1 PRINCIPALES MENSAJES

En el período transcurrido de 2019 ha seguido haciéndose patente la desaceleración de la actividad mundial, que comenzó a observarse desde el inicio de 2018 y que se acentuó en la segunda mitad del año. Esta pérdida de dinamismo de la expansión global ha tenido lugar en un contexto de tensiones comerciales persistentes y de gradual crecimiento de diversos focos de incertidumbre. Además, ha tendido a confirmarse la heterogeneidad de la evolución de la actividad económica entre las principales áreas, contraponiéndose la pérdida de impulso del producto interior bruto (PIB) de la Unión Económica y Monetaria (UEM) al mantenimiento de un dinamismo relativamente elevado en el caso de Estados Unidos. En China, persisten las incertidumbres acerca del grado de intensidad de la ralentización de la actividad. Por su parte, el comercio mundial se contrajo en el tramo final de 2018 y la información de los indicadores más recientes apunta a una prolongación de su debilidad al inicio de este año. A escala global, las tasas de inflación continuaron en una tendencia decreciente, gobernada por la evolución del componente energético, mientras que la inflación subyacente ha tendido, en general, a mantenerse estable, pese al mantenimiento de la fortaleza de la creación de empleo.

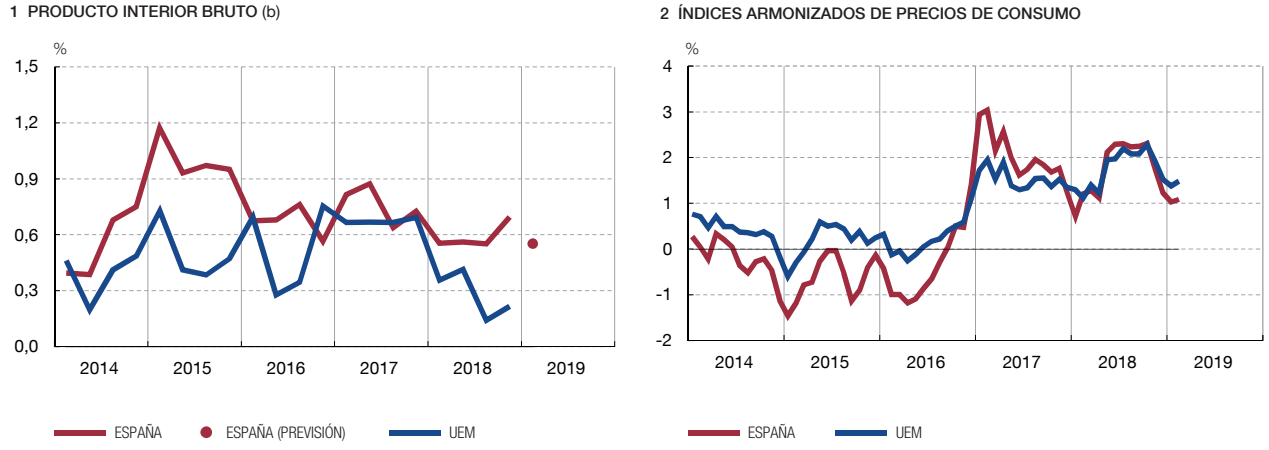
En este contexto, los principales organismos internacionales han tendido a recortar sus previsiones de crecimiento del PIB. Existen, no obstante, algunas diferencias en cuanto al grado de persistencia de las revisiones a la baja. Así, en algunos casos, se supone que la pérdida de empuje de la actividad quedará circunscrita al corto plazo. En la narrativa de las diversas proyecciones, la ralentización observada obedecería a la conjunción de distintas perturbaciones transitorias (cuyo principal exponente reciente sería, en el caso europeo, la nueva norma de emisiones contaminantes de los automóviles) y de algunos factores que han dañado la confianza de los agentes (como las tensiones proteccionistas, las vulnerabilidades en algunas economías emergentes —de modo singular, la china— o las incertidumbres acerca del desenlace final del *brexit* o sobre el curso de las políticas económicas en Italia). La diferencia fundamental es que, mientras que algunas instituciones suponen que los efectos de este deterioro de la confianza se desvanecerán en los próximos trimestres, otras consideran que serán más persistentes.

Las políticas económicas han reaccionado al deterioro de las perspectivas de la actividad. Con el trasfondo de las dudas acerca del crecimiento global, el surgimiento de tensiones en los mercados financieros y escasas presiones inflacionistas internas, la Reserva Federal adoptó un tono más cauteloso al comienzo del año, desvinculándose de la senda de normalización anteriormente prevista, movimiento que fue seguido por otros bancos centrales y calmó a los mercados financieros. En el caso de China, las autoridades han introducido un conjunto de medidas de estímulo en los frentes fiscal, monetario y financiero.

En el área del euro, el escenario de debilidad de la actividad económica se ha prolongado al inicio de 2019. Junto con los factores internos de carácter transitorio, que están teniendo un efecto negativo más prolongado de lo previsto, el modesto ritmo de avance del producto se explica por la especial intensidad con la que el deterioro del comercio mundial ha golpeado al área del euro, debido a su grado de apertura comparativamente más elevado que el de otras regiones y a la especialización de sus exportaciones hacia las áreas geográficas y los productos cuyos flujos importadores han experimentado un mayor deterioro (véase recuadro 2). Además, el impacto sobre las exportaciones del área habría comenzado a filtrarse a la inversión. Estos desarrollos han llevado a una notable revisión

ESPAÑA: LA ACTIVIDAD MANTIENE UN TONO DINÁMICO Y LOS PRECIOS CONSERVAN RITMOS DE AVANCE REDUCIDOS (a) GRÁFICO 1

Frente a la desaceleración del área del euro, la actividad continúa manteniendo ritmos de avance estables en España. La inflación sigue creciendo a tasas moderadas, algo inferiores a las del conjunto de la UEM.



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

a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales, en los índices de precios de consumo.
b El dato del primer trimestre es una proyección del Banco de España.

a la baja de las perspectivas de crecimiento de la UEM, especialmente para 2019. Las proyecciones más recientes del BCE prevén, no obstante, que el PIB retome tasas de crecimiento más elevadas a partir del segundo semestre, a medida que se desvanezcan los factores temporales y se despejen las incertidumbres, pasando a prevalecer los elementos de soporte de la recuperación existentes, como las condiciones financieras favorables, el comportamiento expansivo del empleo y de los salarios, el menor nivel del precio del petróleo y una ligera relajación fiscal. La senda de inflación esperada ha sido, asimismo, revisada a la baja.

Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió, en su reunión del pasado 7 de marzo, nuevas medidas para preservar el estímulo monetario. En concreto, extendió el período durante el cual espera que los tipos oficiales se mantengan en sus actuales niveles y anunció una nueva ronda de operaciones de refinanciación a largo plazo, con el objetivo de mantener unas condiciones favorables de acceso al crédito. Como se ilustra en el recuadro 4, tanto la mayor debilidad del escenario macroeconómico como las decisiones del BCE se han reflejado en un retraso de la fecha esperada por los mercados financieros para la primera subida de los tipos de interés oficiales.

La economía española ha mantenido un notable dinamismo. De acuerdo con la información disponible, el PIB habría crecido en el primer trimestre en torno a un 0,6 %, ritmo de avance muy similar al que pudo observarse a lo largo de 2018. España no ha sido inmune a la perturbación exterior, que se ha manifestado, a partir del tramo final del pasado año, en una notable pérdida de vigor de las exportaciones. Sin embargo, el dinamismo de la demanda interna ha compensado el deterioro del contexto exterior, de modo que no se ha producido una desaceleración de la actividad como la registrada en el conjunto de la UEM. En particular, el consumo privado ha seguido mostrando una notable fortaleza, con el trasfondo del mantenimiento de un ritmo de creación de empleo elevado, el aumento

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a) CUADRO 1

	2017	2018	2018 I TR	2018 II TR	2018 III TR	2018 IV TR	2019 I TR
Contabilidad Nacional							
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria							
Producto interior bruto	3,0	2,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6
Contribución de la demanda nacional (b)	2,9	2,9	0,8	0,7	0,8	0,4	0,6
Contribución de la demanda exterior neta (b)	0,1	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	0,3	0,0
Tasas de variación interanual							
Empleo	2,9	2,5	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5
Indicadores de precios (c)							
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	2,0	1,7	1,1	1,8	2,3	1,8	1,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	1,2	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1	0,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 13 de marzo de 2019. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España.
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.
c El dato del primer trimestre de 2019 es la media de las tasas interanuales de los meses de enero y febrero.

del poder de compra de las rentas como consecuencia de la disminución de la inflación (atribuible, en parte, al retroceso de los precios del crudo), el impulso presupuestario a las rentas de los hogares (sobre todo, en la segunda mitad de 2018) y el descenso de la tasa de ahorro. Por el contrario, la inversión privada habría comenzado a acusar el impacto del comportamiento más desfavorable del contexto exterior, que, desde el punto de vista de las ramas productivas, también se ha manifestado en un deterioro de la actividad manufacturera, frente al mayor sostenimiento de los servicios.

A medio plazo, se prevé la prolongación de la actual fase expansiva de la economía española. El escenario central que subyace a la actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para el período 2019-2021 presentada en el recuadro 1 de este Informe descansa sobre un desvanecimiento gradual de las incertidumbres globales. Los factores de soporte de la actividad incluyen el supuesto de que se observará una recuperación de los mercados exteriores, la prevalencia de condiciones financieras benignas —favorecidas por el tono acomodaticio de la política monetaria— y, de manera crucial, los avances alcanzados en la restauración de los equilibrios macrofinancieros de la economía (en particular, el mantenimiento de la mejora de la competitividad, que está permitiendo que se conserve un saldo exterior relativamente elevado, incluso en el actual contexto de empeoramiento de los mercados de exportación). La presente proyección contempla, en todo caso, una moderación gradual del ritmo de crecimiento del PIB, en un contexto en el que, si bien la política monetaria seguirá contribuyendo al sostenimiento de la actividad, se espera que su impacto sobre las tasas de avance del PIB sea menor que en el pasado. En concreto, tras avanzar un 2,2 % en 2019, el PIB crecería un 1,9 % y un 1,7 % en los dos años siguientes, respectivamente.

En el ámbito de la inflación, el indicador general de precios de consumo ha mostrado una desaceleración significativa desde el final de 2018. En febrero, la tasa interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) fue del 1,1 %. La inflación subyacente, medida por la tasa de variación del índice que considera solamente los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios, que en ese mes creció un 0,7 %, sigue sin mostrar señales de repuntar. Sin embargo, en el período de proyección se espera que

este indicador intensifique su ritmo de avance, como reflejo del gradual aumento de la brecha de producción positiva y del repunte de los costes laborales unitarios, en un contexto de comportamiento algo más expansivo de los salarios.

Los riesgos de las proyecciones relativas a la actividad se orientan, en todo caso, a la baja. En el plano exterior, aunque en los últimos meses se han ido afianzando las perspectivas de que la actual disputa comercial entre Estados Unidos y China pueda desembocar en la conclusión de un acuerdo, no se puede descartar el afloramiento de nuevas tensiones proteccionistas en otros ámbitos de la economía global. Además, subsisten los riesgos asociados a un *brexit* sin acuerdo[1], así como a la posibilidad de que la orientación más expansiva de las políticas de demanda en China se muestre insuficiente a la hora de frenar la desaceleración de esa economía. Desde una perspectiva interna, subsisten las incertidumbres acerca de las políticas económicas futuras, que solo comenzarán a despejarse cuando los poderes ejecutivo y legislativo que emerjan de las próximas elecciones comiencen a desarrollar su labor. La agenda futura de las políticas económicas en España debe orientarse hacia la reducción del grado de vulnerabilidad de la economía ante eventuales perturbaciones y el fomento del crecimiento potencial, por lo que debe incluir ineludiblemente la necesidad de retomar el proceso de consolidación presupuestaria y la adopción de medidas que favorezcan un funcionamiento más eficiente de los principales mercados de productos y factores.

1 J. L. Vega (coord.), Brexit: *balance de situación y perspectivas,* Documentos Ocasionales, n.º 1905, Banco de España.

Este recuadro describe los rasgos que destacan en mayor medida de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Con respecto a las anteriores, que fueron publicadas el pasado 14 de diciembre[1], las proyecciones actuales incorporan las estimaciones preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el cuarto trimestre de 2018, así como también los cambios en los supuestos técnicos que se derivan de la información recogida entre ambos ejercicios (véase cuadro 1)[2].

Las proyecciones anticipan una prolongación de la fase expansiva de la economía española a lo largo del trienio 2019-2021 (véase cuadro 2). Esta evolución esperada se apoya en el mantenimiento de los factores de soporte que vienen sustentando el crecimiento desde el comienzo de la recuperación, que incluyen, en particular, las mejoras competitivas alcanzadas desde el inicio de la crisis, el reforzamiento de la situación patrimonial de empresas, familias e instituciones financieras y el tono acomodaticio de la política monetaria. A ello cabe añadir, en el corto plazo, la prolongación de la orientación expansiva de la política presupuestaria. Esta combinación de factores permitiría que la economía siga expandiéndose a ritmos sensiblemente superiores a su tasa potencial, lo que favorecería que continúen absorbiéndose los elevados volúmenes de desempleo generados con la crisis.

No obstante, el dinamismo de la actividad tendería a moderarse a lo largo del horizonte de proyección. En términos de las tasas medias anuales, tras el 2,5 % de 2018, el crecimiento del PIB se situaría en el 2,2 % en 2019 y en el 1,9 % y el 1,7 % en cada uno de los dos años siguientes. Por lo que respecta a 2019, la desaceleración refleja, fundamentalmente, el empeoramiento del contexto exterior, que viene afectando negativamente a las exportaciones desde 2018 y que en el corto plazo contribuiría, a través de su impacto sobre la incertidumbre, a un cierto debilitamiento de la demanda privada (en particular, de la inversión empresarial).

Más allá del corto plazo, diversos factores explican la proyectada moderación del ritmo de avance de la actividad. En primer lugar,

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

2 Las proyecciones de diciembre de 2018 estaban basadas en la información disponible hasta el 21 de noviembre. En el ejercicio actual, la fecha de cierre es el 7 de marzo, excepto para los datos referidos a los mercados de exportación y a los precios de los competidores en su moneda nacional, que se han tomado de las Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019, que emplean información hasta el 12 de febrero.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

		Proyecciones de marzo de 2019			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2018 (b)		
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Entorno internacional							
Producto mundial	3,5	3,3	3,4	3,3	-0,1	0,0	0,0
Mercados de exportación de España	3,1	2,7	3,6	3,3	-0,6	-0,2	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	64,9	64,4	62,8	-2,7	-2,4	-3,1
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,14	1,14	1,14	0,00	0,00	0,00
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	121,5	117,7	117,6	117,6	-0,3	-0,3	-0,3
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (d)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (d)	1,4	1,3	1,5	1,8	-0,6	-0,6	-0,6

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 7 de marzo de 2019. 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 dichos precios, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

aunque la política monetaria seguirá presentando un carácter expansivo, los efectos sobre la tasa de crecimiento del PIB del conjunto de las medidas puestas en marcha en los últimos años en este ámbito se irían atenuando progresivamente. La convergencia hacia un tono más neutral de la política monetaria sería, en todo caso, notablemente más gradual de lo anticipado hace tres meses, como refleja la revisión a la baja de la senda esperada por los mercados para los tipos de interés a corto plazo, que en parte es consecuencia de las acciones desarrolladas por el BCE para guiar las expectativas de los agentes y, en particular, de las decisiones adoptadas el pasado 7 de marzo por su Consejo de Gobierno[3].

Asimismo, aunque las medidas fiscales de carácter expansivo aprobadas desde mediados del año pasado apoyarán el crecimiento en el corto plazo, a horizontes más amplios se asume, dada la ausencia de planes presupuestarios, un tono fiscal neutral. Por último, la proyección incorpora el supuesto de que, dado el contexto actual, caracterizado por el mantenimiento de niveles relativamente elevados de incertidumbre y, sobre todo, por el reducido valor alcanzado, en comparación histórica, por la tasa de ahorro, los hogares adoptarán una actitud algo más cauta hacia sus decisiones de gasto. Ello se traduce en una cierta moderación del dinamismo del consumo.

En el ámbito de la inflación, se estima que el propio alargamiento de la fase expansiva, con tasas de crecimiento del producto

3 Véanse el recuadro 4 («Expectativas de mercado sobre el tipo de interés de referencia en el área del euro») y la sección 3.2 de este Informe.

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

		Proyecciones de marzo de 2019			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2018		
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB	2,5	2,2	1,9	1,7	0,0	0,0	0,0
Consumo privado	2,4	2,0	1,7	1,4	0,1	0,2	0,1
Consumo público	2,3	1,8	1,3	1,2	0,2	0,1	0,0
Formación bruta de capital fijo	5,2	3,9	3,8	2,7	-0,8	0,3	-0,1
Inversión en equipo, intangibles y resto (b)	4,9	3,2	3,3	2,1	-1,8	-0,2	-0,6
Inversión en construcción	5,5	4,6	4,3	3,2	0,1	0,7	0,4
Exportación de bienes y servicios	2,2	3,3	4,0	3,8	-0,1	0,0	0,0
Importación de bienes y servicios	3,6	3,6	4,6	3,9	-0,4	0,5	0,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	2,3	2,0	1,7	-0,1	0,1	0,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,1
PIB nominal	3,5	3,6	3,5	3,5	-0,3	-0,2	-0,1
Deflactor del PIB	0,9	1,4	1,6	1,8	-0,4	-0,1	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	1,7	1,2	1,5	1,6	-0,4	-0,1	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	1,0	1,1	1,5	1,7	-0,4	-0,2	-0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,5	1,6	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos de fin de período	14,4	14,0	12,8	12,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,3	14,2	13,2	12,3	-0,1	-0,1	-0,1
Capacidad (+) / necesidad (–) de financiación de la nación (% del PIB)	1,2	1,1	0,8	0,7	0,3	0,1	0,1
Capacidad (+) / necesidad (–) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,7	-2,5	-2,0	-1,8	-0,1	0,0	0,0

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

a Fecha de cierre de las predicciones: 13 de marzo de 2019.
b Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual.

observado superiores a las del producto potencial, dará lugar a una ampliación gradual de la brecha de producción positiva y, por tanto, a un repunte de la inflación subyacente, medida a través del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) sin alimentos ni bienes energéticos. En concreto, la tasa de variación de este indicador se situaría, en términos de los promedios anuales, en el 1,1 %, el 1,6 % y el 1,8 %, respectivamente, en 2019, 2020 y 2021. La senda del IAPC general no es muy distinta, dado el comportamiento esperado del componente energético.

En comparación con las proyecciones precedentes, el cambio más relevante en los supuestos sobre los cuales se condicionan las previsiones, en términos de su impacto sobre las variables finales, es un cierto empeoramiento de las perspectivas acerca de la evolución de los mercados de exportación de España, que se refleja en una revisión a la baja de 0,9 puntos porcentuales (pp), en términos acumulados, del crecimiento de esta variable a lo largo del horizonte temporal considerado (véase cuadro 1). Frente al impacto negativo sobre la actividad que se desprende de esta revisión, otros cambios operan en la dirección opuesta. Por lo que se refiere al precio del petróleo, medido en dólares, se ha observado un cierto desplazamiento a la baja de la senda esperada, lo que favorece el crecimiento de las rentas de los agentes privados en términos reales. Por su parte, las trayectorias esperadas tanto de los tipos de interés en el mercado interbancario como de las rentabilidades de la deuda pública se han reducido desde la fecha de cierre de los supuestos de las proyecciones anteriores. De este modo, aunque sigue anticipándose una cierta elevación de los costes de financiación a lo largo del horizonte de proyección, esta es más modesta de lo anticipado hace tres meses.

En el ámbito de la política presupuestaria, los cambios en los supuestos son escasos. El 1 de enero se prorrogaron a 2019 los Presupuestos Generales del Estado (PGE) de 2018. La prórroga vino acompañada de varios reales decretos, y sigue en vigor tras el rechazo, el pasado 13 de febrero, por parte del Congreso, del Proyecto de PGE para 2019 presentado en enero. Los decretos incluyeron medidas relativas, en particular, a la actualización de las pensiones, el aumento de los salarios públicos, la subida de las bases de cotización (máximas, en un 7 %, y mínimas, por la subida del salario mínimo interprofesional) y las modificaciones del régimen de los trabajadores autónomos[4]. No obstante, solo las dos últimas medidas suponen novedades con respecto al ejercicio anterior de proyecciones, dado que las otras ya se habían anunciado antes de la fecha de cierre de la información y se incorporaron a tiempo. Asimismo, más recientemente, el Gobierno ha aprobado medidas expansivas adicionales, entre las que destacan la extensión del subsidio a desempleados mayores de 52 años y la extensión de la baja de paternidad hasta ocho semanas.

Más allá de las medidas ya adoptadas, se ha optado, como en otros ejercicios de proyección recientes, por recurrir a la utilización de supuestos técnicos para obtener la senda esperada de las variables fiscales. Para las partidas de las cuentas de las AAPP sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan, por su tamaño, las compras o la inversión pública—, se asume que evolucionarán en línea con el crecimiento potencial nominal de la economía, mientras que la trayectoria del resto de las rúbricas se vincula a la evolución de sus determinantes habituales. En particular, se parte del supuesto de que los ingresos públicos crecerán en línea con las bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Para las partidas menos discrecionales de gasto se realizan supuestos de naturaleza análoga, incluyéndose además las medidas aprobadas recientemente mediante real decreto-ley. Como resultado, se asume que el gasto en pensiones evolucionará de forma acorde con los incrementos aprobados para 2019 y, posteriormente, en función de la fórmula de revalorización establecida en la legislación y del envejecimiento de la población. Por otro lado, las prestaciones por desempleo se vinculan a la evolución del paro, y los pagos por intereses de la deuda, a la evolución del endeudamiento público y de los costes de financiación[5]. De acuerdo con todos estos supuestos sobre la evolución de las variables presupuestarias y de acuerdo con la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, la política fiscal presentaría un tono expansivo en 2019. El déficit público se reduciría ligeramente en 2019, hasta el 2,5 % (0,2 pp menos que en 2018), lo que supone una ligera revisión al alza, de 0,1 pp, con respecto a la previsión anterior, y de forma algo más intensa con posterioridad, hasta alcanzar el 1,8 % al final del horizonte de previsión.

Las proyecciones de las tasas medias de crecimiento anual del PIB no experimentan modificaciones con respecto a diciembre. Una causa fundamental que explica esta ausencia de revisiones viene dada por el hecho de que, considerados en su conjunto, los cambios que se han descrito en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones tienen un impacto aproximadamente neutral sobre la actividad. Además, por lo que respecta a 2019, existen factores de signo opuesto que se contrarrestan entre sí, lo que motiva adicionalmente que la proyección de crecimiento del PIB se mantenga en el 2,2 %. Por un lado, el cierre de 2018 fue algo más favorable de lo anticipado en las proyecciones anteriores. Además, la información de corto plazo indica que el dinamismo de la economía se habría mantenido en el primer trimestre de 2019, en el que el crecimiento del PIB podría haber sido del 0,6 %. Por otro lado, se espera que, en los trimestres centrales del año, la actividad muestre una menor fortaleza en comparación con las proyecciones de diciembre, como consecuencia de la prolongación de la

4 Además, en las proyecciones relativas a 2019 se ha incorporado el hecho de que una parte significativa del impacto de las modificaciones en el IRPF aprobadas en los presupuestos del pasado año no se haya observado aún en los datos de ejecución presupuestaria, a diferencia de lo esperado, por lo que su materialización se traslada al presente ejercicio.

5 En las proyecciones de diciembre se había incorporado un aumento del gasto público en 2018 como consecuencia de una sentencia del Tribunal Supremo que anulaba la privatización de Aigües del Ter i Llobregat, efectuada en 2012. En la práctica, el aumento del gasto se ha contabilizado en el propio año 2012, lo que resulta en una disminución del gasto del año pasado. Por otro lado, se han excluido los ingresos derivados de la relicitación de las autopistas en quiebra, que antes se esperaba para 2019 y ahora ha quedado postergada.

debilidad de la economía del área del euro al inicio del año recogida en las recientes proyecciones del personal técnico del BCE[6].

En cuanto al bienio 2020-2021, la ausencia de revisiones del crecimiento del producto se explica porque, en línea con estas proyecciones para la UEM, se supone que los factores que han motivado el debilitamiento de la actividad del área tienen una naturaleza predominantemente transitoria, por lo que dejarán de operar a partir de finales de este año, bajo el supuesto de que los principales focos de riesgo procedentes del contexto global no llegan a materializarse en toda su dimensión.

En el ámbito de la inflación, el efecto neto de los nuevos supuestos es, como en el caso de la actividad, aproximadamente neutral. Sin embargo, las sorpresas recientes en el componente subyacente, que sugieren que el grado de transmisión a los precios del repunte observado en el ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) está siendo inferior al que se había incorporado en las proyecciones de diciembre, motivan una revisión a la baja de la senda de la inflación subyacente, más pronunciada al inicio del período de proyección que al final, etapa en la que la continuada reducción del grado de holgura de la economía conduciría a un repunte de las presiones inflacionistas.

La expansión de la actividad seguirá sustentándose en la demanda nacional, cuya aportación positiva al avance del PIB tenderá a moderarse, no obstante, de forma gradual a lo largo del horizonte de previsión. En contraposición, la aportación negativa de la demanda externa al crecimiento del producto, cuya magnitud fue relativamente elevada en 2018, se irá moderando progresivamente, hasta hacerse nula en 2021.

Dentro de la demanda nacional, el dinamismo del consumo privado continuará viéndose favorecido por la fortaleza del proceso de creación de empleo. Además, el ritmo de expansión de las rentas de los hogares se verá impulsado por el proyectado repunte de los salarios reales y, en el corto plazo, por el impulso procedente de las medidas presupuestarias aprobadas tanto en 2018 como al inicio de 2019. En comparación con las proyecciones de diciembre, la ligera revisión al alza del ritmo de avance de este componente de demanda responde al aumento del poder de compra de las rentas nominales de los hogares en un contexto en el que, como se ha indicado, se prevén aumentos de precios más contenidos que hace tres meses. En cualquier caso, se anticipa un perfil de desaceleración gradual del consumo privado que responde a un conjunto de diversos factores. En primer lugar, como se ha indicado, las proyecciones actuales incorporan el supuesto de que, en un contexto de mayor incertidumbre global, las familias tenderán a elevar su tasa de ahorro, que actualmente se sitúa en niveles próximos a su mínimo histórico. Además, la propensión a consumir a partir de los incrementos de las rentas laborales tenderá a ser más reducida que en el pasado reciente, al descansar en mayor medida en los aumentos de los salarios reales, para los que esa propensión es más baja, que en la creación de empleo, para la que la propensión es más elevada. Un último factor que explica la proyectada desaceleración del consumo privado es el agotamiento del proceso de adopción de las decisiones de adquisición de bienes duraderos y semiduraderos que habían sido pospuestas durante la crisis.

La prevalencia de condiciones favorables para la obtención de financiación seguirá favoreciendo el comportamiento expansivo de los distintos componentes de la inversión. En particular, se espera que la inversión residencial continúe presentando ritmos de crecimiento elevados, impulsada por el dinamismo de la creación de hogares y por la fortaleza del proceso de creación de empleo. No obstante, se prevé que el dinamismo de este agregado se modere progresivamente a lo largo del horizonte de proyección.

El crecimiento de la inversión empresarial se apoyará en la fortaleza de la demanda final, en el elevado grado de utilización de la capacidad productiva instalada y en los avances sostenidos en el saneamiento de la posición financiera del sector. En cualquier caso, también este componente presentará una cierta ralentización, en consonancia con el menor vigor de la demanda final y con las perspectivas de que el crecimiento de las exportaciones siga siendo moderado, lo que limitará el gasto en inversión de las empresas cuyas ventas se orientan al exterior en una proporción elevada. Frente a las proyecciones de diciembre, la revisión a la baja de este componente será más pronunciada, en comparación con el resto de las rúbricas de la demanda privada, dado que se ve afectado de forma más directa por el incremento de las incertidumbres procedentes del resto del mundo.

La proyectada mejora de la contribución del sector exterior al avance del PIB descansa en el esperado aumento del dinamismo de las exportaciones. Este componente presentó en 2018 una moderación muy significativa, superior a la de los mercados a los que van destinadas, lo que obedeció a factores de naturaleza predominantemente transitoria, como el impacto desfasado de la depreciación registrada por el euro en 2017 sobre las ventas realizadas fuera de la UEM o la recuperación de los flujos turísticos dirigidos a determinados países competidores de la cuenca mediterránea. La desaparición de estos efectos debería permitir retomar las ganancias de cuota de mercado que se han registrado durante la mayor parte de la recuperación como consecuencia de las ganancias de competitividad acumuladas desde el inicio de la crisis y del aumento de las cifras de empresas exportadoras regulares. En cualquier caso, el empeoramiento del contexto exterior ha dado lugar, como se ha señalado al describir los cambios en los supuestos, a una revisión a la baja del crecimiento esperado de los mercados exteriores, lo que se refleja en un menor crecimiento esperado de las exportaciones, en comparación con las proyecciones de diciembre. Por su parte, al igual que en diciembre, las proyecciones relativas a las importaciones incorporan el supuesto de que la elasticidad de este componente a la demanda final se situará en valores algo más elevados que los observados en los primeros años de la recuperación (aunque inferiores a los del último bienio).

6 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2019.

La moderación de las tasas de crecimiento del producto a lo largo del horizonte de proyección vendrá acompañada de una pérdida de dinamismo del empleo de similar magnitud, salvo en el corto plazo, en el que la ralentización del empleo tenderá a verse intensificada por la incidencia sobre esta variable de la subida del salario mínimo interprofesional (SMI) al inicio de 2019. La prolongación del proceso de creación de puestos de trabajo permitirá que continúen observándose reducciones adicionales de la tasa de desempleo, cuya magnitud se verá atenuada, no obstante, por el repunte de la población activa. Las proyecciones actuales contemplan una disminución de la tasa de paro hasta el 12 % al final del horizonte de proyección, cifra similar a la anticipada hace tres meses.

Con la información disponible en la actualidad, se estima que la capacidad de financiación de la economía española habría disminuido en 2018 en aproximadamente 1 pp, hasta el entorno del 1,2 % del PIB, lo que obedece tanto al deterioro de los flujos reales de bienes y servicios como al empeoramiento de la relación real de intercambio, debido principalmente al encarecimiento del crudo. A lo largo del período de proyección se espera que la capacidad de financiación de la nación registre una modesta disminución adicional de 0,5 pp del PIB hasta 2021, reducción similar a la anticipada hace tres meses.

El crecimiento de la remuneración por asalariado a lo largo del período de proyección será significativamente más elevado que el observado en años recientes. Este repunte reflejará la reducción gradual de la holgura en el mercado de trabajo, los incrementos salariales pactados, a mediados del año pasado, en el Acuerdo para la Negociación Colectiva para el período 2018-2020 (que recomienda aumentos anuales del 2 % más un componente variable) y, en el año 2019, la subida del SMI. La aceleración de la remuneración por asalariado, en un contexto de mantenimiento de los crecimientos reducidos de la productividad, conducirá a un incremento de los ritmos de avance de los costes laborales unitarios, lo que, a pesar de la proyectada contención de los márgenes empresariales, acrecentará las presiones inflacionistas internas. Por el contrario, las de origen externo, medidas mediante el deflactor de las importaciones, tenderían a moderarse en el corto plazo.

En concreto, en términos de los precios de consumo, ya desde finales del año pasado la evolución del componente energético ha venido caracterizada por una desaceleración significativa, motivada por la caída del precio del petróleo en el tramo final de 2018 y por los efectos base que se derivan del encarecimiento que esta materia prima había registrado con anterioridad. A lo largo del actual ejercicio se proyecta una intensificación de esta tendencia. Para el resto del horizonte de proyección, la trayectoria esperada del precio del crudo presenta, de acuerdo con las cotizaciones de los mercados de futuros, un perfil levemente negativo, lo que, en unión con los supuestos acerca del precio de la electricidad, daría lugar a tasas de variación del componente energético cercanas a cero. Dados estos desarrollos, el ritmo de avance del IAPC se reduciría levemente en el corto plazo, incrementándose paulatinamente con posterioridad en línea con la inflación subyacente. De este modo, la tasa de variación media anual de este indicador se situaría en el 1,2 % en 2019, en el 1,6 % en 2020 y en el 1,7 % en 2021.

Los riesgos para el escenario central de crecimiento de la actividad están orientados a la baja, como consecuencia, sobre todo, de varios focos de incertidumbre procedentes del exterior. En particular, como se ha señalado, las perspectivas acerca del crecimiento en el corto plazo de los mercados de las exportaciones españolas han sido revisadas a la baja en consonancia con los datos recientes referidos a la actividad mundial (y, en particular, al área del euro, principal socio comercial de España), y ahora son más desfavorables de lo que se anticipaba hace tres meses. Al mismo tiempo, las hipótesis acerca del comportamiento futuro de los mercados de exportación españoles —que proceden del último ejercicio de previsión del personal técnico del BCE— consideran que la desaceleración reciente es un fenómeno transitorio, que revertirá en la segunda mitad de este año. Sin embargo, cabe la posibilidad de que el debilitamiento reciente de la actividad, especialmente en la UEM, tenga un carácter más persistente, lo que daría lugar a una evolución de la economía española menos favorable de lo contemplado en el escenario central.

Adicionalmente, persisten diversos factores de riesgo cuya eventual materialización daría lugar a desarrollos más desfavorables. En concreto, la indefinición de los detalles relativos al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea hace que no se puedan descartar por completo escenarios que podrían tener consecuencias muy severas para ambas áreas. Asimismo, persiste la incertidumbre sobre la posible adopción de nuevas medidas proteccionistas a nivel global que distorsionen las cadenas de producción mundiales y que se traduzcan en una revisión de los planes de inversión de las empresas. Por último, las autoridades chinas se enfrentan a un delicado equilibrio entre proporcionar a la economía estímulos fiscales y monetarios que palien la actual desaceleración y tratar de detener el ascenso del endeudamiento de los agentes privados y públicos.

En el ámbito interno, persiste un elevado grado de incertidumbre acerca de la orientación futura de las políticas económicas y, en particular, en torno al proceso de ajuste fiscal (que es necesario para reducir el elevado endeudamiento público, que continúa suponiendo una de las principales fuentes de vulnerabilidad de nuestra economía) y a la adopción de medidas que permitan elevar el crecimiento potencial de largo plazo. Además, la continuación de la actual fase expansiva requiere mantener las ganancias de competitividad frente al resto del mundo alcanzadas a lo largo de los últimos años. En este sentido, sería deseable que la magnitud de las alzas salariales se acompase a las circunstancias concretas de cada empresa o sector y, en particular, a los crecimientos de productividad, evitando subidas generalizadas para el conjunto de la economía, desligadas de esas condiciones específicas. Además, los mecanismos de fijación de precios y de salarios deberían permitir retener un grado de flexibilidad suficiente como para adaptarse, en caso necesario, a un entorno de mayor desaceleración de la actividad, al objeto de limitar las eventuales pérdidas de actividad y empleo.

La evolución negativa de las exportaciones del área del euro contribuye de manera notable a explicar el debilitamiento de la actividad que se observó a lo largo de 2018. La desaceleración de las ventas al exterior se produjo en un contexto de menor dinamismo del comercio mundial, asociado a la pérdida de vigor de la actividad global y a una intensificación de las tensiones comerciales que afectó a la confianza y a la inversión empresarial. En el promedio del año, el comercio mundial (excluidas las importaciones del área del euro) creció un 4 %, frente al 5,6 % de 2017. Además, su ritmo de avance se fue debilitando notablemente a medida que avanzaba el año —salvo un repunte transitorio en sus meses centrales—, hasta cerrar el ejercicio con tasas negativas, un fenómeno relativamente infrecuente en la serie histórica (véase gráfico 1).

Esta ralentización del comercio mundial se ha trasladado con intensidad a las exportaciones y a la actividad de las economías europeas, y se aprecia una atonía bastante generalizada por países. En el conjunto del área, las ventas de bienes destinadas al resto del mundo crecieron un 2 % en 2018 (frente a un 4,3 % en 2017)[1], y se culminó el año con tasas de avance real inferiores al 1 % (en términos interanuales) y con retrocesos en algunos países, como Alemania, Italia y España. En paralelo, la producción de las ramas industriales, que, en general, presenta una mayor orientación exportadora que las de los servicios, también registró un crecimiento modesto en el conjunto del año.

El elevado grado de apertura de las economías europeas desempeña un papel relevante a la hora de explicar el impacto de la desaceleración del comercio mundial sobre la actividad económica del área del euro. Como se puede apreciar en el gráfico 2, el grado de apertura promedio de los países de la UEM (excluido el comercio intraárea) es muy superior al de Estados Unidos y supera incluso al de China. Aunque el proceso de creación de la UEM ha conducido a una intensificación de las relaciones comerciales entre los países que la integran, el aumento de las exportaciones destinadas a mercados situados fuera del área ha sido todavía mayor. Así, la participación de las exportaciones extra-UEM dentro del total aumentó desde el 48 % en el año 2000 hasta el 55 % en 2018. Durante este período, destaca el incremento del peso de las exportaciones dirigidas a Asia (en particular, a China) y al resto de los países de la UE no pertenecientes a la UEM (como Polonia, Rumanía o Hungría), áreas cuya importancia supera en la actualidad a la de otros destinos tradicionales, como Estados Unidos o el Reino Unido[2].

Por otra parte, un elemento crucial que subyace a la debilidad de las exportaciones del área en 2018 es el comportamiento relativamente menos dinámico de las economías que en la actualidad son comparativamente más relevantes en la estructura de especialización geográfica del comercio exterior de la UEM. En concreto, se aprecia una contracción de las ventas al Reino Unido en el último año, que se suma al debilitamiento registrado desde 2016, cuando se celebró el referéndum sobre el *brexit* (véase gráfico 3). A ello se añade, en 2018, la notable desaceleración de las ventas destinadas al resto de la UE, a Rusia y a China. A un nivel mayor de desagregación, destaca la caída de las exportaciones a Turquía —país que entró en recesión técnica a finales de 2018 y registró una intensa depreciación de su moneda— y a otros países asiáticos, todos ellos mercados comparativamente relevantes para el área del euro. En cambio, cabe señalar el vigor de las exportaciones a Estados Unidos, pese a las tensiones comerciales con este país. Todo ello determinó una moderación de la demanda externa del área[3] significativamente más intensa que la observada en el comercio mundial, como se aprecia en el gráfico 4.

La especialización comercial por productos también ha podido frenar el crecimiento de las exportaciones. En particular, las dificultades por las que ha atravesado la industria del automóvil (debido a la adaptación a las nuevas normativas de emisiones y a la incertidumbre generada en torno a la transición estructural del diésel hacia nuevas tecnologías) han tenido, dado su elevado peso en el total de las exportaciones del área, un impacto negativo sobre las ventas al exterior, especialmente en Alemania (país que realiza más del 50 % del total de las exportaciones de automóviles de la UEM). Asimismo, la desaceleración en China, en un contexto de transición hacia un modelo de crecimiento basado más en el consumo y menos en la inversión, ha tenido un reflejo negativo en las exportaciones de la UEM, dado el elevado peso de los bienes de equipo en las ventas destinadas a esta economía (véase gráfico 5).

Por último, un elemento adicional que habría frenado el crecimiento de las exportaciones a lo largo de 2018, especialmente en la primera mitad del año, es la apreciación que registró el euro, en términos efectivos nominales, frente a sus socios comerciales en 2017[4]. Esto explicaría que la moderación de las exportaciones extra-UEM fuera, en general, de mayor intensidad que la registrada por los respectivos mercados. Esta pérdida de cuota tuvo un carácter generalizado, con la excepción de Francia, país cuyas ventas exteriores evolucionaron de forma algo más favorable que su demanda (véase gráfico 6).

En resumen, el elevado grado de apertura de las economías del área del euro, junto con la orientación geográfica y la especialización

1 Crecimiento acumulado en el año, con datos hasta noviembre de 2018.

2 La composición de las ventas al exterior presenta algunas diferencias por países. En concreto, mientras que en Italia y en Francia el peso de las exportaciones extra-UEM se sitúa en torno a la media, en Alemania es superior (63 %) y en España o Portugal menor (47 % y 35 %, respectivamente). También hay diferencias cuando se consideran destinos concretos: en Alemania pesan más las exportaciones a China (en detrimento de África y Oriente Medio), y en España tienen una mayor importancia Latinoamérica, África, Oriente Medio y Reino Unido, y menor los mercados de Estados Unidos, Asia emergente y otros países de la UE.

3 Los mercados de exportación del área del euro se obtienen ponderando las importaciones de diferentes regiones del mundo (según las series del Central Planning Bureau) por el peso de las ventas a cada una de ellas en las exportaciones extra-UEM.

4 Los modelos econométricos disponibles sugieren que los movimientos del tipo de cambio tardan entre tres y cuatro trimestres en reflejarse en el comportamiento de las exportaciones. Así, se estima que la apreciación del euro observada en 2017 tuvo un impacto negativo en el crecimiento de las exportaciones en 2018 y prácticamente nulo en 2017.

Gráfico 1
IMPORTACIONES MUNDIALES DE BIENES, EXCLUIDA UEM. VARIACIÓN ANUAL E INTERTRIMESTRAL, Y CONTRIBUCIONES. VOLUMEN

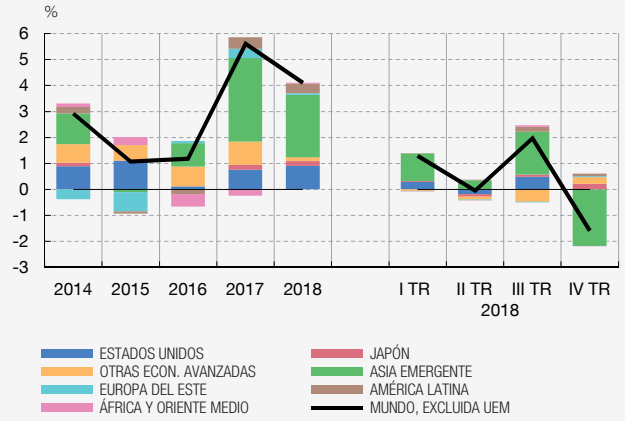


Gráfico 2
GRADO DE APERTURA (2017) (a)

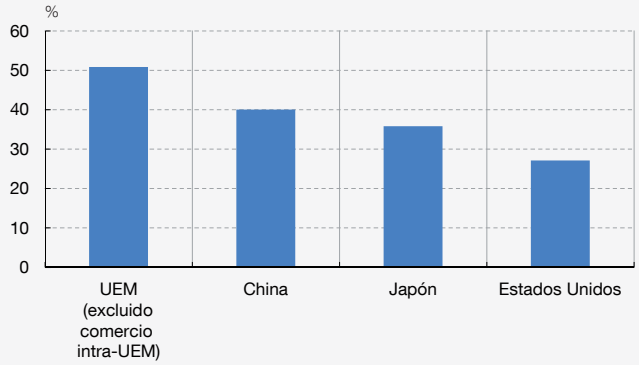


Gráfico 3
UEM. EXPORTACIONES DE BIENES REALES EXTRA-UEM. VARIACIÓN ANUAL Y CONTRIBUCIÓN POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

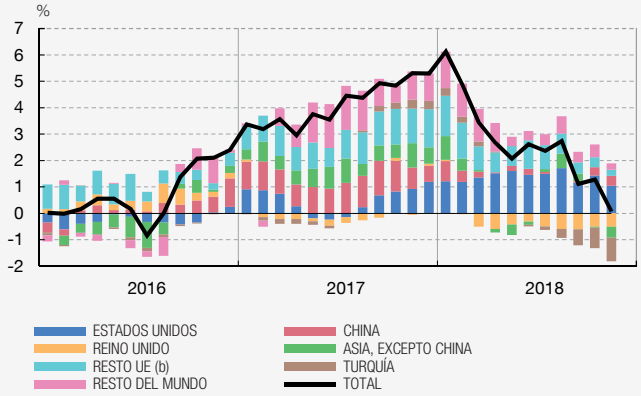


Gráfico 4
EXPORTACIONES EXTRA-UEM, DEMANDA EXTERNA E IMPORTACIONES MUNDIALES. VOLUMEN

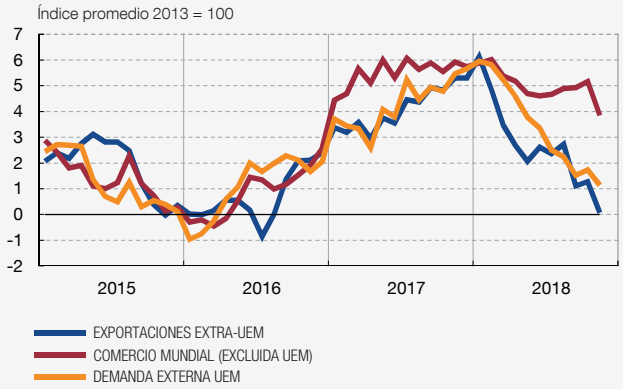


Gráfico 5
UEM. EXPORTACIONES DE BIENES REALES EXTRA-UEM. VARIACIÓN ANUAL Y CONTRIBUCIÓN POR TIPO DE PRODUCTO

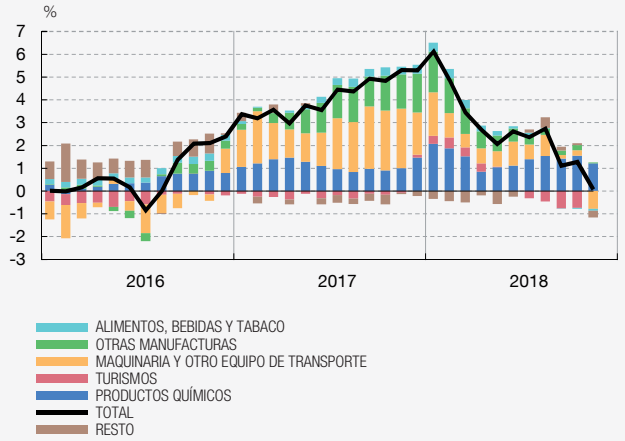
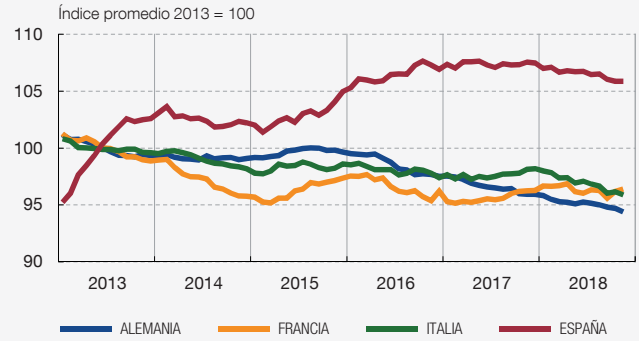


Gráfico 6
CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES EXTRA-UEM (c)



FUENTES: Banco de España, Banco Mundial, Central Planning Bureau, Comisión Europea y Organización Mundial del Comercio.

a Exportaciones más importaciones de bienes y de servicios, en porcentaje del PIB.
b «Resto UE» se refiere a países de la UE no pertenecientes a la UEM, excepto el Reino Unido. Incluye Dinamarca, Suecia, Polonia, Hungría y Rumanía.
c Cuotas calculadas respecto a los mercados de exportación de bienes extra-UEM de cada país.

por productos de sus exportaciones, ha hecho que la UEM sea especialmente sensible a los *shocks* externos y a la desaceleración del comercio mundial. De cara al futuro, las incertidumbres sobre una eventual escalada de medidas proteccionistas configuran un escenario complejo para las exportaciones europeas, especialmente en un contexto, como el actual, de deterioro de las perspectivas económicas globales. Entre los factores más relevantes, destaca el resultado de la investigación llevada a cabo por las autoridades de Estados Unidos sobre las importaciones de automóviles procedentes de Europa, que podría finalizar con mayores aranceles a este tipo de productos, junto con los hipotéticos efectos de desviación de comercio que un eventual acuerdo comercial bilateral entre China y Estados Unidos pudiera tener sobre el área.

El mercado inmobiliario es un elemento clave a la hora de explicar la evolución cíclica de la economía de Estados Unidos: nueve de las once recesiones experimentadas en este país desde la Segunda Guerra Mundial han venido precedidas por una desaceleración significativa del mercado de la vivienda[1]. En este contexto, y especialmente si se tiene en cuenta que se encuentra todavía fresco el recuerdo del papel que este mercado desempeñó en la génesis de la crisis económica y financiera de 2008, la ralentización inmobiliaria observada en la etapa más reciente está suscitando una cierta preocupación. Este recuadro valora la magnitud de la pérdida de vigor reciente del mercado de la vivienda estadounidense, así como las causas que lo determinan, con el objetivo de arrojar luz acerca de su relevancia como factor de riesgo para la prolongación del actual ciclo expansivo de la economía de este país.

En efecto, la inversión residencial ha venido desacelerándose de forma continuada en los últimos años, hasta crecer a tasas prácticamente nulas en la actualidad (véase gráfico 1). Esta disminución de la contribución de la construcción de viviendas al crecimiento del PIB ha venido acompañada de un mantenimiento de la senda alcista de los precios de la vivienda (véase gráfico 2). Detrás de la menor actividad en el mercado residencial hay ciertos factores de demanda. Aunque el buen comportamiento del mercado de trabajo, en términos del descenso de la tasa de paro hasta mínimos históricos y del crecimiento sostenido de los salarios, proporciona un poderoso soporte para la adquisición de viviendas, las encuestas de opinión muestran que los consumidores no consideran que el momento actual sea favorable para la compra de este activo[2].

Parte de la explicación viene dada por las consecuencias de la normalización de la política monetaria sobre el coste de la financiación hipotecaria, y se ha reflejado en un menor ritmo de avance de las compraventas de viviendas y del flujo de crédito nuevo. Como muestra el gráfico 3, desde finales de 2016 el tipo de interés fijo para las hipotecas a treinta años (que constituye la forma de financiación más habitual en el mercado estadounidense[3]) se ha elevado en más de 100 puntos básicos, hasta el entorno del 4,5 %. Si a la evolución del coste de financiación se le añade la de los precios, el resultado es que el indicador de accesibilidad a la vivienda se encuentra en su posición más desfavorable desde el inicio de la crisis financiera (como muestra la línea azul del gráfico). Adicionalmente, la reforma impositiva de 2017 (legislación conocida como la *Tax Cuts and Jobs Act)* ha contribuido a encarecer la compra de vivienda, al limitar el importe máximo de los gastos hipotecarios que es deducible fiscalmente. Los compradores con menores rentas o con menor ahorro para realizar el pago inicial han visto reducido su acceso al mercado, pues los criterios más estrictos de concesión de créditos vigentes tras la crisis se han hecho vinculantes para una proporción más elevada del colectivo de potenciales compradores. En el caso de los segmentos de población más joven, un elemento adicional que ha limitado sus posibilidades de acceder a la compra de vivienda es el deterioro de su calidad crediticia como consecuencia del rápido aumento del saldo de deuda estudiantil (véase gráfico 4)[4].

Aunque la pérdida de dinamismo del mercado residencial estadounidense responde fundamentalmente a factores de demanda, estos se han visto reforzados por diversos elementos relativos a la oferta. En primer lugar, en la etapa reciente se ha producido un aumento notable de los costes de construcción, coincidiendo con la escasez de mano de obra cualificada en el sector[5]. En segundo lugar, las restricciones a la recalificación de suelos como urbanizables, así como las limitaciones de edificabilidad, han contribuido a la escasez de parcelas disponibles para la construcción de vivienda y a su encarecimiento, particularmente en las zonas más próximas al centro de las ciudades[6].

Todo ello ha favorecido el estancamiento de las iniciaciones de viviendas y la desaceleración del gasto en inversión residencial (véase gráfico 5). Además, la construcción de nuevas viviendas ha tendido a concentrarse en el segmento más caro del mercado, por ser el que conserva una mayor rentabilidad[7]. De este modo, a pesar de la desaceleración de la demanda, la puesta en el mercado de nuevas viviendas no cubre la demanda existente en este segmento, y el *stock* de viviendas sin vender se ha reducido hasta niveles mínimos históricos (véase gráfico 6).

La escasez de oferta se ha traducido en aumentos de precios, que, desde 2012, han superado de forma persistente el ritmo de crecimiento de la renta de los hogares (véase gráfico 5). Pero, además, los desajustes entre oferta y demanda tienden a exacerbar la heterogeneidad en la evolución de los distintos segmentos del mercado, en particular a escala regional, que es más pronunciada que en otros países, debido a los fuertes flujos migratorios internos hacia las ciudades, y en particular hacia las áreas metropolitanas de ambas costas. De este modo, los precios muestran una evolución muy dispar, y coexisten áreas geográficas que acumulan aumentos superiores al 180 % desde el año 2000, con otras en las que ese incremento es inferior al 25 % (véase gráfico 7).

De cara a futuro, las perspectivas de que el deterioro reciente del mercado residencial desemboque en una corrección brusca como la ocurrida a raíz de la crisis financiera parecen reducidas, dadas

1 Véase E. Leamer (2007), «Housing is the business cycle», Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 149-233.

2 Así lo señala la evolución del Índice de confianza sobre las condiciones para la compra de vivienda de la Universidad de Michigan.

3 American Bankers Association, «24th Annual ABA Residential Real Estate Survey Report», marzo de 2017.

4 Reserva Federal, «Consumer & Comunity Context», enero de 2019.

5 Véanse las ediciones más recientes del Beige Book de la Reserva Federal.

6 Véase Brookings Institution, «The Goldilocks problem of housing supply: too little, too much, or just right?»

7 Véase Urban Land Institute y PWC, «Emerging Trends in Real Estate 2019».

Gráfico 1
INVERSIÓN RESIDENCIAL

Gráfico 2
CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA Y RENTA PERSONAL DISPONIBLE

Gráfico 3
ACCESIBILIDAD A VIVIENDA Y TIPO DE INTERÉS HIPOTECARIO

Gráfico 4
DEUDA DE LOS HOGARES

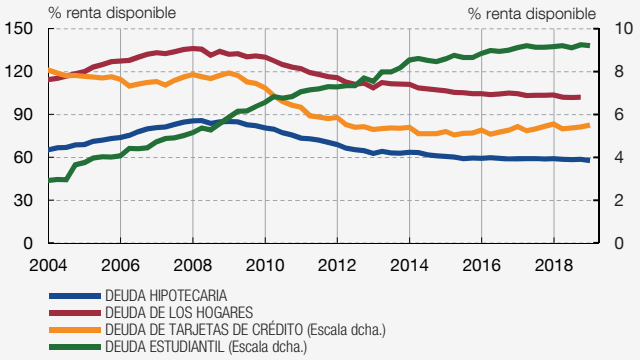


Gráfico 5
ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSTRUCTORES, VIVIENDAS INICIADAS Y GASTO EN CONSTRUCCIÓN

Gráfico 6
STOCK DE VIVIENDA

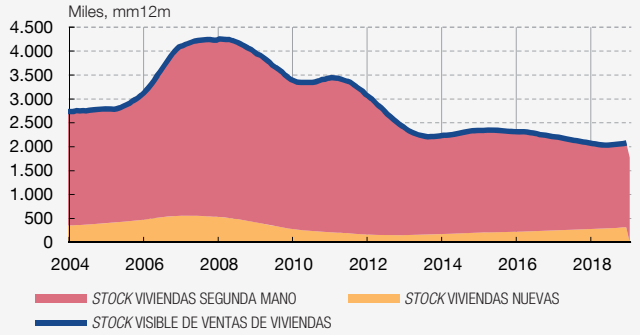


Gráfico 7
ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDA

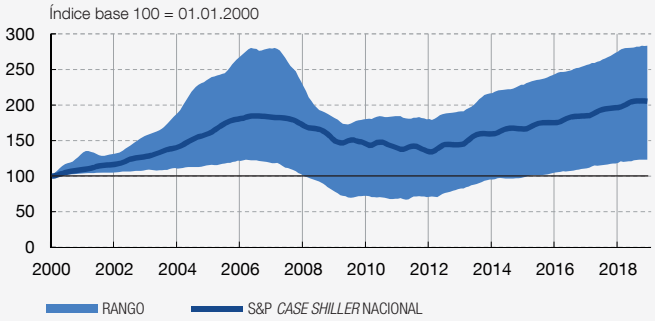
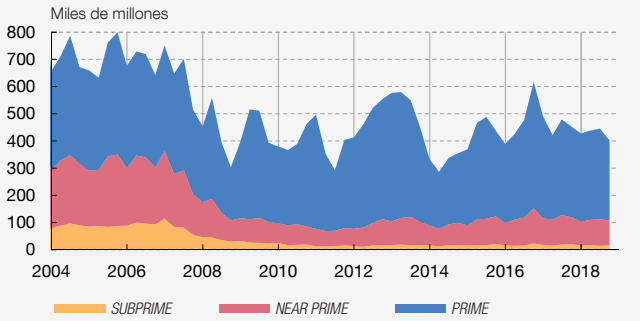


Gráfico 8
CONCESIONES HIPOTECARIAS SEGÚN CALIFICACIÓN CREDITICIA DE LOS HOGARES



FUENTES: Bureau of Economic Analysis, Standard & Poor's, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, NAR - National Association of Realtors, Bloomberg, Reserva Federal, Reserva Federal de Nueva York, U.S. Census Bureau, University of Michigan y MBA - Mortage Bankers Association of America.

las acusadas diferencias existentes entre la situación actual del mercado residencial y la del ciclo anterior. En primer lugar, al menos a escala nacional, los ritmos de construcción de nuevas viviendas y de formación de hogares están alineados entre sí, lo que indica que, a diferencia del ciclo precedente, la dinámica del sector residencial está más respaldada por factores fundamentales y es, por tanto, más sostenible. Además, el ajuste del sector tras la crisis ha hecho que su peso en el PIB de Estados Unidos sea mucho menor en comparación con el ciclo precedente, lo que limita la magnitud del impacto de un eventual deterioro de la actividad en esta rama sobre el resto de la economía. En concreto, el peso de la inversión residencial en el PIB se sitúa en la actualidad algo por debajo del 4%, cifra algo inferior a la media histórica (del 4,6 % desde 1951) y claramente por debajo del máximo del 6,7 % alcanzado en el momento álgido del ciclo inmobiliario anterior. En tercer lugar, el endeudamiento de los hogares es ahora mucho más moderado. En concreto, en comparación con el máximo pre-crisis, las deudas totales e hipotecarias de las familias en porcentaje de su renta disponible se han reducido unos 30 puntos porcentuales hasta el 102 % y el 59 %, respectivamente (véase gráfico 4). Además, el balance agregado del sector ha experimentado un saneamiento significativo durante la prolongada fase de recuperación y la deuda hipotecaria se concentra ahora en aquellos grupos de hogares con menor riesgo crediticio (véase gráfico 8). Por último, los cambios en la regulación financiera introducidos tras la crisis han endurecido los requisitos aplicables a las garantías reales de los créditos hipotecarios y a los derivados financieros creados a partir de estos últimos, lo que ha mitigado los riesgos para la estabilidad financiera —nacional y global— de una corrección en el sector residencial estadounidense[8].

Con todo, la relevancia de este mercado para el conjunto de la economía estadounidense y sus posibles implicaciones para la estabilidad financiera, junto con la habitual dificultad para anticipar posibles cambios bruscos en el ciclo inmobiliario, justifican la creciente atención y el seguimiento continuo de las condiciones de este mercado por parte de analistas e instituciones oficiales.

8 Reserva Federal, «Informe de Estabilidad Financiera», noviembre de 2018.

El pasado 13 de diciembre, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) anunció el fin de las compras netas de activos al final de 2018 y reforzó sus indicaciones en cuanto a la política de reinversión de los activos adquiridos en el marco de su programa de compras (APP, por sus siglas en inglés). En particular, el Consejo manifestó que prevé seguir reinvirtiendo íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo «durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE». En esa misma reunión, el Consejo mantuvo sus expectativas de que dichos tipos se situarían en los niveles actuales «hasta al menos durante el verano de 2019», plazo que extendió a «al menos hasta el final de 2019» en su última reunión, celebrada el 7 de marzo[1].

En este contexto, resulta relevante analizar cómo se han comportado recientemente las expectativas de mercado sobre la evolución futura del tipo de interés de referencia del BCE y cómo compara la senda futura de tipos que actualmente esperan los mercados con la observada en episodios pasados en los que el BCE y la Reserva Federal de Estados Unidos iniciaron ciclos de subidas en sus tipos de interés.

Como se puede observar en el gráfico 1, las expectativas de mercado sobre la evolución futura del tipo de interés de referencia del BCE (el tipo de la facilidad de depósito), aproximadas por la curva *forward* instantánea sobre el índice eonia[2], se han revisado a la baja de manera notable en los últimos meses. En particular, si en octubre de 2018 los mercados descontaban que los tipos de

1 Véanse *Monetary policy decisions,* notas de prensa del BCE de 13 de diciembre de 2018 y de 7 de marzo de 2019. En su reunión del 7 de marzo, el Consejo de Gobierno también acordó la implementación de una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo con objetico específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés).

2 Eonia es el acrónimo de *Euro Overnight Index Average,* que es el tipo de interés interbancario medio en la zona del euro a un día. Desde 2009, este índice tiene un comportamiento muy similar al del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE, que actualmente es el tipo de referencia de la política monetaria en la zona del euro. Por otra parte, hay que tener en cuenta que los tipos *forward*, especialmente para los horizontes más largos, pueden incorporar primas de riesgo, además de las expectativas futuras de tipos de interés.

Gráfico 1
NIVEL DE TIPOS ESPERADOS EN LA ZONA DEL EURO DENTRO DE N MESES

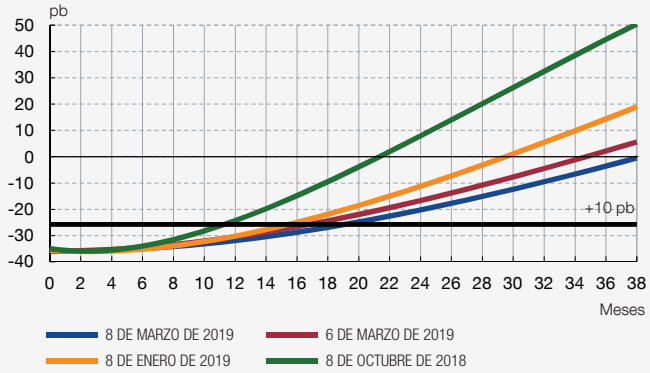


Gráfico 2
AUMENTO ESPERADO Y OBSERVADO DE TIPOS EN LA ZONA DEL EURO ACUMULADO EN N MESES A PARTIR DE LA PRIMERA SUBIDA

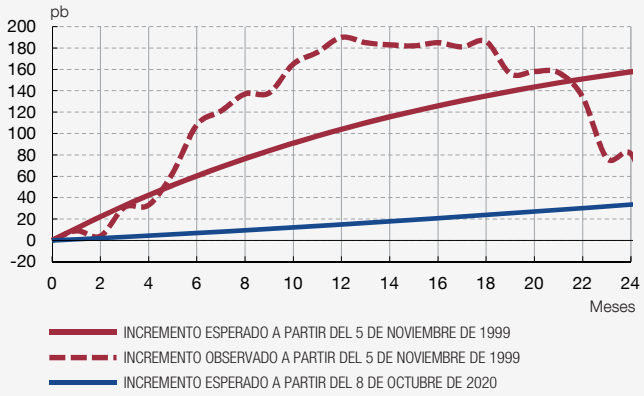


Gráfico 3
AUMENTO ESPERADO Y OBSERVADO DE TIPOS EN LA ZONA DEL EURO ACUMULADO EN N MESES A PARTIR DE LA PRIMERA SUBIDA

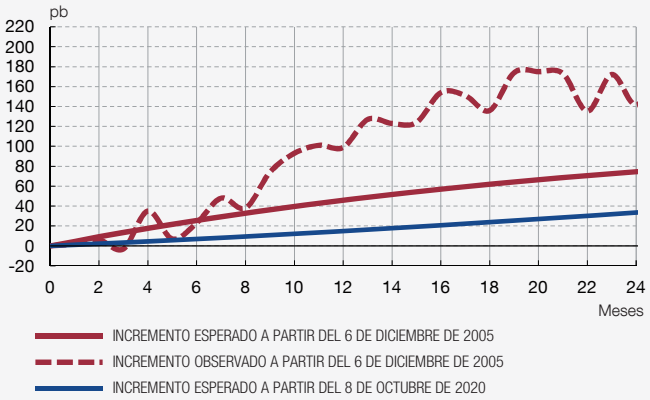
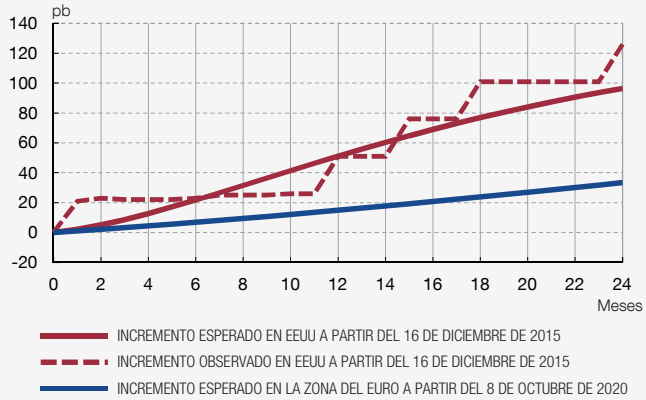


Gráfico 4
AUMENTO ESPERADO Y OBSERVADO DE TIPOS ACUMULADO EN N MESES A PARTIR DE LA PRIMERA SUBIDA



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal y Datastream.
NOTA: Los datos sobre tipos esperados se obtienen calculando la curva *forward* instántanea a partir de OIS *(overnight index swaps).* El tipo de interés observado es el índice eonia para la zona del euro y el *Fed Funds Rate* para Estados Unidos.

interés aumentarían 10 puntos básicos (pb) en los siguientes 12 meses (véase la curva verde del gráfico 1), situando así la primera subida para octubre de este año, ahora prevén que dicho movimiento tenga lugar dentro de 19 meses (véase la curva azul del gráfico 1), lo que implica un retraso hasta octubre de 2020 (asumiendo que esta primera subida fuera de 10 pb). Este cambio vendría explicado, fundamentalmente, por el empeoramiento en las perspectivas de crecimiento global que se observó a finales de 2018, que ha sido especialmente acusado para el área del euro, pero también por el cambio reciente en el horizonte temporal mínimo en el que el Consejo de Gobierno del BCE espera mantener sus tipos de interés oficiales en los niveles actuales, anunciado el pasado 7 de marzo, junto con una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento e inflación para la zona del euro en los próximos años. Tras estos anuncios, se observó una demora de tres meses en la fecha prevista por el mercado para la primera subida de tipos respecto de lo que los mercados anticipaban justo antes de conocer las medidas adoptadas en el último Consejo de Gobierno del BCE (véanse las curvas roja y azul del gráfico 1).

Más allá del retraso en el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés oficiales en el área del euro, el gráfico 1 muestra que las expectativas de mercado sobre la intensidad de un eventual proceso futuro de elevación de estos tipos de interés también se han visto sensiblemente modificadas en los últimos meses. En particular, si a principios del pasado octubre la curva *forward* instantánea sobre el índice eonia anticipaba que el tipo de interés de referencia en el área del euro alcanzaría un nivel positivo a partir de agosto de 2020 (22 meses después), el aplanamiento de esta curva en el período más reciente indica que el mercado prevé que no se alcancen tipos de interés positivos antes de 2022 (dentro de 38 meses).

El elevado gradualismo que los mercados anticipan en la senda futura de aumento de los tipos de interés en el área del euro contrasta con el comportamiento de estos tipos en los dos últimos episodios en los que el BCE inició ciclos de subidas en sus tipos de interés (1999 y 2005)[3], y con las expectativas sobre su evolución que el mercado tenía en el momento del primer incremento de tipos en estos episodios. En particular, en estos momentos la curva *forward* instantánea sobre el índice eonia descuenta que el tipo de referencia europeo se elevaría 34 pb en los dos años siguientes a la primera subida (octubre de 2020) (véase la línea azul de los gráficos 2 y 3), por debajo de los incrementos de 158 pb y de 75 pb que anticipaban los mercados en el momento de la primera alza de tipos en los episodios de endurecimiento de 1999 y 2005, respectivamente (véanse las líneas continuas en rojo en los gráficos 2 y 3), y de los aumentos realmente observados, que fueron de 85 pb y de 141 pb, respectivamente (véanse las líneas punteadas en rojo en los gráficos 2 y 3)[4].

Las expectativas actuales de tipos de interés oficiales en la UEM también contrastan con la intensidad del proceso de normalización observado en Estados Unidos desde que la Reserva Federal subiera sus tipos oficiales por primera vez en este ciclo, en diciembre de 2015. En particular, dos años después de esta primera subida, los tipos de referencia en Estados Unidos se incrementaron 126 pb, aumento muy próximo al que esperaban los mercados en diciembre de 2015 (96 pb), pero muy por encima de las expectativas actuales en el área del euro (véase gráfico 4). En los últimos meses, no obstante, la acumulación de ciertas señales de moderación en el ritmo de avance de la economía estadounidense ha motivado una revisión de la senda de normalización de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal[5]. En estos momentos, de hecho, los mercados esperan que los tipos de interés oficiales en Estados Unidos se sitúen, a corto y a medio plazo, por debajo de los niveles que anticipaban hace solo unos meses.

En conclusión, el deterioro en el entorno macroeconómico reciente y el anuncio de la extensión en el horizonte temporal mínimo en el que el BCE espera mantener sus tipos de interés oficiales en los niveles actuales han provocado que los mercados retrasen significativamente la fecha prevista del comienzo de las subidas de tipos de interés en el área del euro. Además, los mercados anticipan, en estos momentos, que, tras esa primera subida, el perfil de incrementos posteriores sea muy gradual, tanto en términos históricos como en comparación con lo observado en Estados Unidos desde 2015 hasta finales de 2018. La revisión a la baja que se ha producido en los últimos meses en las expectativas de tipos de interés revela que la política de comunicación del BCE acerca de la orientación futura de su política monetaria ha sido efectiva a la hora de guiar las expectativas de los mercados financieros, al condicionar la senda futura de tipos de interés a la situación económica y a las perspectivas sobre la inflación. Esta política de *forward guidance* debería contribuir a mitigar el alcance de la desaceleración de la actividad en la medida en que favorece, a través del ajuste de las expectativas de los mercados, unas condiciones financieras más holgadas.

3 Además, el BCE incrementó el tipo de interés de referencia en dos ocasiones en 2011, en marzo y en julio, aunque este ciclo de subidas se interrumpió ese mismo año, en noviembre, cuando se tomó la decisión de reducir de nuevo el tipo de interés.

4 En los gráficos, la curva *forward* instantánea sobre el índice eonia está normalizada para que comience con un tipo de interés igual a cero en tres momentos distintos: en el actual (mostrándose la curva 19 meses adelantada) y en el inicio de los períodos de endurecimiento de la política monetaria del BCE en 1999 y en 2005. Es importante resaltar que, tanto en 1999 como en 2005, los tipos de interés de referencia en el área del euro se correspondían con los aplicables a las operaciones principales de financiación (MRO, por sus siglas en inglés), que a su vez tenían un comportamiento muy similar al eonia.

5 En la rueda de prensa posterior a la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de finales de enero, en la que se decidió mantener los tipos oficiales sin cambios, el presidente de la Fed, Jerome Powell, advirtió sobre la necesidad de ser pacientes ante modificaciones en la política de tipos. Este mensaje se ha mantenido, ya que el presidente de la Fed sugirió en una entrevista el domingo, 10 de marzo, que no hay prisa en modificar la política actual de tipos.

El pasado 21 de febrero, el Congreso de los Diputados aprobó la Ley reguladora de los contratos de crédito inmobiliario (en adelante, la Ley), que será publicada en el *BOE* en los próximos días y entrará en vigor tres meses después. La Ley, que se aplicará a partir de entonces a los nuevos contratos de crédito hipotecario, salvo en algunos casos concretos, en los que afectará también a los contratos vivos, traspone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2014/17/UE[1], que regula el régimen de protección al cliente y establece las normas de transparencia y de conducta en los contratos de crédito para la adquisición de bienes inmuebles de uso residencial. Además, esta norma contiene otras disposiciones no específicamente previstas en la normativa europea que refuerzan adicionalmente la protección de los prestatarios en distintos aspectos. En este recuadro se resumen los principales elementos de esta ley y se analizan sus posibles efectos sobre el mercado hipotecario.

La Ley introduce una regulación muy detallada de la fase precontractual y exige que los prestamistas proporcionen a los prestatarios información del contenido de los contratos mediante una ficha europea de información normalizada, que se considerará oferta vinculante, y una ficha de advertencias estandarizadas, que incluye información sobre las cláusulas y los elementos más relevantes del contrato. Por otra parte, se le da una mayor relevancia a la figura del notario, quien se encargará de garantizar que se le ha entregado al cliente toda la información necesaria en los plazos previstos y ejercerá una labor de asesoramiento sobre el contenido de las cláusulas del contrato. El contenido del acta constituirá una prueba de dicho asesoramiento y de la manifestación de que el prestatario comprende y acepta el contenido de los documentos entregados, a efectos de cumplir con el principio de transparencia en su vertiente material. Por su parte, el registrador de la propiedad denegará la inscripción de aquellas cláusulas de los contratos que sean contrarias a las normas imperativas o declaradas nulas por el Tribunal Supremo.

También se introducen varias normas de conducta y de organización interna de las entidades prestamistas, y se exige una evaluación de la solvencia del prestatario antes y durante la vida del préstamo, remuneraciones al personal de la entidad prestamista no ligadas al volumen de las operaciones crediticias, para evitar incentivos adversos, y la prohibición, en general, de ventas vinculadas al préstamo. Además, a diferencia de la situación actual, en la que la mayor parte de los gastos relacionados con la contratación del préstamo suelen recaer en el prestatario, tras la entrada en vigor de la Ley, los de gestoría, notaría y registro corresponderán al prestamista, el prestatario asumirá solamente los de tasación y los de las copias notariales que solicite[2].

La regulación en vigor únicamente limita las comisiones máximas por reembolso anticipado (es decir, cuando el cliente devuelve anticipadamente una parte o la totalidad de la deuda viva) en los contratos a tipo de interés variable. Como se observa en el

1 Directiva 2014/17/ UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de febrero de 2014, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial y por la que se modifican las directivas 2008/48/CE y 2013/36/UE y el Reglamento.

2 El impuesto sobre actos jurídicos documentados también corre a cargo del prestamista, tras la entrada en vigor del Real Decreto-ley 17/2018.

Cuadro 1

	Años de vida del préstamo	Normativa actual (%)	Nueva ley (a) (%)	
Comisiones máximas por:				
Cambio de tipo variable a tipo fijo	0-3	0,50	0,15	
	3-5	0,50	0,00	
	>5	0,25	0,00	
Reembolso anticipado en préstamos a tipo de interés fijo	0-10	(b)	2,00	
	>10	(b)	1,50	
			Tres años (c) (%)	Cinco años (c) (%)
Reembolso anticipado en préstamos a tipo de interés variable	0-3	0,50	0,25	0,15
	3-5	0,50	0,00	0,15
	>5	0,25	0,00	0,00

FUENTE: Ley reguladora de los contratos de crédito inmobiliario.

a La indemnización nunca podrá exceder de la pérdida financiera del prestamista.
b La comisión aplicada será la que hayan pactado las partes. Si no han pactado nada, la comisión será el importe de la pérdida financiera para la entidad.
c Plazo pactado para el cobro de comisiones.

cuadro 1, la nueva ley reduce estas comisiones máximas, que pasan del 0,5 % y del 0,25 % del capital amortizado, según tengan lugar en los cinco primeros años de vida del préstamo o después, al 0,25 % durante los tres primeros años (o, alternativamente, al 0,15 % durante los cinco primeros años, en función de lo que acuerden las partes) y al 0 % después. Pero, además, se introducen límites máximos a las comisiones por reembolso anticipado en los préstamos a tipo de interés fijo (del 2 % del capital amortizado los diez primeros años de vida, y del 1,5 % posteriormente)[3]. Las comisiones más elevadas en los préstamos a tipo de interés fijo se justifican porque con esta modalidad los prestamistas podrían incurrir en una pérdida financiera en caso de que se produjera un reembolso anticipado. Esta pérdida aparece cuando el tipo de interés de mercado se reduce por debajo del de la hipoteca, ya que en ese caso el prestamista deja de ingresar el interés pactado durante la vida residual del préstamo y encuentra rentabilidades de mercado inferiores a la hora de reinvertir los fondos amortizados anticipadamente en activos de similares características. Como se observa en el gráfico 1, esta pérdida depende fundamentalmente del plazo de vida residual de la hipoteca y de la distancia (positiva) entre el tipo de interés de la hipoteca y el de mercado, y también, aunque en menor medida, del nivel de la rentabilidad

3 En todo caso, el importe de las comisiones no podrá exceder, ni en los créditos a tipo fijo ni en los que son a tipo variable, del de la pérdida financiera ocasionada al prestamista.

Gráfico 1
PÉRDIDA PARA EL PRESTAMISTA ASOCIADA A REEMBOLSOS ANTICIPADOS EN PRÉSTAMOS A TIPO FIJO EN FUNCIÓN DEL DIFERENCIAL ENTRE EL TIPO DE LA HIPOTECA Y EL DE MERCADO, DE LA RENTABILIDAD DE MERCADO Y DEL PLAZO

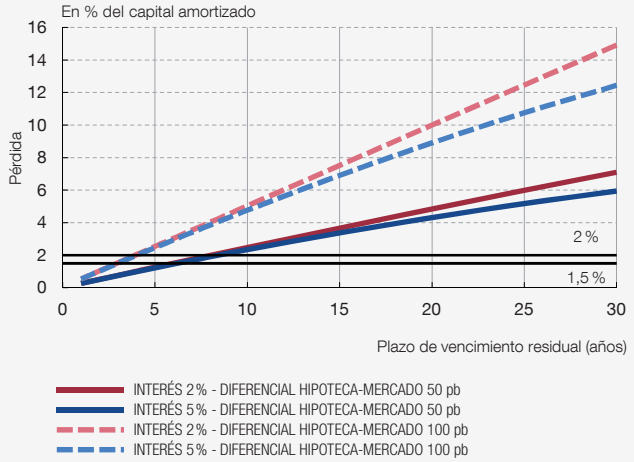


Gráfico 2
NÚMERO DE MENSUALIDADES IMPAGADAS PARA ALCANZAR EL LÍMITE DEL 3 %, EN FUNCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS APLICADO, DEL PLAZO DE VENCIMIENTO RESIDUAL Y DE LA PROPORCIÓN DEL PRÉSTAMO AMORTIZADA

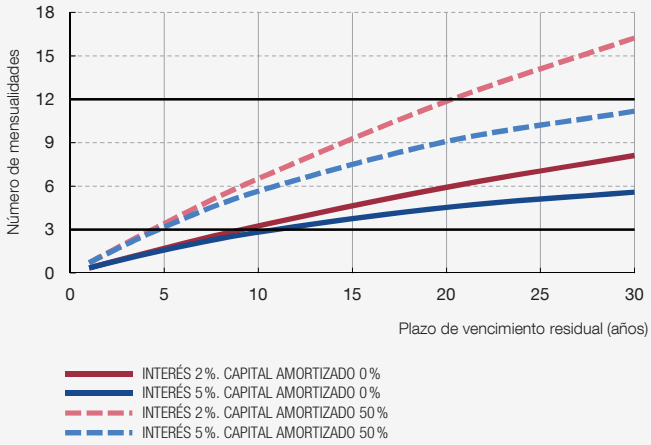


Gráfico 3
NÚMERO DE MENSUALIDADES IMPAGADAS PARA ALCANZAR EL LÍMITE DEL 7 %, EN FUNCIÓN DEL TIPO DE INTERÉS APLICADO, DEL PLAZO DE VENCIMIENTO RESIDUAL Y DE LA PROPORCIÓN DEL PRÉSTAMO AMORTIZADA

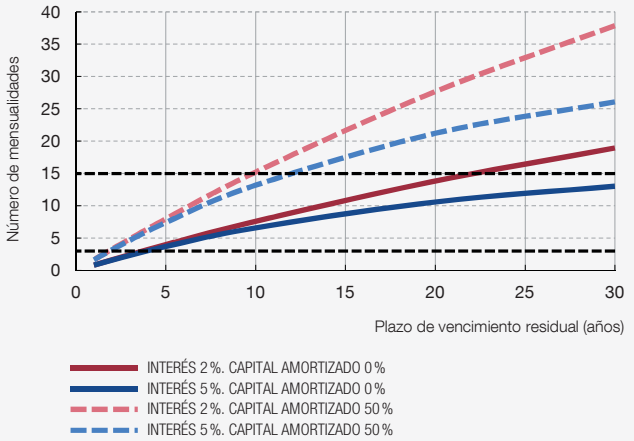
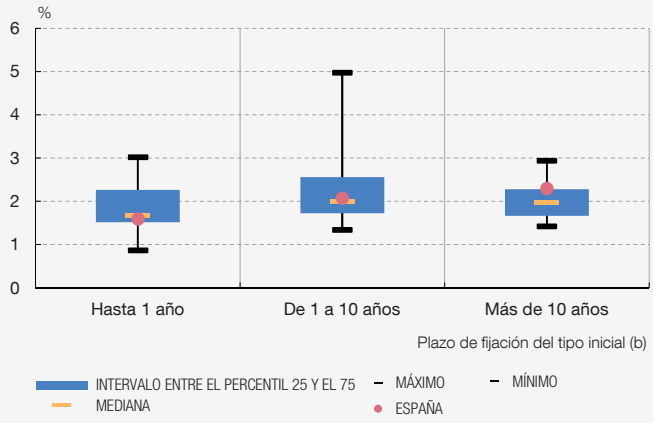


Gráfico 4
DISPERSIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS HIPOTECARIOS EN LA UEM (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Valores medios de los tipos de nuevas operaciones en diciembre de 2018 para cada país.
b Período durante el que se mantiene el tipo fijado en la concesión.

de mercado[4]. En este gráfico se aprecia también que los límites máximos que establece la nueva regulación (las líneas negras discontinuas del gráfico) no cubrirían completamente en ciertos casos la pérdida financiera para el prestamista en los préstamos a tipo fijo.

La Ley regula también el vencimiento anticipado, que es el derecho que tiene el prestamista a dar por terminado el contrato en caso de que el prestatario deje de pagar un determinado número de cuotas del préstamo, como paso previo a la ejecución de la garantía. Concretamente, establece que, para que el prestamista pueda ejercer este derecho, las cuotas impagadas deben superar el 3 % del capital concedido o 12 cuotas mensuales, si se produce durante la primera mitad de la vida del préstamo, y el 7 % del capital concedido o 15 cuotas mensuales, si ocurre durante la segunda mitad. Se exige, además, que el prestamista haya requerido el pago pendiente al prestatario y le haya concedido, al menos, un mes para cumplir. Esta regulación se aplicará no solo a los nuevos contratos, sino también a las hipotecas vivas que tuvieran cláusulas de vencimiento anticipado, salvo que el deudor alegara que el contenido de aquellas le fuera más favorable o que el vencimiento anticipado se hubiera producido con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley. Como se puede observar en los gráficos 2 (para la primera mitad de la vida del préstamo) y 3 (para la segunda), el número de cuotas impagadas necesarias para llegar a acumular un 3 % o un 7 %, respectivamente, del capital concedido que hace que la entidad prestamista pueda proceder al vencimiento anticipado depende del tipo de interés y del plazo de vida residual de la hipoteca, y de la parte del préstamo amortizada. En la mayoría de los casos, este número es claramente superior a las tres cuotas mensuales (en línea discontinua negra en los gráficos) que habitualmente recogían las cláusulas de las hipotecas como requisito para el vencimiento anticipado[5]. Por tanto, la regulación del vencimiento anticipado llevará generalmente a un mayor plazo para la recuperación de la deuda impagada de los préstamos morosos.

Por último, la Ley introduce incentivos para la subrogación (cambio de entidad) y novación (cambio de las condiciones de la hipoteca en la misma entidad) de préstamos en aquellos casos en los que la hipoteca cambie de tipo de interés variable a tipo de interés fijo (véase cuadro 1). Concretamente, se establecen unas comisiones máximas menores que las que se aplican con carácter general al reembolso anticipado de los préstamos a tipo variable: del 0,15 % en los tres primeros años (frente al 0,25 % en aquellos casos en que se fijen las comisiones por un período de tres años), y del 0 % posteriormente (frente al 0,15 % entre el tercer y el quinto año en aquellos casos en los que las comisiones se fijen por un período de cinco años). Estos límites son también inferiores a los vigentes en la actualidad (del 0,5 % los cinco primeros años y del 0,25 % con posterioridad). Estas reformas se aplicarán tanto a los nuevos préstamos como a los preexistentes.

La aprobación y la próxima entrada en vigor de la nueva ley podrían tener distintos efectos sobre el mercado hipotecario. Por una parte, la introducción de cláusulas imperativas de obligado cumplimiento (como en el caso de la regulación del vencimiento y del reembolso anticipados), junto con el reforzamiento de la información disponible para los clientes en la fase precontractual, cabría esperar que contribuya a reducir la inseguridad jurídica y la elevada litigiosidad actual en este mercado, lo que debería redundar en una mayor actividad crediticia y en un mejor funcionamiento del segmento hipotecario.

Adicionalmente, la mayor transparencia y estandarización de la información disponible sobre los contratos y los menores costes de transacción asociados al cambio de prestamista podrían elevar la competencia procedente de operadores tanto nacionales como europeos. En relación con esto segundo, conviene recordar que una de las motivaciones de la directiva era avanzar en la integración de los mercados hipotecarios europeos. En todo caso, dado que persisten todavía notables diferencias entre las normativas aplicables en esta área de los distintos países y que, además, como se observa en el gráfico 4, España no se sitúa, en la mayoría de los segmentos, entre los países con niveles de tipos de interés más elevados[6], cabría esperar que los efectos sobre los costes de financiación asociados a una posible mayor integración de estos mercados a escala europea fueran moderados.

Por otra parte, los mayores gastos de constitución de hipotecas soportados por los prestamistas y, en particular, los límites a las comisiones máximas por amortización anticipada en los contratos a tipo fijo podrían propiciar un cierto aumento de los tipos de interés de los nuevos préstamos, especialmente en el caso de los aplicados a esta última modalidad.

El retraso en la recuperación de la deuda impagada para los prestamistas podría traducirse en un cierto endurecimiento de las condiciones crediticias, sobre todo en las aplicadas a los deudores con un mayor perfil de riesgo. Asimismo, los requisitos más estrictos de evaluación de la solvencia del prestatario podrían contribuir a reforzar estos últimos efectos, al tiempo que favorecerían una mejora de la calidad de la cartera crediticia de las entidades. En cualquier caso, el efecto final de la nueva regulación sobre las condiciones de financiación hipotecaria dependerá también del impacto en la dirección contraria asociado a la posible mayor competencia y al descenso de la incertidumbre jurídica.

4 En el gráfico 1 se representa el valor actual de las pérdidas futuras para la entidad. Las pérdidas futuras se actualizan utilizando un factor de descuento que depende del tipo de interés de mercado. Cuanto mayor es el tipo de interés de mercado, más se descuentan las pérdidas futuras, por lo que su valor actual se reduce.

5 La normativa vigente no regula el vencimiento anticipado, pero la mayoría de los contratos vivos incluyen cláusulas de vencimiento anticipado en las que generalmente se establece que este ocurre a partir de tres cuotas impagadas.

6 En la fecha de referencia del gráfico, en España los porcentajes del importe de las nuevas operaciones por tramos fueron: 35 % hasta un año, 32 % entre uno y diez años, y 33 % a más de diez años.

Por último, la mayor facilidad para convertir los préstamos de tipo variable a tipo fijo podría incentivar un cierto desplazamiento del *stock* de deuda hacia los contratos a tipo fijo, lo que reduciría el elevado peso que actualmente tienen las hipotecas a tipo de interés variable[7] y se traduciría en una transferencia del riesgo de tipo de interés desde los deudores hacia los acreedores, quienes, en principio, están en mejores condiciones para gestionarlo. No obstante, el alcance de este efecto dependerá de las preferencias entre riesgo y coste de los deudores o, en otras palabras, de hasta qué punto están dispuestos a asegurarse un tipo de interés fijo a lo largo de la vida del préstamo a cambio de incurrir en un coste esperado más elevado, como reflejo tanto de una prima de riesgo de tipo de interés como de otra asociada al posible reembolso anticipado.

7 Las operaciones a tipo fijo solo suponen en torno al 10 % del *stock* total de préstamos, pese a que en los últimos años se está produciendo un incremento de esta modalidad de préstamos en las nuevas concesiones.

A lo largo de la etapa expansiva actual, la economía española ha presentado un crecimiento robusto del empleo, cuyo nivel aumentó en 2018, por quinto año consecutivo. Esta dinámica está permitiendo absorber una parte notable del paro generado durante la crisis[1]. La persistencia de un período suficientemente largo de creación neta de empleo permite analizar los procesos de creación y de destrucción bruta de puestos de trabajo, al objeto de examinar los posibles cambios que hayan podido producirse en estos en comparación con el período de crisis y, especialmente, con los últimos años de la expansión anterior. En el presente recuadro se aborda esta cuestión a través de un análisis descriptivo de las tasas de entrada y de salida del empleo a partir de la información de flujos de la Encuesta de Población Activa[2], incidiendo en el desglose por tipo de contrato (temporal e indefinido).

En el gráfico 1 se presenta, junto con la variación interanual del PIB, la tasa de creación de empleo, que se aproxima mediante la ratio entre los flujos totales de entrada al empleo en un trimestre y la suma de la población parada y de la inactiva en el trimestre previo (esto es, la probabilidad de que una persona que no está ocupada pase a estarlo en los tres meses siguientes). Como puede observarse, tras alcanzar un mínimo en 2013, de en torno al 5,8 %, la tasa de creación de empleo presentó una tendencia ascendente hasta mediados de 2017, y permaneció relativamente estable desde entonces en valores cercanos al 6,5 %. Aunque este porcentaje es inferior al observado antes de la crisis, cuando superaba el 8 %, hay que tener en cuenta que esto se debe, fundamentalmente, al mayor volumen de población inactiva y desempleada (esto es, el denominador de la ratio) que se observa en la actualidad, mientras que el empleo creado es, en términos brutos, similar al de los años previos a la recesión[3]. De hecho, la intensidad del proceso de creación de empleo sería incluso algo mayor en la presente recuperación, si se tomase en consideración que el crecimiento del PIB, que impulsa la creación de empleo, es actualmente algo inferior al observado en los dos años anteriores al comienzo de la crisis.

En cuanto a los flujos de transición del empleo al paro, la probabilidad de pasar a estar desempleado, medida por el cociente entre quienes pierden su empleo en un trimestre y el total de personas empleadas en el trimestre anterior, ha experimentado oscilaciones más marcadas en el período reciente. En concreto, tras mostrar un fuerte incremento durante la fase más aguda de la recesión, esta variable ha presentado un perfil descendente a partir de 2013, hasta situarse en el 3,3 % a finales de 2018 (véase gráfico 2). No obstante, aunque esta tasa sea la más reducida de los diez últimos años, es todavía casi 1 punto porcentual (pp) mayor que la del bienio 2006-2007. También, de modo análogo a la definición de la tasa de creación de empleo descrita anteriormente, si los flujos de salida de la ocupación tuvieran en cuenta la transición hacia una situación de no empleo que, además del paro, incluyera la inactividad, la tasa de destrucción sería similar en la actualidad a la del período precrisis (véase gráfico 3).

Al analizar las entradas al empleo en función del tipo de contrato, se observa que la proporción de entrantes al mercado laboral que acceden a él mediante un contrato temporal se incrementó entre 2009 y 2015, en línea con los mayores incentivos que las empresas tienen para optar por este tipo de contratación en contextos de elevada incertidumbre (véase gráfico 4). Esta evolución estuvo acompañada, además, de una importante reducción de las conversiones de trabajadores temporales en indefinidos (véase gráfico 5). Posteriormente, a pesar de encontrarse ya más afianzada la recuperación económica, la tasa de temporalidad de las entradas al empleo no ha mostrado signos de moderación y se ha mantenido estable en un nivel ligeramente superior al observado en 2006. Sí se ha observado, en cambio, un repunte en el porcentaje de puestos temporales que se convierten en indefinidos a partir de 2017, a pesar del cual este porcentaje se situaba a finales de 2018 en el 8 %, un nivel claramente inferior al observado antes de la crisis, cuando llegó a alcanzar valores próximos al 13 %[4]. La resistencia a la baja en la temporalidad de las entradas al empleo es generalizada, en mayor o menor medida, en las cinco grandes ramas de actividad analizadas[5], aunque algo más marcada en la construcción que en el resto. Asimismo, en todas las ramas, la tasa de conversión de trabajadores temporales en indefinidos era en 2018 inferior a la de 2006, especialmente en los servicios privados y en la industria. En la construcción ha repuntado en el último año y se ha acercado al nivel de 2006.

Por lo que respecta a la destrucción de empleo, son también mayoritariamente los trabajadores con un contrato temporal quienes la padecen. Como se aprecia en el gráfico 6, la proporción que representan los ocupados con contrato temporal respecto a los asalariados que pasan a estar en paro se situó durante la crisis en valores más reducidos que los observados al final de la anterior fase expansiva, evolución que es coherente con el aumento de la probabilidad de despido que, independientemente del tipo de contrato, cabe esperar en los peores momentos de una recesión.

1 En 2018, en concreto, el empleo creció un 2,7 %, avance similar al observado en los dos años precedentes. Véase «La evolución del empleo y del paro en 2018, según la Encuesta de Población Activa», *Boletín Económico,* 1/2019, Banco de España.

2 Todos los flujos representados se han calculado en el Banco de España, a partir de los microdatos del Instituto Nacional de Estadística, y se presentan como medias móviles de cuatro trimestres, para eliminar los movimientos estacionales, que son muy acusados.

3 Así, la tasa de creación de empleo en la actual recuperación sería muy parecida a la de los años precrisis si, alternativamente, se calculara como el cociente entre el flujo de nuevo empleo y su *stock* en el año anterior, dado que esta última variable presenta ahora un nivel similar al de 2006-2007 (véase gráfico 3).

4 Hasta mediados de 2006, las conversiones se veían además favorecidas por las bonificaciones generalizadas de las que estas disfrutaban, que fueron eliminadas con la reforma del mercado de trabajo aprobada a mediados de ese año. Posteriormente se han mantenido en vigor algunas bonificaciones para ciertos tipos de contratos, como los de aprendizaje, con escaso peso en el total de los empleos creados.

5 Agricultura, industria, construcción, servicios públicos y servicios privados.

Al inicio del actual período expansivo, este porcentaje volvió a crecer, como es habitual en las etapas alcistas del ciclo, hasta que se estabilizó en 2016, y desde entonces permanece en un nivel similar al observado en 2006, de forma generalizada por ramas de actividad.

En conclusión, en la actual expansión no se aprecian grandes cambios en la creación y en la destrucción de puestos de trabajo respecto a lo observado entre 2006 y 2007, esto es, al final del ciclo expansivo anterior, una vez que se tienen en cuenta el ritmo de crecimiento del PIB y los niveles de ocupados, de parados y de

Gráfico 1
TASA DE CREACIÓN MEDIA DE EMPLEO Y EVOLUCIÓN DEL PIB

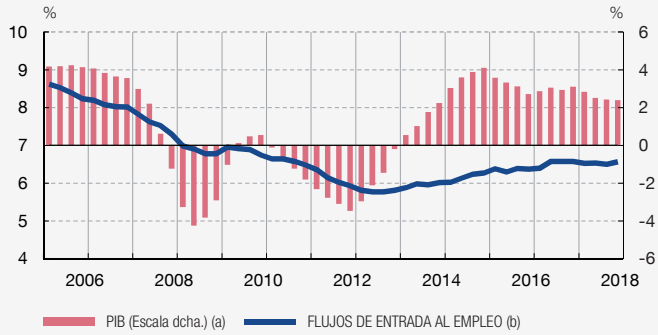


Gráfico 2
TASA DE DESTRUCCIÓN MEDIA DE EMPLEO Y EVOLUCIÓN DEL PIB

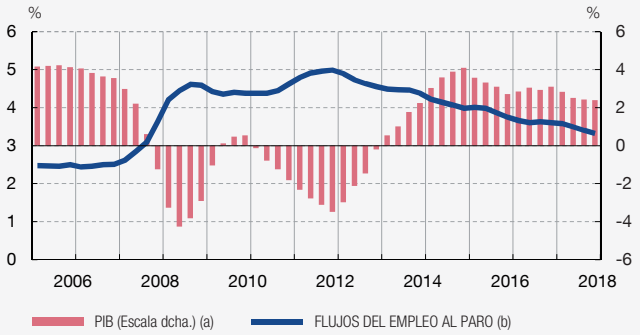


Gráfico 3
FLUJOS DE CREACIÓN Y DE DESTRUCCIÓN DE EMPLEO SOBRE EMPLEO T-1 (c)

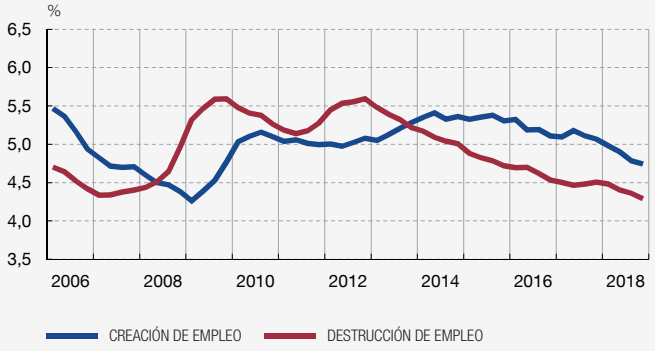


Gráfico 4
ENTRADAS AL EMPLEO TEMPORAL DESDE EL NO EMPLEO. PESO SOBRE EL TOTAL DE ENTRADAS AL EMPLEO ASALARIADO (d)

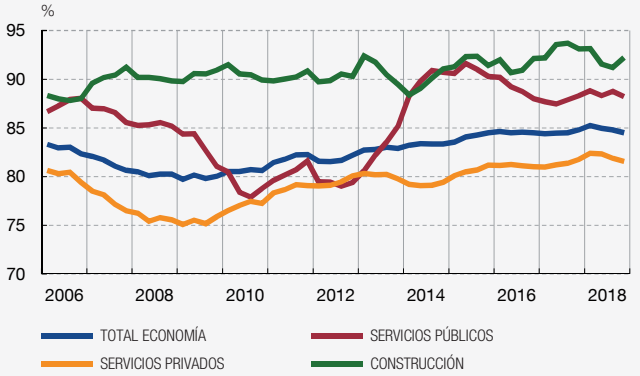


Gráfico 5
CONVERSIONES DE EMPLEO TEMPORAL A INDEFINIDO

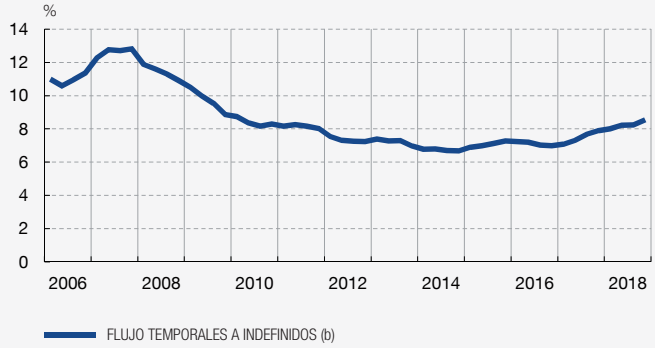
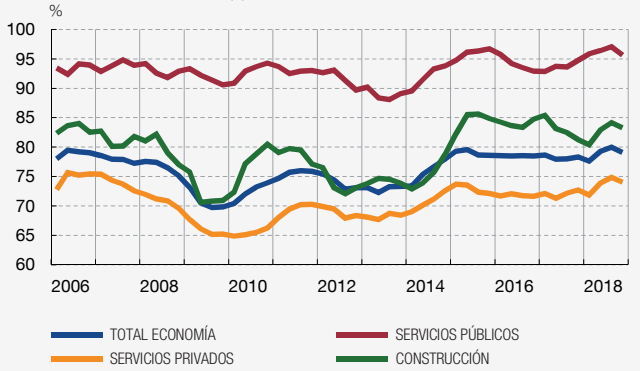


Gráfico 6
SALIDAS DEL EMPLEO TEMPORAL AL PARO. PESO SOBRE EL TOTAL DE SALIDAS DE ASALARIADOS (d)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la serie ajustada de estacionalidad.
b En porcentaje de la población origen. Promedio de cuatro trimestres.
c Flujos de creación o de destrucción de empleo (en personas) sobre empleo oficial en t - 1. Promedio de cuatro trimestres.
d Flujos (en personas) de los temporales totales o de una rama sobre el flujo de asalariados correspondiente. Promedio de cuatro trimestres.

inactivos de ambos períodos. Los dos procesos siguen sustentándose, fundamentalmente, en la ocupación con contratos temporales, mientras que la creación de puestos de trabajo indefinidos y, especialmente, las conversiones, que ya eran reducidas en la anterior expansión, parecen haber descendido aún más en el período de la crisis y en la subsiguiente recuperación, si bien las conversiones a indefinidos han experimentado un repunte en el último bienio. El mercado laboral español sigue adoleciendo, por tanto, a pesar de los profundos cambios normativos observados a lo largo del período considerado, de una excesiva temporalidad y rotación del empleo, algo que incide negativamente no solo sobre la productividad, sino también sobre la desigualdad de los ingresos laborales, lo que sugiere la conveniencia de potenciar el atractivo de la contratación indefinida, sin que ello vaya en detrimento de la creación de empleo.

La actividad económica perdió dinamismo en el área del euro a lo largo de 2018, afectada, principalmente, por el peor comportamiento de la demanda mundial y, en algunos países, por factores de carácter transitorio que han lastrado el crecimiento (véase gráfico 1). Los factores externos también han contribuido negativamente a la evolución de la economía española, si bien en este caso las tasas de crecimiento se han mantenido estables, en registros elevados (en el entorno del 0,6 %-0,7 % intertrimestral), claramente superiores a los del área del euro en su conjunto. Esta mayor resistencia de la economía española se sigue observando en los últimos indicadores de actividad publicados, referidos tanto al cierre del ejercicio pasado como al trimestre en curso. En este sentido, el presente recuadro evalúa y cuantifica las diferencias en los desarrollos recientes de las economías del área del euro y de España, que podrían estar reflejando elementos idiosincrásicos de esta última, que compensarían la incidencia de los factores negativos que afectan a ambas áreas y que explicarían la mayor desaceleración de la primera.

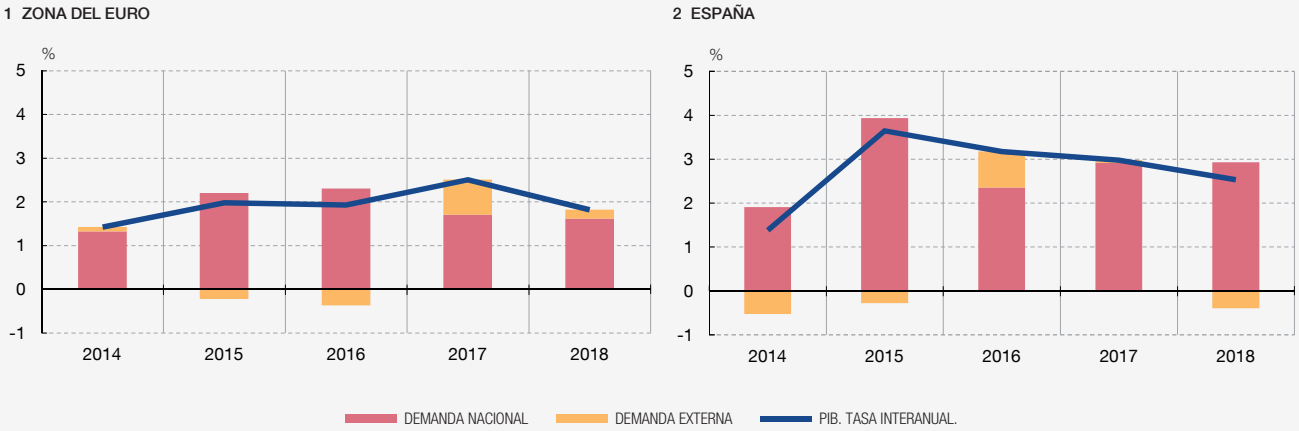
La evolución en el muy corto plazo de la actividad económica se puede evaluar con la ayuda de modelos de predicción en tiempo real[1], como los modelos factoriales dinámicos de los que dispone el Banco de España tanto para nuestra economía como para la del área del euro, denominados *Spain-STING* y *Euro-STING,* respectivamente. Estos dos modelos son equivalentes en términos metodológicos, aunque están diseñados para la predicción en tiempo real de cada economía particular, a través de la selección de indicadores coyunturales específicos. Estas herramientas han demostrado ser muy útiles a la hora de procesar las señales obtenidas a partir del flujo de un conjunto relativamente amplio de indicadores y combinarlas en una visión conjunta sobre la evolución del crecimiento del PIB en el trimestre en curso. Con cada nueva publicación de datos referidos a un indicador concreto, estos modelos permiten obtener una revaluación del estado de la economía, medida a través del cambio en la proyección del crecimiento del PIB en el trimestre corriente.

La comparación de las sendas de las proyecciones obtenidas con el *Spain-STING* y con el *Euro-STING* permite valorar el impacto de la información más reciente sobre la actividad económica en ambas economías. Es importante destacar que, en la interpretación de los resultados de estos modelos, debe otorgarse mayor significación a los cambios en las proyecciones a lo largo del tiempo que a las propias estimaciones puntuales, que no deben interpretarse, con carácter general, como la mejor proyección disponible acerca del crecimiento del PIB. De hecho, en la práctica habitual del Banco de España y de la mayoría de los analistas económicos nacionales e internacionales, las cifras proporcionadas por estos modelos concretos se complementan, para la formulación de la mejor proyección, con las procedentes de otras herramientas cuantitativas, así como con información adicional ajena a los modelos.

Un aspecto adicional que se ha de tener en cuenta es que estos modelos generan previsiones para cada uno de los indicadores que incorporan, y, por tanto, la previsión de crecimiento del PIB solo se revisará en caso de que la nueva información sea distinta a la esperada por el modelo. De esta forma, son las sorpresas positivas (negativas) en los datos las que impactan positivamente (negativamente) en la proyección del PIB. A modo de ejemplo, un crecimiento positivo de la producción industrial no se traducirá necesariamente en una revisión al alza de la previsión del PIB, sino

1 Véanse M. Camacho y G. Pérez Quirós (2010), «Introducing the Euro-STING: Short-Term INdicator of euro area Growth», *Journal of Applied Econometrics,* 25(4), pp. 663-694; M. Camacho y G. Pérez Quirós (2011), «Spain-STING: Spain Short-Term INdicator of Growth», *Manchester School,* 79(1), pp. 594-616, y A. Arencibia Pareja, A. Gómez Loscos, M. de Luis López y G. Pérez Quirós (2017), *A short-term forecasting model for the Spanish economy: GDP and its demand components,* Documentos Ocasionales, n.º 1801, Banco de España.

Gráfico 1
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB Y APORTACIONES AL CRECIMIENTO



FUENTE: Eurostat.

que lo hará solo si ese crecimiento fuese mayor que el que esperaba el modelo.

En el cuadro 1 se presenta el conjunto de los indicadores publicados desde principios de este año que emplean cada uno de estos dos modelos, así como su fecha de publicación y el impacto diferencial que su incorporación ha generado sobre la previsión del PIB en el primer trimestre de 2019, para el área del euro en su conjunto y para España, respectivamente. Un primer aspecto que hay que destacar es que no se observa un patrón uniforme en cuanto a la dirección en la que ha afectado la nueva información a las previsiones de crecimiento de cada economía, ya que el número de revisiones a la baja ha sido similar al de revisiones al alza. No obstante, cuando se cuantifica la magnitud de los impactos de las revisiones en su conjunto, se observan diferencias claras entre ambas economías. En este sentido, en el gráfico 2 se observa de manera más directa que la nueva información recibida desde el 1 de enero ha llevado a una revisión a la baja de las previsiones del *Euro-STING* para el crecimiento intertrimestral del PIB del área del euro en el primer trimestre, mientras que el efecto agregado ha sido positivo en el caso de la economía española. En particular, entre el 1 de enero y el 13 de marzo, la proyección del crecimiento del PIB se ha reducido aproximadamente una décima para el área del euro, mientras que se ha revisado en una magnitud similar, pero al alza, en el caso de España.

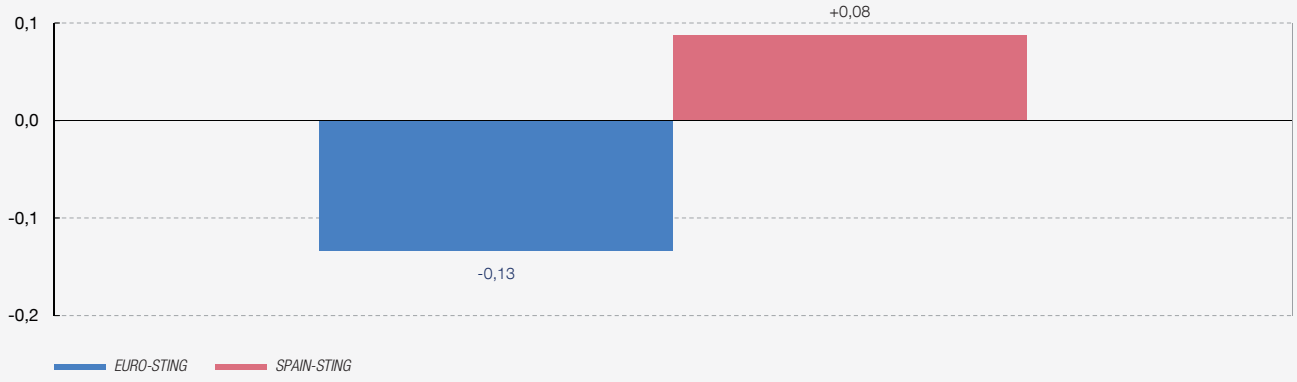
Cuadro 1
IMPACTO DE LOS ÚLTIMOS INDICADORES SOBRE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA EN ESPAÑA Y EN EL ARÉA DEL EURO

Euro-STING				*Spain-STING*			
Indicador	Fecha de publicación	Período de referencia	Impacto sobre el PIB	Indicador	Fecha de publicación	Período de referencia	Impacto sobre el PIB
PMI compuesto	4.1.2019	Diciembre	=	Afiliados a la Seguridad Social	3.1.2019	Diciembre	+
Ventas al por menor	7.1.2019	Noviembre	+	Consumo eléctrico industrial	4.1.2019	Diciembre	-
ESI	8.1.2019	Diciembre	=	PMI compuesto	4.1.2019	Diciembre	-
Producción industrial	14.1.2019	Noviembre	-	ESI sin consumidores	8.1.2019	Diciembre	-
Empleo (revisión)	14.1.2019	III TR 2018	=	IPI no energético	11.1.2019	Noviembre	-
PIB final	14.1.2019	III TR 2018	=	IPI de materiales de construcción	11.1.2019	Noviembre	=
Exportaciones	15.1.2019	Noviembre	-	Ventas de grandes empresas	15.1.2019	Noviembre	-
Nuevos pedidos industr.	22.1.2019	Noviembre	+	Importaciones reales (bienes)	22.1.2019	Noviembre	=
PMI *flash* compuesto	24.1.2019	Enero	+	Exportaciones reales (bienes)	22.1.2019	Noviembre	=
ESI	30.1.2019	Enero	+	ESI sin consumidores	30.1.2019	Enero	-
PIB *flash* preliminar	31.1.2019	IV TR 2018	=	Crédito	31.1.2019	Diciembre	-
Ventas al por menor	5.2.2019	Diciembre	-	Avance PIB IV TR 2018	31.1.2019	IV TR 2018	+
PMI compuesto	5.2.2019	Enero	=	Consumo eléctrico industrial	1.2.2019	Enero	+
Producción industrial	13.2.2019	Diciembre	-	Afiliados a la Seguridad Social	4.2.2019	Enero	-
PIB *flash*	14.2.2019	IV TR 2018	-	PMI compuesto	5.2.2019	Enero	+
Empleo	14.2.2019	IV TR 2018	+	IPI no energético	7.2.2019	Diciembre	-
Exportaciones	15.2.2019	Diciembre	=	IPI de materiales de construcción	7.2.2019	Diciembre	+
PMI *flash* compuesto	21.2.2019	Febrero	+	Ventas de grandes empresas	11.2.2019	Diciembre	+
Nuevos pedidos industr.	22.2.2019	Diciembre	-	Importaciones reales (bienes)	21.2.2019	Diciembre	=
ESI	27.2.2019	Febrero	+	Exportaciones reales (bienes)	21.2.2019	Diciembre	=
PMI compuesto	5.3.2019	Febrero	=	ESI sin consumidores	27.2.2019	Febrero	=
Ventas al por menor	5.3.2019	Enero	+	Crédito	28.2.2019	Enero	+
PIB componentes	7.3.2019	IV TR 2018	+	Consumo eléctrico industrial	1.3.2019	Febrero	-
Empleo (revisión)	7.3.2019	IV TR 2018	=	Afiliados a la Seguridad Social	4.3.2019	Febrero	-
Producción industrial	13.3.2019	Enero	+	PMI compuesto	5.3.2019	Febrero	=
				IPI no energético	8.3.2019	Enero	+
				IPI de materiales de construcción	8.3.2019	Enero	=
				Ventas de grandes empresas	12.3.2019	Enero	+

FUENTE: Banco de España.

En conclusión, el conjunto de los indicadores coyunturales recogidos en los modelos y publicados en los últimos meses ha afectado de forma diferenciada a la previsión de crecimiento de la actividad de España respecto a la de la zona del euro. La divergencia en la evolución de ambas áreas podría deberse al mayor impacto de elementos idiosincrásicos en la economía española, que estarían ejerciendo un efecto positivo sobre la actividad a corto plazo. En cualquier caso, es preciso matizar que la información estadística disponible en la fecha de cierre de este Informe para el primer trimestre del año se refiere casi exclusivamente a la primera mitad del trimestre y a un conjunto reducido de indicadores, lo que no permite descartar que los elementos comunes al resto del área del euro se estén transmitiendo, o lo acaben haciendo con mayor intensidad, si persisten en el tiempo, a la economía española.

Gráfico 2
PREVISIÓN DE LA TASA INTERTRIMESTRAL DEL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2019. VARIACIÓN ENTRE EL 1 DE ENERO Y EL 13 DE MARZO DE 2019



FUENTE: Banco de España.

Recuperación del precio de los activos financieros en los mercados internacionales, en un contexto en el que las políticas monetarias adquieren un tono más acomodaticio

Desde principios de año, los mercados financieros internacionales han mostrado un comportamiento muy favorable, que contrasta con las turbulencias sufridas a finales de 2018. Así, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, los índices bursátiles han comenzado 2019 con notables ascensos, en un contexto de caídas generalizadas de la volatilidad y de un mayor apetito por activos de riesgo (véase gráfico 2).

Estas dinámicas de mercado han venido condicionadas por el cambio de tono de la política monetaria a escala global y por un mayor optimismo respecto de la posibilidad de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. Las medidas implementadas por las autoridades de este último país para contrarrestar la ralentización de su economía y algunas sorpresas positivas en los resultados empresariales americanos también contribuyeron a esta recuperación de los mercados. Estos factores han pesado más en el sentimiento de los inversores que la reciente revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento mundial, que ha sido especialmente acusada en el área del euro.

En Estados Unidos, la Reserva Federal subió su tipo de interés de referencia en la reunión de diciembre, pero su política de comunicación adoptó después un tono marcadamente acomodaticio. Este cambio de tendencia fue confirmado tras la reunión de política monetaria de enero, en la que la institución afirmó que sería «paciente» en cuanto a futuros ajustes en los tipos de interés y, sorprendiendo al mercado, abrió la puerta a una posible ralentización en el ritmo de la reducción de su balance.

En la zona del euro, el BCE también reforzó el tono acomodaticio de su política monetaria. En su reunión de marzo, el BCE indicó, como se detalla en la sección 3.2, que espera que sus tipos de interés oficiales se mantengan en los niveles actuales al menos hasta el final de 2019, un plazo más amplio de lo que indicaban sus comunicaciones anteriores («hasta al menos durante el verano de 2019»). El Consejo de Gobierno de la institución también anunció una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo (TLTRO-III), con el propósito de mantener unas condiciones de financiación favorables y una transmisión fluida de la política monetaria.

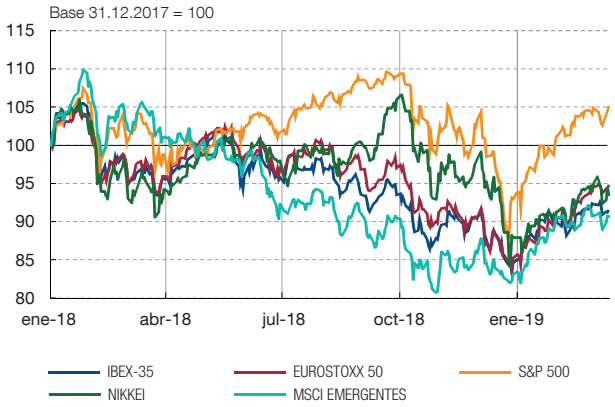
Estas decisiones de política monetaria han tenido un notable impacto en las expectativas de los mercados sobre la evolución futura de los tipos de interés. Así, en Estados Unidos los mercados no anticipan, actualmente, ninguna subida en los tipos de interés oficiales durante 2019, e incluso consideran la posibilidad de una bajada en 2020. Mientras tanto, las expectativas de los mercados sobre la fecha de la primera subida de los tipos de interés de referencia en el área del euro se han retrasado hasta octubre de 2020 (véase recuadro 4). Estos cambios, en cuanto a la senda futura de los tipos de interés, han presionado a la baja el rendimiento de los bonos soberanos a largo plazo (en especial, en el área del euro) y han servido para impulsar las valoraciones de los activos de riesgo a través de la tasa de descuento.

En este escenario, las primas de riesgo han tendido a reducirse. Desde comienzos de año, las compensaciones por riesgo bursátil, riesgo de plazo o riesgo de crédito han

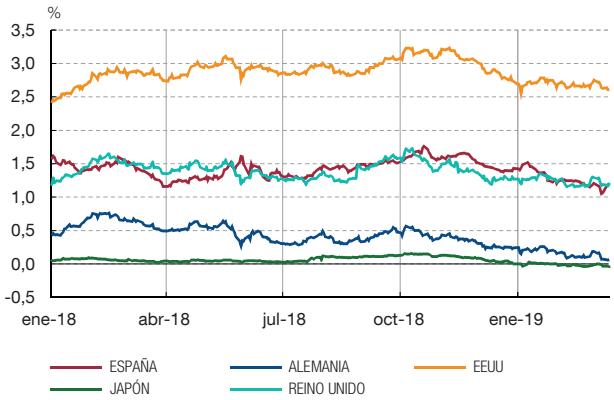
LOS MERCADOS FINANCIEROS HAN MOSTRADO UN COMPORTAMIENTO FAVORABLE GRÁFICO 2

El año ha comenzado con revalorizaciones bursátiles, aunque el comportamiento en España ha sido relativamente peor, al verse lastrado por los resultados de algunas entidades financieras. La rentabilidad de los bonos soberanos también se ha reducido, ante las expectativas de cambios en el tono de la política monetaria.

1 ÍNDICES BURSÁTILES



2 TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTE: Datastream.

Descargar

experimentado caídas generalizadas. En renta fija, destaca la compresión en los diferenciales soberanos de las economías emergentes, mientras que la caída de las primas de riesgo en la deuda corporativa de las economías avanzadas no ha sido suficiente para compensar los aumentos observados a final de 2018.

Los mercados cambiarios no han experimentado grandes fluctuaciones en los primeros meses de 2019. Destacan la apreciación de la libra esterlina y la depreciación del yen japonés. Como en los últimos meses, la cotización de la libra en el período más reciente ha continuado marcada por los vaivenes en las expectativas de mercado respecto a cómo y cuándo se producirá la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Por su parte, la reciente depreciación del yen, moneda utilizada tradicionalmente como activo refugio y en operaciones de *carry trade*, debe ponerse en perspectiva con la acusada apreciación experimentada a finales de 2018, en un contexto de marcada aversión al riesgo en los mercados. Finalmente, el tipo de cambio del euro ha mostrado una ligera tendencia a la depreciación, pero no se ha visto afectado significativamente por los anuncios de política monetaria.

A pesar del comportamiento favorable de los mercados desde principios de año, persisten importantes riesgos a la baja. En particular, el rebote experimentado por las cotizaciones bursátiles en los últimos meses ha vuelto a impulsar las valoraciones en este mercado hasta niveles muy exigentes en términos históricos, especialmente en algunas geografías. Asimismo, en un contexto en el que las primas de riesgo de crédito permanecen relativamente contenidas, mientras que los niveles de deuda (pública y privada) en algunas regiones se mantienen en registros muy elevados, una desaceleración más intensa o persistente del crecimiento global podría dar lugar a un reajuste brusco de las valoraciones, con efectos potencialmente muy disruptivos tanto en los mercados financieros y como en el entorno macroeconómico.

3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

3.1 El contexto exterior del área del euro

La actividad y el comercio globales continúan desacelerándose, aunque con diferencias geográficas

En el cuarto trimestre de 2018, la actividad global continuó su senda de desaceleración, aunque con diferencias por áreas. El crecimiento fue más robusto en Estados Unidos y en Asia emergente que en otras regiones, aunque tanto la economía americana como la china mostraron una ralentización. De esa forma, el PIB mundial creció un 3,7 % en el conjunto de 2018, una décima menos que en 2017 y por debajo de lo esperado al principio del año. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a la continuidad de la ralentización de la economía mundial al inicio de 2019 (véase gráfico 3.1).

El comercio mundial se contrajo en el cuarto trimestre un 0,9 % intertrimestral (it), tras crecer un 1,3 % it en el trimestre previo. La contracción fue especialmente intensa en las economías asiáticas, una vez que se disipó el efecto de anticipación previo a la entrada en vigor, en septiembre, del aumento de aranceles por parte de Estados Unidos sobre los productos chinos (véase gráfico 3.2). Además, la debilidad de la demanda interna en China también contribuyó a la caída de los intercambios. Los indicadores adelantados de comercio mundial, como los pedidos de exportación, apuntan a una continuada debilidad de los intercambios de bienes y de servicios en el primer trimestre de 2019.

Por otra parte, en los mercados de materias primas el precio del barril de *Brent* ha aumentado más de un 17 % desde mediados de diciembre y cotiza en el entorno de los 67 dólares. Este repunte se ha debido, fundamentalmente, a los recortes de la producción de la OPEP y de sus socios, así como al impacto sobre la oferta de las sanciones estadounidenses a Venezuela y a Irán. El precio de los metales también ha repuntado.

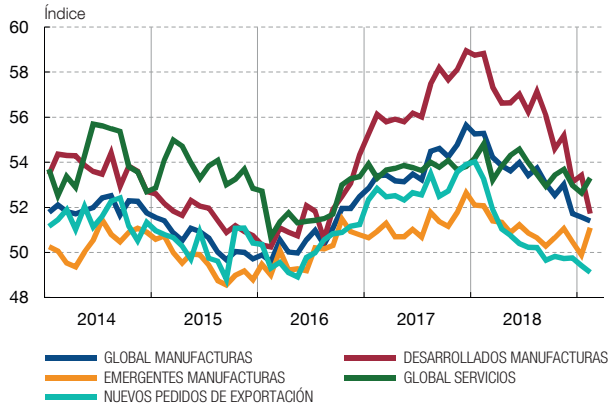
La actividad en las economías avanzadas sorprendió a la baja y se desaceleró el crecimiento en Estados Unidos, ante lo que la Reserva Federal adoptó un tono cauteloso

Entre las principales economías desarrolladas, **la evolución ha sido un tanto dispar.** El crecimiento del PIB del cuarto trimestre en Estados Unidos fue del 2,6 %, en tasa trimestral anualizada, tras el 3,4 % del tercero, debido a la desaceleración del consumo privado y a pesar de que la inversión mostró cierto repunte (véase gráfico 4.1). Y en el Reino Unido el avance del PIB se redujo hasta el 0,2 % it, en un entorno de elevada incertidumbre en torno al *brexit,* que se reflejó en una fuerte caída de la inversión. En Japón, el PIB creció un 0,3 % it, tras caer un 0,7 % en el tercero, si bien el sector exterior mantuvo una contribución negativa. Por su parte, las tasas de inflación continuaron con una tendencia decreciente (véase gráfico 4.2), reflejando la evolución del componente energético, mientras que las tasas subyacentes se han mantenido estables, pese al crecimiento de los salarios y al buen momento de los mercados de trabajo (véase gráfico 4.3). En este entorno de dudas sobre el crecimiento global, tensiones en los mercados financieros y escasas presiones inflacionistas, los bancos centrales han adoptado un tono más cauteloso (véase gráfico 4.4). La Reserva Federal se apartó de su senda de normalización de la política monetaria, adoptó un tono más neutral y dependiente de la evolución económica, y sugirió que la reducción del balance concluirá en la segunda mitad de 2019. El Banco de Japón revisó a la baja sus perspectivas de inflación y mantuvo inalteradas sus medidas de política monetaria,

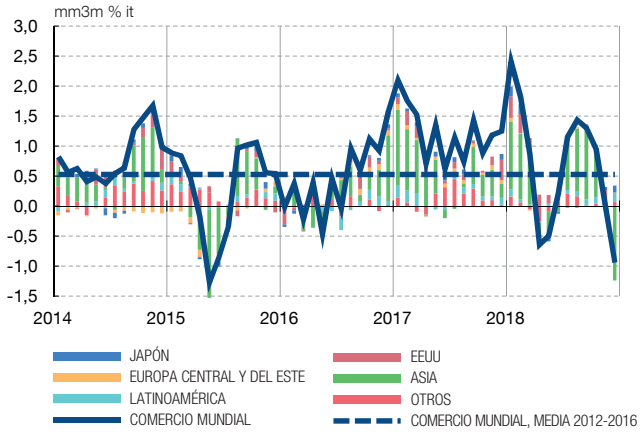
LA PRODUCCIÓN Y EL COMERCIO MUNDIALES SE DESACELERAN GRÁFICO 3

Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a la continuidad de la ralentización de la economía mundial al inicio de 2019. La contracción del comercio global fue especialmente intensa en las economías asiáticas, una vez que se disipó el efecto de anticipación previo a la entrada en vigor del aumento de aranceles por parte de Estados Unidos sobre los productos chinos.

1 PMI GLOBALES



2 CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL Y SUS CONTRIBUCIONES



FUENTES: CPB, Markit y cálculos propios.

Descargar

mientras que el Banco de Inglaterra rebajó su previsión de crecimiento del PIB y se ha mostrado dispuesto a reaccionar ante los acontecimientos relacionados con el *brexit*. En ese sentido, se ha activado el acuerdo permanente de *swaps* entre el Banco de Inglaterra y el BCE para el préstamo de euros y libras a las entidades financieras, como apoyo al funcionamiento de los mercados.

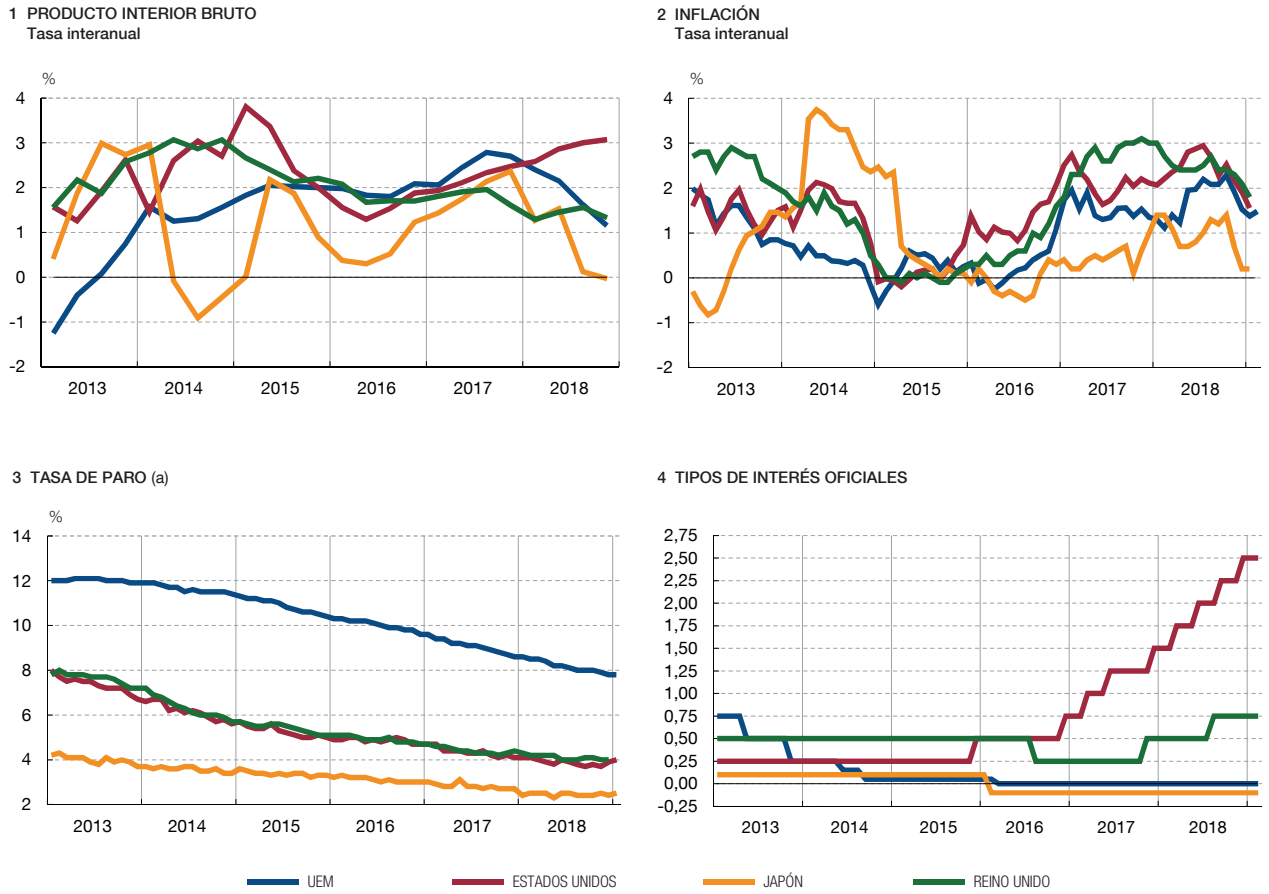
Los mercados financieros emergentes evolucionaron de manera favorable, en un entorno de políticas monetarias más acomodaticias, tras el movimiento de la Reserva Federal y las políticas de estímulo en China

Pasando a las economías emergentes, los mercados financieros mostraron un comportamiento favorable. Como se ha descrito en la sección 2, ello se debió a las perspectivas de política monetaria más acomodaticia en Estados Unidos, las nuevas medidas de estímulo en China y el mayor optimismo sobre la posibilidad de un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos (véanse gráficos 5.1 a 5.3). Los índices bursátiles evolucionaron positivamente (especialmente, los asiáticos, liderados por China), los tipos de cambio se mantuvieron, en general, bastante estables, se registraron entradas netas de capitales y las emisiones de renta fija repuntaron en enero y febrero. Entre las excepciones, cabe mencionar a Argentina y a Turquía —cuyos mercados resultaron afectados por los datos de inflación elevada y los cambios regulatorios del banco central, en el primer caso, y por las nuevas medidas intervencionistas del Gobierno, en el segundo—, y a México, donde el tipo de cambio se depreció tras el recorte del *rating* de la petrolera estatal PEMEX por debajo del grado de inversión.

La evolución de la actividad en las economías emergentes ha sido también, en general, menos dinámica. El crecimiento en China se moderó en el cuarto trimestre del 6,5 % al 6,4 % interanual, como resultado de la escalada en la guerra comercial con Estados Unidos, y por el endurecimiento de las políticas de saneamiento financiero implantadas durante 2018 (véase gráfico 6.1). Sin embargo, ante los riesgos de desaceleración más intensa, las autoridades han respondido con medidas de estímulo en los frentes fiscal, monetario y financiero. En América Latina, los datos de contabilidad

ECONOMÍAS DESARROLLADAS: MODERACIÓN DE LA ACTIVIDAD Y DE LA INFLACIÓN GRÁFICO 4

Entre las principales economías desarrolladas, la evolución ha sido un tanto dispar y las tasas de inflación continuaron con una tendencia decreciente, pese al buen momento de los mercados de trabajo. Los bancos centrales han adoptado un tono más cauteloso.



FUENTES: IFS y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

Descargar

nacional del cuarto trimestre reflejaron el bajo crecimiento en las dos mayores economías —Brasil y México— y la continuidad de la recesión en Argentina. Las políticas monetarias de las economías emergentes se han mantenido, en general, sin cambios ante el tono más acomodaticio de la Reserva Federal y el buen comportamiento de la inflación (véase gráfico 4.2) y de los mercados financieros.

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

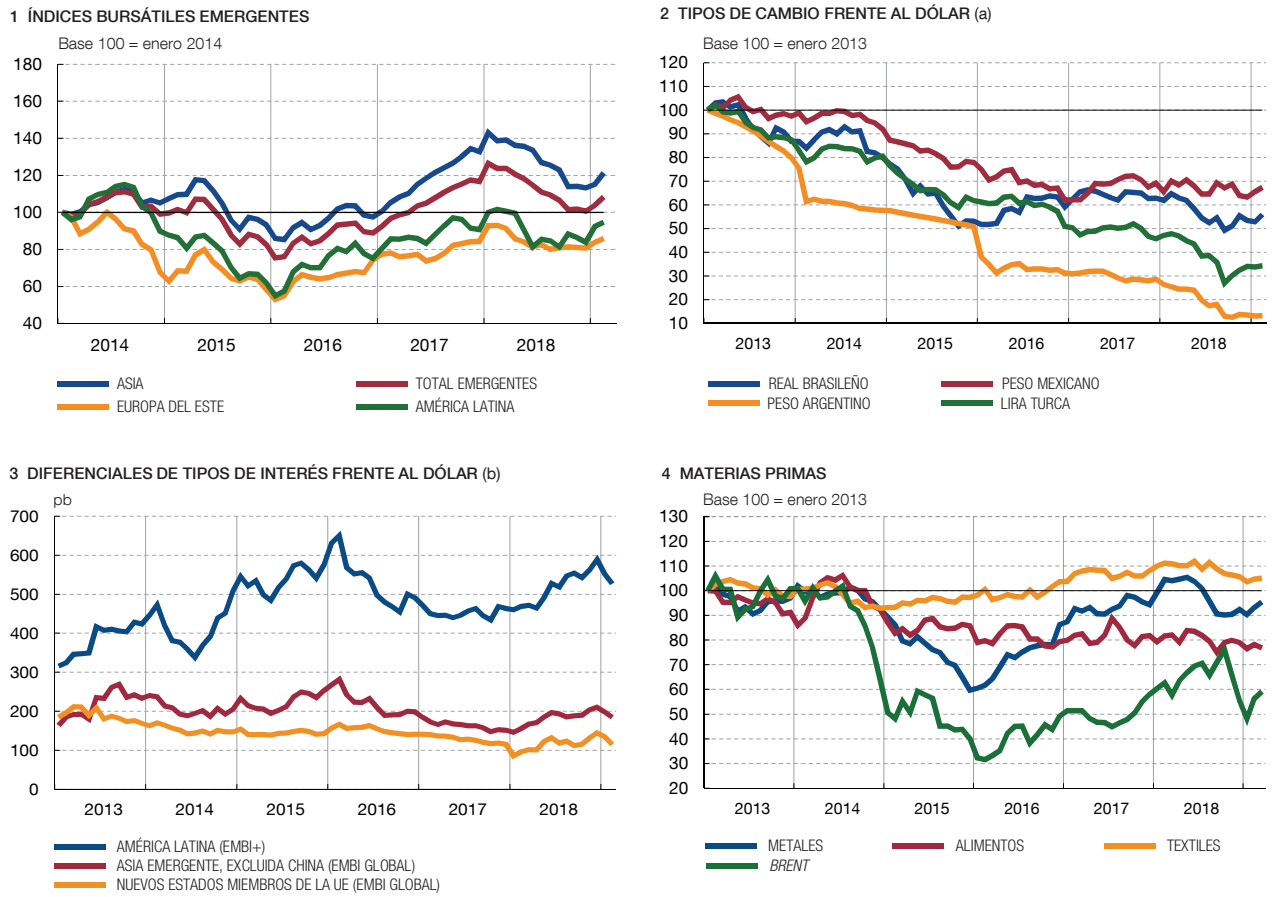
La debilidad de la actividad económica del área del euro a finales de 2018 refleja factores externos y otros internos que afectan a países y a sectores determinados

En el área del euro, la actividad económica continuó sorprendiendo por su modesto ritmo de avance. En el último trimestre del año, el PIB avanzó un 0,2 % it, tasa similar a la del trimestre anterior y por debajo de lo esperado (véase gráfico 7.1). Por países, el bajo crecimiento reflejó un avance casi nulo del PIB en Alemania y una contracción de la actividad en Italia por segundo trimestre consecutivo (véase gráfico 7.2). El avance interanual se situó en el 1,2 % en el cuarto trimestre, resultado de una moderación en la contribución de la demanda interna y, sobre todo, de la demanda exterior neta. El consumo privado se moderó, en un contexto de crecimientos más reducidos del empleo.

LOS MERCADOS FINANCIEROS EMERGENTES HAN TENIDO UNA EVOLUCIÓN POSITIVA Y LAS MATERIAS PRIMAS SE RECUPERAN

GRÁFICO 5

Los mercados financieros de las economías emergentes mostraron un comportamiento favorable, reflejado en las bolsas, una apreciación de los tipos de cambio y una reducción de los diferenciales soberanos. En los mercados de materias primas, el precio del barril de *Brent* ha aumentado más de un 17 % desde mediados de diciembre.



FUENTES: IFS y Banco de España.

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

Descargar

La ralentización de la actividad refleja la confluencia de factores externos e internos, en un entorno de elevada incertidumbre. Como se explica en el recuadro 2, la demanda externa de la UEM se ha reducido en mayor medida que el comercio mundial. Además, la incertidumbre procedente del entorno exterior está afectando notoriamente a la confianza empresarial y a la inversión. También hay factores internos que afectan a países y sectores determinados, y que están teniendo un efecto más prolongado de lo previsto, especialmente los relacionados con la industria del automóvil.

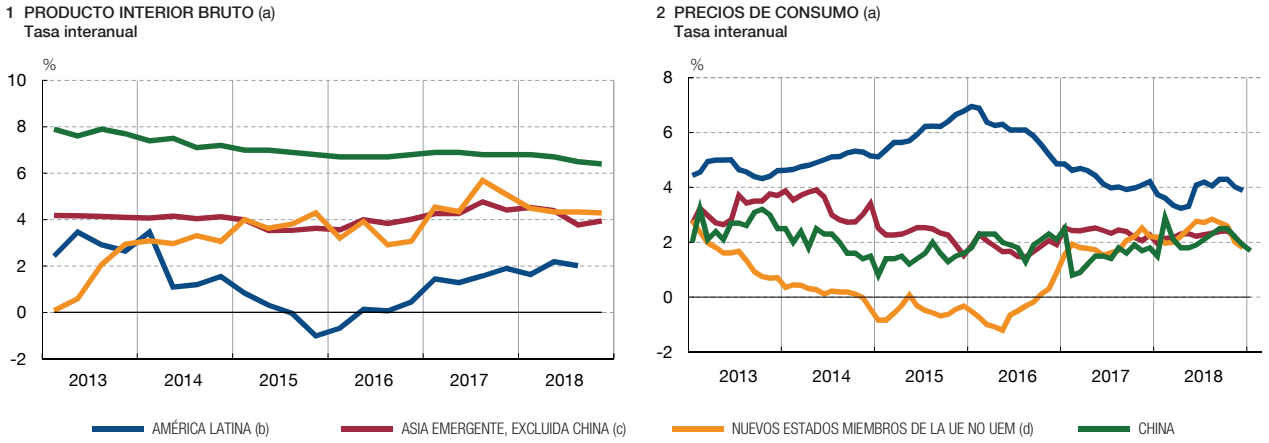
Las previsiones de crecimiento del PIB del área del euro se han revisado notablemente a la baja, especialmente para 2019

Los indicadores más recientes, principalmente cualitativos, tienden a prolongar este escenario de debilidad durante la primera parte de 2019. La confianza de empresas y de consumidores y las expectativas de exportación han tendido a profundizar su deterioro. En las manufacturas, los indicadores apuntan a una posible contracción en el primer trimestre del año. Los indicadores cuantitativos disponibles son escasos, pero indican una

LAS ECONOMÍAS EMERGENTES SE DESACELERAN Y LA INFLACIÓN SE MODERA

GRÁFICO 6

La evolución de la actividad en las economías emergentes ha sido, en general, menos dinámica, y la inflación, medida por la tasa de variación de los precios de consumo, ha continuado reduciéndose.



FUENTES: IFS y Banco de España.

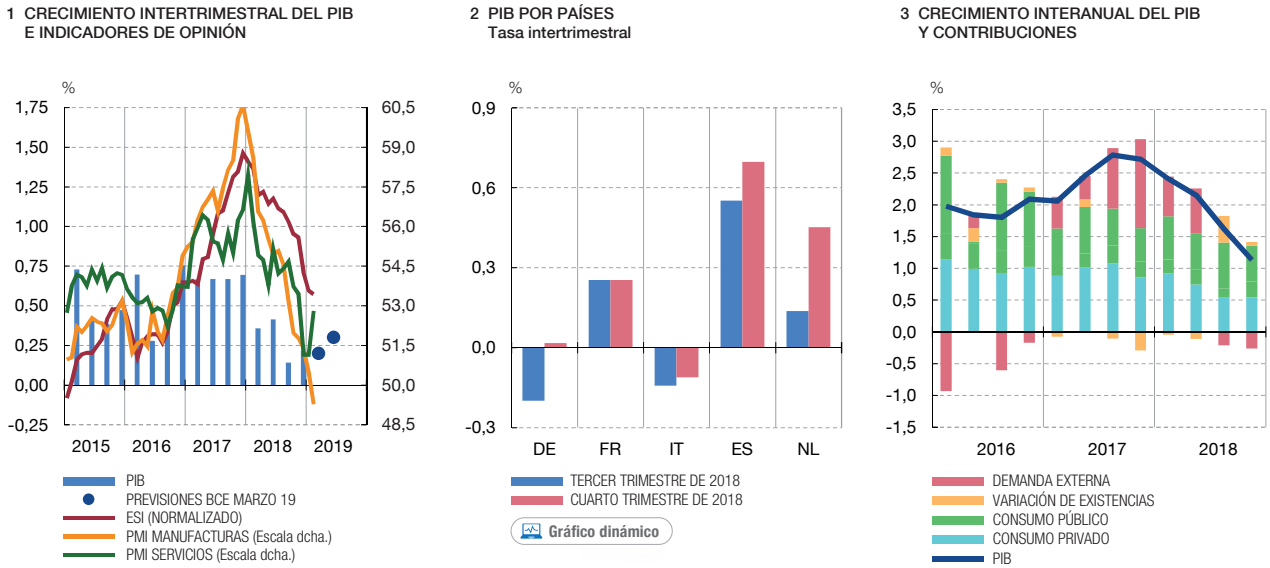
a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
b Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong-Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
d Polonia, Hungría, República Checa, Bulgaria, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.

Descargar

LA EXPANSIÓN ECONÓMICA EN EL ÁREA DEL EURO PIERDE IMPULSO

GRÁFICO 7

La actividad económica del área del euro continuó sorprendiendo por su debilidad a finales de 2018, escenario que parece prolongarse durante la primera parte de 2019. El bajo crecimiento del cuarto trimestre reflejó el avance casi nulo del PIB en Alemania y la contracción de la economía italiana, por segundo trimestre consecutivo.



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Markit Economics y Banco Central Europeo.

Descargar

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM

CUADRO 2

	2019		2020		2021	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (marzo de 2019)	1,1 (-0,6)	1,2 (-0,4)	1,6 (-0,1)	1,5 (-0,2)	1,5 (0,0)	1,6 (-0,2)
Comisión Europea (febrero de 2019)	1,3 (-0,6)	1,4 (-0,4)	1,6 (-0,1)	1,5 (-0,1)	—	—
OCDE (marzo de 2019)	1,0 (-0,8)	—	1,2 (-0,4)	—	—	—
Fondo Monetario Internacional (enero de 2019)	1,6 (-0,3)	—	1,7 (0,0)	—	—	—
Consensus Forecast (febrero de 2019)	1,3 (-0,2)	1,4 (-0,1)	1,4 (0,0)	1,5 (0,0)	1,2 (—)	—

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

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que correponde a diciembre de 2018 para el BCE, a noviembe de 2018 para la CE y la OCDE, a octubre de 2018 para el FMI y a enero de 2019 para *Consensus.*

ligera mejoría, especialmente del índice de producción industrial (IPI), después del fuerte ajuste que experimentó a finales de 2018. El crédito a las empresas, en cambio, ha empezado a dar señales de ralentización. La tasa de paro permaneció estable en el 7,8 % en enero.

En este contexto, las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, tanto de analistas privados como de organismos oficiales, se han revisado a la baja, especialmente para el año 2019. El ejercicio de previsión del BCE de marzo redujo seis décimas el crecimiento del PIB previsto para este ejercicio, situándolo en el 1,1 %, reflejo del comportamiento peor de lo previsto a finales de 2018 y a principios de 2019. Estas previsiones suponen que, a medida que se desvanezcan los factores transitorios que están afectando a la actividad, el PIB retornará a tasas de crecimiento más elevadas, con el apoyo de unas condiciones financieras favorables, del aumento del empleo y de los salarios, de unos precios de la energía más reducidos y de una política fiscal ligeramente expansiva (véase cuadro 2). No obstante, este escenario está rodeado de riesgos a la baja: la posibilidad de una desaceleración de la economía china mayor que la prevista, un *bréxit* brusco, una intensificación de las medidas proteccionistas en el comercio internacional y, en el ámbito interno, el riesgo de tensiones financieras por la recesión económica y la incertidumbre fiscal en Italia.

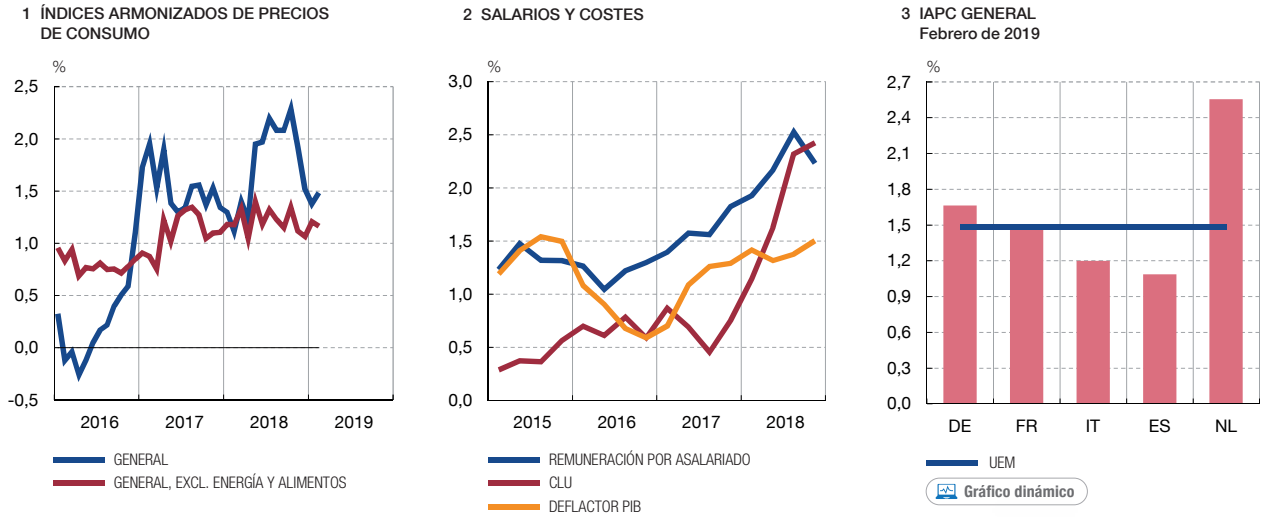
El escenario inflacionista del área del euro también se modera, tanto a corto como a medio plazo

La inflación en el área del euro se ha reducido por el efecto del componente energético. El crecimiento interanual del IAPC se situó en el 1,5 % en febrero, mientras que las medidas de inflación que excluyen los componentes más variables se han mantenido estables en cifras moderadas, ligeramente superiores al 1 % (véase gráfico 8), sin que se aprecien todavía indicios de traslación de los incrementos salariales a los precios de consumo.

El ejercicio de previsión del BCE de marzo revisó a la baja las perspectivas de inflación —general y subyacente— para los tres próximos años. En concreto, se espera que la inflación siga descendiendo en 2019, como consecuencia del componente energético, y que se recupere posteriormente de manera gradual, apoyada en la menor holgura de la economía, que sostendrá el crecimiento de los salarios. En particular, el BCE prevé que la tasa de inflación se sitúe en el 1,2 %, el 1,5 % y el 1,6 % en 2019, 2020 y 2021, respectivamente (véase cuadro 2), mientras que el componente subyacente, también revisado a la baja a lo largo de todo el horizonte de previsión, quedaría en el

LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO SE MANTIENE EN NIVELES MODERADOS GRÁFICO 8

La inflación en el área del euro se ha reducio hasta tasas del 1,5 %, condicionada por la evolución del precio del petróleo, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en torno al 1 %. No hay signos evidentes de traslación a la inflación de los mayores costes laborales.



FUENTE: Eurostat.

Descargar

1,2 %, el 1,4 % y el 1,6 % en 2019, 2020 y 2021, respectivamente.

Los desequilibrios macroeconómicos se corrigen lentamente

La Comisión Europea publicó en febrero el paquete de invierno del «Semestre Europeo» con informes para los veintiocho países de la Unión Europea, incluyendo los exámenes en profundidad de los trece países identificados en el mecanismo de alerta de noviembre de 2018. Tres de ellos —Chipre, Grecia e Italia— experimentan, en la terminología usada en el ejercicio, un desequilibrio económico excesivo, y los diez restantes —Bulgaria, Alemania, España, Francia, Croacia, Irlanda, los Países Bajos, Portugal, Rumanía y Suecia— registran un desequilibrio económico. En general, la Comisión estima que la corrección de los desequilibrios macroeconómicos ha continuado, si bien persisten vulnerabilidades en algunos países, relacionadas con el elevado endeudamiento público y privado, la baja rentabilidad y calidad del activo del sector bancario, y la posición deudora exterior.

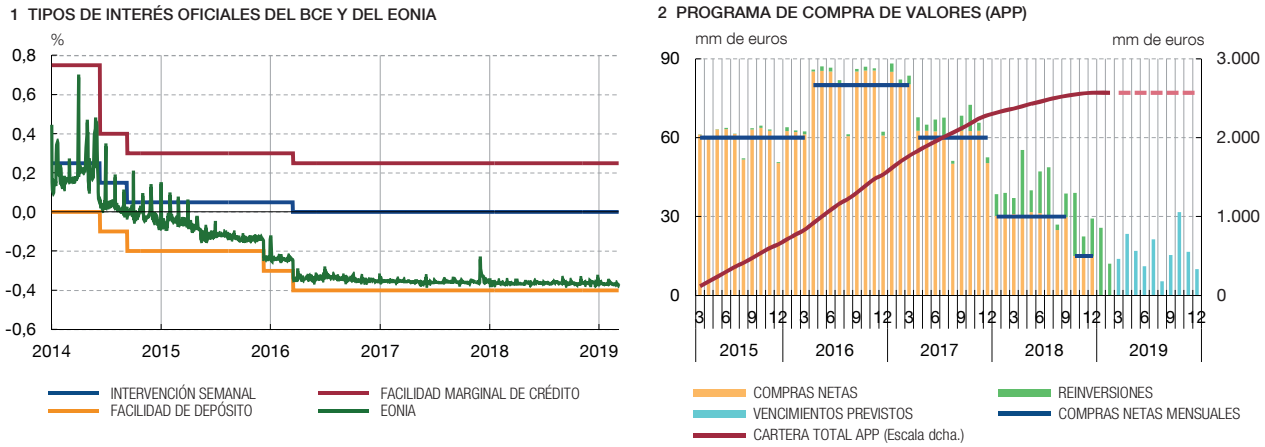
Tras el final de las compras netas de activos, la política monetaria mantiene un tono muy acomodaticio, reforzado por las decisiones del Consejo de Gobierno de marzo

En el ámbito de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 7 de marzo, aprobó nuevas medidas para preservar el estímulo monetario. El deterioro de las perspectivas de crecimiento en la zona del euro y el escenario de inflación más moderada determinaron que el Consejo de Gobierno ajustara su política monetaria (véase gráfico 9). En primer lugar, extendió el período durante el cual espera que los tipos oficiales se mantengan en los niveles reducidos en los que se encuentran actualmente, al menos, hasta el final de 2019, y en todo caso durante el tiempo necesario para asegurar la convergencia sostenida de la inflación hacia niveles próximos al 2 % a medio plazo. Las expectativas de mercado sobre la senda futura de tipos oficiales se modificaron en esa

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE MANTIENE UN TONO MUY ACOMODATICIO

GRÁFICO 9

La política monetaria sigue manteniendo un carácter muy expansivo tras las orientaciones emitidas por el BCE acerca de la prolongación del período de permanencia de los tipos de interés en sus niveles actuales y tras el mantenimiento del tamaño de la cartera APP hasta más allá de la primera subida de tipos.



FUENTE: Banco Central Europeo.

dirección (véase recuadro 4). Asimismo, en relación con el Programa de Compra de Activos (APP, por sus siglas en inglés), decidió continuar reinvirtiendo todos los vencimientos de la cartera durante un período prolongado, más allá de la fecha del primer aumento de tipos.

Además, el Consejo introdujo una nueva serie de operaciones de financiación a más largo plazo, con el fin de preservar unas condiciones de crédito bancario favorables. La nueva serie de operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) se desarrollará entre septiembre de 2019 y marzo de 2021. Su frecuencia será trimestral, el plazo de vencimiento de dos años y el tipo de interés estará indexado al aplicable a las operaciones principales de financiación durante la vida de cada operación. Por último, el Consejo decidió mantener el procedimiento de adjudicación plena en las operaciones de financiación de política monetaria por el tiempo que sea necesario, y al menos hasta marzo de 2021.

Las condiciones financieras continuaron, en general, siendo holgadas

La evolución de los mercados bursátiles en España ha sido muy positiva en lo que va de año, registrando avances que alcanzan el 8 % en el caso del IBEX-35. Este comportamiento se enmarca dentro de la buena evolución general de los mercados financieros internacionales. Cabe destacar que el sector bancario nacional ha mostrado una evolución menos positiva que el conjunto del índice y que el agregado de bancos europeos, en parte debido a la publicación de unos resultados económicos para 2018 por debajo de las expectativas de los analistas.

El coste de financiación en el mercado español de deuda pública se ha reducido de manera significativa en los primeros meses de 2019. Así, el rendimiento del bono soberano español a diez años ha caído en unos 25 puntos básicos desde principios de año. Esto refleja la compresión de la prima de riesgo frente a Alemania y, en mayor medida, el ajuste a la baja en el rendimiento del bono alemán equivalente, en respuesta a un tono más acomodaticio en la política monetaria.

En los últimos meses, las condiciones de acceso a la financiación bancaria, tanto para los hogares como para las sociedades no financieras, han continuado siendo muy holgadas, aunque se empiezan a percibir ciertos signos de agotamiento de esta tendencia. Los tipos de interés medios aplicados a las nuevas operaciones de crédito se han mantenido en niveles reducidos, aunque han mostrado ligeros aumentos en la parte final de 2018 (véase gráfico 10.1). En cuanto a los criterios de concesión de créditos, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) muestra un ligero endurecimiento en el último trimestre de 2018 en el segmento de consumo y otros fines, lo que no ocurría desde principios de 2013 (véase gráfico 10.2). Además, de cara al primer trimestre de 2019, las entidades anticipan, por primera vez desde 2012, un endurecimiento de los criterios de aprobación en todos los segmentos de crédito.

Se mantiene el buen ritmo de avance de la economía española, a pesar de la desfavorable evolución del entorno exterior

La economía española se desaceleró a lo largo de 2018, en un contexto de deterioro del entorno exterior y de aumento de la incertidumbre. En concreto, el PIB aumentó un 2,5 %, 0,5 puntos porcentuales (pp) menos que en 2017, evolución similar a la del empleo, en un contexto de mejora de la situación patrimonial del sector privado no financiero y de favorables condiciones financieras. La desaceleración del producto obedeció a la aportación negativa de la demanda exterior neta (véase gráfico 11), tras su contribución positiva en los dos años anteriores. Las exportaciones se ralentizaron con mayor intensidad que las importaciones, como consecuencia de una evolución mucho menos dinámica de los principales mercados exteriores, del efecto retardado de la apreciación del tipo de cambio que se produjo en 2017 y, posiblemente, del impacto transitorio negativo de la nueva normativa de emisiones sobre la industria automovilística. La demanda interna mantuvo una contribución positiva al crecimiento agregado, similar a la del año previo, pero se desaceleró en el último tramo del año.

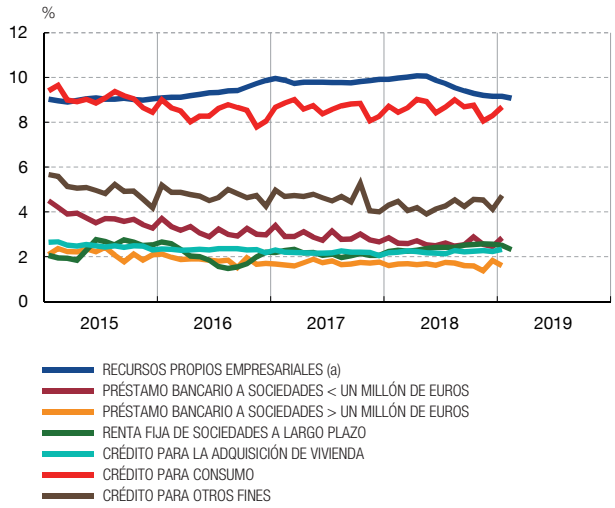
Según la actualización de las previsiones del Banco de España, el PIB habría continuado registrando al comienzo del 2019 un crecimiento robusto, si bien mostraría

LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN SIGUEN SIENDO MUY FAVORABLES, PERO SURGEN ALGUNOS INDICIOS DE CAMBIO

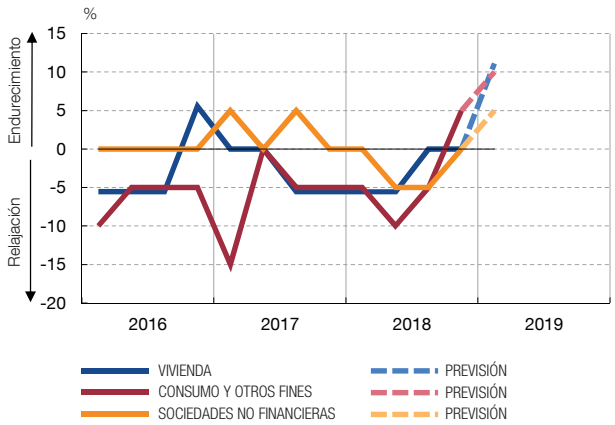
GRÁFICO 10

Las condiciones de acceso a la financiación bancaria han continuado siendo holgadas. Los costes se han mantenido estables en términos generales, aunque la Encuesta sobre Préstamos Bancarios señala un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos destinados al consumo y otros fines. De cara al primer trimestre de 2019, las entidades anticipan un endurecimiento en todos los segmentos, por primera vez desde 2012.

1 COSTE DE FINANCIACIÓN



2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS (b)



FUENTES: Morgan Stanley, Datastream 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 Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente × 1 + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida × 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida × 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente × 1.

Descargar

SE MANTIENE LA ROBUSTEZ DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

GRÁFICO 11

La economía española ha mostrado en los últimos trimestres un dinamismo superior al de las principales economías de nuestro entorno.

1 CRECIMIENTO DEL PIB
Tasas intertrimestrales (a)

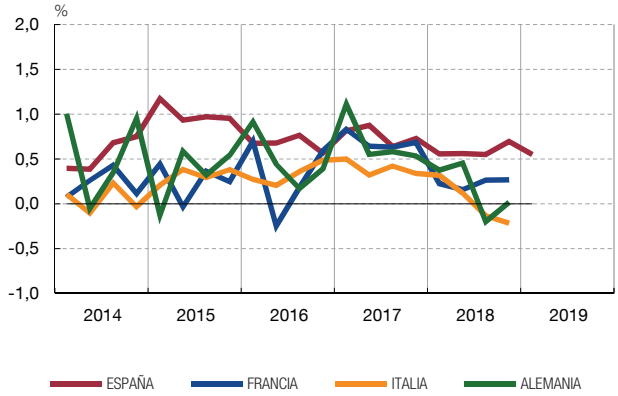
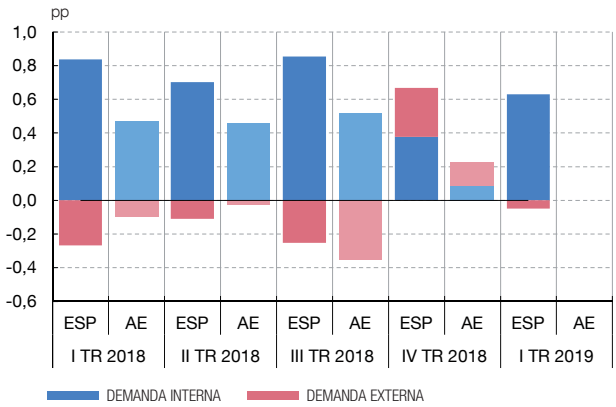


Gráfico dinámico

2 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB REAL (a)



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

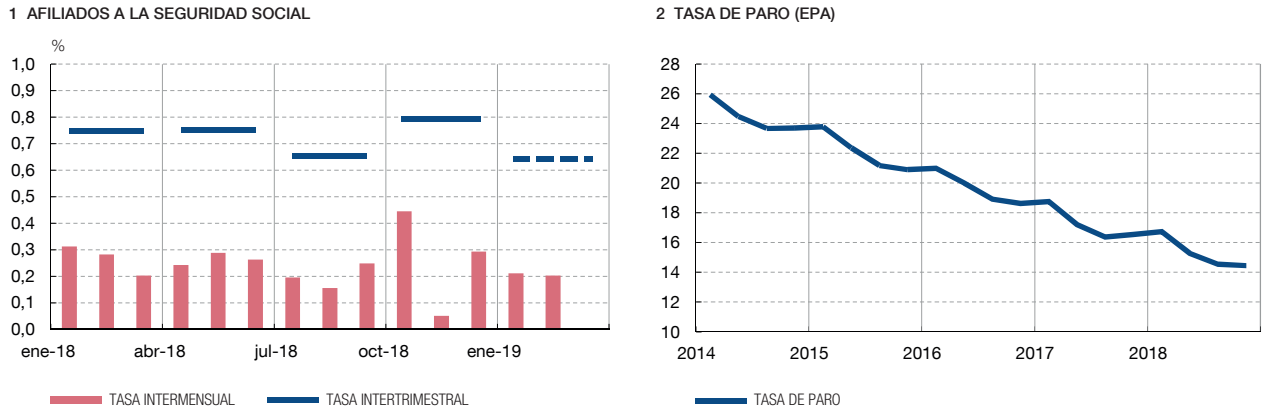
a Previsiones del Banco de España para el primer trimestre de 2019.

Descargar

cierta desaceleración. Se estima un avance del producto del 0,6 %, frente al 0,7 % observado en el cuarto trimestre de 2018. A pesar de que estas previsiones se enmarcan en un contexto de debilidad de la demanda mundial, el aumento del PIB estaría, sin embargo, en línea con el observado en el promedio de 2018. La expansión del producto

PERSISTE EL FAVORABLE COMPORTAMIENTO DEL MERCADO LABORAL GRÁFICO 12

La creación de empleo sigue mostrando un elevado dinamismo, lo que está permitiendo una prolongada tendencia a la baja de la tasa de paro.



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

Descargar

en el primer trimestre de este año continuaría sustentada, de este modo, en la demanda nacional, con un comportamiento de la inversión residencial y empresarial menos desfavorable que el observado al final de 2018 y un mantenimiento del avance del consumo privado, mientras que la contribución de la demanda externa, para la que se dispone aún de información muy parcial, sería ligeramente negativa.

El empleo se ralentizaría con mayor intensidad que la actividad en el primer trimestre. La ocupación crecería un 0,4 % en el período enero-marzo, 0,2 pp menos que en el período de tres meses anterior, de acuerdo con la información disponible sobre la afiliación a la Seguridad Social, que apunta a una desaceleración de esta variable en los dos primeros meses del año (véase gráfico 12).

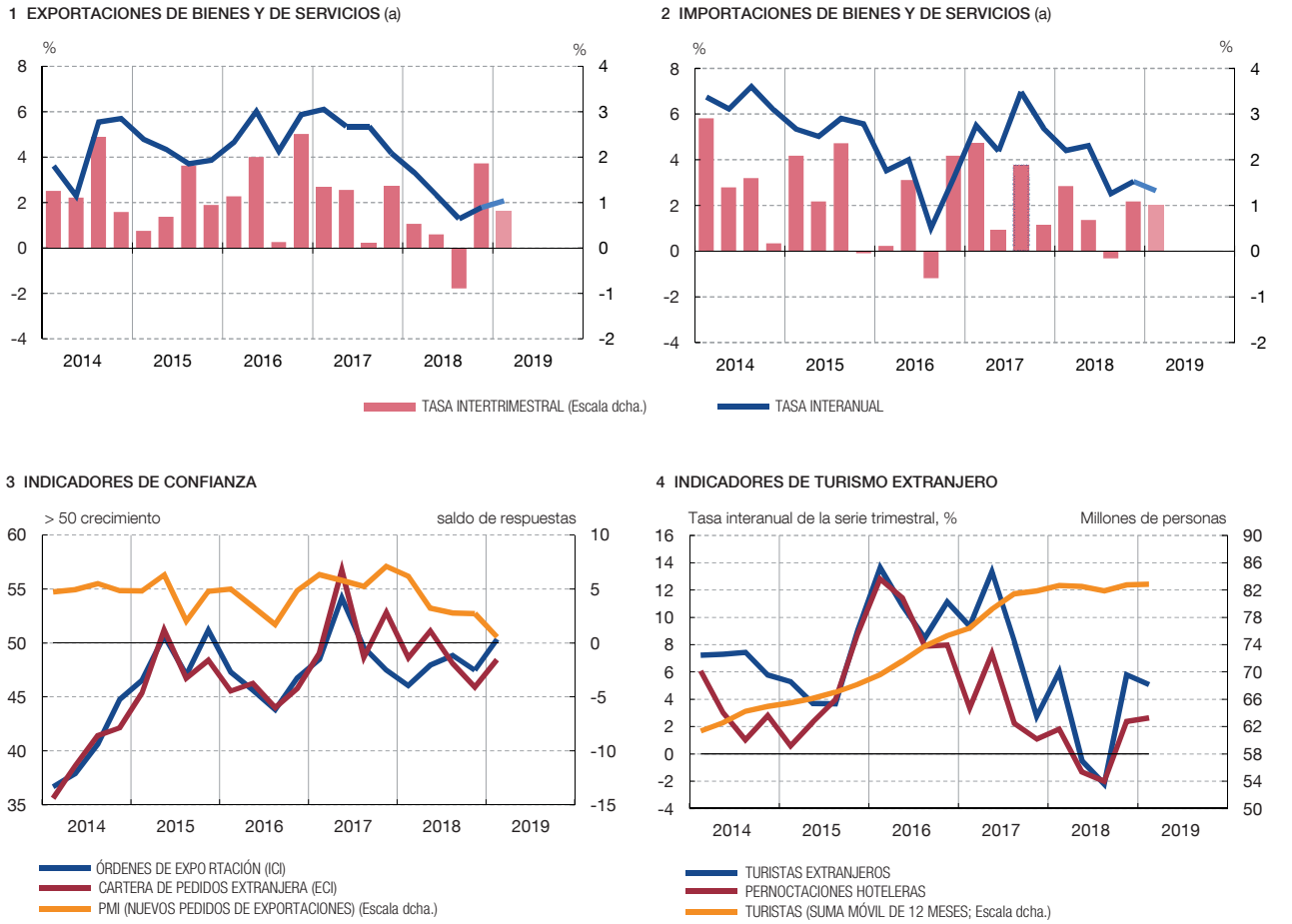
La pérdida de dinamismo de las exportaciones está siendo más acusada en los bienes

La contribución ligeramente negativa del sector exterior en el primer trimestre reflejaría un avance similar de las exportaciones y de las importaciones. No obstante, en los primeros meses del año las transacciones con el resto del mundo mostrarían un perfil de desaceleración (véase gráfico 13), algo más acusado en las exportaciones. El comportamiento de las ventas al exterior refleja el deterioro de las perspectivas de los mercados mundiales, incluida la UEM, nuestro principal mercado de exportación. En este sentido, los indicadores de perspectivas sobre la cartera de pedidos exteriores han mostrado recientemente un tono contractivo. No obstante, el euro se ha depreciado desde principios de este año frente a las principales monedas, lo que podría contribuir a sostener las ventas en el exterior, al revertirse, al menos parcialmente, la apreciación acumulada desde 2017. La sensibilidad de nuestras exportaciones a la competitividad-precio es relativamente elevada, debido, en parte, a su composición, ya que los productos de intensidad tecnológica baja y media-baja tienen un mayor peso relativo que en los principales países de la UEM. Por su parte, la dinámica de las importaciones se comportaría en línea con la demanda final, de manera que parte de la desaceleración de las compras al resto del mundo está vinculada al comportamiento de las exportaciones, dado el elevado contenido importador de estas en algunos sectores, como, por ejemplo, el del automóvil.

EL COMPORTAMIENTO DE LAS VENTAS DEL EXTERIOR REFLEJA EL DETERIORO DE LAS PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS MUNDIALES

GRÁFICO 13

En el primer trimestre de 2019 se atenúa la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria Comercio y Turismo, Comisión Europea, Markit y Banco de España.

a Datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad. Previsiones del Banco de España para el primer trimestre de 2019.

Descargar

La pérdida de dinamismo de las exportaciones de bienes fue generalizada por productos y mercados. De acuerdo con los datos más recientes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes descendieron de forma generalizada, con la excepción de las correspondientes a los bienes de equipo (en particular, los bienes de consumo duradero, incluidos los automóviles, y los productos energéticos). Por áreas geográficas, la disminución fue más acusada en las ventas extracomunitarias, en un contexto de significativa apreciación acumulada por el euro, en particular frente a algunas de las divisas de países emergentes. Por su parte, el retroceso de las importaciones reales también fue bastante generalizado por productos, en particular el de las correspondientes a los bienes intermedios no energéticos, con la excepción de las de bienes de consumo no alimenticio y no duradero y, sobre todo, de los productos energéticos.

En cuanto a las exportaciones de servicios, los principales indicadores de turismo extranjero se han recuperado sensiblemente en los últimos meses. El gasto turístico total repuntó gracias a la evolución favorable de las pernoctaciones hoteleras y de las entradas de turistas extranjeros, cuyo ascenso fue bastante generalizado por mercados emisores, incluidos los británicos, a pesar del débil comportamiento que siguieron mostrando los procedentes de Alemania.

El deterioro externo explica en gran medida el peor comportamiento de la actividad industrial frente al resto de ramas

Por ramas, destaca la contracción de la actividad industrial, común con los países avanzados, más que compensada por el dinamismo de los servicios y de la construcción. La caída de la industria en el segundo semestre del año pasado podría prolongarse en el primer tramo de 2019, según muestran algunos indicadores disponibles, como el PMI de manufacturas, aunque la información disponible es aún muy reducida. El comportamiento de la industria viene muy condicionado por la evolución desfavorable del entorno exterior. Por su parte, no obstante, la información coyuntural disponible muestra que los servicios y la construcción podrían mantener tasas de avance significativas, y similares a las registradas en los trimestres anteriores. La evolución del empleo, según los datos de afiliación a la Seguridad Social, registra un comportamiento relativo en las grandes ramas muy similar al estimado para la actividad.

La economía española está mostrando más resistencia que la UEM, por la demanda interna, aunque existen riesgos sobre la continuidad del fuerte ritmo del consumo

La economía española está mostrando una mayor resistencia a la desaceleración global que los principales países del área del euro. En este sentido, el crecimiento estimado para el primer trimestre de 2019 —del 0,6 % intertrimestral— contrasta con las proyecciones disponibles para el conjunto del área del euro, en torno al 0,2 %. La tasa de avance más elevada de la economía española está vinculada principalmente al dinamismo de la demanda interna privada, al igual que ocurrió en 2018.

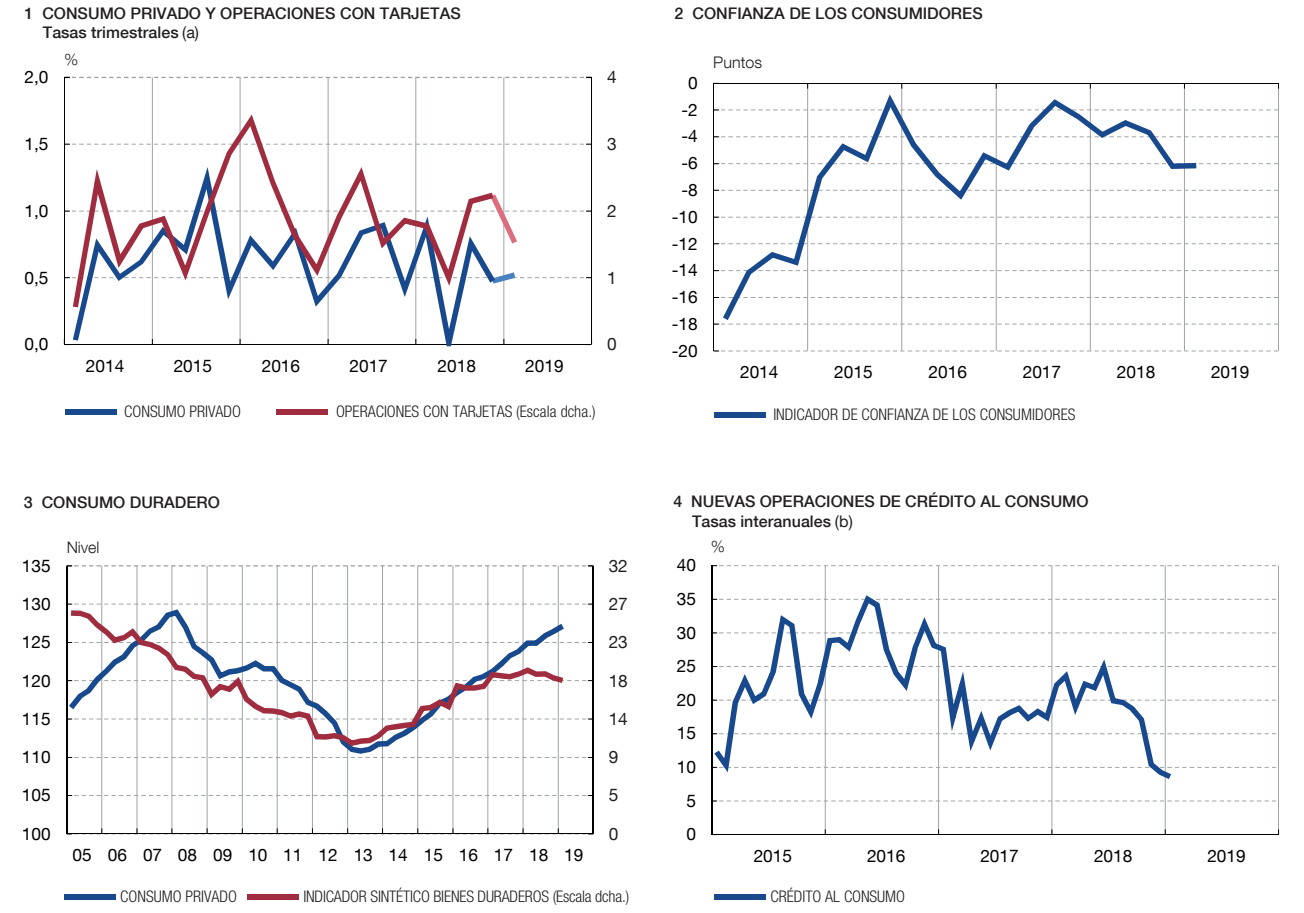
Entre los principales componentes de la demanda, el consumo privado prolongaría su dinamismo en el primer trimestre. De acuerdo con la información disponible, se estima que este componente continuaría creciendo a una tasa similar a la observada en el período octubre-diciembre, en el entorno del 0,5 % (véase gráfico 14). Si bien los indicadores de gasto muestran, con carácter general, un comportamiento robusto, cabe destacar que la confianza de los consumidores viene presentando un deterioro sostenido en los últimos trimestres. La creación de empleo y las favorables condiciones financieras siguen actuando como soporte del dinamismo del consumo. En cuanto al tipo de productos, la evolución reciente del consumo parece estar sostenida en mayor medida por el gasto en bienes no duraderos y semiduraderos, mientras que el de bienes de consumo duradero podría estar desacelerándose, de acuerdo con los indicadores parciales disponibles. Esto último se encuentra en línea con el agotamiento paulatino estimado del proceso de reabsorción de la demanda embalsada de este tipo de bienes, que fue el motor del marcado dinamismo del consumo durante las primeras fases de la recuperación.

El avance del consumo viene acompañado de una menor tasa de ahorro y de un crecimiento elevado del crédito destinado a financiar este tipo de compras, lo que plantea riesgos sobre la continuidad del vigor observado en el consumo privado. La tasa de ahorro, de acuerdo con los últimos datos disponibles, volvió a marcar mínimos históricos, en un entorno en el que los hogares aumentaron sus necesidades de financiación. Por su parte, el volumen de las nuevas operaciones de crédito para consumo continuó registrando aumentos significativos, a pesar de la moderación de su ritmo de avance en la parte final del año pasado, en un contexto en el que, según la EPB, se frenaron las solicitudes de nuevos préstamos y se endurecieron levemente los criterios de concesión de crédito, señal que podría continuar en el primer trimestre, de acuerdo con

SE MANTIENE LA FORTALEZA DEL CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 14

El consumo privado seguiría mostrando tasas de crecimiento relativamente elevadas en el primer trimestre del año, si bien la reducida tasa de ahorro y la desaceleración del crédito plantean riesgos para la prolongación a medio plazo de esta fortaleza.



FUENTES: Comisión Europea, INE, Google Trends y Banco de España.

a Previsiones del Banco de España para el primer trimestre de 2019.
b Calculadas sobre el flujo acumulado de tres meses.

Descargar

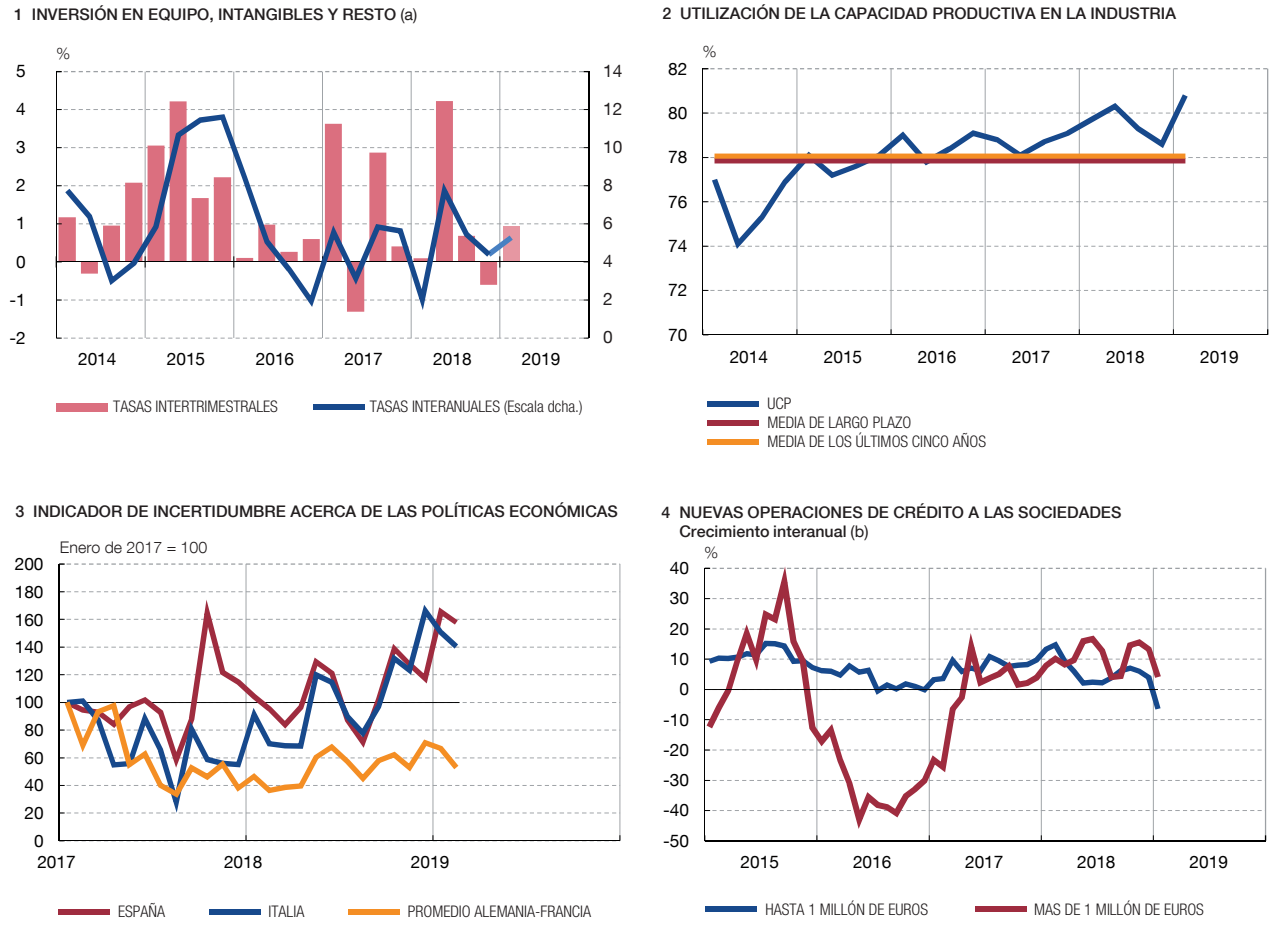
lo que anticipan las entidades bancarias. En sentido contrario, la situación patrimonial de las familias habría proseguido fortaleciéndose en el cuarto trimestre de 2018, con una continuación de la contracción de las ratios de endeudamiento y de carga financiera sobre la renta bruta disponible, y habría mantenido el dinamismo de las rentas y la recuperación de la riqueza, apoyada en el aumento del precio de la vivienda, que compensó el descenso del componente financiero asociado a la caída de las cotizaciones bursátiles.

La inversión residencial continúa mostrando un comportamiento positivo. En el primer trimestre del año se espera que se recupere, tras el retroceso de los tres meses anteriores, como sugiere la evolución de los indicadores de actividad y de las expectativas en la rama de la construcción, así como el relativo dinamismo del mercado inmobiliario, en lo referente tanto a precios como a compraventas de vivienda. No obstante, los datos más recientes del mercado de crédito para adquisición de vivienda evidencian una cierta desaceleración de la actividad, posiblemente como reflejo, según la EPB, del menor dinamismo de la demanda.

RECUPERACIÓN DEL PERFIL DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO E INTANGIBLES

GRÁFICO 15

Para el primer trimestre del año se espera una recuperación de este componente de la demanda interna, en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de mantenimiento de unas condiciones financieras holgadas. No obstante, el deterioro reciente de los indicadores de incertidumbre representa un factor de riesgo.



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

a Incluye maquinaria, bienes de equipo, sistemas de armamento, recursos biológicos cultivados y productos de la propiedad intelectual. Previsiones del Banco de España para el primer trimestre de 2019.
b Calculadas sobre el flujo acumulado de tres meses.

Descargar

La tendencia de la actividad y de los precios en el mercado inmobiliario sigue mostrando una elevada heterogeneidad geográfica. Si bien la recuperación es prácticamente generalizada en el territorio nacional, se observa una notable disparidad regional, en términos tanto de operaciones como de precios. Los mayores avances se registran en las grandes ciudades y en áreas costeras, donde la actividad es más dinámica, existe una mayor pujanza de la demanda extranjera y la población está más concentrada.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo e intangibles, esta habría mostrado en el primer trimestre una recuperación en su perfil de crecimiento, tras el mal dato del cuarto trimestre de 2018 (véase gráfico 15). El comportamiento desfavorable de este componente de la demanda nacional, cuya volatilidad es elevada, tuvo lugar en un contexto de elevada incertidumbre externa e interna (en concreto, sobre las perspectivas del comercio exterior y de las políticas económicas). Con todo, la información disponible apunta a una mejoría de la inversión en bienes de equipo e intangibles en el primer trimestre del presente año, a pesar de que continúa el deterioro de los indicadores de incertidumbre. El buen tono general de la información disponible se encuentra en línea

con la prolongación de la fase expansiva de la economía en su conjunto, las favorables expectativas de beneficio, las necesidades de renovación de los equipos en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva, y el mantenimiento de unas condiciones financieras holgadas. Por su parte, la posición patrimonial de las sociedades no financieras continuó reforzándose en el último trimestre del pasado año. Así, en este período la carga financiera continuó reduciéndose, aunque levemente, y la ratio de endeudamiento se mantuvo en niveles similares a los del trimestre anterior.

A pesar del tono positivo general, la financiación externa de las sociedades no financieras se ha desacelerado durante los últimos meses. Entre los componentes de esta financiación, destaca la pérdida de dinamismo del crédito bancario, que, según la EPB, se explicaría fundamentalmente por factores de demanda.

Se mantiene la indefinición sobre el curso de la política fiscal

En los últimos meses se han aprobado algunas medidas de política fiscal, tanto por la parte del gasto como por la de los ingresos. Esto se ha producido en un marco en el que el Congreso rechazó el proyecto de Presupuestos Generales del Estado presentado por el Gobierno en enero, lo que supone el mantenimiento de la prórroga de los presupuestos de 2018, que entró en vigor al comienzo del año. Si bien una mayoría de partidas presupuestarias quedan fijadas en los niveles nominales del pasado ejercicio, no ocurre lo mismo con aquellas afectadas por decretos aprobados por el Congreso[2], en la medida en que se puedan generar créditos presupuestarios para cubrirlas[3].

En este contexto, el tono de la política fiscal sería expansivo, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España del déficit público excluyendo factores cíclicos. Si bien existe mucha incertidumbre sobre la cuantificación y el grado de implementación a lo largo del año de las distintas actuaciones de política fiscal, estas podrían introducir un cierto estímulo a la economía en el corto plazo. De acuerdo con la información más reciente, se mantiene la robustez de la recaudación impositiva de los últimos trimestres, lo que compensaría, en parte, la dinámica al alza del gasto público, de manera que el déficit mantendría su senda de corrección en la primera parte del año. No obstante, el carácter expansivo de la política fiscal vendría acompañado también de un deterioro adicional de la situación subyacente de las finanzas públicas, lo que supone un elemento de vulnerabilidad de la economía, en el contexto descrito de incertidumbre global, y reduce el margen de maniobra de la política fiscal en el corto y medio plazo.

Esta situación se produce en un contexto en el que las autoridades europeas evaluarán si las AAPP superaron la situación de «déficit excesivo». En este primer semestre del año, el Consejo de la UE debería confirmar un escenario de salida del Procedimiento de Déficit Excesivo en el que se encuentran inmersas las AAPP desde el año 2009, en el marco del «componente correctivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

2 Entre estas medidas, cabe destacar, por su magnitud por el lado del gasto, la revalorización de las pensiones en línea con el IAPC previsto (RDL 27/2018, de 28 de diciembre) y de los salarios públicos según el acuerdo alcanzado con los sindicatos del sector (RDL 24/2018, de 28 de diciembre), así como la ampliación de la baja de paternidad a ocho semanas (RDL 6/2019, de 7 de febrero) y del subsidio de desempleo a los mayores de 52 años (RDL 8/2019, de 8 de marzo). En lo que se refiere a los ingresos públicos, se ha aprobado una subida de las bases de cotización mínimas por la subida del salario mínimo interprofesional (SMI) y del 7 % de las bases máximas (RDL 27/2018, de 28 de diciembre).

3 Véase el recuadro 1 («Proyecciones macroeconómicas para España (2019-2021)») de este Informe para una descripción detallada de estas. Además, cabe destacar el impacto sobre los ingresos públicos de la sentencia del Tribunal Supremo, de octubre pasado, que establecía la exención de tributación en el IRPF de las prestaciones por maternidad y paternidad.

de la UE. Para ello, las autoridades deben valorar si el déficit público resultó ser inferior al 3 % del PIB en 2018, de manera sostenida. Si bien los últimos datos disponibles parecen confirmar un déficit en 2018 inferior a dicha referencia, la estimación del saldo público para 2019 resulta más incierta, en ausencia de un plan de referencia.

Escaso dinamismo de los precios, en un contexto de ausencia de presiones inflacionistas externas y de repunte de los salarios

La inflación, medida por el IAPC, **se desaceleró en los primeros meses del año, hasta el 1,1 % en febrero, desde el 1,8 % del último trimestre de 2018** (véase gráfico 16). Este comportamiento fue generalizado, afectando tanto a la evolución de los componentes más estables del índice como a los más volátiles, esto es, la energía y los alimentos (véase gráfico 16). En este sentido, la inflación subyacente, medida por el IAPC sin energía ni alimentos, se situó en el 0,7 % en febrero, en términos interanuales, en un contexto en el que, no obstante, la brecha de producción, que mide el grado de uso de los factores productivos, se estima que se habría ampliado. Por componentes, los servicios se desaceleraron de forma significativa, hasta el 1,2 %, frente al 1,6 % del cuarto trimestre pasado, mientras que el avance de los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvo la tónica de casi estancamiento de los trimestres anteriores.

El debilitamiento de las presiones inflacionistas externas se encuentra principalmente asociado al abaratamiento del crudo. En particular, el precio del petróleo se situaría en el primer tramo del año por debajo del observado en 2018, si bien con un perfil ascendente, que se estabilizaría a partir del segundo trimestre, según la información recogida en los mercados de futuros.

La inflación en el conjunto de la UEM presentó unas pautas similares por componentes, si bien resultó superior a la española. Así, el avance del IAPC en la UEM se situó, en febrero, en el 1,5 %, según el indicador adelantado. Como resultado, el diferencial de la inflación en España frente a la del área del euro continuaría siendo negativo.

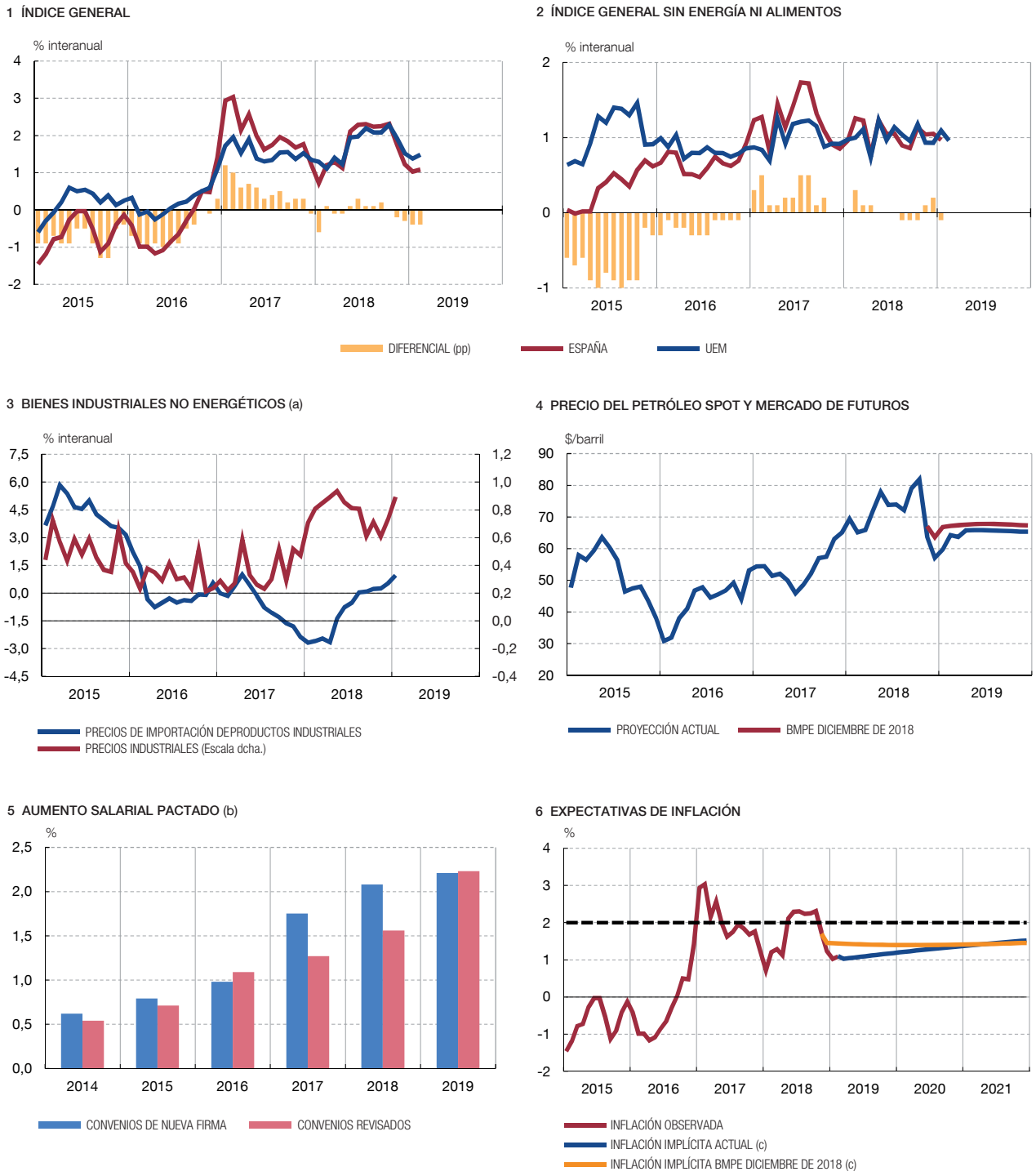
La evolución de la inflación en España en los últimos meses se ha situado por debajo de lo previsto. Esto ha llevado a revisar a la baja las proyecciones para IAPC y IAPC excluidos energía y alimentos para el conjunto de 2019, como se detalla en el recuadro dedicado a este tema en este mismo Informe. En este sentido, además, las expectativas de inflación de los agentes a medio plazo también reflejarían la moderación de la inflación, como resultado, posiblemente, de la incertidumbre sobre la evolución macroeconómica del área del euro y, por consiguiente, de España.

Por el lado de los costes, los indicadores salariales se han acelerado recientemente, lo que *a priori* podría dar lugar a mayores presiones inflacionistas internas en un futuro. Las tarifas salariales de los convenios colectivos han mostrado, con datos hasta febrero, un repunte significativo, y ha sido además muy elevado el número de trabajadores afectados. En concreto, la subida salarial pactada para 2019 asciende, en promedio, al 2,2 %, 0,5 pp más que en 2018. Por el momento, la inmensa mayoría de esos convenios corresponden a los acordados en años anteriores, y hay poca información sobre la evolución de los pactos de nueva firma. Un determinante de los incrementos que puedan recoger estos últimos puede venir dado por la subida del SMI mencionada anteriormente, en la medida en que los convenios puedan trasladarla, al menos parcialmente, al resto de la distribución salarial, aunque este aspecto está sometido a un grado de incertidumbre

ESCASO DINAMISMO DE PRECIOS DE CONSUMO TANTO EN ESPAÑA COMO EN LA UEM

GRÁFICO 16

La inflación de España crece a un ritmo menor que la del conjunto del área del euro, mientras que la inflación subyacente evoluciona de modo similar, en un contexto de aumentos salariales y de presiones externas contenidas.



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

a Índices calculados según las partidas del IPRI y del IPRIM que tienen su reflejo en el IAPC.
b Con información hasta febrero de 2019.
c Inflación implícita calculada a partir de los *swaps* de inflación.

Descargar

muy elevado. Existen dudas, asimismo, sobre el grado de traslación de los mayores costes salariales a precios. En buena parte de los países del área del euro, los márgenes empresariales están actuando como colchón, de forma que los mayores incrementos salariales no se están reflejando, al menos de momento, en los precios.

13.3.2019.