

A lo largo de 2014, la economía española ha ido afianzando la trayectoria de recuperación que inició en la segunda mitad del año pasado, en un entorno de mejora continuada de las condiciones financieras, aumento de la confianza y evolución favorable del mercado laboral. De acuerdo con la información disponible, se estima que la economía estaría creciendo a una tasa intertrimestral del 0,6 % en el último trimestre del año, lo que, de confirmarse, situaría la tasa de variación interanual del PIB en el 1,9 %. Como en trimestres anteriores, este avance de la actividad se estaría apoyando en la fortaleza de la demanda interna privada, mientras que la demanda exterior neta mantendría una contribución al producto ligeramente negativa. Con este cierre del año, el PIB aumentaría un 1,4 % en el conjunto de 2014 (una décima más que en las últimas previsiones) (véanse gráfico 1 y cuadro 1).

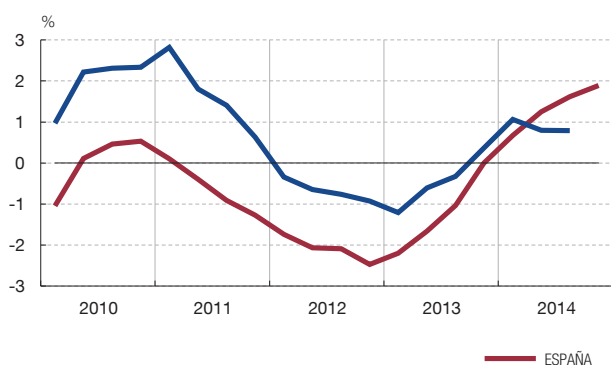
Para 2015, se espera que continúe la recuperación, previéndose un crecimiento del 2 %, similar al estimado en los últimos ejercicios de proyección (véase recuadro 1). En los últimos meses ha proseguido el empeoramiento del entorno exterior, singularmente de la UEM, lo que ha llevado a revisar a la baja las perspectivas de actividad de numerosos países en 2015. Se estima, no obstante, que el previsible debilitamiento de nuestros mercados de exportación a lo largo del año que viene se verá compensado por la prolongación de la mejoría de las condiciones de financiación, la depreciación del tipo de cambio del euro y el nivel considerablemente más reducido de los precios del petróleo que se proyecta en la actualidad.

Este escenario central está rodeado, sin embargo, de un elevado grado de incertidumbre, ligado, en buena medida, a las dudas en torno a la trayectoria futura del precio del crudo, tras su desplome en las últimas semanas. En estas circunstancias, la proyección del PIB para 2015 está sometida a riesgos de desviación en ambas direcciones. Entre los negativos destaca una eventual evolución menos favorable de los mercados exteriores. Entre los factores que, en sentido opuesto, podrían determinar un dinamismo más elevado del producto que el implícito en esta proyección, cabe mencionar una mayor moderación de los precios del petróleo, una depreciación más acusada del tipo de cambio del euro y una mejora adicional de las condiciones financieras, como posible consecuencia de las últimas actuaciones de política monetaria y de los efectos de la publicación de los resultados del ejercicio de evaluación global del sector bancario.

El descenso de la tasa de inflación se ha intensificado en el cuarto trimestre, más allá de lo que era previsible hace unos meses, como derivación de la aceleración de la caída del precio del crudo en el tramo final del año y de su impacto sobre los precios de los productos energéticos. No obstante, todo ello ha coincidido con una tendencia más generalizada hacia una inflación más baja, o incluso negativa, que afecta a prácticamente todos los componentes del índice general, como revela la inflación subyacente, aproximada por el IPSEBENE, que ha mantenido crecimientos nulos o levemente negativos desde el mes de mayo. El descenso de los precios en España en los últimos meses ha sido más intenso que la desaceleración de la tasa de inflación en la UEM, de modo que el diferencial de inflación se hizo más favorable para España, situándose en noviembre en 0,8 puntos porcentuales (pp).

En estas circunstancias, las previsiones de inflación se han revisado a la baja, tanto para el conjunto de este año, para el que se estima un descenso del deflactor del PIB del 0,4 %,

PRODUCTO INTERIOR BRUTO



ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



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

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

como para 2015, con un incremento estimado del 0,4 %. En términos del IPC, cabe esperar que, si se mantiene la fuerte moderación del coste del crudo, la inflación continúe en terreno negativo durante la parte inicial de 2015. En este caso, los riesgos de que se produzcan desviaciones en torno al escenario central de inflación se encuentran algo sesgados a la baja, como consecuencia de la persistencia de un elevado grado de holgura en la utilización de los factores productivos y de una eventual prolongación del descenso del precio del petróleo, más allá de lo recogido por los supuestos aplicados en este ejercicio.

En los últimos meses se ha prolongado la tendencia favorable de las condiciones financieras en España, interrumpida por algún episodio puntual de inestabilidad, el último de los cuales, ligado al impacto de la fuerte caída del precio del crudo sobre algunas economías productoras, ha tenido lugar en los días previos al cierre de este informe. La persistencia de una demanda holgada de valores públicos y su impacto sobre su rentabilidad han permitido que las AAPP se hayan financiado en condiciones muy favorables, continuando una trayectoria que ha ido cobrando intensidad a lo largo del año. A su vez, las entidades de crédito han seguido trasladando gradualmente el abaratamiento de sus fuentes de financiación al coste de los préstamos bancarios a empresas y familias y se observa un cierto aumento de las nuevas operaciones de crédito al sector privado, con lo que el ritmo de retroceso de la deuda de empresas y familias se está atenuando, de forma más acusada en el segundo caso. Todo ello contribuye a sanear la situación patrimonial de empresas y hogares y resulta favorable para las decisiones de gasto e inversión del sector privado.

En el tramo final del año ha continuado el dinamismo de los principales componentes de la demanda interna privada, apoyada también en la evolución positiva de la confianza y del empleo, que, en los últimos meses, se ha comportado mejor de lo anticipado. El gasto de los hogares ha aumentado en el cuarto trimestre, tanto en su componente de consumo, cuya tasa intertrimestral podría haberse situado en el 0,6 %, como en el de inversión residencial, que podría haber experimentado un pequeño incremento, tras la tasa positiva que experimentó en el tercer trimestre (por primera vez desde 2007). La inversión empresarial ha mostrado asimismo un comportamiento positivo en este período, estimándose un incremento para la inversión en equipo y un leve repunte de la inversión en otras construcciones. En conjunto, los indicadores relativos a la inversión en construcción apuntan a

	2013	2014	2013				2014			
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional										
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria										
Producto interior bruto	-1,2	1,4	-0,3	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,5	0,5	0,6
Contribución de la demanda nacional (b)	-2,7	2,1	-1,2	-0,2	0,4	0,4	0,5	0,8	0,7	0,6
Contribución de la demanda exterior neta (b)	1,4	-0,8	0,8	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1
Tasas de variación interanual										
Empleo	-3,3	0,8	-4,3	-3,9	-3,0	-1,8	-0,6	0,8	1,4	1,9
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)										
IPC	1,4	-0,1	2,4	2,1	0,3	0,3	-0,1	0,1	-0,2	-0,4
IPSEBENE	1,4	0,0	2,3	2,0	0,8	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 15 de diciembre de 2014.

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

c El último dato disponible de los índices de precios de consumo es de noviembre de 2014.

la culminación de su ajuste en el año en curso, después de seis años de contracción que han reducido su peso en el PIB en algo más de un 50 % respecto a los datos de 2006, cuando se alcanzó el último máximo de la serie. El descenso de los precios de la vivienda podría haber tocado suelo igualmente en 2014, tras dos trimestres consecutivos de pequeños incrementos, que habrían situado su tasa de variación interanual en el tercer trimestre en un 0,3 %, y el ajuste acumulado desde su nivel máximo (tercer trimestre de 2007), en el 36 %. Las perspectivas relativas a este sector dibujan en todo caso un escenario de recuperación muy moderada, no exento todavía de algunas incertidumbres. Por último, el componente público de la demanda interna habría mantenido en el tramo final de 2014 el tono de contención que marca el proceso de consolidación presupuestaria que está en marcha.

La consolidación del dinamismo de los componentes privados de la demanda interna (con una aportación al avance del PIB este año de 2 pp frente a una contribución negativa de importe similar el año pasado) confirmaría la capacidad de nuestra economía de hacer bascular esta fase de la recuperación sobre el gasto interno, en un momento en el que la contribución del sector exterior continúa siendo débil. En efecto, la información relativa a los intercambios comerciales con el exterior para el último trimestre es todavía muy reducida, aunque parece indicar una aportación levemente negativa del sector exterior en el cuarto trimestre. Por un lado, se estima un aumento moderado de las exportaciones de bienes —en un contexto de depreciación del tipo de cambio del euro, crecimiento débil en la UEM y moderado empeoramiento de algunas áreas emergentes— y la continuación de la trayectoria favorable de los flujos de turismo. A su vez, las compras al resto del mundo habrían mantenido un comportamiento dinámico, aunque algo inferior al de trimestres precedentes, apoyadas en el vigor de la demanda interna. De confirmarse este pronóstico, el sector exterior habría contribuido negativamente al PIB en 2014, por primera vez desde 2007, y la corrección del desequilibrio exterior se habría ralentizado. Aunque parte de esta desaceleración obedece al significativo debilitamiento de nuestros mercados de exportación, la elevada sensibilidad de nuestras importaciones a los cambios en la demanda final pone de manifiesto la necesidad de profundizar en la mejora de la competitividad de nuestra economía.

La creación de puestos de trabajo netos ha proseguido a buen ritmo en los meses finales del ejercicio, lo que está permitiendo que la tasa de paro mantenga la trayectoria descendente de los últimos trimestres, a lo que ha contribuido también en alguna medida la disminución de la población activa. Para el cuarto trimestre se estima un avance de la ocupación en términos de la CN similar a la del período de julio-septiembre (0,5% en tasa intertrimestral), con una contribución cada vez mayor de las ramas que se han incorporado más tardíamente a este proceso: la industria y la construcción. De confirmarse esta estimación, el empleo habría aumentado en 2014 a una tasa próxima al 1%, en marcado contraste con el descenso del 3,3% del año pasado. La recuperación del empleo a lo largo del año se ha focalizado en el empleo temporal, si bien desde el segundo trimestre se observa un aumento gradual del empleo indefinido. La mayor capacidad para adecuar las condiciones laborales a las diversas situaciones económicas de las empresas y los sectores está siendo un elemento decisivo del comportamiento de la ocupación en el año en curso. Consolidar estos mecanismos de flexibilidad y diversificación que se han ido configurando mediante las reformas introducidas resulta fundamental para absorber de forma rápida el elevado número de desempleados todavía existente.

En este recuadro se presenta una actualización de las proyecciones macroeconómicas de España para el período de 2014-2015, que se corresponden con las elaboradas por el Banco de España en el contexto del ejercicio conjunto de previsión del Eurosistema<sup>1</sup>. Se han adaptado para incorporar algunas novedades reseñables desde la finalización de dicho ejercicio, entre las que destaca la publicación por parte del INE de las nuevas series trimestrales de la Contabilidad Nacional según la metodología SEC-2010 del pasado 27 de noviembre. Además, se han incorporado los cambios en los supuestos desde la fecha de cierre del ejercicio conjunto, dado, en particular, el notable descenso del precio del petróleo (véase cuadro 1)<sup>2</sup>.

De acuerdo con los resultados de esta actualización, la fase de expansión del producto de la economía española se prolongaría en el horizonte de proyección, con un crecimiento estimado del PIB del 1,4% y del 2%, en el promedio anual de 2014 y 2015, respectivamente (véase cuadro 2). En comparación con las previsiones publicadas en julio, el crecimiento del PIB se ha modificado al alza en una décima en 2014, como consecuencia de la incorporación de las nuevas series de la CNTR y de la ligera revisión al alza en la previsión del avance del producto en el último trimestre del año. En 2015, la proyección de crecimiento del PIB no experimenta modificaciones, aunque sí tienen lugar revisiones significativas por componentes, en un contexto en el que se

proyecta el mantenimiento del buen tono reciente del empleo y una cierta mejora adicional de las condiciones de financiación del sector privado, lo que determina una revisión al alza de la senda prevista para la demanda nacional privada. En sentido opuesto, las proyecciones incorporan un empeoramiento del contexto exterior, que se refleja en una revisión a la baja del crecimiento esperado de las exportaciones.

Como se ha apuntado, un aspecto destacable de los supuestos externos que subyacen a las proyecciones es el comportamiento más débil de los mercados de exportación españoles en comparación con el previsto en el verano, debido al empeoramiento de las perspectivas de la economía internacional percibido desde entonces; en particular, del área del euro. Los supuestos sobre el tipo de cambio implican una depreciación del euro frente al dólar que no se contemplaba en julio, mientras que el precio del petróleo se ha revisado significativamente a la baja, de acuerdo con la evolución de su cotización en los mercados de contado y de futuros. La senda de los tipos de interés del euríbor a tres meses se mantiene estable, en niveles mínimos, y las rentabilidades de la deuda pública a diez años, según las expectativas implícitas en la curva de rendimientos, se han revisado a la baja respecto a los supuestos de julio, hasta el 2,8% y el 2,4% en 2014 y 2015, respectivamente. Asimismo, se proyecta que la disminución gradual a lo largo de 2015 del coste de la financiación obtenida por familias y empresas sea algo mayor que la prevista en julio.

Las proyecciones sobre política presupuestaria incorporan las medidas fiscales aprobadas desde el último ejercicio de previsión bianual de julio. En particular, se incorpora la información del

1 Las proyecciones agregadas para el conjunto del área del euro fueron presentadas al Consejo de Gobierno del BCE del jueves 4 de diciembre y publicadas por esa institución un día después.  
2 Estas proyecciones se han elaborado con información disponible hasta el 15 de diciembre.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2013	Proyección actual		Proyección de julio de 2014	
		2014	2015	2014	2015
<b>Entorno internacional</b>					
Producto mundial	3,2	3,3	3,7	3,2	3,8
Mercados mundiales	2,8	2,9	4,0	4,8	6,0
Mercados de exportación de España	2,2	2,5	3,4	3,8	5,1
Precio del petróleo en dólares (nivel)	108,8	99,5	68,0	108,8	107,0
Precios de exportación de los competidores, en euros	-2,1	-1,0	1,6	-1,2	1,4
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,33	1,33	1,24	1,37	1,36
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	4,6	2,8	2,4	3,0	3,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de las predicciones: 15.12.2014.

Plan Presupuestario 2015, que describe la estrategia de política fiscal del conjunto de las AAPP para el próximo año y proporciona información parcial referente a la vinculación entre dicha estrategia y los planes presupuestarios de cada Administración.

La senda de crecimiento proyectada para el PIB se apoya en una contribución relativamente elevada de la demanda interna (de aproximadamente 2,2 pp tanto en 2014 como en 2015), mientras que se prevé una aportación negativa de la demanda exterior neta (que sería significativamente menos favorable en 2014 —de -0,8 pp— que en 2015 —de -0,2 pp—). La contribución positiva de la demanda nacional se sustentaría en el mantenimiento de niveles elevados de confianza de los agentes domésticos, apoyada, a su vez, en la generación de empleo, en la mejora de las condiciones financieras agregadas y, en 2015, también en el impacto de la reforma fiscal que entrará en vigor el próximo 1 de enero. En particular, se espera que el consumo de los hogares crezca un 2,3 % y un 2,6 % en 2014 y 2015, respectivamente, en un entorno en que la mejoría del mercado de trabajo ayudará a la recuperación de la renta disponible de estos agentes. Por su parte, la inversión productiva privada continuaría su senda de expansión impulsada por el aumento de la demanda interna, la paulatina mejora en las condiciones financieras, la necesidad por parte de una proporción creciente de empresas de reponer una parte de su capital y el proyectado avance de las exportaciones. No obstante, este último sería más moderado que el anticipado en el verano, como consecuencia de las peores perspectivas acerca de algunos mercados emergentes y de la zona del euro, compensadas parcialmente por la depreciación del euro.

En este marco, se proyecta una capacidad de financiación de la economía del 0,5 % del PIB en 2014 y del 1,1 % en 2015.

En el mercado de trabajo se prevé un mantenimiento de la tendencia a la creación sostenida de empleo que se viene observando en los últimos trimestres, apoyado en la prolongación del proceso de moderación salarial y en el mayor grado de flexibilidad del mercado laboral. El ritmo esperado de aumento de la cifra neta de puestos de trabajo es algo superior al anticipado en el ejercicio de julio. Este aumento del empleo, junto con la contracción de la población activa, dará lugar a una disminución adicional de la tasa de paro.

Las previsiones de crecimiento de los precios de consumo se han revisado sensiblemente a la baja a raíz del intenso abaratamiento del petróleo en los mercados internacionales durante los últimos meses. Asimismo, el elevado grado de holgura todavía presente en la economía y la evolución moderada de los costes salariales contribuirán también a mantener contenida la evolución de los precios. Dado este conjunto de factores, se espera, bajo los supuestos actuales, que la inflación de los precios de consumo se mantenga en tasas negativas durante los primeros trimestres del horizonte de proyección. En términos del deflactor del PIB, los precios podrían caer un 0,4 % en 2014, para repuntar ligeramente a lo largo de 2015, de modo que, en el promedio del año, el avance podría aproximarse al 0,4 %.

El escenario central descrito está sujeto a ciertos riesgos de desviación en ambas direcciones. Por lo que hace referencia al contexto

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2013	Proyección actual		Proyección de julio de 2014 (b)	
		2014	2015	2014	2015
PIB	-1,2	1,4	2,0	1,3	2,0
Consumo privado	-2,3	2,3	2,6	1,6	1,6
Consumo público	-2,9	0,7	-1,6	-0,8	-1,5
Formación bruta de capital fijo	-3,8	2,8	5,2	1,8	4,2
Inversión en bienes de equipo y activos inmateriales	5,6	11,8	8,0	8,7	7,7
Inversión en construcción	-9,2	-2,7	3,4	-3,2	1,7
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,3	4,6	4,6	5,9
Importación de bienes y servicios	-0,5	7,5	5,6	4,7	4,5
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-2,7	2,1	2,2	1,2	1,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	1,4	-0,8	-0,2	0,1	0,6
Deflactor del PIB	0,7	-0,4	0,4	-0,1	0,6
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-3,3	0,8	1,6	0,4	1,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,1	0,5	1,1	1,3	1,6

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2014. Datos base 2010.

a Fecha de cierre de las predicciones: 15.12.2014.

b Las proyecciones de julio se realizaron a partir de las series de la CNTR según la metodología SEC-95 (base 2008).

exterior, la evolución de los mercados de exportación podría ser más desfavorable que la proyectada, dado el escenario de crecimiento frágil de la zona del euro y la incertidumbre sobre la profundidad de la desaceleración de algunos mercados emergentes, en particular de aquellos cuyos ingresos se están viendo mermados por la evolución del precio del crudo, dada su condición de países productores. En sentido opuesto, una mejora en las condiciones financieras, ligada a las medidas extraordinarias de política monetaria adoptadas recientemente y al impacto positivo sobre las condiciones de la oferta crediticia que pueda tener el ejercicio de evaluación global del sector bancario culminado en octubre, así como una mayor moderación de los precios del crudo y del tipo de

cambio del euro con respecto a las hipótesis implícitas en estas proyecciones, podrían determinar una evolución más positiva del producto. En el ámbito de los precios, los riesgos de que se produzcan desviaciones en torno al escenario central de inflación se encuentran algo sesgados a la baja, como consecuencia de la persistencia de un elevado grado de holgura en la utilización de los factores productivos y de una eventual prolongación del descenso del precio del petróleo, más allá de lo recogido por los supuestos aplicados en este ejercicio. No obstante, existen algunas fuentes de potenciales desviaciones al alza que podrían compensar parcialmente el efecto desinflacionario de los factores anteriores, como la que podría resultar de una depreciación más acusada del euro.

### 2.1 Entorno exterior del área del euro

Durante los últimos tres meses, la evolución de la actividad en las economías avanzadas ha sido dispar, intensificándose las divergencias cíclicas entre Estados Unidos y Reino Unido, donde la recuperación ha tendido a consolidarse, y Japón y la zona del euro, donde ha tendido a debilitarse. Por su parte, las economías emergentes han registrado una desaceleración, destacando los casos de China, por su importancia global, y de aquellas economías que son más sensibles al cambio de ciclo de las cotizaciones de las materias primas. En conjunto, como resultado del decepcionante comportamiento de la actividad en diversas áreas, las previsiones de crecimiento de la economía mundial han seguido revisándose a la baja. A su vez, la debilidad de la recuperación y la rebaja en las perspectivas de demanda mundial han propiciado nuevos descensos en los precios de las materias primas, que en el caso del petróleo se han visto acentuados por la tendencia al aumento progresivo de la oferta. El marcado descenso de los precios del crudo, que tiene impactos diferenciados en distintos grupos de países, se configura como un elemento esencial en la actual coyuntura de la economía mundial (véase recuadro 2).

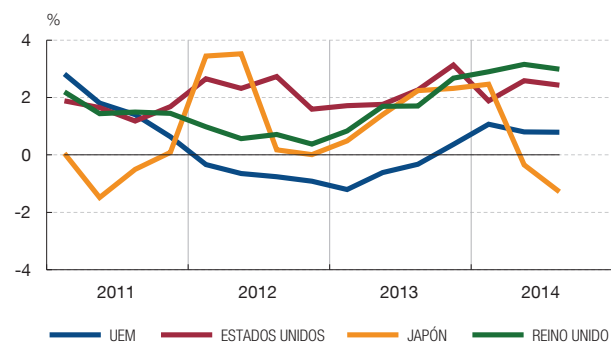
La contención de los precios de los productos primarios y la desaceleración de la actividad han propiciado la moderación de los precios de producción y de consumo, y el establecimiento de un entorno general de bajas presiones inflacionistas. En este contexto, el tono de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas ha tendido a reflejar las diferencias cíclicas que se mencionaban antes: mientras que en Estados Unidos y Reino Unido se anticipa el inicio del ciclo alcista de los tipos de interés a lo largo del año próximo (aunque los mercados han tendido a retrasar la fecha concreta de inicio), en Japón se acaban de introducir nuevas medidas de expansión monetaria.

Los mercados financieros de las economías avanzadas mostraron un comportamiento favorable durante la mayor parte del trimestre, una vez superado el episodio de inestabilidad de mediados de octubre. En los mercados cambiarios, el dólar continuó con su tendencia apreciadora frente al resto de divisas a lo largo del trimestre, en consonancia con las diferencias señaladas entre los ciclos de política monetaria de las principales economías. No obstante, las rentabilidades de los bonos soberanos cayeron de forma casi homogénea en estas economías. Por el contrario, en los mercados emergentes se ha observado un deterioro gradual desde finales de agosto, salpicado por episodios de mayor tensión asociados a acontecimientos concretos. En el mes de diciembre, con el trasfondo del continuado descenso del precio del petróleo, las tensiones financieras en algunos países productores, como Rusia, se han intensificado notablemente, y se ha producido un movimiento generalizado de aversión al riesgo, con aumento de la volatilidad, caídas en los principales índices bursátiles, ampliación de los diferenciales soberanos y depreciaciones cambiarias. Dentro de los mercados emergentes, se ha apreciado una marcada dicotomía entre Asia, donde el deterioro ha sido menor, y América Latina y algunos países de Europa del Este, más afectados no solo por la fuerte caída del precio del petróleo, sino también por la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania, y algunos factores específicos, como la debilidad económica y la incertidumbre electoral en Brasil. En todo caso, los mercados financieros han venido mostrando una elevada sensibilidad a noticias negativas y una dependencia elevada de la actuación de los bancos centrales.

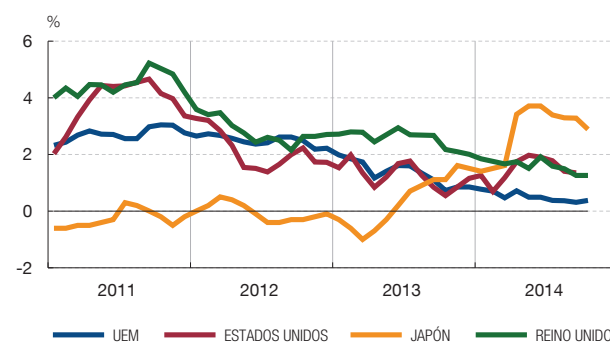
En los mercados de materias primas, como se ha comentado antes, el precio del petróleo acentuó la senda descendente iniciada en el trimestre anterior, reflejando un exceso de



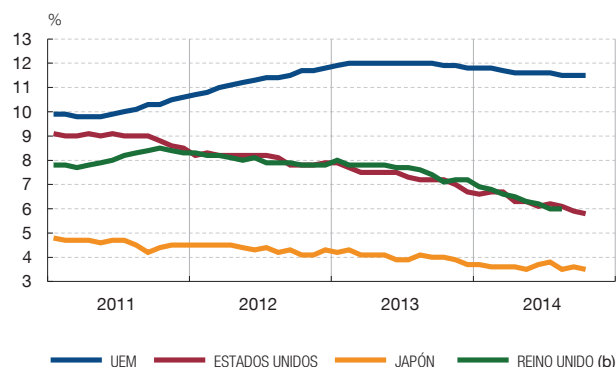
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



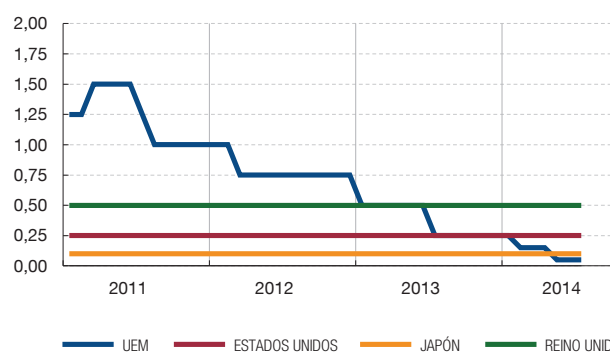
INFLACIÓN  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

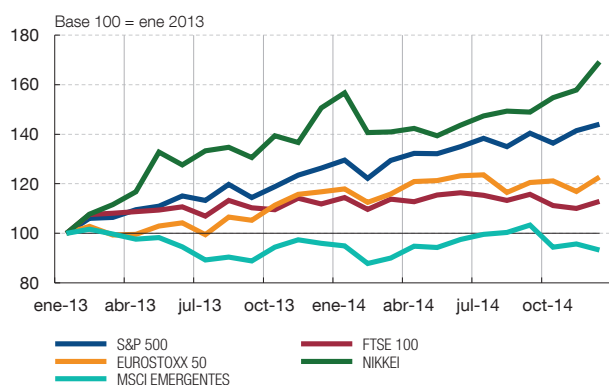
a Porcentaje de la población activa.

b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre.

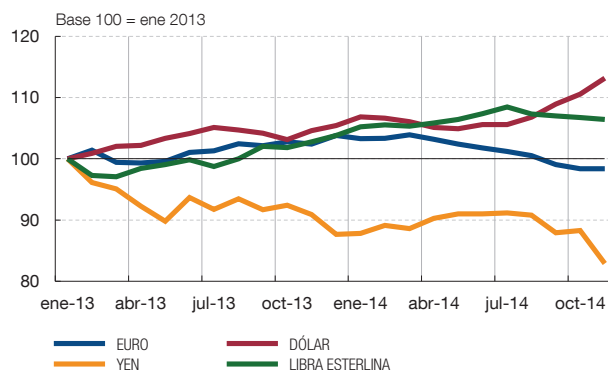
oferta que posiblemente perdurará en los próximos trimestres. La expansión del *shale oil* en Estados Unidos y la recuperación de la producción de algunos países de la OPEP (Libia e Irán, principalmente) no se están viendo compensadas por una menor extracción de crudo en otros países del cartel, en especial Arabia Saudí, como se constató en la reunión de la OPEP del 27 de noviembre. En los últimos días, el precio del barril de Brent ha llegado a situarse por debajo de los 60 dólares, más de un 40 % por debajo del observado en junio. Los precios de metales y alimentos también siguieron mostrando una tendencia a la baja.

La ampliación de las divergencias cíclicas en las economías avanzadas ha sido el resultado, principalmente, de la evolución favorable de la economía en Estados Unidos y la entrada en recesión técnica de Japón. En Estados Unidos el crecimiento del PIB del tercer trimestre se revisó al alza hasta el 3,9 %, en tasa intertrimestral anualizada, y los datos del mercado de trabajo y del consumo privado han sido mejores de lo esperado, lo que ha compensado el impacto de un contexto exterior más débil y de la apreciación del dólar. Por el contrario, en Japón el crecimiento estimado del PIB en el tercer trimestre se revisó a la baja, hasta el -1,9 % en tasa intertrimestral anualizada, tras el -7,3 % registrado en el segundo trimestre. En Reino Unido, el crecimiento del PIB alcanzó el 0,7 % (sin anualizar) en el tercer trimestre, aunque reflejó una desaceleración de la inversión privada, compensada parcialmente por el avance del consumo público. Cabe señalar la ausencia de presiones inflacionistas en estas tres economías, apreciándose incluso recortes en la tasa de variación de los precios de consumo mayores de los esperados en Reino Unido (hasta el 1 % en noviembre) y Japón (hasta el 0,9 %, descontando el efecto del alza impositiva de

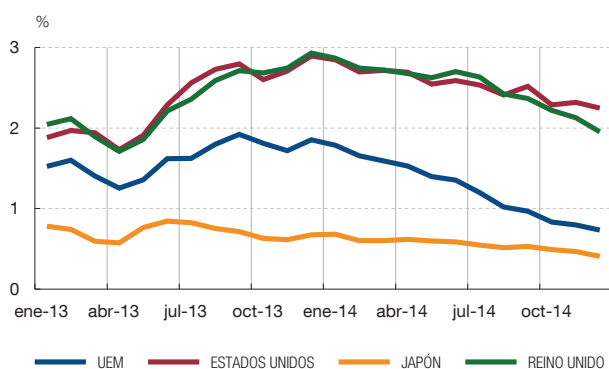
ÍNDICES BURSÁTILES



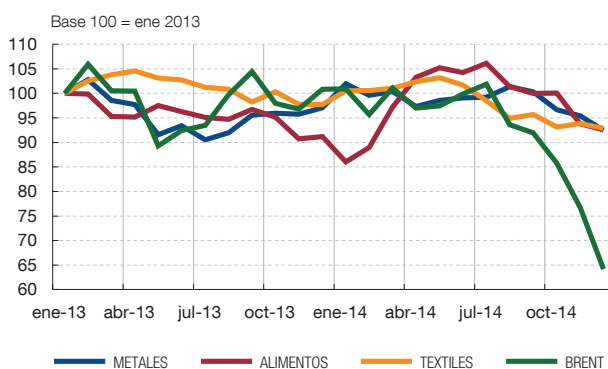
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



MATERIAS PRIMAS



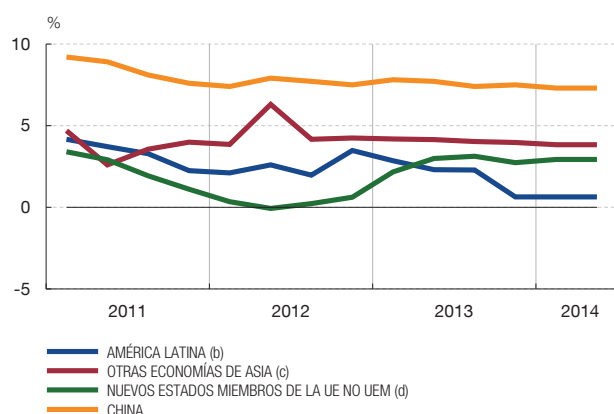
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Rendimientos de la deuda pública a diez años.

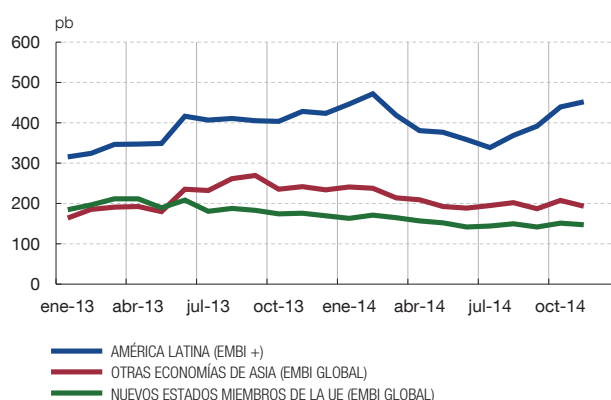
abril), en ambos casos por debajo de los objetivos de sus bancos centrales. En cuanto al tono de las políticas monetarias, en Estados Unidos el Comité de Política Monetaria modificó ligeramente la orientación futura sobre cuándo se produciría la primera subida del tipo de interés oficial, que, aunque dependiente de los datos económicos, no se produciría hasta al menos la reunión de finales de abril. Asimismo, el Comité publicó nuevas proyecciones, destacando la reducción de la inflación prevista para finales de este año y de 2015, aunque no se produjeron cambios relevantes en las proyecciones de la inflación subyacente. Mientras, el Banco de Japón, en su reunión de octubre, acordó una ampliación de su programa de expansión monetaria. En el ámbito fiscal, en Estados Unidos cabe destacar la aprobación de las autorizaciones de algunas partidas de gasto público contenidas en el presupuesto para el año fiscal 2015, disipando así el riesgo de cierre de algunos departamentos y agencias de la Administración Federal, y en Japón el retraso de la elevación prevista para octubre de 2015 en el tipo del gravamen sobre el consumo, medida que propició el recorte del *rating* soberano japonés por parte de Moody's. El primer ministro japonés ha visto respaldada en las urnas su estrategia de política económica, al revalidar su mayoría en unas elecciones anticipadas.

Las economías emergentes registraron, en general, una ralentización, que fue más acusada en las economías de América Latina y en las del entorno de Rusia, más afectadas por las caídas de los precios de las materias primas y, en el segundo caso, además, por

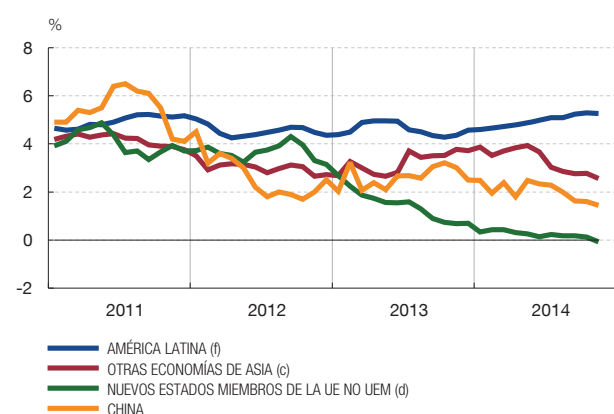
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



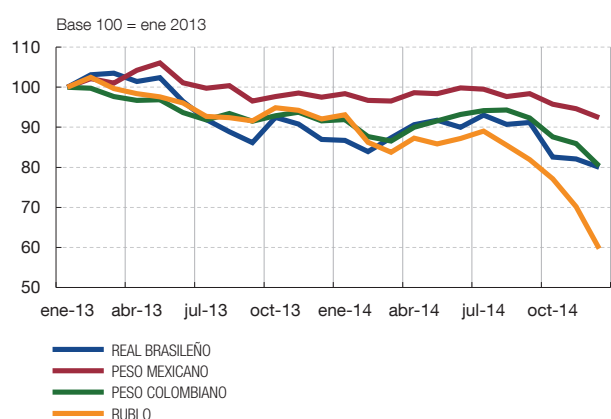
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (g)



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

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Lituania, Bulgaria, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría, Polonia, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
- f Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.
- g Una disminución del índice supone una depreciación de la moneda local.

el impacto de las sanciones impuestas a Rusia. En América Latina, el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre continuó en tasas muy moderadas en Brasil y Chile (-0,2 % y 0,8 %, respectivamente) y algo más elevadas en México, Perú y Colombia (2,2 %, 1,8 % y 4,3 %, respectivamente), si bien en general estos registros estuvieron por debajo de lo esperado. A pesar de ello, la inflación en la región se mantuvo en cotas elevadas (véase gráfico 4). Las economías de Asia emergente —incluyendo China— registraron, en promedio, un ligero descenso del crecimiento del PIB en el tercer trimestre, si bien los indicadores más recientes apuntarían a una mayor debilidad. Finalmente, Rusia experimentó una notable ralentización de su actividad, situándose el crecimiento del PIB en el 0,7 % en el tercer trimestre, lo que está afectando de modo significativo a las economías de su entorno.

En este contexto, las políticas monetarias han reaccionado de manera acorde a la diversidad de situaciones, destacando, por un lado, las elevaciones del tipo oficial en Rusia

en 900 puntos básicos (pb), hasta el 17 % —para tratar de frenar la tendencia depreciatoria sufrida por el rublo—, y en Brasil en 75 pb, hasta el 11,756 %; el banco central de México anunció que intervendrá en los mercados cambiarios si el tipo de cambio se deprecia al menos un 1,5 % con respecto al cambio del día anterior —en contra de su práctica reciente—. Por otro lado, el banco central de China redujo los tipos de interés de referencia para préstamos y depósitos, a la par que ampliaba el margen de flexibilidad para estos últimos. En el caso de China, estas medidas han venido acompañadas de distintos avances en la reforma financiera (la conexión entre las bolsas de Shanghai y Hong Kong, la potenciación de la convertibilidad del renminbi y el anuncio de la consulta pública sobre el Fondo de Garantía de Depósitos, entre otros) y de algunos estímulos fiscales para segmentos específicos.

Las perspectivas económicas para los próximos meses han seguido deteriorándose en alguna medida. En el caso de las economías desarrolladas, solamente Estados Unidos y Reino Unido muestran una evolución de la actividad que les permita plantearse un cambio en el tono de su política monetaria. La reducción de los precios de petróleo tendrá un impacto positivo en la actividad de estas economías, pero también recortará aún más sus ya moderados niveles de inflación, con el riesgo que esto supone para el anclaje de las expectativas, aunque también permitirá que las políticas monetarias expansivas se mantengan más tiempo. En el caso de las economías emergentes, la moderada desaceleración de China y la efectividad de las políticas aplicadas seguirán siendo determinantes. Para este conjunto de países, los precios del petróleo (y del resto de las materias primas) tienen efectos diferenciales muy importantes, favoreciendo, en general, a los países del continente asiático y perjudicando a los países latinoamericanos y a algunos del Este europeo. De hecho, aquellos que presentan mayores vulnerabilidades y que cuentan con menos colchones financieros ya se están viendo fuertemente castigados por los mercados financieros. La posibilidad de contagio constituye, por tanto, un riesgo añadido.

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

En los meses finales del año la recuperación económica perdió vigor en el área del euro, lastrada por la debilidad de la demanda interna y, en particular, de la inversión y por la pérdida de impulso del comercio mundial. La tasa de inflación permaneció en niveles históricos mínimos, muy alejada de la referencia del 2 %. Las proyecciones del BCE, publicadas a principios de diciembre, evidencian un deterioro significativo de las perspectivas económicas del área a medio plazo al recortar en casi 1 pp las expectativas de crecimiento para el período de 2015-2016 y alejan en el tiempo las perspectivas de que la inflación retorne a tasas compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

La persistencia de tasas de inflación excesivamente bajas y la debilidad de la demanda acentúan los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación, que han continuado deteriorándose a pesar del paquete de medidas de política monetaria adoptadas en junio y septiembre. Por ello, el Consejo de Gobierno del BCE ha anunciado que analizará a principios de 2015 el alcance de esas medidas. El análisis cubrirá tanto la vertiente habitual de los efectos sobre los riesgos para la estabilidad de precios como la relativa a su intención declarada de incrementar el tamaño del balance hasta los niveles de comienzos de 2012. Agotado el margen de maniobra en el ámbito convencional de la política monetaria, el Consejo de Gobierno ha subrayado, además, la unanimidad existente en su seno para adoptar, en caso necesario, medidas no convencionales adicionales, que podrían implicar la extensión de los programas de compra vigentes a nuevos activos privados o públicos.

En otros ámbitos de la política económica, hay que destacar también que, tras la publicación a finales de octubre de los resultados de la evaluación global de los balances bancarios,

	2013				2014			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	-0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	
Consumo privado	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	
Consumo público	0,0	0,1	0,2	0,3	0,1	0,3	0,3	
Formación bruta de capital fijo	-2,3	0,7	0,6	0,7	0,3	-0,6	-0,2	
Importaciones	0,0	1,4	1,6	0,2	0,4	1,3	1,2	
Exportaciones	0,3	1,8	0,7	0,8	0,4	1,4	0,8	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,6	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	
Variación de existencias	0,1	-0,1	0,3	-0,3	0,1	-0,1	0,0	
Demanda exterior neta	0,1	0,2	-0,3	0,3	0,0	0,1	-0,1	
Otros indicadores								
PIB (tasa interanual)	-1,2	-0,6	-0,3	0,4	1,1	0,8	0,8	
Tasa de paro	12,0	12,0	12,0	11,9	11,8	11,6	11,5	11,6
IAPC (tasa interanual)	1,7	1,6	1,1	0,8	0,5	0,5	0,3	0,3
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,0	3,2	3,3	3,3	2,8	2,2	1,8	1,5
Diferencial deuda pública (pb) a diez años Estados Unidos-UEM	-117,3	-71,6	-70,3	-33,8	-3,3	34,3	73,5	87,6
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	0,2	2,5	3,1	4,9	0,5	-0,9	-4,8	-4,4
Déficit público (% PIB)	-3,6	-3,4	-3,3	-2,9	-2,8	-2,6		
Deuda pública (% PIB)	90,6	91,7	91,1	90,9	91,9	92,7		
M3 (tasa interanual)	2,5	2,4	2,0	1,0	1,0	1,6	2,5	2,5
M1 (tasa interanual)	7,0	7,5	6,6	5,7	5,6	5,4	6,2	6,2

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

a Información disponible hasta el día 18 de diciembre de 2014.

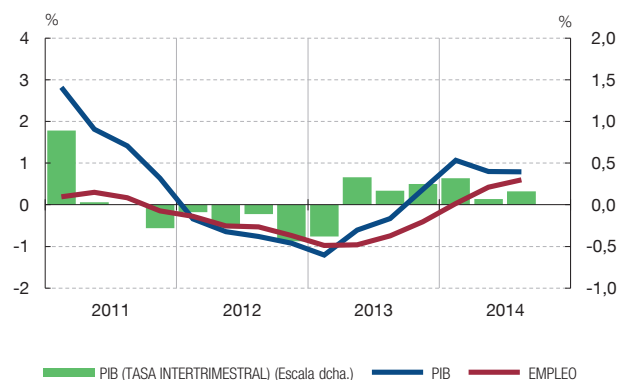
b Variación porcentual acumulada en el año.

se puso en marcha en noviembre el Mecanismo Único de Supervisión, de modo que el BCE ha asumido las funciones de supervisor prudencial del área. Se consolida así un hito de gran trascendencia en el proceso de creación de la Unión Bancaria. En diciembre, además, el Consejo de Gobernadores del MEDE aprobó el nuevo instrumento de recapitalización directa de entidades bancarias sistémicas viables, una vez se hayan agotado todas las posibilidades alternativas de recapitalización privada y pública. Estos avances se complementarán con la próxima puesta en marcha del Mecanismo y Fondo Únicos de Resolución y la entrada en vigor de la directiva armonizadora de los fondos nacionales de garantía de depósitos.

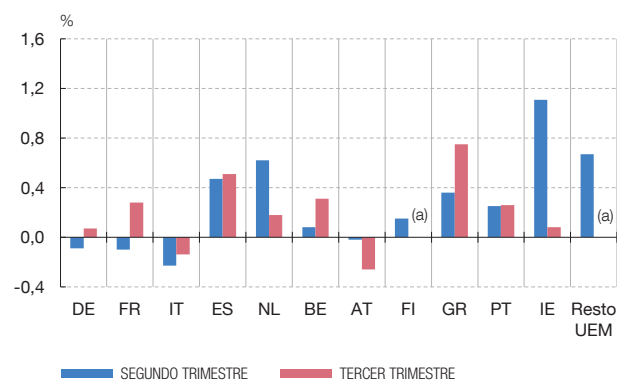
#### EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Según la estimación final de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro avanzó moderadamente en el tercer trimestre de 2014, refrendando el debilitamiento de la fase de recuperación que se inició en la primavera de 2013 (véase cuadro 2). El crecimiento se apoyó en la aceleración del consumo privado y el mantenimiento de la expansión del consumo público, mientras que la formación bruta de capital fijo registró un nuevo retroceso. La contribución positiva de la demanda interna al crecimiento de la actividad (0,3 %) se vio compensada en parte por la aportación negativa de la variación de existencias (-0,1 %), mientras que la demanda exterior neta mantuvo una aportación nula, al registrar las exportaciones crecimientos similares a los de las importaciones. El desglose por ramas de actividad revela un avance muy contenido del valor añadido industrial y de los servicios, mientras que la construcción

PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasa interanual



PIB POR PAÍSES  
Tasa intertrimestral



INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



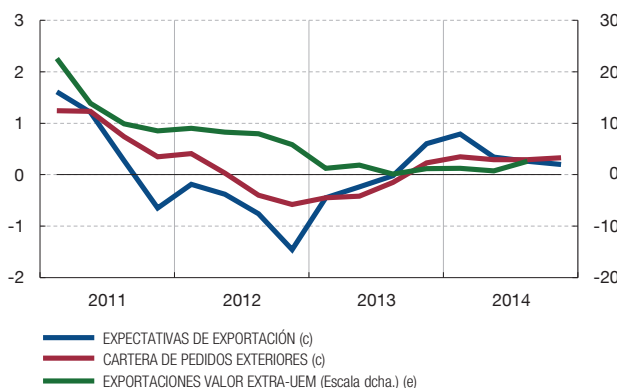
INDICADORES DE CONSUMO



INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

- a Dato no disponible para el tercer trimestre.
- b Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.
- c Series normalizadas para el período representado.
- d Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- e Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

registró una nueva caída. Por países, la mayor parte de las economías registraron crecimientos positivos del producto, aunque de modesta magnitud. Así, en Alemania el PIB creció ligeramente, lastrado por el retroceso de la inversión, mientras que en Francia alcanzó un impulso algo mayor, apoyado en la evolución favorable del consumo público. En cambio, Italia siguió inmersa en una recesión profunda que se prolonga desde hace ya trece trimestres.

La información coyuntural correspondiente al cuarto trimestre confirma la falta de vigor de la recuperación en el área del euro (véase gráfico 5). Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza empresarial mostraron señales dispares. Así, mientras que los elaborados por la Comisión Europea (CE) se situaron en media del trimestre por encima de los niveles alcanzados en el período de julio-septiembre, tanto en la industria como en los servicios, los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras registraron un cierto retroceso. Por su parte, la producción industrial avanzó ligeramente en octubre. En este entorno de crecimiento reducido, la tasa de paro se mantuvo estancada en el 11,5%, mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas de la CE mejoraron en el sector servicios y de la construcción, retrocediendo, sin embargo, en la industria.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo sugieren una cierta moderación de su ritmo de crecimiento, ya que, aunque las ventas del comercio al por menor repuntaron en octubre, la confianza de los consumidores y del comercio minorista retrocedió en el conjunto de octubre y noviembre en comparación con el promedio del tercer trimestre. La inversión, por su parte, podría haber atenuado su ritmo de caída, en un contexto en el que el grado de utilización de la capacidad productiva se ha mantenido estable y las empresas industriales han mejorado la valoración de su cartera de pedidos. Por último, las expectativas de exportación se recuperaron ligeramente en octubre y noviembre, al igual que lo hizo la cartera de pedidos exteriores en el conjunto del trimestre.

Todo ello apunta a que la expansión de la actividad continuará en los próximos meses, si bien a un ritmo muy moderado que dificultará reducir las elevadas *brechas de producción y empleo* existentes. Más a medio plazo, la debilidad de algunas economías emergentes podría frenar el crecimiento de las exportaciones, pese a que estas podrían haberse visto favorecidas en los meses recientes por la depreciación del tipo de cambio del euro. Además, el proceso de recomposición de balances en que se hallan inmersas empresas y hogares y la persistencia de niveles elevados de incertidumbre lastran la recuperación de la demanda interna, y particularmente de la inversión. En este contexto, y en línea con las predicciones de la mayoría de los organismos internacionales y analistas privados, en diciembre el Eurosistema recortó en casi 1 pp su proyección de crecimiento del PIB para los dos próximos años, situándolo en el 1 % en 2015 y en el 1,5 % en 2016 (véase cuadro 3).

La inflación del área del euro volvió a descender en noviembre, hasta situarse en el 0,3 %. Aunque parte de los movimientos recientes reflejan el retroceso de los precios de la energía, la evolución extremadamente contenida es más general, ya que la situación de debilidad de la demanda agregada ha afectado de forma muy notable al resto de los componentes menos volátiles. Así, la contracción de los precios de los bienes industriales no energéticos y la moderación de los precios de los servicios han propiciado que la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se desacelere hasta el 0,7 %, muy alejada de la referencia del 2 %. Por su parte, los precios industriales mantuvieron en octubre su ritmo de caída (un -1,3 %) y los indicadores de negociación salarial mantienen avances muy

	2015		2016	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (diciembre de 2014)	1,0	0,7	1,5	1,3
Comisión Europea (noviembre de 2014)	1,1	0,8	1,7	1,5
Fondo Monetario Internacional (octubre de 2014)	1,3	0,9	1,7	1,2
OCDE (noviembre de 2014)	1,1	0,6	1,7	1,0
<i>Consensus Forecast</i> (diciembre de 2014)	1,1	0,6	...	...
Eurobarómetro (diciembre de 2014)	1,2	0,6	...	...

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

## UEM. INDICADORES DE PRECIOS

GRÁFICO 6

## Tasas de variación interanual

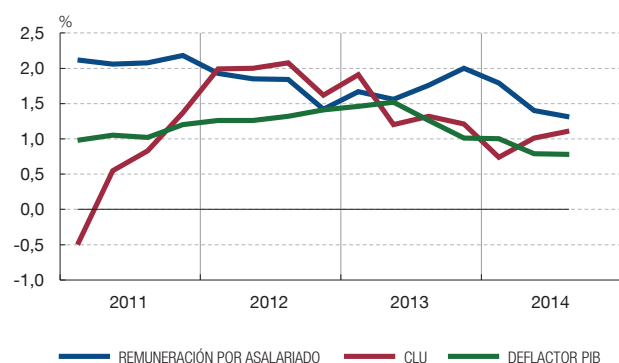
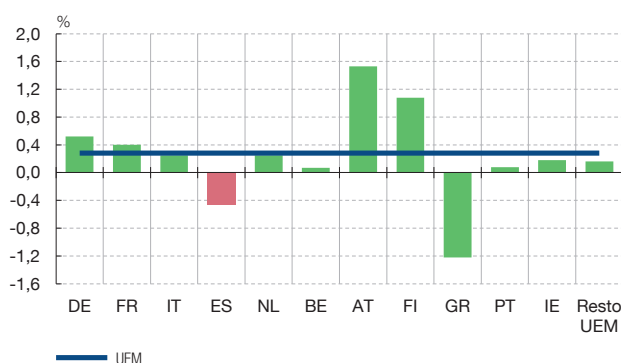
## ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



## EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



## SALARIOS Y COSTES

IAPC GENERAL POR PAÍSES  
Noviembre de 2014

FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

moderados. En este contexto, el BCE llevó a cabo una notable reducción de sus proyecciones de inflación para 2015 y 2016, situándolas en el 0,7 % y el 1,3 %, respectivamente. Estas cifras no incorporan, además, el impacto de la evolución más reciente del precio del petróleo y de otras materias primas, lo cual imprime riesgos a la baja a ese escenario central de inflación, al menos en el corto plazo. A más largo plazo, los indicadores de expectativas de inflación que se derivan de los mercados financieros continuaron



deteriorándose, a pesar de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE desde junio (véase gráfico 6).

En noviembre, la Comisión Europea inició el Semestre Europeo de 2015 con la publicación del *Informe Anual de Crecimiento*, que en esta ocasión pone el acento en la urgencia de lograr una recuperación más vigorosa de la inversión al tiempo que se avanza en las reformas estructurales y se mantiene la responsabilidad fiscal. En esta línea, la Comisión presentó el Plan de Inversiones Europeo, que tiene como objetivo movilizar recursos públicos y privados por valor de 315 mm de euros hacia sectores clave como los de las infraestructuras, la educación, la investigación y la innovación. El informe establece además un compromiso renovado de reforma estructural tanto a nivel de la UE, respecto a la cual destaca la necesidad de completar el mercado único, como en los Estados miembros, que deberían profundizar en la transformación de sus mercados de trabajo, para potenciar la creación de empleo, y de los sistemas fiscales, para hacer compatible la reducción de los elevados niveles de deuda pública con la reactivación del crecimiento económico (véase recuadro 3). En el ámbito de la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos, la Comisión presentó el *Informe sobre el Mecanismo de Alerta*, donde se identifican once Estados miembros, entre los que se encuentran Alemania, Francia, Italia y España, para los que se van a realizar exámenes en profundidad de los desequilibrios detectados.

#### EVOLUCIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

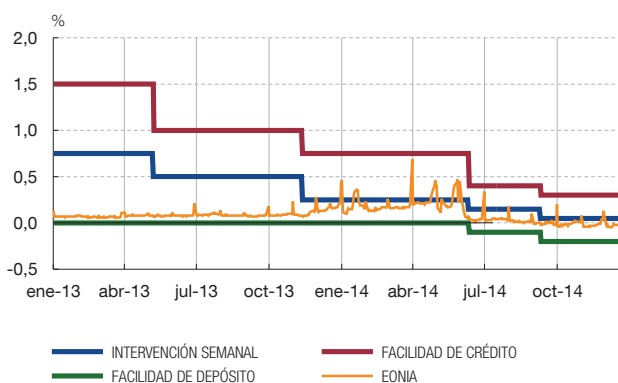
Las condiciones financieras en el área del euro han continuado mejorando en la recta final del año. Esta mejoría, sin embargo, se ha trasladado —todavía solo de manera parcial— al coste real de la financiación para empresas y familias, en un entorno económico en que el deterioro de las perspectivas de crecimiento ha recortado de forma significativa las expectativas de inflación a medio y largo plazo.

En los mercados de deuda pública, las rentabilidades alcanzaron durante el trimestre nuevos mínimos históricos de manera generalizada. La deuda pública griega fue la única excepción debido a los efectos que la incertidumbre política en el país está teniendo sobre las expectativas de finalización exitosa del actual programa de asistencia financiera, que se ha prorrogado dos meses, es decir, hasta febrero de 2016. La rentabilidad del bono alemán a diez años se redujo hasta alcanzar, a mediados de diciembre, el 0,6 %, 36 pb por debajo de los valores de finales del tercer trimestre. De este modo, el diferencial con respecto a la deuda americana se ha elevado hasta el entorno de los 150 pb en dicha referencia (véase gráfico 7).

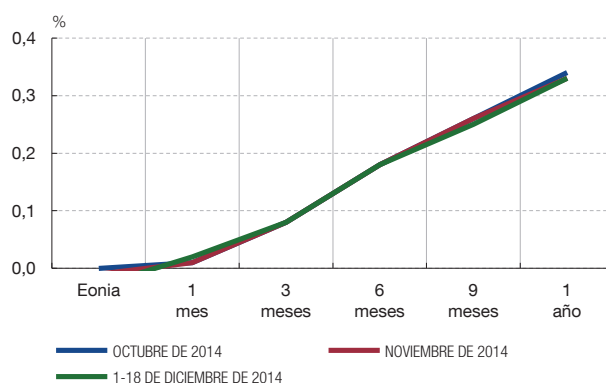
En los mercados cambiarios, el tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN) se apreció un 2 % en el período de octubre-diciembre, tras la depreciación registrada en los dos trimestres anteriores. Este comportamiento, no obstante, es el resultado de evoluciones muy dispares en los tipos de cambio bilaterales. Así, el euro continuó depreciándose frente al dólar, aunque de manera más moderada que en el trimestre previo —un 2,4 %—, cotizando a finales de diciembre en el entorno de los 1,23 \$/€. Por su parte, desde mediados de octubre el euro se apreció un 7,7 % frente al yen, tras las medidas expansivas de política monetaria implementadas por el Banco de Japón, y en torno al 50 % frente al rublo (véase gráfico 7).

En los mercados bursátiles, que vieron incrementada su volatilidad, las noticias económicas que confirmaban la pérdida de vigor de la recuperación del área del euro y las perspectivas cambiantes sobre la potencial respuesta de la política monetaria dominaron la evolución de las cotizaciones. A fecha de cierre de este boletín, el índice EUROSTOXX 50 acumulaba una caída del 2,2 % a lo largo del cuarto trimestre y una subida del 1,4 % en el conjunto del año.

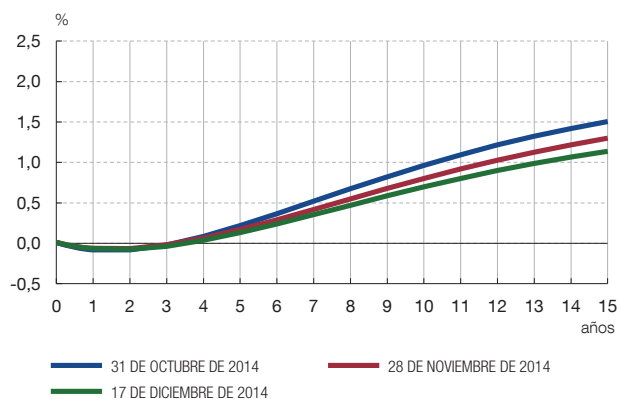
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



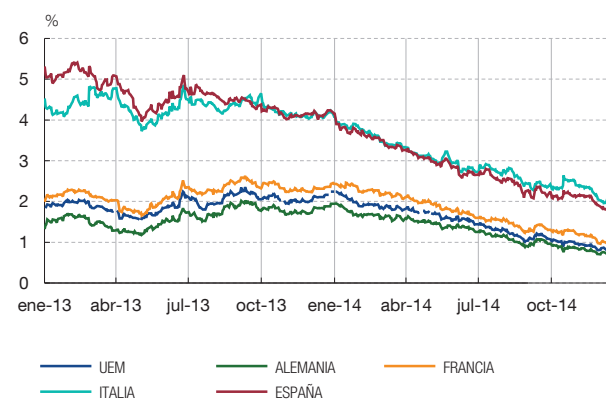
MERCADO INTERBANCARIO  
Media mensual



CURVA CUPÓN CERO (a)



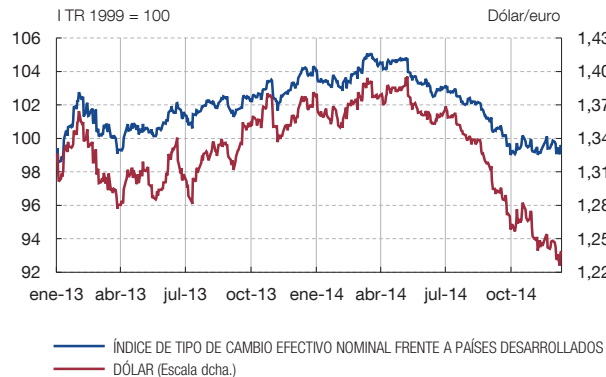
RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO

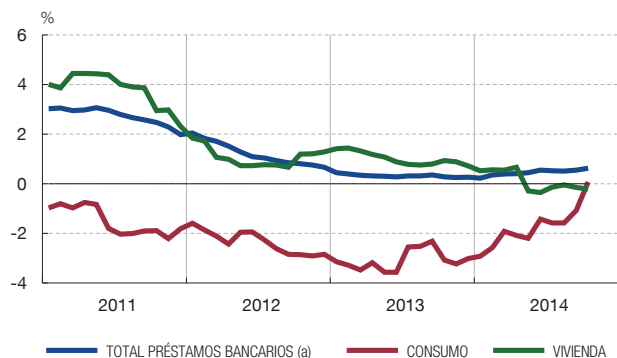


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

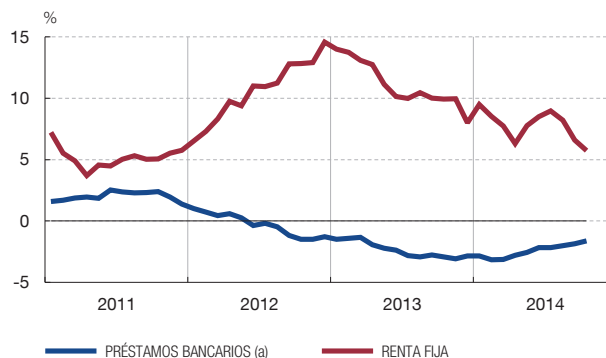
a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

Por último, el crédito continuó contrayéndose en el conjunto del área, si bien a un ritmo menor que el de los meses precedentes, mostrando una tenue mejoría hasta octubre. El ritmo de contracción de los préstamos a sociedades no financieras siguió reduciéndose en tasa interanual, hasta situarse en el 1,6 % en términos ajustados de titulización y ventas, dos décimas menos que el registro de septiembre (véase gráfico 8). Por su parte, los préstamos a hogares mantuvieron el débil ritmo de expansión que han venido registrando en los últimos trimestres, un 0,6 % interanual en octubre. No obstante, los préstamos al consumo

HOGARES  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y ventas.

se aceleraron de manera significativa, lo que permitió que este agregado mostrara por primera vez desde marzo de 2009 crecimientos interanuales ligeramente positivos. El agregado monetario amplio M3 mantuvo una tasa de variación interanual muy moderada del 2,5 %.

En este contexto, el BCE, que en el trimestre anterior había agotado su margen de maniobra convencional y había vuelto a hacer un uso intensivo de herramientas no convencionales, ha pasado a poner mayor énfasis en sus comunicaciones en el papel del tamaño y la composición de su balance en la provisión de estímulos monetarios. En las reuniones de noviembre y diciembre mantuvo los tipos de interés oficiales en los niveles mínimos establecidos en septiembre, pero anunció su intención de expandir el balance del BCE hasta los niveles de comienzos de 2012. A lo largo del trimestre se pusieron en marcha el tercer programa de compras de bonos bancarios garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) y el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), ambos anunciados en septiembre, acumulando compras por un valor de alrededor de 24.800 millones y 800 millones de euros, respectivamente. De igual forma, el 11 de diciembre tuvo lugar la segunda de las ocho operaciones previstas en relación con la nueva facilidad de financiación a más largo plazo vinculada a la concesión de préstamos (conocida como TLTRO), con una demanda de recursos próxima a los 130 mm de euros. En las dos subastas celebradas hasta la fecha, el programa ha supuesto una inyección de 212 mm de euros, algo por debajo de las expectativas de mercado. A comienzos de 2015, el Consejo de Gobierno analizará la suficiencia del paquete de medidas desplegado y, por tanto, la eventual necesidad de introducir medidas (no convencionales) complementarias. El compromiso del Consejo de Gobierno del BCE para adoptar esas medidas en caso necesario es unánime, como volvió a reiterar tras su reunión de primeros de diciembre. Como también ha señalado en distintas ocasiones su presidente, las nuevas medidas no convencionales podrían incluir la extensión de los programas de compra a nuevos activos privados y públicos.

El precio del petróleo ha experimentado una acusada reducción desde mediados de junio. Si el 19 de junio el barril de Brent alcanzaba los 115 dólares, el precio a mediados de diciembre había caído en más de 50 dólares, bordeando los 60. Este descenso, que supone una masiva redistribución de recursos a nivel global, desde los países exportadores de crudo hacia los importadores, tiene un impacto global, cuya magnitud dependerá del origen de la caída del precio y de su persistencia en el tiempo. Este recuadro repasa brevemente los factores que explican esta caída y ofrece una valoración de su impacto global.

Un elemento central que ha favorecido un descenso tan pronunciado del precio del petróleo ha sido el aumento de la producción de Estados Unidos desde 2010, asociado a las nuevas técnicas de extracción de crudo en campos que se consideraban ya exhaustos. Así, Estados Unidos produce en la actualidad 12 millones de barriles al día (mbd), cuatro más que en 2010, contribuyendo de modo destacado al significativo aumento de la oferta de petróleo en los últimos años. Para apreciar la magnitud de este desarrollo, cabe señalar que la producción total de Irak, el segundo mayor productor de crudo de la OPEP, es de 3,3 mbd.

Este aumento en la oferta se había visto enmascarado transitoriamente por caídas en la producción en países como Libia o Irán, debido a problemas internos o a sanciones internacionales. Sin embargo, en 2014 estos elementos han ido diluyéndose, lo que ha impulsado aún más la oferta de crudo en un entorno de demanda debilitada ante las dudas sobre el crecimiento económico global. En una situación así, el papel tradicional de Arabia Saudí había sido el de actuar como «estabilizador del mercado», reduciendo su producción para acomodar la demanda en la medida de lo posible y evitar fluctuaciones excesivas de los precios. Sin embargo, en esta ocasión Arabia Saudí ha señalado, tanto a través de su actuación en el mercado como formalmente en la reunión de la OPEP del 27 de noviembre, su intención de mantener su nivel de producción actual, pese a que esto suponga una caída en los precios como la que efectivamente se ha observado.

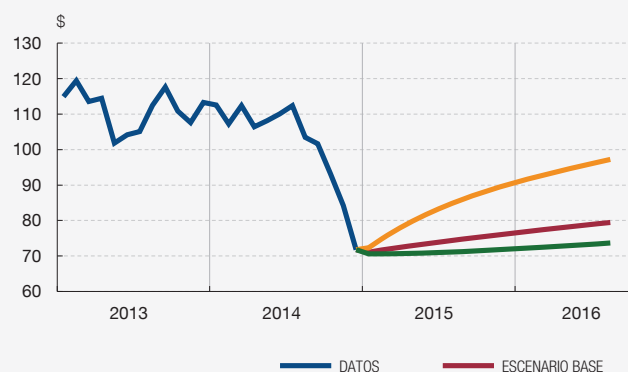
En los próximos años, los precios del crudo continuarán estando determinados por la evolución de la demanda global, asociada al crecimiento económico, los eventuales problemas en la oferta de algunos productores y la voluntad de Arabia Saudí de mantener su estrategia como estabilizador del mercado. Dado que estos eventos son, por su propia naturaleza, muy difíciles de anticipar, para valorar el impacto de la evolución del precio del petróleo en la economía global, en este recuadro se consideran tres posibles escenarios<sup>1</sup> para el precio del petróleo: i) un escenario base en el que los precios del petróleo siguen la senda implícita en los contratos de futuros sobre el barril de Brent existente a principios del mes de diciembre, momento de la elaboración de este recuadro, ascendiendo ligeramente hasta el entorno de los 80 dólares por barril a finales de 2016; ii) un escenario alcista en el que los precios recuperan el nivel de los 100 dólares a finales de 2016, y iii) un escenario bajista en el que los precios se mantienen en el entorno de los 70 dólares durante los próximos dos años. El panel izquierdo del gráfico 1 muestra la evolución de los precios en los tres casos considerados.

Estos escenarios se han construido mediante un modelo de equilibrio general, con Arabia Saudí actuando como productor dominante<sup>2</sup>. Este modelo permite de forma implícita obtener una senda de producción de Arabia Saudí para cada escenario, lo que aparece en el panel derecho del gráfico 1. En los escenarios base y bajista, la producción de Arabia Saudí se reduce en torno a 1 mbd, cantidad ligeramente inferior a las reducciones de la producción

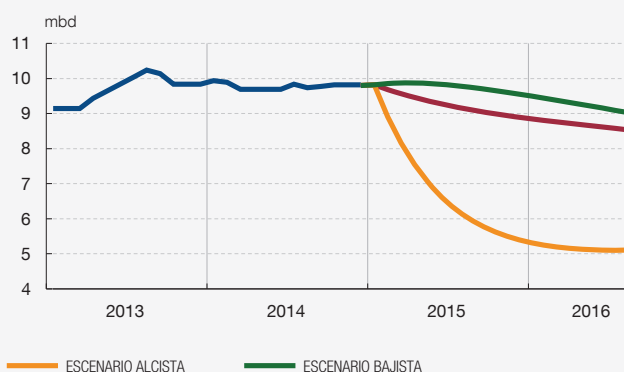
1 Estos escenarios tratan de ilustrar las implicaciones globales de una determinada evolución de los precios del petróleo, por eso deben entenderse como sendas posibles y no como predicciones.  
 2 La principales características de este modelo, que incorpora una estructura de teoría de juegos dinámica, aparecen en el artículo del *Boletín Económico* del Banco de España «Un modelo para analizar las causas y consecuencias de las variaciones en el precio del petróleo» (febrero de 2010). Sus detalles técnicos han sido publicados como Nakov, Anton y Galo Nuño (2014), «Saudi Arabia and the Oil Market», *Economic Journal*, 132 (12), pp. 1333-1362.

1 PRECIO DEL PETRÓLEO Y PRODUCCIÓN DE ARABIA SAUDÍ

PRECIO PETRÓLEO



PRODUCCIÓN ARABIA SAUDÍ



FUENTES: *Oil Market Report* y Banco de España.

acometidas por este país en episodios de caída de la demanda como los correspondientes a las crisis económicas de 2001 o 2009. La diferencia entre estos dos escenarios radica en que el escenario base (el de los futuros) incorpora una mejora de la demanda de petróleo dirigida a Arabia Saudí, que está ausente en el escenario bajista. En el escenario alcista la reducción de la producción de Arabia Saudí es mucho más agresiva: en torno a los 5 mbd<sup>3</sup>. Únicamente en el período de 1980-1985 Arabia Saudí redujo tanto su producción para defender el nivel de precios existente entonces<sup>4</sup>.

Para tener una idea, aunque sea aproximada, de las implicaciones cuantitativas que estos escenarios pueden tener para la economía global, se han introducido estas sendas de precios del petróleo en

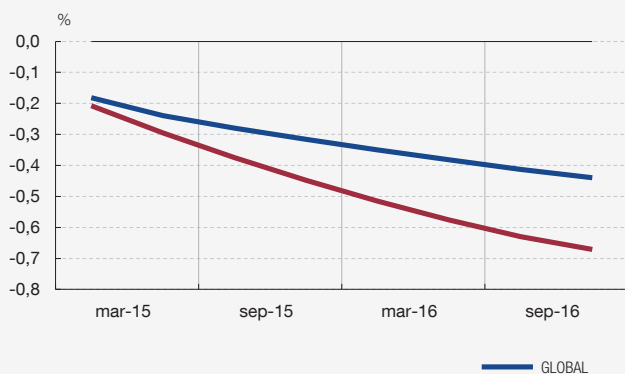
el modelo econométrico NiGEM. En concreto, en el gráfico 2 aparece el impacto en el PIB global y en el de los países de la OCDE de los escenarios alcista y bajista, en ambos casos comparado con lo que ocurriría en el escenario base (futuros). Al tratarse de una perturbación originada en la oferta de petróleo, se puede considerar una perturbación pura de costes en la producción del resto de los bienes y servicios. Como consecuencia, el escenario alcista (mayores costes de producción) supone una caída en la actividad respecto al escenario base, mientras que en el bajista (menores costes de producción) la actividad mejora. Además, el impacto en el PIB es siempre más acusado en el caso de los países de la OCDE; esto es lo razonable, ya que estos países son mayoritariamente importadores netos de crudo, y un aumento (bajada) del precio del petróleo supone una transferencia neta de renta desde de los importadores (exportadores) a los exportadores (importadores).

En el caso del escenario alcista, la desviación en niveles del PIB respecto al escenario base es del -0,4% a finales de 2016. Esto permite deducir que, en el caso de que los precios se mantuvieran

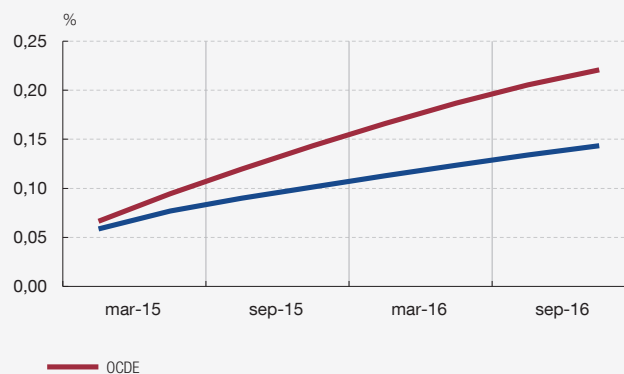
- 3 Dicho escenario incorpora una mejora de la demanda de Arabia Saudí comparable a la del escenario base.
- 4 La producción de Arabia Saudí en 1980 era de 10,2 mbd, comparada con los 2,4 mbd a mediados de 1985.

## 2 IMPACTO SOBRE EL PIB

SIMULACIÓN ESCENARIO ALCISTA



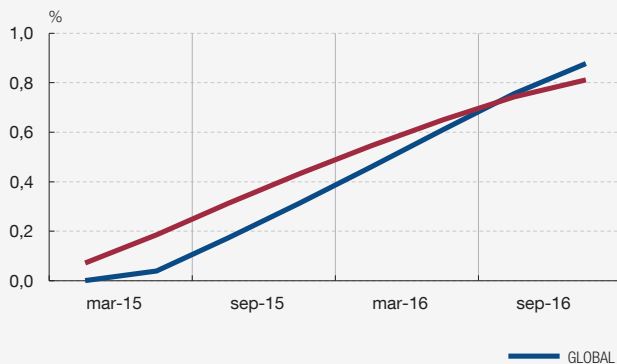
SIMULACIÓN ESCENARIO BAJISTA



FUENTES: Oil Market Report y Banco de España.

## 3 IMPACTO SOBRE LA TASA DE INFLACIÓN

SIMULACIÓN ESCENARIO ALCISTA



SIMULACIÓN ESCENARIO BAJISTA



FUENTES: Oil Market Report y Banco de España.

en el entorno de los 70 dólares por barril durante este mismo período, el PIB sería un 0,4 % superior al que se hubiera observado si los precios del petróleo se hubieran mantenido en 100 dólares. En el caso de los países de la OCDE el impacto sería mayor, del orden del 0,7 %<sup>5</sup>.

El gráfico 3 muestra el impacto sobre la inflación. Al tratarse de una perturbación pura de costes, el escenario alcista genera un efecto diferencial positivo sobre el nivel de precios, y lo contrario sucede en el caso bajista. Un razonamiento semejante al del caso de la actividad nos permite afirmar que de mantenerse la actual caída de precios del crudo, esto generaría presiones a la baja sobre

los precios de consumo acumuladas en dos años en el entorno del 0,8 %<sup>6</sup>.

Para finalizar, debe recordarse una limitación importante de este ejercicio. Al encontrarse los tipos de interés de referencia de los principales bancos centrales de países desarrollados cercanos a su límite inferior, el 0 %, este ejercicio asume que la política monetaria convencional solo puede comenzar a reaccionar a finales de 2015. No obstante, en la realidad es probable que en un entorno de presiones a la baja sobre el nivel de precios, los bancos centrales implementen medidas de política monetaria no convencional que limiten las presiones deflacionistas y refuercen el impacto expansivo sobre la actividad.

---

5 Estos cálculos son muy aproximados; de hecho una medida más correcta sería substraer el impacto alcista menos el bajista, lo que llevaría este número al alza, en el entorno del 0,9 % para la OCDE y del 0,6 % para el mundo.

---

6 Como se comenta en la nota 5, el impacto considerando la diferencia con el escenario bajista sería del 1 %.

La reforma de la gobernanza de la UEM que ha tenido lugar en los años recientes ha reforzado las competencias de la Comisión Europea (CE) para supervisar las finanzas públicas de los países del área del euro. Uno de los elementos introducidos es la obligación por parte de los Gobiernos de presentar antes del 15 de octubre de cada año los borradores de los presupuestos o proyectos de planes presupuestarios. Ello posibilita que la CE evalúe el grado de cumplimiento de los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) antes de su aprobación por parte de los Parlamentos nacionales. Para los países bajo el «brazo preventivo» del PEC, el análisis se centra en comprobar que los planes presupuestarios permiten suficiente convergencia hacia el objetivo presupuestario a medio plazo (OPMP), que en la mayoría de los casos se define como el equilibrio presupuestario en términos estructurales. Para los Estados miembros que se encuentran bajo el «brazo correctivo», la CE evalúa el cumplimiento de los compromisos específicos establecidos en el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) en cuanto a niveles de déficit, esfuerzo de ajuste estructural y requisitos de corrección del saldo de deuda pública.

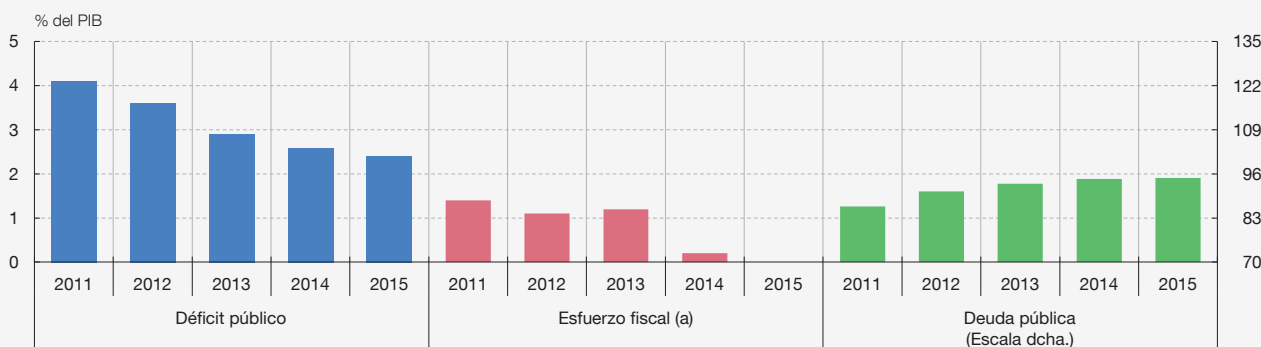
El pasado 28 de noviembre, la CE publicó su opinión sobre los planes presupuestarios elaborados por los países de la UEM para el año 2015. Además de proporcionar una visión general del grado

de cumplimiento respecto a los compromisos del PEC, este documento ofrece una primera aproximación al tono de la política fiscal en dicho año, así como a sus principales características.

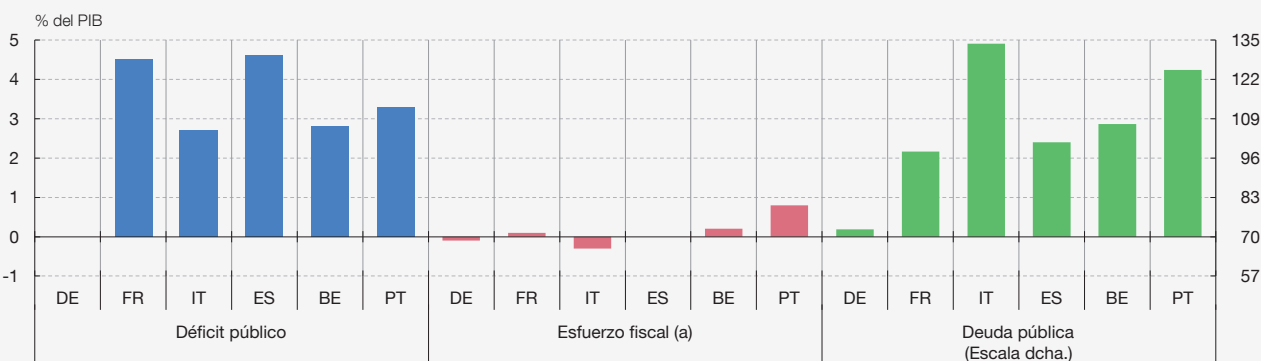
El conjunto de los programas presupuestarios presentados por los países de la UEM (excluidos Grecia y Chipre) confirman que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá reduciéndose en 2015, aunque a un ritmo inferior de lo previsto en los programas de estabilidad presentados en primavera, hasta situarse en el 2,2 % del PIB. Esta menor corrección respondería tanto a la rebaja en las expectativas de crecimiento que ha tenido lugar en la mayoría de los países como a un menor esfuerzo de ajuste en términos estructurales, también de carácter generalizado. Por su parte, la ratio de deuda pública en el área del euro seguirá aumentando en 2015 hasta situarse en niveles próximos al 95 % del PIB, lo cual contrasta con el descenso previsto de acuerdo con los programas de estabilidad presentados en la primavera pasada.

La relajación del proceso de consolidación fiscal supone que, para el área del euro, el esfuerzo fiscal planeado, aproximado mediante la variación respecto al año anterior del déficit estructural, resulta prácticamente nulo por segundo año consecutivo (véase gráfico 1).

1 UEM



2 AÑO 2015



FUENTE: Comisión Europea.

a Variación del déficit estructural respecto al año anterior.

En este sentido, la CE considera que el carácter más neutral que ha adquirido la política fiscal, después de tres años en los que se ha llevado a cabo un significativo esfuerzo de consolidación, refleja un equilibrio más adecuado entre las necesidades de reducir los elevados niveles de endeudamiento alcanzados y la debilidad de las condiciones cíclicas actuales.

Para reforzar dicho equilibrio, el análisis de la CE identifica que existen amplios márgenes de maniobra para lograr una composición de las cuentas públicas más favorable al crecimiento. Para ello, una de las principales vías de actuación, incluida ya en las recomendaciones hechas en junio, sería la reducción de la carga fiscal sobre el trabajo, un ámbito en el que numerosos países están planeando algunas medidas o han empezado a implementarlas, aunque con un grado de ambición moderado. En la vertiente del gasto, la CE llama la atención sobre la necesidad de aprovechar el margen de maniobra existente en algunos países para movilizar nuevos proyectos de inversión en el ámbito de su Plan de Inversiones para Europa recientemente presentado.

A nivel de países, la CE considera que solo en cinco de ellos —Alemania, Irlanda, Luxemburgo, Holanda y Eslovaquia— los borradores presentados serían coherentes con los compromisos adquiridos en el PEC. Cabe destacar la situación fiscal de Alemania, que espera mantener el equilibrio de sus cuentas públicas en 2015 (véase gráfico 2), con un superávit del 0,5 % en términos estructurales, muy por encima de su objetivo de medio plazo (un déficit estructural del 0,5 % del PIB), y una reducción de la deuda

de magnitud superior a la que se deriva de las reglas nacionales y europeas. La CE considera que esta economía dispondría de margen de maniobra para incrementar el gasto público, especialmente en el capítulo de infraestructuras.

En cambio, la CE considera que en el resto de los países se deben introducir medidas adicionales para garantizar que los presupuestos de 2015 sean coherentes con los compromisos. En el caso de Francia, no se habrían adoptado las medidas necesarias para asegurar la corrección del déficit excesivo en el plazo acordado, mientras que en Italia y Bélgica los planes propuestos implicarían el incumplimiento de los requisitos de reducción del saldo de deuda pública. El mantenimiento de esta situación podría llegar a suponer la imposición de sanciones, en el caso de Francia, o la reapertura del procedimiento de déficit excesivo, en los casos de Italia y Bélgica. No obstante, todos ellos se han comprometido a introducir medidas y reformas estructurales de calado para evitar el incumplimiento, circunstancia que la CE volverá a examinar a principios de marzo.

Por último, cabe destacar que los escenarios macroeconómicos en los que se basan estos programas han sido elaborados o supervisados por instituciones fiscales independientes (excepto en Alemania y Finlandia), que, en la mayoría de los casos, destacaron la existencia de riesgos a la baja en el crecimiento. A la luz de la evolución económica reciente, algunos de estos riesgos se podrían estar materializando, lo que podría dar lugar a deterioros adicionales de las cuentas públicas.



### 3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

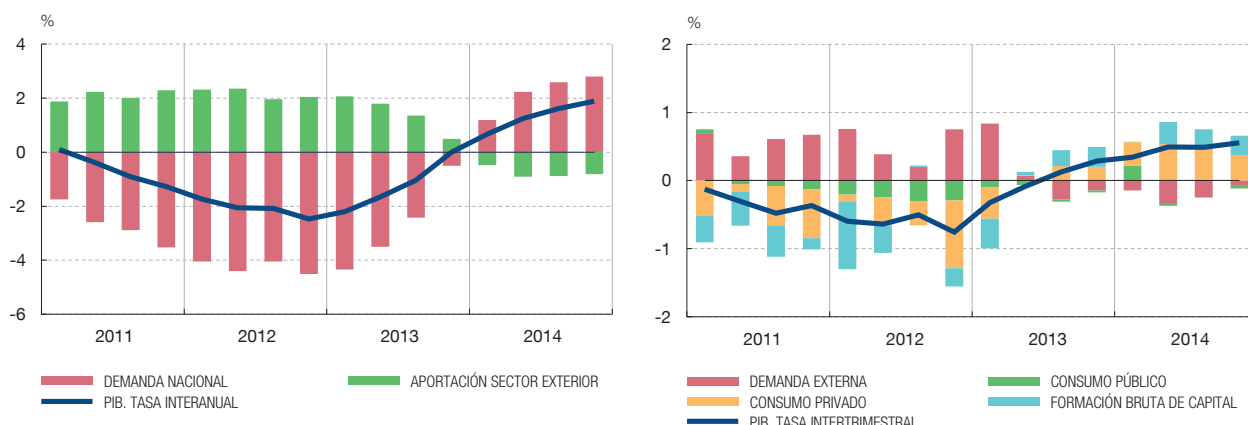
A tenor de la información más reciente, la expansión del producto de la economía española que se inició en el verano de 2013 habría continuado en el cuarto trimestre del presente ejercicio. En concreto, el PIB podría haber crecido un 0,6 % con respecto al período de julio-septiembre y un 1,9 % si se compara con los últimos tres meses del pasado año (véase gráfico 9). Como en los trimestres anteriores, el dinamismo del PIB se sustentaría en la fortaleza del gasto privado, al tiempo que la demanda exterior neta mantendría una aportación ligeramente menos negativa y el impacto de las AAPP sobre la actividad habría seguido condicionado por los planes de consolidación fiscal (véase recuadro 4). Por el lado de la oferta, el aspecto más destacado habría sido el dinamismo del empleo, que podría crecer a una tasa interanual del 1,9 % (1,4 % en el período de julio-septiembre) en un entorno de prolongación de la moderación salarial (véase recuadro 5). Por su parte, los precios de consumo están intensificando su desaceleración en los últimos meses como consecuencia, fundamentalmente, del abaratamiento de los productos energéticos.

La evolución de la actividad en el período analizado se ha visto favorecida asimismo por el impulso adicional procedente de la política monetaria expansiva y de la culminación del reciente ejercicio de evaluación global del sector bancario europeo sobre el proceso de normalización de las condiciones de financiación en nuestro país. La mejoría registrada en trimestres anteriores en los mercados financieros nacionales se ha prolongado durante los últimos meses de 2014. En la fecha de cierre de este artículo, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años se situaba en el 1,7 %, 45 pb por debajo de los niveles de finales del tercer trimestre, si bien su diferencial con respecto a la referencia alemana era de 113 pb, inferior en 10 pb al de finales de septiembre (véase gráfico 10). Al mismo tiempo, las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por las empresas financieras y no financieras continuaron en cotas reducidas. Los tipos de interés del mercado interbancario apenas variaron en este período y las bolsas nacionales se vieron afectadas por los dos episodios de tensión que hubo en los mercados financieros internacionales en octubre y diciembre, lo que se reflejó en descensos de las cotizaciones y repuntes de la volatilidad. En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 perdía un 4 % en relación con el final del tercer trimestre, reduciéndose las ganancias acumuladas en el año al 4,8 %.

La mejora de las condiciones de financiación de los mercados se ha ido trasladando al coste de los nuevos préstamos bancarios a empresas y familias, que han seguido descendiendo en casi todos los segmentos durante los últimos meses (véase gráfico 10). Esta evolución contribuyó a que el volumen de las nuevas operaciones crediticias continuara creciendo, en términos interanuales, en la mayoría de los segmentos, y a que se moderase la contracción de la deuda del sector privado. El retroceso de los pasivos de empresas y familias y de sus costes medios de financiación habría permitido que las ratios de endeudamiento y carga financiera de ambos sectores volvieran a descender en el tercer trimestre de 2014.

#### 3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares habría mantenido un tono expansivo en el tramo final del año, algo más moderado que en el trimestre precedente, que podría cifrarse en una tasa de crecimiento intertrimestral en torno al 0,6 % (0,8 % en el período julio-septiembre) (véase gráfico 11). Los indicadores cualitativos referidos a la confianza de los hogares correspondientes al período de octubre-noviembre descendieron ligeramente tras los avances de los trimestres precedentes. A su vez, aunque



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

con información solo hasta octubre, los indicadores cuantitativos relacionados con el consumo también mostraron, en general, un comportamiento algo menos dinámico que en los tres meses anteriores (en concreto, el comercio al por menor, la producción industrial de bienes de consumo y el indicador de ventas interiores no financieras de este tipo de bienes realizadas por grandes empresas). Por el contrario, las matriculaciones de vehículos particulares mostraron un mayor dinamismo, al crecer en noviembre un 10 % en términos de la tasa móvil de tres meses.

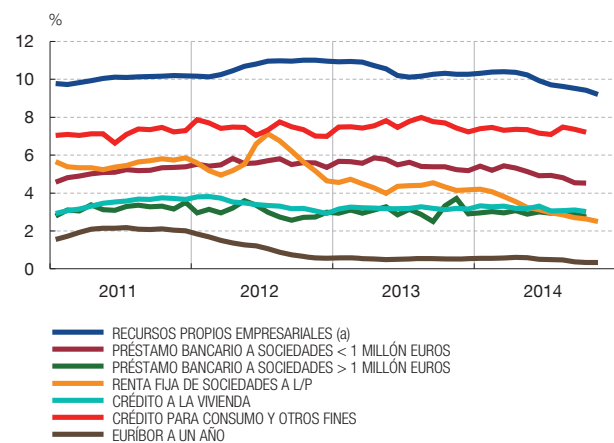
Por lo que respecta a la inversión residencial, que había alcanzado en el tercer trimestre la primera tasa de variación intertrimestral positiva desde 2007 (1,3 %), en el cuarto habría moderado su crecimiento, en un contexto en el que se comienza a observar un ligero repunte de los visados de obra nueva residencial. Por su parte, las transmisiones de viviendas han tendido a estabilizarse, según la estadística notarial, en un nivel promedio en torno a unas 30.000 operaciones mensuales en el período de enero-octubre, ligeramente superior al registrado en el conjunto del año 2013, pero todavía en cotas muy reducidas. Esta recuperación se sustenta en el dinamismo de las compras de ciudadanos extranjeros y, más recientemente, también en el impulso de las adquisiciones por parte de residentes españoles. Los precios de la vivienda libre, según los datos publicados por el INE, aumentaron en el tercer trimestre un 0,2 % intertrimestral. Tras este aumento —el segundo consecutivo—, la tasa de avance interanual se situó en el 0,3 % en dicho trimestre (véase gráfico 11).

El dinamismo del gasto de los hogares en el período más reciente se explicaría, fundamentalmente, por la evolución positiva del empleo, que habría ejercido un efecto favorable sobre la renta disponible y la confianza, así como por la mejora de los condicionantes financieros. Los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda descendieron 29 pb entre junio y octubre (último dato disponible), hasta el 3 %, mientras que el coste de los créditos para consumo y otros fines apenas varió, manteniéndose en el 7,2 %. Esta moderación en el coste de la financiación de las familias favoreció que el ritmo de descenso interanual del crédito bancario concedido a este sector volviera a reducirse, situándose en octubre en el 4 % (frente al 4,4 % de junio). El desglose por finalidades revela que esta evolución respondió a la minoración del retroceso tanto del crédito para adquisición de vivienda (que fue del 3,2 %, frente al 3,6 % de junio) como del destinado a consumo y otros fines (del 6,6 %, medio punto menos que al final del segundo

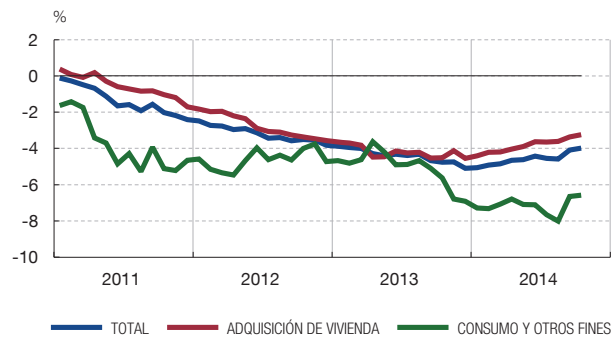
MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



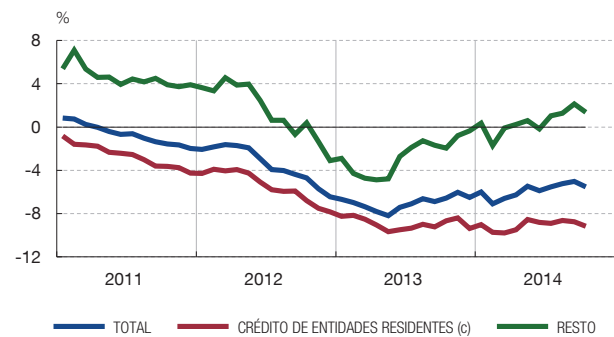
COSTE DE FINANCIACIÓN



CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES (b)



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES (b)



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

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.  
 b El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.  
 c Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

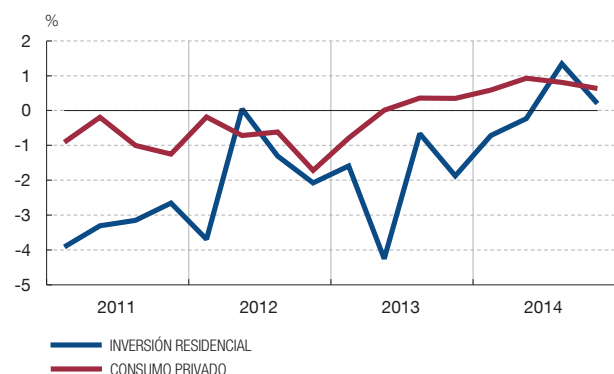
trimestre). En ambos segmentos, el volumen de nuevas operaciones siguió aumentando, en términos interanuales. Por otra parte, los datos de avance disponibles apuntan, en conjunto, a una prolongación de la pauta de mejora de la situación patrimonial de los hogares (véase gráfico 12). Así, los ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la RBD habrían seguido reduciéndose y la riqueza de las familias habría aumentado ligeramente, impulsada por el descenso de los pasivos y el leve incremento del valor de los activos.

### 3.2 La actividad de las empresas

El mantenimiento de la evolución favorable de la demanda interna, en un contexto en el que las condiciones financieras continuaron normalizándose, apoyó la trayectoria de mejora de la actividad empresarial en los últimos meses del año (véase gráfico 13).

En la industria, los indicadores cualitativos siguieron dando señales que apuntan a un mantenimiento del tono positivo de los últimos trimestres. En concreto, en el período de octubre-noviembre, el PMI de la industria manufacturera y el indicador de confianza de la industria que elabora la Comisión Europea registraron nuevos incrementos. Por su parte, el índice de producción industrial (IPI) moderó su caída en octubre con respecto al tercer trimestre, pero con un comportamiento dispar por componentes. Así, el IPI no energético mantuvo una evolución

GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



INDICADORES DE CONSUMO (b)



INDICADORES DE CONFIANZA (c)



PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



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

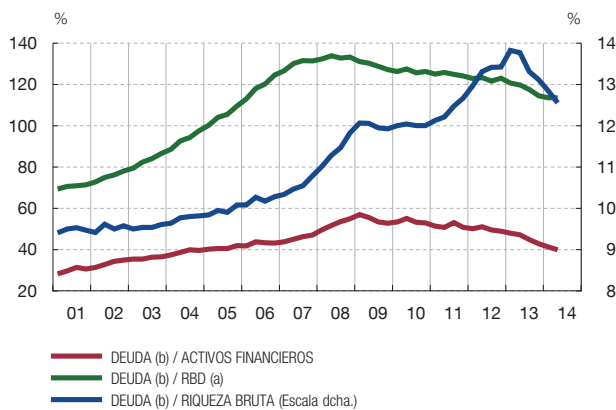
- a Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

algo más dinámica que en el trimestre previo —principalmente en los bienes intermedios no energéticos—, mientras que el componente energético acentuó su descenso.

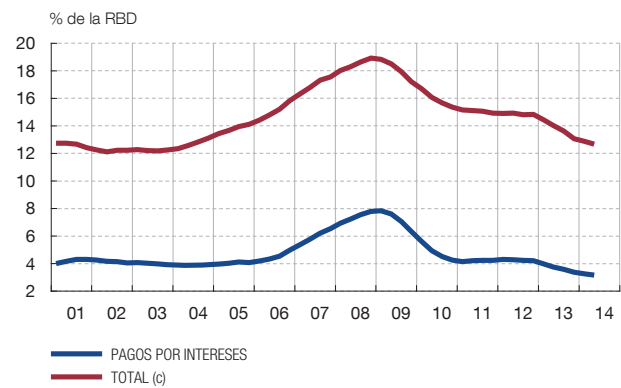
Los indicadores de opinión relativos a los servicios de mercado se han mantenido en el período más reciente en niveles compatibles con una prolongación de la expansión de la actividad del sector, aunque el PMI de servicios disminuyó en noviembre como consecuencia, principalmente, del menor avance de la cartera de pedidos. En el caso de los indicadores cuantitativos, las ventas de las grandes empresas del sector, con información hasta octubre, mantuvieron un tono ligeramente menos expansivo que en los meses precedentes. Por su parte, el indicador de actividad del sector servicios, con información hasta octubre, experimentó un ligero repunte respecto al período de julio-septiembre. Entre los sectores con un comportamiento más dinámico cabría destacar el comercio, el transporte y la venta y reparación de vehículos.

La actividad de las empresas del sector de la construcción estaría creciendo en el trimestre en curso a un ritmo ligeramente superior al del período de julio-septiembre. Entre los indicadores contemporáneos, destaca el favorable comportamiento del número de afiliados a la Seguridad Social en estas ramas, que mostró en el período de octubre-noviembre

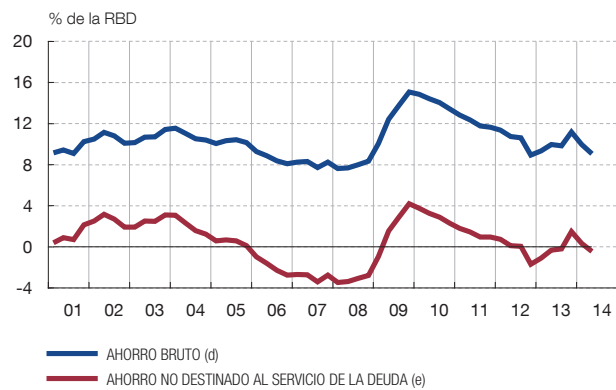
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



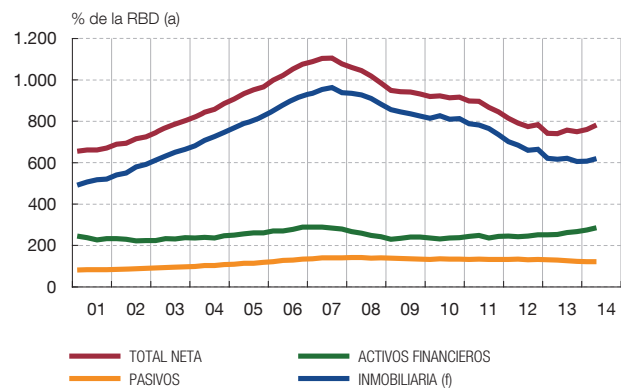
## CARGA FINANCIERA (a)



## AHORRO (a)



## RIQUEZA



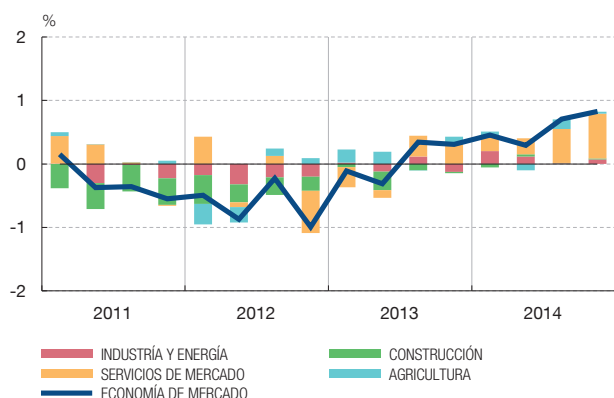
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Datos acumulados de cuatro trimestres.
- b Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
- c Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- d Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible. Ajustado de estacionalidad.
- e Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- f Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

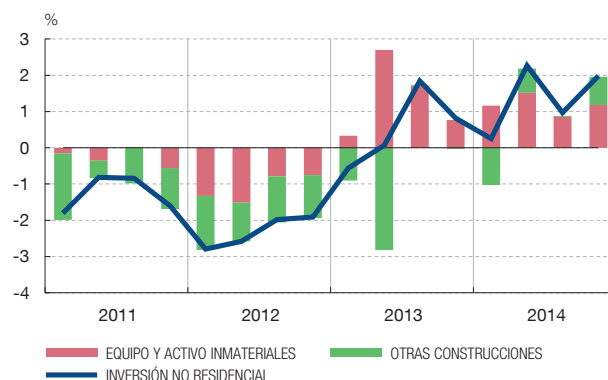
un mayor dinamismo que en el tercer trimestre. Por el contrario, con información hasta noviembre, el consumo aparente de cemento creció a un ritmo ligeramente inferior al del trimestre previo. Por tipo de obra, se estima que la trayectoria de recuperación de la actividad constructora de los últimos trimestres es atribuible al mayor ritmo de crecimiento del componente no residencial, al que, más recientemente, se habría sumado también el residencial. De cara al futuro, cabe esperar una prolongación de estas tendencias en ambos segmentos, según se desprende de la información disponible hasta septiembre relativa a la licitación de obra civil y los visados de obra nueva residencial.

En línea con la evolución de los indicadores, la inversión empresarial estaría creciendo de forma más intensa que en los meses de verano. En concreto, la inversión en bienes de equipo podría avanzar en el cuarto trimestre a una tasa próxima al 3% intertrimestral, frente al aumento del 1,7% del período de julio-septiembre (véase gráfico 13). Con datos hasta noviembre, las matriculaciones de vehículos de carga registraron un crecimiento cercano al 8% con respecto a los tres meses anteriores, período en el que habían experimentado un descenso. Además, en octubre se atenuó el ritmo de contracción de la producción industrial de bienes

VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)  
Tasas intertrimestrales y contribuciones



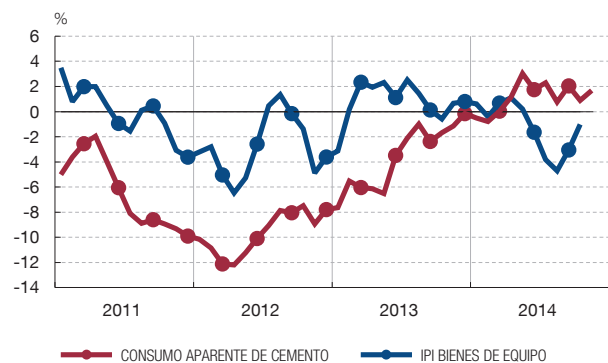
INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)  
Tasas intertrimestrales y contribuciones



INDICADORES DE ACTIVIDAD



INDICADORES DE INVERSIÓN (b)



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

a Series ajustadas de estacionalidad.

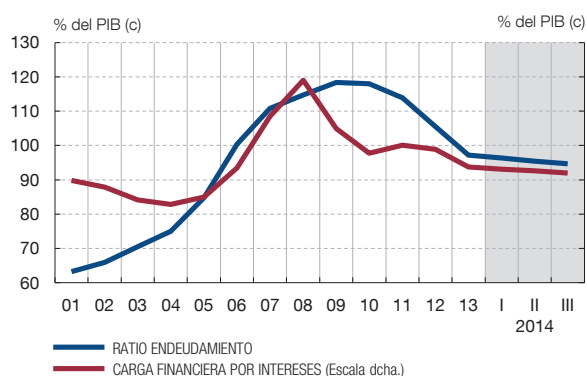
b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

de equipo. Los indicadores cualitativos, especialmente los referidos a la cartera de pedidos procedentes del exterior, mejoraron en octubre y noviembre, al tiempo que aumentó la utilización de la capacidad productiva al comienzo del último trimestre del año.

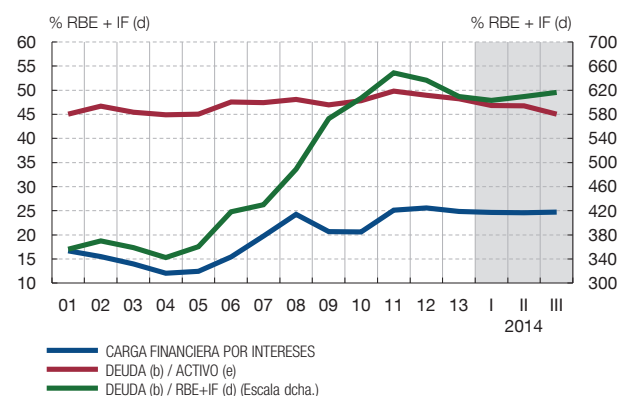
De manera análoga a lo descrito en relación con el consumo, la actividad empresarial se habría visto favorecida también en los últimos meses por una cierta mejora en las condiciones financieras. El tipo de interés del crédito nuevo a las sociedades no financieras ha seguido reduciéndose, con una caída acumulada entre junio y octubre (último dato disponible) de 26 pb (hasta el 2,7 %) en las operaciones de importe superior a un millón de euros y de 38 pb (hasta el 4,5 %) en las de menor cuantía, segmento en el que se concentran los préstamos a las pymes. En este último caso, el retroceso fue mayor que el de las rentabilidades interbancarias, aunque el diferencial entre ambos tipos, afectado todavía por un cierto grado de fragmentación de los mercados financieros del área del euro, sigue en niveles elevados. Entre junio y noviembre también descendió el coste de los recursos propios (en 72 pb) y el de la emisión de valores de renta fija a largo plazo (en 62 pb), mientras que el de los pagarés se mantuvo estable.

La caída interanual de la financiación ajena de las sociedades no financieras siguió moderándose durante los últimos meses, pasando a situarse en el 5,5 % en octubre,

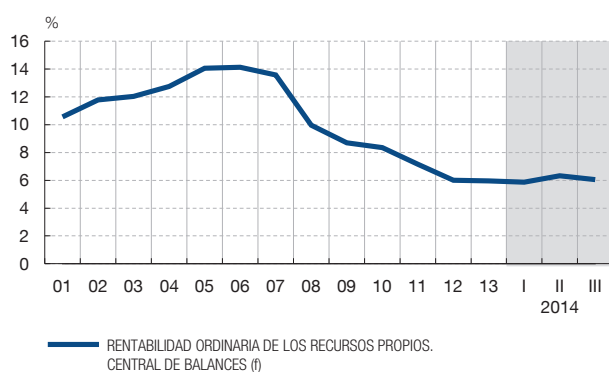
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



RENTABILIDAD



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de la Central de Balances se han construido hasta 2013 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la CBT.
- b Recursos ajenos con coste.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f Definido como resultado ordinario neto / recursos propios medios.
- g Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

frente al 5,9 % de junio. El desglose por instrumentos muestra que el descenso de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes repuntó ligeramente en este período, hasta el 9,2 % (4 décimas más que en junio), mientras que el resto de las modalidades experimentaron un mayor dinamismo. Ello en parte está relacionado con la sustitución de préstamos bancarios por otras fuentes de financiación que vienen realizando algunas grandes empresas. En este sentido, los volúmenes brutos de las nuevas operaciones crediticias continuaron aumentando, en términos interanuales, en el segmento de las operaciones inferiores a un millón de euros (en el de mayor cuantía, utilizado fundamentalmente por las empresas de mayor tamaño, descendieron). La mayor actividad de los mercados crediticios en este segmento sería el resultado tanto del ascenso de la demanda —tal como señala la Encuesta de Préstamos Bancarios de octubre— como de la mejora en el acceso a la financiación —según recoge la última ola de la Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes del área del euro—. Estos desarrollos han venido acompañados, además, de una prolongación del proceso de recomposición de la deuda a favor de agentes y sectores con una posición más favorable para acometer nuevos proyectos de inversión y contratación. Así, por un

lado, la proporción de empresas para las que el saldo de crédito aumentó durante los últimos doce meses se ha seguido elevando. Por otro, con información hasta el tercer trimestre, la tasa interanual de disminución del crédito se está elevando en los sectores de la construcción e inmobiliario, en los que la necesidad de ajuste del elevado endeudamiento acumulado es mayor, mientras que en el resto de las actividades productivas continúa la moderación.

Por otra parte, los datos disponibles apuntan, en conjunto, a una mejora de la posición patrimonial del sector de sociedades no financieras. En el tercer trimestre, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB habrían seguido reduciéndose, como resultado del descenso de los recursos ajenos y del crecimiento del producto (véase gráfico 14). Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT la actividad continuó recuperándose durante los tres primeros trimestres de 2014 en casi todas las ramas productivas, lo que propició que las rentabilidades de los recursos propios y del activo neto se mantuviesen estables, frenándose la tendencia descendente de ejercicios anteriores. Además, la contracción de la deuda en las empresas de esta muestra se tradujo en una nueva reducción de la ratio de deuda sobre activos. Los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo repuntaron ligeramente en ese trimestre, aunque se mantuvieron por debajo de los niveles máximos registrados a finales de 2013.

### 3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

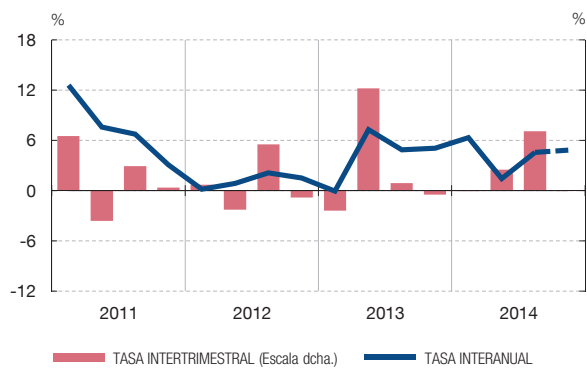
De acuerdo con la información disponible relativa al cuarto trimestre, todavía muy incompleta, la demanda exterior neta podría tener una aportación negativa al crecimiento del PIB del trimestre en curso, aunque de magnitud algo menor que en el período de julio-septiembre. Con información disponible únicamente para la primera parte del trimestre, tanto las exportaciones como las importaciones habrían atenuado su ritmo de avance intertrimestral, tras el notable dinamismo del trimestre anterior. No obstante, en términos interanuales los flujos de comercio exterior habrían mantenido un ritmo de crecimiento similar al registrado en los tres meses anteriores (véase gráfico 15).

Según los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes se aceleraron modestamente en octubre, hasta el 6,6 % interanual, frente al 6,2 % del tercer trimestre. Por grupos de productos, destacó el avance de los bienes de equipo, alimentos y bienes intermedios. Por áreas geográficas, tuvo lugar una cierta moderación de las dirigidas a la UE (hasta un 4,6 %) y un repunte de las destinadas al resto del mundo, que crecieron un 10,3 % interanual, impulsadas por las ventas a los países desarrollados; por su parte, las dirigidas a América Latina, China y Rusia descendieron. Esta evolución estaría viéndose apoyada por la depreciación del tipo de cambio del euro, en un contexto de crecimiento débil en la UEM y de moderado empeoramiento de las perspectivas en algunas áreas emergentes. Por lo que respecta a las exportaciones turísticas, las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras de octubre anticipan un buen comportamiento de los ingresos en el cuarto trimestre, si bien el gasto nominal de los visitantes mostró cierta moderación, probablemente asociada al menor gasto medio de los alojados en establecimientos no hoteleros, modalidad de estancia que está creciendo a ritmos muy elevados.

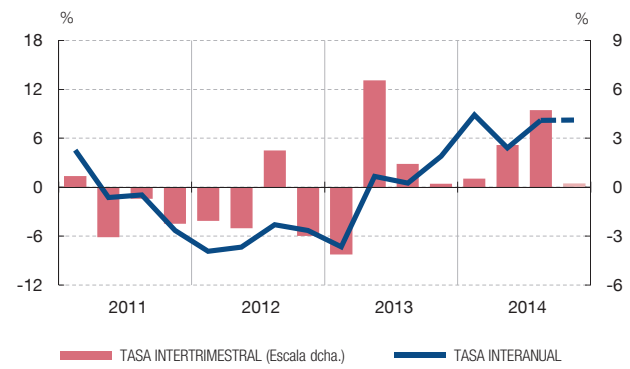
Las importaciones reales de bienes, según la información de Aduanas, mantuvieron un notable dinamismo en octubre, al crecer un 9,9 % interanual (9,7 % en el período de julio-septiembre). Por áreas geográficas, repuntaron las compras extracomunitarias, en tanto que las importaciones procedentes de la UE moderaron su ritmo de avance. Por grupos de productos, sobresalió el crecimiento de las compras al exterior de bienes de equipo e intermedios, en línea con la recuperación de la inversión.



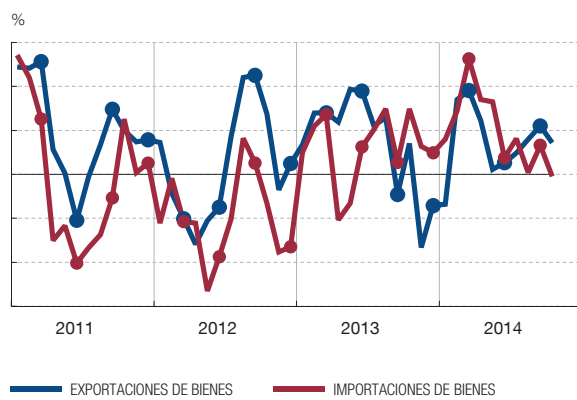
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



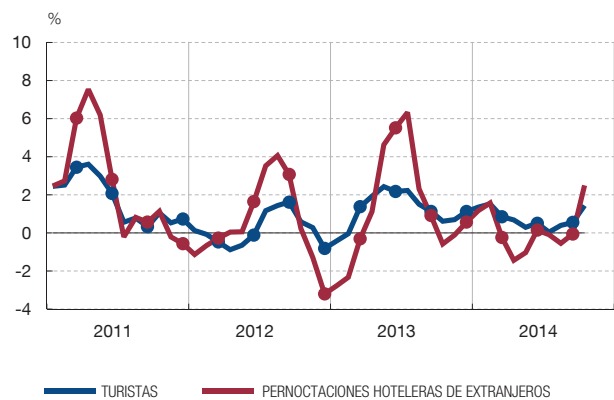
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



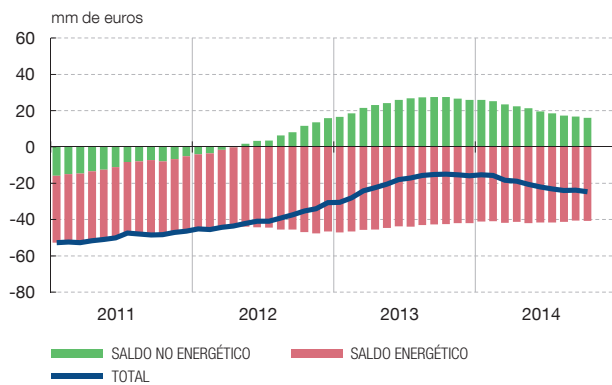
INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



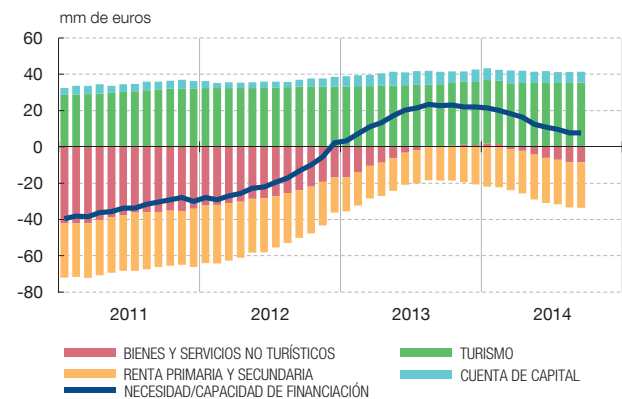
INDICADORES DE TURISMO (c)



COMERCIO EXTERIOR DE BIENES  
Cifras acumuladas de los últimos doce meses



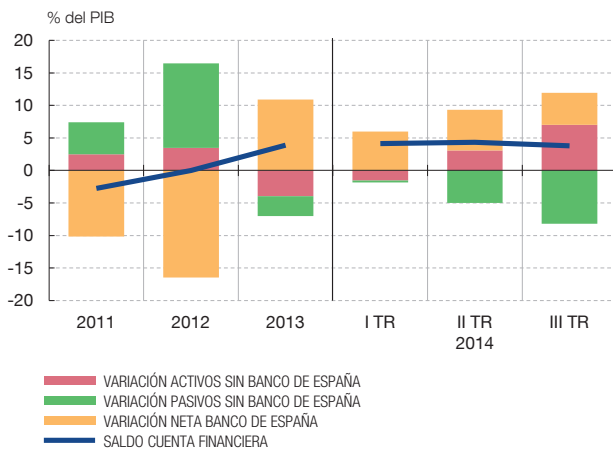
DESGLOSE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (d)  
Cifras acumuladas de los últimos doce meses



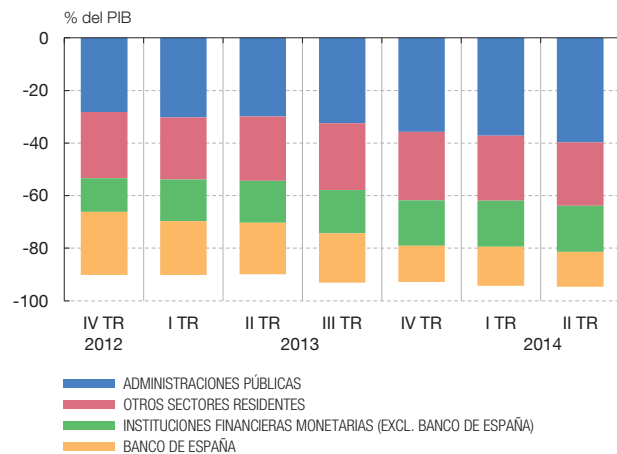
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.
- c Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- d Datos conforme al sexto manual de Balanza de Pagos.

CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTE: Banco de España.

a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.

De acuerdo con los datos de Balanza de Pagos, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 0,4 mm de euros en los nueve primeros meses del año, frente al superávit de 13,9 mm de euros del mismo período de 2013. El empeoramiento de los intercambios de bienes y servicios con el exterior desde el comienzo del ejercicio (y, en particular, la significativa reducción del superávit de bienes no energéticos) ha provocado una interrupción del proceso de corrección del déficit exterior que se observó entre 2008 y 2013 (véase gráfico 15). En sentido contrario, la factura energética comenzó a reflejar en los meses de verano la intensa caída del precio del petróleo, que, entre junio y septiembre, fue cercana al 15 %.

Por lo que respecta a los flujos financieros con el resto del mundo, los agentes no residentes realizaron inversiones en la economía española en el tercer trimestre por un importe próximo a los 4 mm de euros (con un incremento de las inversiones directas y las otras inversiones que superó al descenso de la inversión en cartera), mientras que las tenencias de activos en el exterior de los agentes residentes, excluido el Banco de España, aumentaron en una cuantía cercana a los 12,5 mm de euros (principalmente por el ascenso en las inversiones en cartera). No obstante, en términos acumulados de los últimos cuatro trimestres, los fondos recibidos del exterior siguieron siendo superiores a las inversiones realizadas por agentes residentes (excluido el Banco de España) fuera de nuestro país. La entrada neta de fondos, unida a la capacidad de financiación de la nación en este período, ha dado lugar a un descenso de la posición deudora del Banco de España (véase gráfico 16). Por su parte, la posición de inversión internacional neta de la economía española presentó en el segundo trimestre (última información disponible) un ligero aumento, motivado por efectos de valoración, al incrementarse su saldo deudor en 0,6 pp, hasta el 95 % del PIB.

### 3.4 El mercado de trabajo

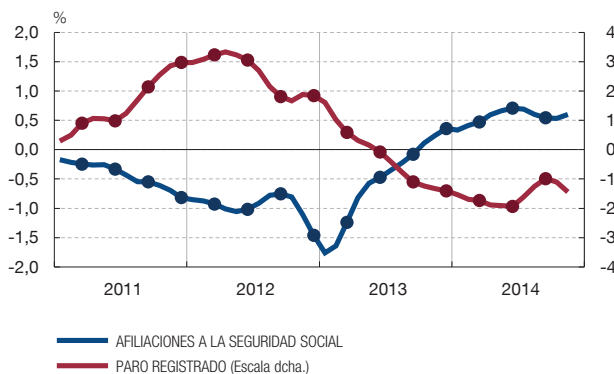
En los últimos meses de 2014 se mantuvo la evolución favorable del empleo, tanto en la economía de mercado como en las ramas de no mercado (véase gráfico 17). Las afiliaciones a la Seguridad Social registraron un comportamiento algo más favorable en el período de octubre-noviembre que en el trimestre precedente. En términos de las tasas

EMPLEO

Tasas intertrimestrales (a)



INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



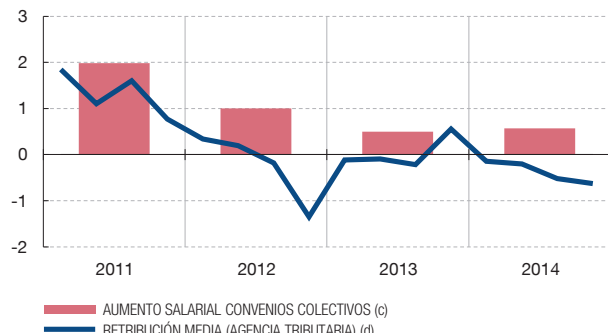
REMUNERACIÓN POR ASALARIADO

Tasas interanuales (a)



INDICADORES DE SALARIOS

Tasas interanuales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Empleo y Seguridad Social y Agencia Tributaria.

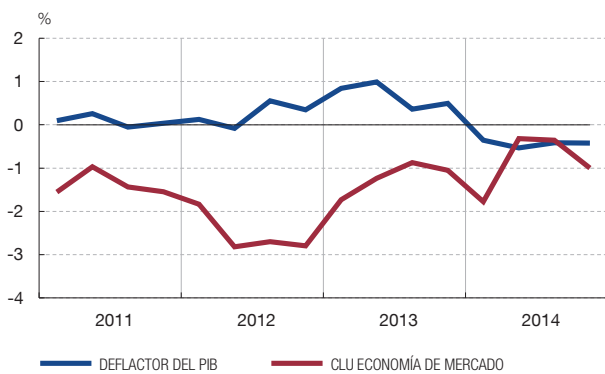
- a Tasas calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR medido en términos de empleo equivalente.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Datos hasta noviembre de 2014. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales, excepto el cuarto trimestre de 2014, que se corresponde con el dato de octubre.

intermensuales destacó la aceleración en el ritmo de creación de empleo en la construcción, mientras que las afiliaciones en la industria y en los servicios de mercado mantuvieron una variación similar a la del tercer trimestre<sup>1</sup>. En conjunto, el comportamiento observado anticiparía un incremento intertrimestral de la ocupación en el último trimestre del año en torno al 0,5 %, como en el período precedente, al tiempo que la tasa interanual repuntaría hasta el 1,9 %.

En comparación con meses anteriores, el paro registrado intensificó ligeramente su caída en octubre y noviembre, aunque sin alcanzar los ritmos de contracción que se registraron en la primera mitad de 2014. Con respecto a la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), se observó una moderación en el ritmo de avance interanual del número de contratos, como consecuencia del menor dinamismo de los de naturaleza temporal, mientras que los de carácter indefinido se aceleraron levemente. El peso de estos últimos dentro del total alcanzó en noviembre un 8,5 %, 1 pp por encima del nivel de hace un año. Por duración de la jornada, tanto los contratos a tiempo parcial como a tiempo completo atenuaron su avance.

<sup>1</sup> La agrupación de servicios de mercado se obtiene restando a la rama de servicios totales la agregación de las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación, y Sanidad del Régimen General.

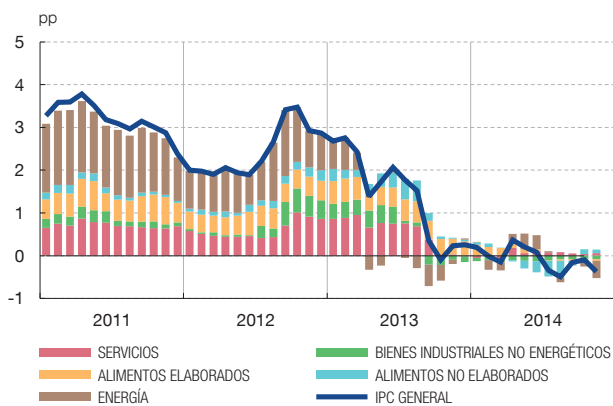
DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



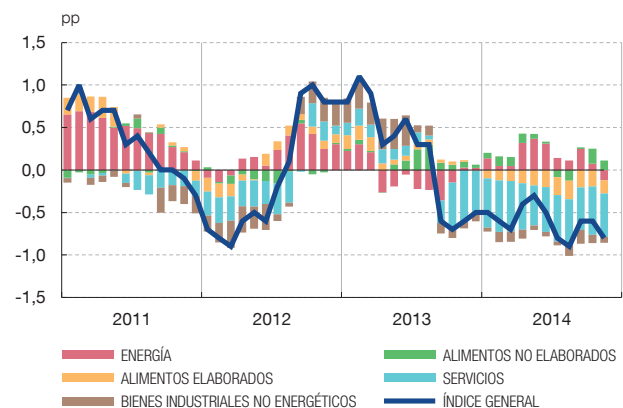
INDICADORES DE PRECIOS  
Tasas interanuales



CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



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

a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

En el ámbito de los costes laborales, los avances de la negociación colectiva han sido, como en el tercer trimestre, escasos. La cifra de trabajadores afectados por los convenios colectivos registrados hasta noviembre alcanza los 4,4 millones de trabajadores, por debajo de la observada en el mismo período del año anterior y de la que suele ser habitual a estas alturas del ejercicio. En términos acumulados desde el comienzo del año, el aumento pactado de las tarifas es, en promedio, del 0,57 %, en línea con la tasa observada desde enero y también en el conjunto de 2013, así como con las recomendaciones del vigente Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva. Los convenios firmados en ejercicios precedentes mantuvieron la subida de las tarifas en el 0,54 %, mientras que los firmados en 2014, que afectan ya a casi 1,3 millones de trabajadores, recogen un incremento salarial del 0,64 %. Frente a esta tónica de estabilidad del crecimiento de las tarifas, el indicador de retribución media bruta en las grandes empresas ha continuado, con datos hasta octubre, su senda descendente. Dado el conjunto de información disponible, se espera que la remuneración por asalariado de la economía de mercado se mantenga estable en el cuarto trimestre como ya ocurriera en el tercero (véase gráfico 17).

### 3.5 La evolución de los precios

La evolución de los indicadores de precios en los meses finales del año ha estado condicionada notablemente por el fuerte abaratamiento del crudo en los mercados internacionales. Ello ha contribuido a un descenso interanual del deflactor de las importaciones,

que se ha trasladado a los deflatores de la demanda final, de modo que el deflactor del PIB mantendría, al cierre del año, un ritmo de caída similar al que se observó en el tercer trimestre (véase gráfico 18).

En consonancia con el curso del precio del petróleo, en los meses recientes se ha intensificado la senda de disminución del IPC, hasta registrar un  $-0,4\%$  interanual en noviembre, caída que supera en dos décimas a la observada en septiembre (véase gráfico 18). Esta evolución respondió fundamentalmente a la trayectoria descrita por el componente energético, cuyos precios se redujeron un  $3,2\%$  en noviembre, frente a una variación nula dos meses antes. Por el contrario, los alimentos no elaborados pasaron a tener una aportación positiva a la inflación, con una tasa de variación del  $1,2\%$  en noviembre (2,7 pp por encima de la registrada en septiembre).

Las tasas de variación tanto del IPSEBENE como de los tres grandes agregados que lo componen han permanecido estables en niveles muy reducidos en la etapa más reciente. En su conjunto, el IPSEBENE registró una caída interanual del  $0,1\%$  en noviembre. Por su parte, los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos disminuyeron un  $0,2\%$  y un  $0,3\%$ , respectivamente, en un contexto en que los precios de producción nacional de ambos tipos de bienes siguieron descendiendo, mientras que, por el contrario, los de importación han comenzado a repuntar, como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio. Los precios de los servicios se incrementaron en noviembre un  $0,2\%$ .

Entre septiembre y noviembre, el ritmo de variación del IAPC descendió dos décimas, hasta situarse en el  $-0,5\%$ , mientras que en el área del euro el IAPC creció un  $0,3\%$  tanto en un mes como en el otro. De esta forma, el diferencial de inflación con la UEM se amplió en dos décimas entre septiembre y noviembre, hasta  $-0,8$  pp, como consecuencia de la evolución del componente energético, cuyo diferencial se redujo en 2,9 pp, hasta  $-0,6$  pp. Por su parte, el diferencial de precios de los servicios se mantuvo estable, mientras que se observaron pequeños repuntes en los restantes componentes. En términos del IPSEBENE, el diferencial favorable a España se estrechó en dos décimas, hasta  $-0,9$  pp.

18.12.2014.

Las últimas cifras publicadas del conjunto del sector de las AAPP en la CN se refieren al primer semestre del año y se publicaron el pasado 30 de septiembre. Según esta información, las AAPP registraron en ese período un déficit del 3,4 % del PIB, frente al 3,7 % observado en el mismo período del año pasado. Por su parte, los datos de la Contabilidad Nacional mensual se encuentran más actualizados, al incluir también el tercer trimestre, y comprenden información referida a la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social (véase cuadro adjunto). De acuerdo con estos datos, el conjunto de estos subsectores registró en enero-septiembre un déficit del 4 % del PIB, lo que supone una mejora de seis décimas del PIB con respecto al mismo período de 2013 (excluyendo en este último caso las ayudas a IIFF). Debe recordarse que el cumplimiento del objetivo de déficit

para este año (5,5 % del PIB) requiere una mejora en el conjunto de 2014 de 8 décimas de PIB.

Por componentes, los ingresos de las AAPP (excluyendo CCLL) aumentaron un 1,7 % en enero-septiembre en tasa interanual, frente al objetivo oficial para el conjunto del año del total de AAPP (del 2,9 %). Esta evolución supone una ligera mejora respecto al trimestre anterior, debida al comportamiento de las cotizaciones sociales y de los otros recursos, dado que los impuestos (directos e indirectos) perdieron algo de dinamismo con respecto al final del trimestre previo. La información disponible hasta octubre relativa a los ingresos del Estado y a la recaudación de los impuestos compartidos por Estado, CCAA y CCLL indica una ligera desaceleración adicional con respecto a la tasa acumulada hasta finales del tercer trimestre.

## EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)

	Millones de euros		Tasas de variación interanual		
	2013 ene-dic	2014 ene-jun	2014 ene-sep	Objetivos oficiales (b) 2014	
1 Recursos totales	360.494	1,6	1,7	2,9	
Impuestos sobre producción e importaciones	92.262	3,7	3,3	4,2	
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	96.828	2,2	1,7	4,1	
Cotizaciones sociales	127.930	0,5	1,1	0,9	
Otros recursos	43.474	-1,4	-0,3	2,4	
2 Empleos totales (c)	432.362	0,1	-0,3	0,8	
Remuneración de asalariados	94.174	-0,4	-0,1	-0,1	
Otros gastos en consumo final (d)	63.940	1,0	1,4	0,1	
Prestaciones sociales (no en especie)	170.157	-0,9	-1,2	0,2	
Intereses efectivos pagados	33.363	2,8	1,6	3,6	
Subvenciones	8.988	44,5	26,2	9,2	
Otros empleos y transferencias corrientes	38.349	1,3	-0,9	2,0	
Formación bruta de capital	17.120	-9,7	-8,8	5,1	
Otros gastos de capital (c)	6.271	5,2	-1,3	—	

	Millones de euros		En porcentaje del PIB nominal anual		
	2013 ene-dic	2013 ene-dic	2013 ene-sep	2014 ene-sep	Objetivos oficiales (b) 2014
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación					
3 Agregado consolidado (3 = 1 - 2) (c)	-71.868	-6,8	-4,6	-4,0	-5,5
Administración Central (c)	-44.293	-4,2	-3,4	-2,9	-3,5
Fondos de la Seguridad Social	-11.643	-1,1	-0,3	-0,0	-1,0
Administración Regional	-15.932	-1,5	-0,9	-1,1	-1,0
4 Corporaciones Locales	5.474	0,5	0,4	—	0,0
5 Total AAPP (5 = 3 + 4) (c)	-66.394	-6,3	-4,2	—	-5,5
Pro memoria					
Ayudas a instituciones financieras (e)	4.897	0,5	0,5	0,1	

FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Plan Presupuestario 2015 (15 de octubre de 2014).

- a Saldo del agregado consolidado: Administración Central, Administración Regional y Fondos de la Seguridad Social. Excluye ayudas a instituciones financieras.
- b Objetivos para el conjunto de las Administraciones Públicas.
- c Excluye ayudas a instituciones financieras.
- d Incluye consumos intermedios y transferencias sociales en especie de productores de mercado.
- e Transferencias de capital concedidas a instituciones financieras.

El gasto de las AAPP (excluyendo CCLL) presentó una caída del 0,3% hasta septiembre, frente al aumento del 0,1% del primer semestre del año y el incremento del 0,8% marcado como objetivo para el conjunto de las AAPP. Los últimos datos parciales, disponibles hasta octubre, mantienen la tendencia de contención de meses anteriores, siendo destacable la moderación del gasto en prestaciones sociales (pensiones y prestaciones por desempleo) y de los pagos por intereses, que compensan el incremento de las compras de bienes y servicios. Por su parte, el gasto salarial mantiene tasas de variación negativas, aunque a un ritmo ligeramente menor en el tercer trimestre, posiblemente reflejando la senda ascendente en la creación de empleo neto de las AAPP.

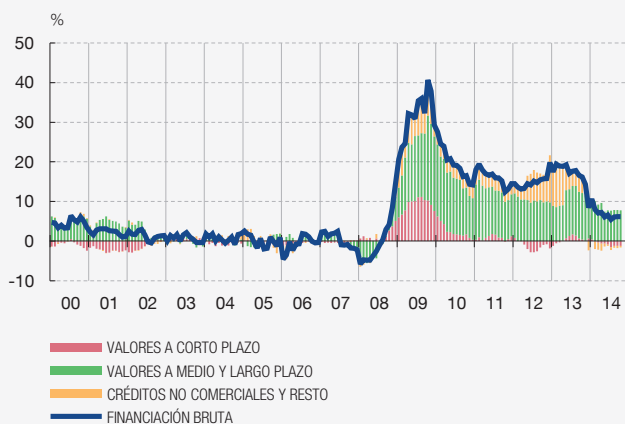
La deuda de las AAPP continuó aumentando, aunque a un ritmo más moderado, hasta septiembre, mes en el que alcanzó el 96,8% del PIB, frente al objetivo oficial para el conjunto del año de una ratio del 97,6% (véase gráfico adjunto). Las todavía elevadas necesidades de financiación de las AAPP siguen dominando la dinámica de la ratio de deuda pública, al alza, mientras que el incipiente crecimiento nominal del PIB está ayudando a contenerla. La mejora de las condiciones de financiación está contribuyendo a mitigar el efecto del incremento de la deuda sobre los gastos financieros, que en términos del PIB se han mantenido alrededor del 3,4% durante la parte transcurrida de 2014. Por instrumentos, el grueso de la financiación se ha seguido cubriendo mediante el recurso a la emisión de títulos, especialmente los de horizonte de medio y largo, segmento que ha continuado ganando peso durante los últimos meses. El desglose por tenedores evidencia que en el período de enero-septiembre el incremento del endeudamiento público se ha financiado fundamentalmente mediante la inversión neta de las entidades de crédito nacionales y, en menor medida, los no residentes.

Por otro lado, al principio del trimestre, se remitió a la Comisión Europea el Plan Presupuestario del conjunto de las AAPP, que establece las principales líneas de la política fiscal para 2015. Este último documento describe la estrategia de política fiscal de las AAPP para 2015, en términos de la CN, y proporciona información sobre la vinculación entre dicha estrategia y los planes presupuestarios de cada Administración. Asimismo proporciona un desglose de los objetivos de déficit de las AAPP en la CN para 2014 y 2015 entre ingresos y gastos siguiendo los nuevos estándares del SEC-2010.

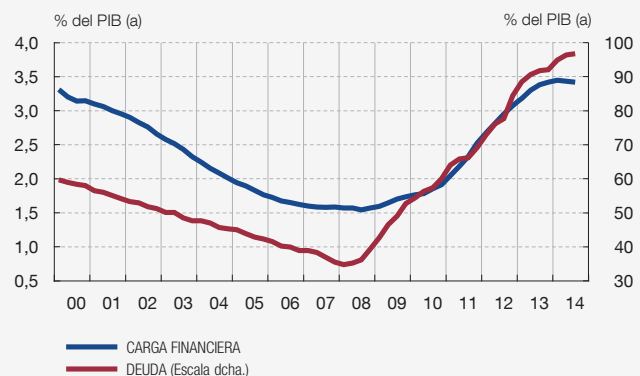
El plan sitúa el objetivo de déficit público para el conjunto de las AAPP para 2015, en línea con las recomendaciones del Consejo Europeo, en el 4,2% del PIB, desde el objetivo para 2014 del 5,5%. El cumplimiento del objetivo de déficit público exigiría, de acuerdo con las estimaciones del plan, una mejora del saldo estructural primario de las AAPP de 0,2 pp del PIB, un esfuerzo significativamente más moderado que el realizado en el período de 2012-2014, años en los que, según se infiere de los datos publicados en el plan, la mejora del saldo estructural primario fue de 3,1 pp, 1,9 pp y 0,5 pp, respectivamente.

En términos de su composición, el Plan Presupuestario concentra el ajuste en 2015 en el gasto público, cuya ratio sobre el PIB se reduciría en casi 1 pp. Esta disminución se basaría esencialmente en el consumo público, con la prolongación de la congelación salarial de los empleados públicos —si bien se devolverá una cuarta parte de la paga extra de 2012— y el mantenimiento de las restricciones a la tasa de reposición de efectivos, que se fija en el 50% para la sanidad, la educación y las fuerzas del orden y seguridad. Asimismo, una parte significativa de los ahorros vendrá asociada, de acuerdo con las estimaciones oficiales, a la implementación de

**FINANCIACIÓN BRUTA**  
Tasa interanual y contribuciones por instrumentos



**CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA**  
Datos acumulados de cuatro trimestres



FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

la reforma de la Administración Local. En el resto de las partidas de gasto destaca la revalorización de las pensiones, del 0,25 %, de acuerdo con la aplicación de la fórmula de indexación incluida en la reforma aprobada en diciembre de 2013.

Por el lado de los ingresos, el Plan Presupuestario prevé un incremento de su peso sobre el PIB de cuatro décimas, a pesar de que la introducción gradual de la reforma del IRPF y del impuesto sobre sociedades tendría un coste presupuestario estimado en 2015 de alrededor de cuatro décimas del PIB. El Plan Presupuestario anticipa, por tanto, que la pérdida recaudatoria asociada a esta reforma se compensará con incrementos impositivos de las CCAA y las CCLL, la aplicación de ciertas medidas administrativas y de lucha

contra el fraude en el caso de la Seguridad Social y una respuesta elevada de los ingresos fiscales a la recuperación económica.

El cumplimiento de los objetivos de gasto requerirá una ejecución presupuestaria muy estricta por parte de todas las Administraciones, así como la materialización de los ahorros esperados de las distintas reformas aprobadas, en particular de la relativa a la Administración Local. Por su parte, la incertidumbre que rodea habitualmente a las estimaciones del impacto de los cambios impositivos y de las medidas administrativas, así como de la respuesta de los ingresos al ciclo económico, exigirá hacer un seguimiento continuo de la evolución de la recaudación durante 2015, que permita anticipar y reaccionar a tiempo a posibles desviaciones en relación con los objetivos de recaudación.

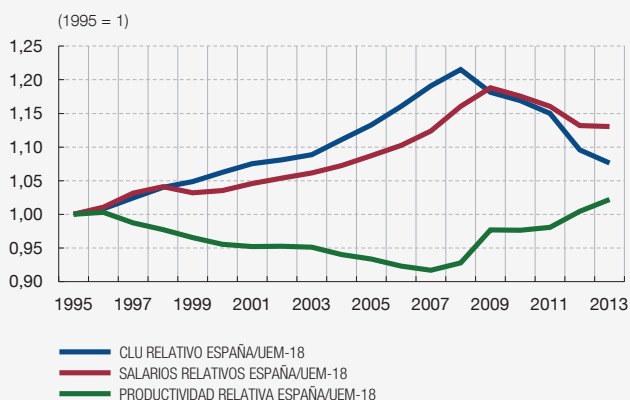


La recuperación observada en la economía española en los últimos trimestres se asienta en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos que se habían acumulado antes de la crisis y, en particular, en la mejora de la competitividad registrada en los últimos años. La consolidación de esta recuperación y el afianzamiento de unas tasas de crecimiento económico más elevadas en el futuro requiere la continuación del proceso de ganancias de competitividad, de forma que la demanda exterior neta contribuya

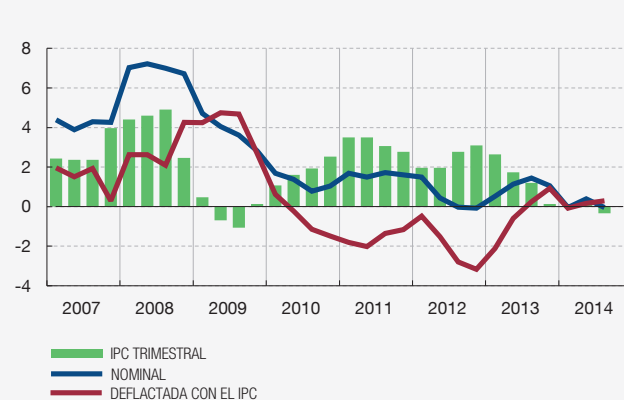
positivamente al crecimiento del PIB, lo que facilitaría una reducción más rápida de la tasa de paro y avances adicionales en la corrección del endeudamiento exterior.

Entre 1995 y 2008 la economía española acumuló pérdidas de competitividad significativas, como consecuencia de crecimientos de precios y costes sistemáticamente superiores a los del conjunto de los países pertenecientes al área del euro. En términos de los costes

COSTES LABORALES UNITARIOS EN ESPAÑA RELATIVOS A LA ZONA DEL EURO



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO EN EL SECTOR PRIVADO



RESIDUOS DE LA RELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DE LA TASA DE PARO Y LA VARIACIÓN DEL PIB



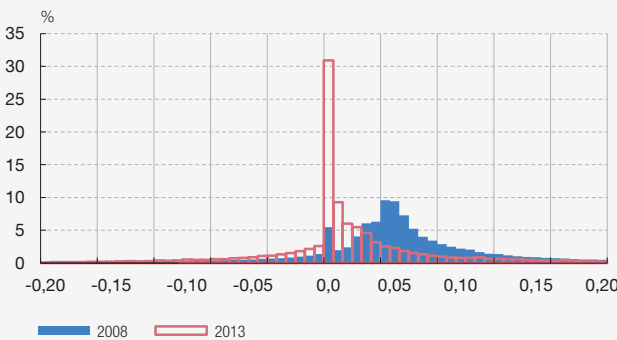
TRABAJADORES SUJETOS A CONVENIO DE EMPRESA



DESVIACIÓN TÍPICA DE LOS INCREMENTOS SALARIALES Y DE LA VARIACIÓN DEL EMPLEO ENTRE RAMAS DE ACTIVIDAD



VARIACIÓN SALARIAL  
Trabajadores en una misma empresa



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, AMECO, Ministerio de Empleo y Seguridad Social y Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL).

laborales unitarios, el diferencial acumulado en este período se cifró en un 21,5 % (véase panel superior izquierdo del gráfico). A partir de 2008, cuando se desencadenó la gran recesión, comenzó un proceso de recuperación del desajuste competitivo previo, si bien en 2013 los costes laborales unitarios relativos frente a la UEM se situaban todavía un 7,6 % por encima de su valor en 1995.

En la fase inicial de la crisis el ajuste en los costes laborales por unidad de producto descansó en la reducción de empleo de la economía de mercado, lo que permitió una recuperación de la productividad aparente del trabajo en comparación con nuestros socios europeos. Los salarios del sector privado, por el contrario, mantuvieron un crecimiento superior al registrado en el conjunto del área del euro, a pesar del mayor deterioro del mercado laboral en nuestro caso, que llevó a duplicar la tasa de paro en los dos primeros años de la recesión. Sin embargo, a partir de 2010, y en particular desde 2012, los salarios privados comenzaron a mostrar pautas de moderación más acordes con la extrema debilidad de la ocupación (véase panel superior derecho del gráfico), pasando a tener una contribución positiva al proceso de recuperación de la competitividad. Por su parte, en el sector público el ajuste salarial se inició en 2010 con una reducción del 5 % en los salarios públicos, y fue seguida con posterioridad por la congelación de las remuneraciones públicas en los cinco años transcurridos desde entonces y por la retirada de la paga extraordinaria de diciembre en 2012.

Los diferentes cambios legales aprobados durante la crisis y, en particular, los que se introdujeron a principios de 2012, tendentes a facilitar las posibilidades de modificación de las condiciones laborales de las empresas ante una situación económica negativa, y a lograr una mayor diferenciación salarial que permitiera limitar al máximo las necesidades de ajuste del empleo en las empresas y sectores en dificultades, han contribuido decisivamente al patrón de creciente adecuación de los costes laborales a la situación del mercado de trabajo y al proceso de moderación salarial. Ello habría favorecido, en un primer momento, un menor descenso del empleo en un contexto aún recesivo y, posteriormente, a finales de 2013, el inicio de un proceso de creación de empleo, que ha cobrado intensidad en el transcurso de este año. Esta mejora de la ocupación ha permitido una significativa reducción del desempleo en los últimos trimestres, por encima de lo que cabía esperar dada la relación histórica de esta variable con la evolución de la actividad (véase panel central izquierdo del gráfico), lo que podría explicar también, al menos en parte, la reciente mejoría del consumo privado.

No obstante, no se ha observado aún un cambio suficientemente significativo en la estructura de la negociación colectiva hacia un mayor nivel de descentralización (véase panel central derecho del gráfico) que dé lugar a un aumento de la dispersión salarial. Como se ilustra en el panel inferior izquierdo del gráfico, recientemente se

aprecia un ligero repunte de la dispersión intersectorial de los incrementos salariales negociados<sup>1</sup>, que se mantiene, en todo caso, en un nivel muy inferior al de la dispersión observada en la variación del empleo entre ramas de actividad. Resulta fundamental seguir aumentando el grado de descentralización de las decisiones salariales, con el fin de que se adecuen mejor a la situación específica de cada empresa; en consecuencia, deben evitarse los acuerdos centralizados que puedan inducir incrementos salariales uniformes. Ello supondría un retroceso que pondría en peligro el continuar en la senda de mejora de la competitividad.

Los avances en flexibilidad y eficiencia de los mecanismos de formación de salarios también se han materializado en una notable reducción de las prácticas de indiciación de los salarios a la evolución de los precios, que tan extendidas estaban antes de la crisis. En concreto, se observa una fracción considerablemente inferior de convenios colectivos con cláusulas frente a la inflación (en torno al 30 %, frente a cifras por encima del 70 % antes de la crisis), con lo que se han limitado notablemente los potenciales efectos perversos de un factor que, tradicionalmente, ha mermado las ganancias de competitividad de la economía española.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que la prevalencia de un entorno caracterizado por tasas de inflación levemente negativas evita la pérdida real de poder adquisitivo de los trabajadores, mientras que, en paralelo, la también reducida inflación en la UEM dificulta el logro de ganancias adicionales de competitividad frente a nuestros principales socios comerciales, en particular en presencia de rigideces nominales de salarios, habituales en los mercados de trabajo de los países desarrollados. Como se observa en el panel inferior derecho del gráfico, el proceso de moderación salarial se ha traducido en un aumento considerable de los casos en los que se ha mantenido constante el nivel salarial, en contraste con lo que venía ocurriendo antes de la crisis, cuando se registraba una acumulación de cambios salariales en el entorno de la inflación esperada.

En resumen, de cara al futuro, la dinámica salarial debe seguir apoyando el proceso de recuperación de la competitividad y favorecer la absorción rápida del elevado número de desempleados. A la vez, debe asegurar la vinculación de los costes laborales a la situación específica de las empresas. Todo ello requiere consolidar los mecanismos de determinación salarial que se han ido configurando mediante las reformas introducidas en el marco institucional del mercado de trabajo orientadas a una mayor flexibilidad y diversificación. En esta situación, la vuelta a procedimientos que impliquen incrementos salariales generalizados que se extiendan de manera uniforme a todos los sectores y empresas supondría un paso atrás que podría interrumpir el proceso de restablecimiento de la competitividad de la economía española y dañar una de las bases fundamentales de su recuperación.

<sup>1</sup> A un nivel de dos dígitos de la CNAE.