. Por el contrario, la aceleración podría estar asociada fundamentalmente a factores de calendario, por lo que no parece probable que se mantenga para el conjunto del tercer trimestre. En el desglose por productos de las exportaciones, aumentaron significativamente las ventas al exterior de bienes intermedios (en particular, los energéticos) y de equipo. Por desglose geográfico, el repunte fue mayor en las exportaciones destinadas a los mercados comunitarios. Las dirigidas a las economías extracomunitarias avanzaron de modo mucho más moderado, probablemente acusando, como a lo largo del primer semestre, los efectos de las pérdidas de competitividad vía tipo de cambio acumuladas frente a estos mercados. En la vertiente de las compras exteriores de bienes en términos reales, cobraron un mayor

1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)

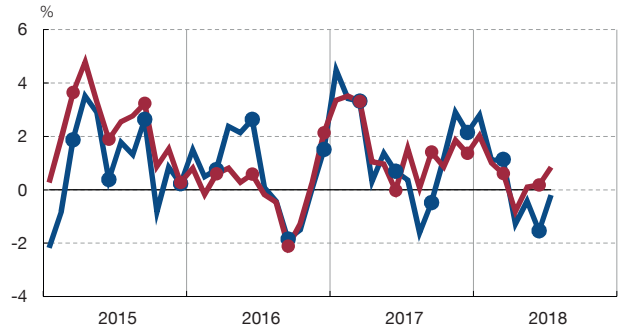


2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



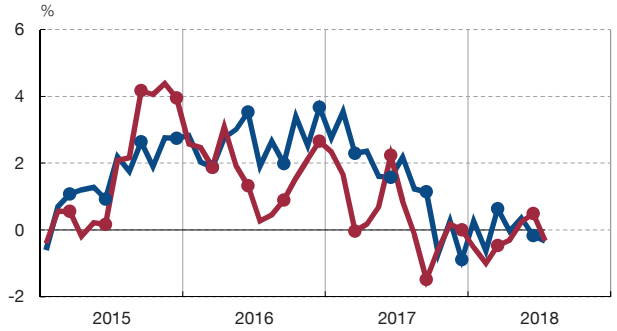
TASA INTERTRIMESTRAL (Escala dcha.) TASA INTERANUAL

3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



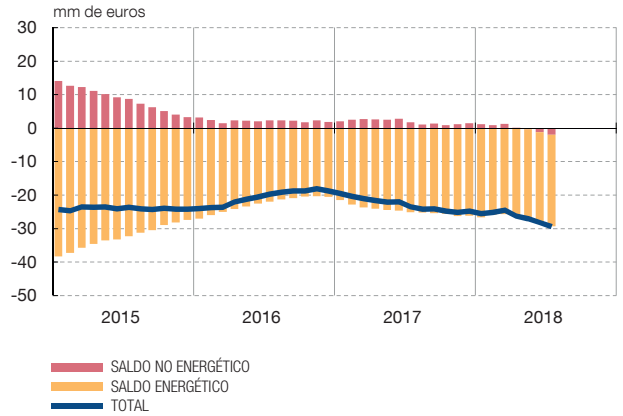
EXPORTACIONES DE BIENES IMPORTACIONES DE BIENES

4 INDICADORES DE TURISMO (c)

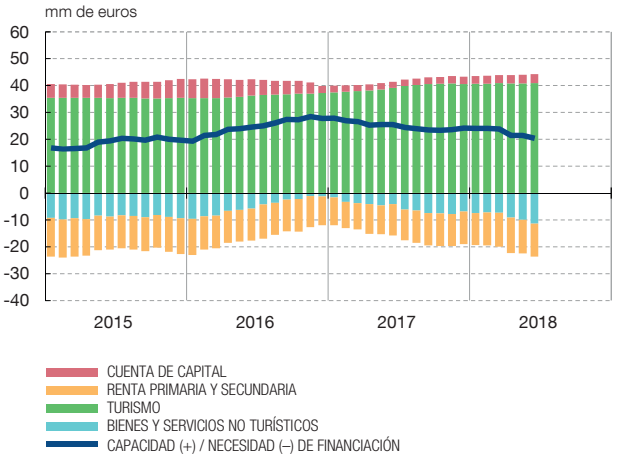


TURISTAS PERNOCTACIONES HOTELERAS DE EXTRANJEROS

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, 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

impulso las importaciones de bienes de consumo no alimenticio y de productos intermedios no energéticos.

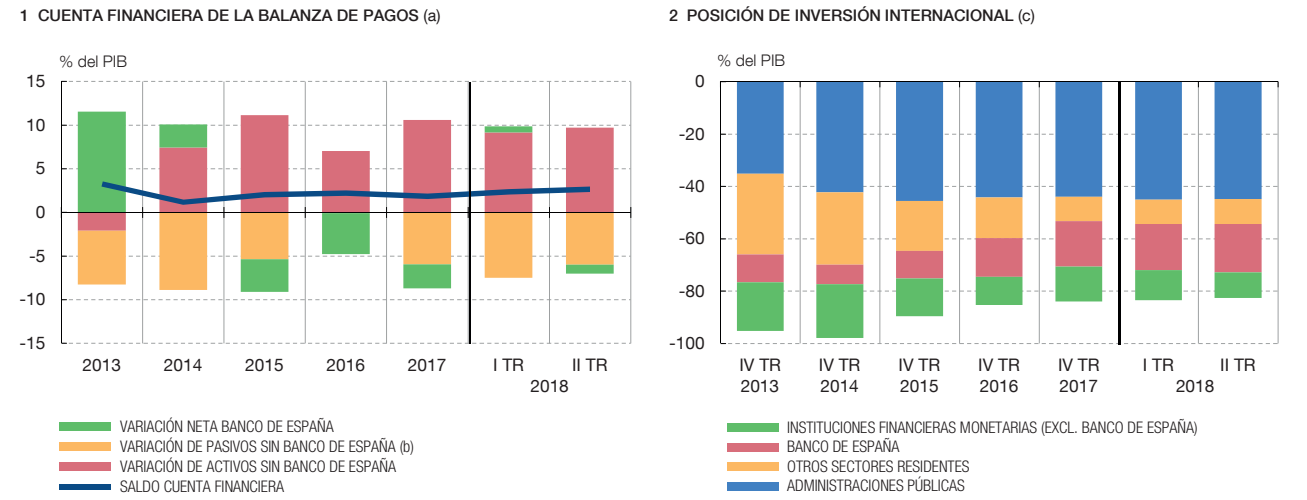
Las llegadas de turistas extranjeros descendieron un 4,9 % en julio respecto a hace un año, cuando alcanzaron sus niveles máximos históricos, acentuando la tónica de desaceleración que mantienen desde finales de 2017, en línea con la progresiva normalización y recuperación de nuestros principales destinos competidores del arco mediterráneo, en un contexto, además, de notable apreciación del euro frente a algunas de las divisas de estos países (especialmente, frente a la lira turca). Asimismo, otros factores puntuales, como la inusual ola de calor en el continente europeo, la celebración del mundial de fútbol en Rusia o las huelgas en el transporte aéreo, podrían haber tenido una cierta influencia negativa en los registros turísticos de julio. En este mes descendieron sensiblemente las entradas de turistas procedentes de nuestros principales mercados emisores, como Reino Unido, Alemania y Francia, si bien prosiguió el dinamismo de los mercados de larga distancia, en especial de los viajeros provenientes de Estados Unidos. A pesar del repunte que experimentaron el gasto medio diario de los turistas (9,5 % interanual) y, en menor medida, el gasto medio por turista (4,2 % interanual), el gasto turístico total descendió ligeramente en julio —un 0,9 % interanual—, si bien en el conjunto de los siete primeros meses del año experimentó un avance del 3 % interanual.

La capacidad de financiación de la economía española se moderó en el período más reciente. En concreto, el saldo positivo de la balanza de pagos hasta junio, con datos acumulados de doce meses, descendió hasta situarse en el 1,7 % del PIB (desde el 2,1 % en el conjunto de 2017), como resultado del deterioro del saldo de bienes y servicios no turísticos —acusando, en parte, la escalada de los precios del petróleo— y, en menor medida, del incremento del déficit de las rentas primarias y secundarias, que se vieron parcialmente contrarrestados por la mejora del superávit turístico y el aumento del saldo positivo de la cuenta de capital.

Respecto a los flujos financieros con el exterior, los últimos datos disponibles muestran que la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, excluyendo al Banco de España, presentó un saldo acreedor, que alcanzó los 20,5 mm de euros en el segundo trimestre de año. Esta evolución fue consecuencia de un incremento de las tenencias de activos del resto del mundo por parte de los agentes residentes (31,4 mm), superior al aumento neto de los pasivos emitidos por estos frente al resto del mundo (9,9 mm), y del flujo neto ligeramente negativo (de unos 900 millones) de las operaciones vinculadas con derivados financieros. Por el lado de los activos, el flujo neto positivo fue resultado de las inversiones en la rúbrica de otra inversión (17,1 mm), seguida de la inversión directa (8,5 mm), que se concretó en acciones, y de la inversión en cartera (5,8 mm), que se materializó principalmente en títulos de deuda. Por el lado de los pasivos, las inversiones netas de los extranjeros en España se concentraron en la inversión directa (21,2 mm), en particular en acciones de sociedades no financieras, ya que, a diferencia de los últimos trimestres, desinvirtieron en la rúbrica de inversión en cartera (1,9 mm) y, sobre todo, en la de otra inversión (9,3 mm).

Por sectores institucionales, los flujos netos frente al resto del mundo fueron positivos para los otros sectores residentes (13 mm) y para las otras instituciones financieras monetarias (12,5 mm), en línea con la capacidad de financiación que presentan, mientras que las Administraciones Públicas captaron fondos del exterior en términos netos (5 mm). El saldo neto de la cuenta financiera, excluido el Banco de España, superó la capacidad de financiación de la economía española (que fue de 3 mm), lo que, unido a unos errores y

BALANZA DE PAGOS Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL GRÁFICO 16



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.

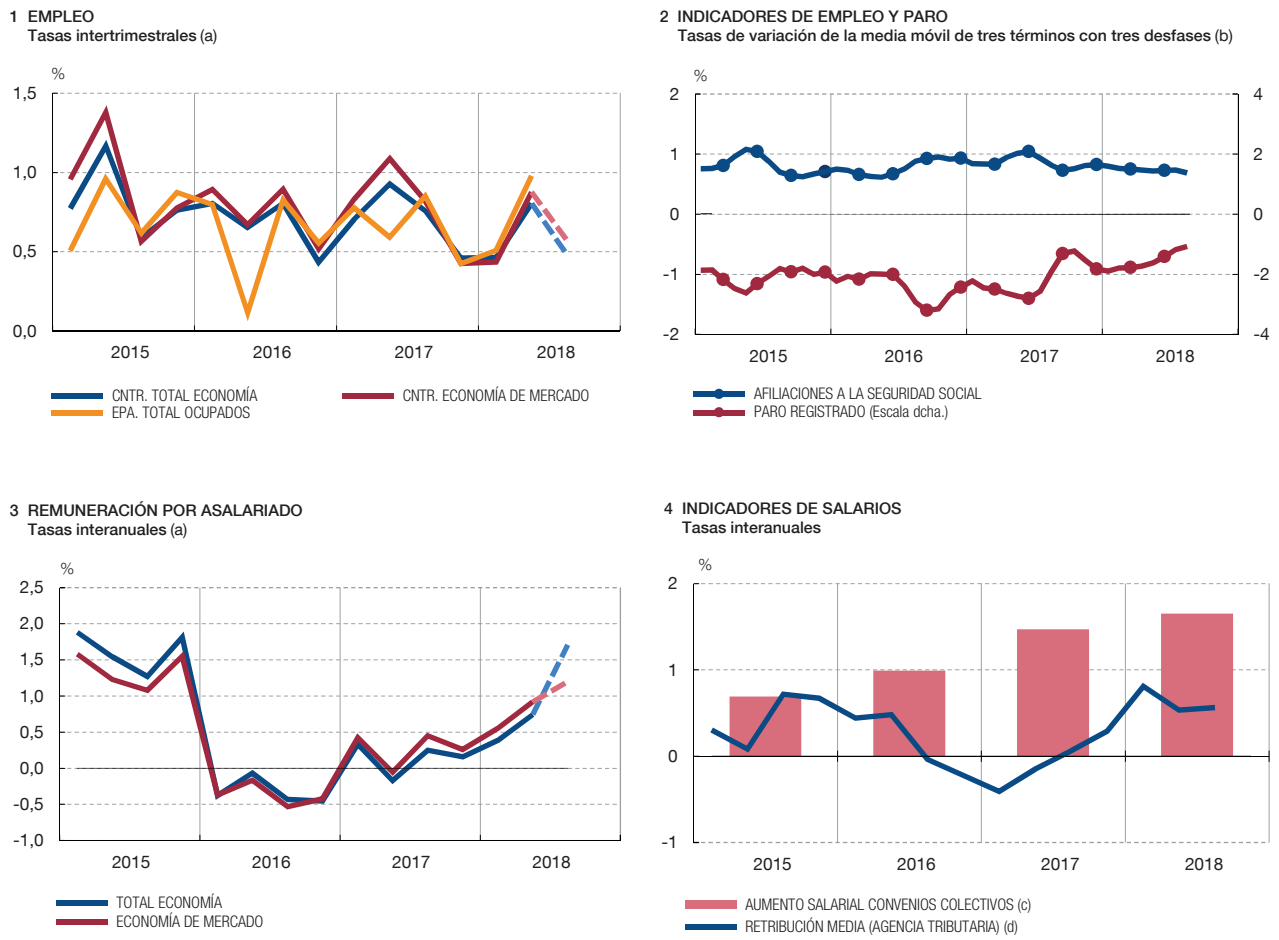
Descargar

omisiones por valor de 3 mm, se tradujo en un fuerte incremento de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo, por un importe de 14,5 mm. Este aumento se reflejó también en términos acumulados de doce meses, ya que el Banco de España pasó de presentar un saldo neto acreedor de las transacciones financieras (activos menos pasivos) en el primer trimestre del año, por valor de 8,2 mm, a uno deudor en junio, que alcanzó los 12,2 mm, volviendo así a la dinámica que había presentado desde el inicio del programa de compras de activos del Eurosistema (véase gráfico 16.1).

En cuanto a la posición de inversión internacional (PII), la última información disponible muestra que el endeudamiento neto de la economía española frente al resto del mundo disminuyó en 3,5 mm de euros en el segundo trimestre de 2018, situándose en el 82,6 % del PIB, lo que supone casi 1 pp menos que tres meses antes (véase gráfico 16.2). Esta reducción del saldo deudor obedeció al importe positivo de las transacciones financieras netas (6 mm), que compensó en su totalidad el negativo de los otros flujos (–2,4 mm). La evolución de estos últimos estuvo determinada por una disminución del valor de los activos superior a la de los pasivos. En el caso de los activos, el retroceso de su valor resultó de variaciones en los precios, especialmente en los de los instrumentos de renta variable, que no se vieron compensados por los efectos de la depreciación del euro. Las pérdidas netas de valor de los pasivos también se debieron fundamentalmente a variaciones en los precios, que se materializaron principalmente en los títulos de deuda. Por su parte, la deuda externa bruta de España disminuyó tímidamente, en 0,1 pp en relación con el PIB, hasta situarse en el 168,2 %, lo que supone 6,4 pp menos que el nivel máximo alcanzado en el primer trimestre de 2015.

3.4 El mercado de trabajo

Durante el segundo trimestre del año, el empleo se aceleró, hasta registrar un crecimiento intertrimestral del 0,8 %, 0,3 pp superior al del primer trimestre, en línea con la evolución observada en la Encuesta de Población Activa (EPA). No obstante, los indicadores más recientes del mercado laboral apuntan a una cierta moderación del dinamismo del empleo en el tercer trimestre. Así, la afiliación a la Seguridad Social mostró en julio y agosto aumentos intermensuales inferiores a los registrados en el segundo trimestre. Por ramas, se observó una aceleración en la cons-



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 agosto de 2018. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
d Serie ajustada de estacionalidad. Último trimestre, con información solo de julio de 2018.

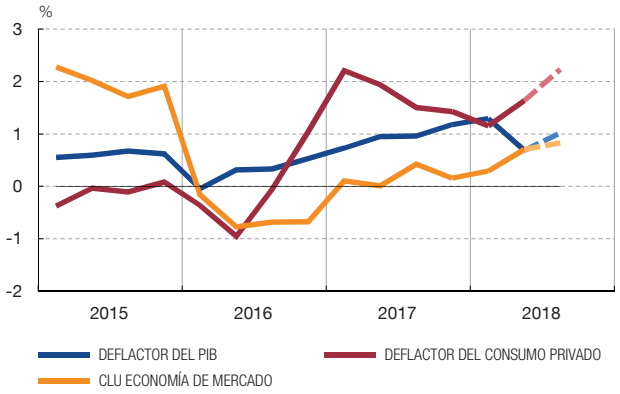
Descargar

trucción, sector que mantiene los crecimientos más elevados junto con los servicios de no mercado, cuyo ritmo de aumento permaneció estable. Por el contrario, la afiliación en la agricultura, la industria y las ramas de servicios de mercado se desaceleró. Esta información apunta a que el empleo en el tercer trimestre, en términos de la CNTR[4], podría experimentar avances del 0,5 % en el total de la economía y del 0,6 % en la economía de mercado, lo que supondría una disminución del ritmo de expansión de 0,3 pp en ambos casos (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

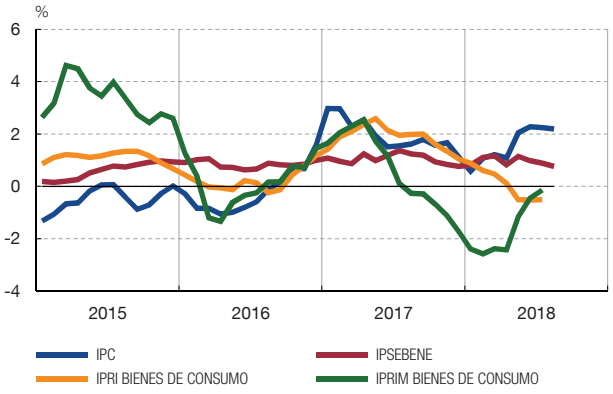
Por su parte, la tasa de caída del paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) prosiguió la senda de moderación mostrada desde principios de año, hasta el 1,1 % en agosto, en términos de la tasa de variación intertrimestral de la serie desestacionalizada móvil de tres meses (véase gráfico 17.2). Los nuevos contratos registrados en el SEPE mostraron en el promedio del período julio-agosto un crecimiento superior al del primer semestre. La aceleración en la contratación se trasladó en mayor medida a los contratos indefinidos que a los de carácter temporal, de tal forma que el peso de los indefinidos sobre el total aumentó con respecto a hace un año en más de 2 pp, hasta el 9,6 %.

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

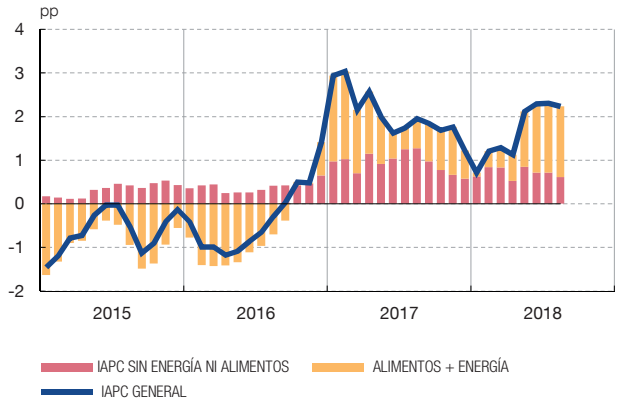
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



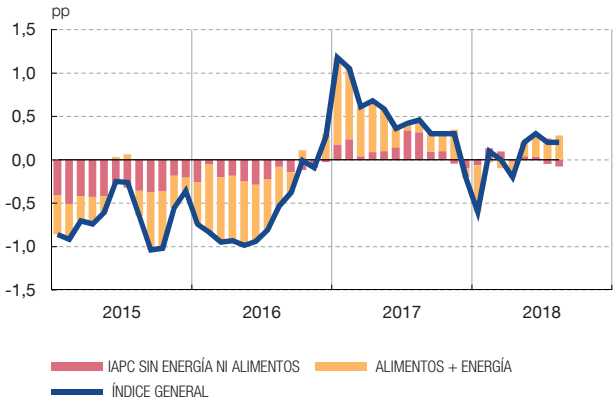
2 INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales



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

En cuanto a los salarios, la información procedente de los convenios colectivos registrados hasta agosto muestra un incremento salarial del 1,7 %, 0,2 pp superior al pactado para 2017, con una cobertura de 7,5 millones de trabajadores. El repunte en las tarifas salariales se observa tanto en los convenios revisados (1,6 %, frente al 1,3 % en 2017) como en los de nueva firma, en los que se acordó un incremento salarial algo más elevado —del 2 % para el año en curso—, aunque aún es pronto para detectar el posible impacto del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, firmado el pasado mes de junio por los agentes sociales. Por el contrario, la retribución bruta media en las grandes empresas no financieras, publicada por la Agencia Tributaria, mantuvo en julio su ritmo de aumento interanual en torno al 0,6 %, en términos de la serie ajustada de estacionalidad. De acuerdo con el avance de la CNTR correspondiente al segundo trimestre, la remuneración por asalariado mostró una cierta aceleración, cercana a 0,4 pp, tanto en el total de la economía como en la economía de mercado, hasta registrar tasas de avance interanuales del 0,7 % y del 0,9 %, respectivamente. Para el tercer trimestre, se prevé que esta trayectoria de aceleración continúe, con un repunte del 1,2 % en el caso de la economía de mercado y algo más intenso en el total de la economía (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

3.5 La evolución de los precios

En el tercer trimestre de 2018, se estima que el crecimiento interanual del deflactor de las importaciones habría aumentado notablemente, en un contexto de encarecimiento del crudo, prolongando su tendencia al alza. Por su parte, el ritmo de avance interanual del conjunto de los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, se habría mantenido en tasas moderadas en el tercer trimestre, mientras que el ritmo de expansión del deflactor del consumo privado se habría incrementado ligeramente (véase gráfico 18.1).

Por su parte, el IAPC registró en agosto una tasa de variación interanual del 2,2 %, 0,1 pp más que en mayo[5]. A su vez, la tasa de inflación para el conjunto de la UEM aumentó en agosto en 0,1 pp respecto a mayo, hasta el 2 % interanual. Como resultado, el diferencial de la inflación en España frente a la del área del euro sería de 0,2 pp, como en mayo.

La aceleración del IAPC general responde a la trayectoria de los precios energéticos —cuya tasa interanual aumentó 3,3 pp entre mayo y agosto, acusando la evolución del precio del petróleo y el encarecimiento de la electricidad—. Por su parte, los precios de los alimentos mantuvieron su ritmo de avance interanual en el 2 %. El núcleo inflacionista —medido por el IAPC sin energía ni alimentos— se moderó 0,3 pp, hasta el 0,9 %, reflejando la desaceleración de 0,6 pp de los precios de los servicios, hasta el 1,2 %, al tiempo que el ritmo de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo estable, en el 0,3 %.

21.9.2018.

5 Asimismo, el índice de precios de consumo (IPC) en agosto aumentó un 2,2 % interanual, 0,1 pp por encima de la tasa de variación de mayo, a pesar de que el IPSEBENE redujo 0,3 pp su ritmo de avance respecto a aquel mes, hasta el 0,8 %.