

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### 1 RASGOS BÁSICOS

La fase expansiva que la economía española inició hace algo más de dos años se prolongó en el último trimestre de 2015, período en el que se estima que el PIB podría haber aumentado un 0,8 % en tasa intertrimestral. Esta cifra coincide con la observada en el tercer trimestre y es dos décimas inferior al 1 % estimado para el período abril-junio, que constituye el ritmo de avance más elevado registrado por el momento desde que se iniciara la recuperación. La modesta desaceleración del producto observada en la segunda mitad del año, en todo caso, no altera el escenario central de mantenimiento de un crecimiento sostenido del PIB a lo largo de los próximos trimestres.

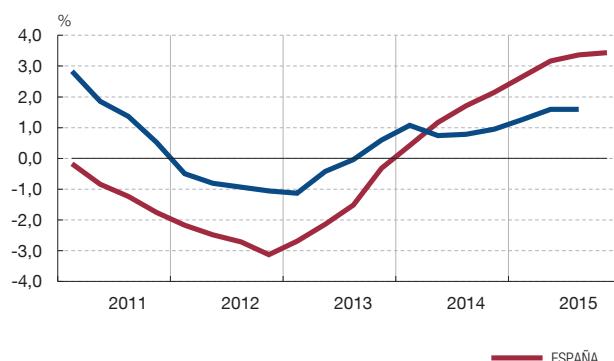
De hecho, la evolución de la actividad en el último trimestre del año está siendo ligeramente más favorable de lo anticipado en septiembre, lo que ha conducido a una revisión al alza (de una décima) de la tasa estimada de crecimiento medio anual del PIB en 2015, hasta el 3,2 % (véase recuadro 1). En el próximo ejercicio se espera una continuación del comportamiento dinámico de la actividad, aunque su ritmo de avance sería algo inferior al observado en trimestres recientes, como consecuencia de la moderación de algunos de los impulsos expansivos actualmente vigentes. En concreto, se estima que el crecimiento medio anual del PIB en 2016 podría alcanzar el 2,8 %.

El balance de riesgos en torno a este escenario central se inclina ligeramente a la baja, fundamentalmente como consecuencia de la posibilidad de que la proyectada desaceleración de las economías emergentes sea más pronunciada de lo previsto en la actualidad, lo que podría ser resultado de un endurecimiento de sus condiciones de financiación en un contexto de disminución del apetito por el riesgo. A escala interna, la principal fuente de incertidumbre está asociada al curso de las políticas económicas, dada la influencia que ejercen, en particular, la agenda reformadora y la política presupuestaria sobre la confianza y las decisiones de gasto de los agentes.

El ritmo de retroceso interanual del IPC se ha atenuado en los últimos meses, desde el -0,9 % de septiembre al -0,3 % de noviembre. Esta trayectoria ha venido determinada, principalmente, por el efecto de la evolución del precio del petróleo sobre el componente energético del indicador. En todo caso, el IPC no energético y el IPSEBENE han proseguido la senda de lenta y gradual aceleración que iniciaron al comienzo del año, hasta situarse en noviembre en el 1,1 % y en el 1 %, respectivamente. El diferencial entre la inflación española y la del área del euro ha seguido siendo negativo. En términos del indicador que excluye los precios de consumo de los productos energéticos, la brecha entre ambas tasas, que entre julio y octubre había permanecido en -0,3 puntos porcentuales (pp), pasó a ser de -0,1 pp en noviembre, retomando la senda de estrechamiento observada en la primera mitad del año.

El comportamiento de la tasa de inflación en los próximos trimestres está supeditado al proyectado repunte de los precios del petróleo. Además, en el corto plazo está muy influenciada por las caídas observadas hace un año en el precio de esta materia prima. Por este motivo, se espera que el ritmo de variación del IPC general pase a ser positivo en diciembre y siga aumentando a lo largo de 2016, hasta situarse por encima del 1,5 % al final de ese año. En términos de las tasas medias anuales, se proyecta un retroceso del 0,5 % este año y un avance del 0,7 % el próximo. Si se excluye el componente energético, se espera que los precios de consumo prolonguen el repunte observado a lo largo del

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO



2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



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

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

presente ejercicio, en línea con la paulatina reducción del grado de holgura cíclica de la economía, la fortaleza del gasto de los hogares y la debilidad del tipo de cambio del euro. Los riesgos en torno a este escenario central están moderadamente sesgados a la baja, como consecuencia, fundamentalmente, de una hipotética materialización de los escenarios menos favorables para la actividad económica que se han descrito. En todo caso, la incertidumbre que rodea a las proyecciones de inflación es elevada, dado que parece probable que las cotizaciones del petróleo y el tipo de cambio del euro sigan mostrando un comportamiento volátil durante algún tiempo.

En los últimos meses, las condiciones de financiación de los sectores residentes han seguido siendo, en general, favorables, en un contexto marcado por el tono acomodaticio de la política monetaria del Eurosistema, que se intensificó tras las medidas adoptadas en la reunión del Consejo de Gobierno del BCE del 3 de diciembre. Tanto la rentabilidad del bono español a diez años como su diferencial con relación al activo análogo alemán han seguido descendiendo, hasta situarse en el 1,7 % y los 113 puntos básicos (pb), respectivamente. Las rentabilidades negociadas en otros mercados, como los interbancarios o los de valores de renta fija privada, han experimentado también disminuciones adicionales. La reducción del coste del pasivo de las entidades financieras ha permitido que los tipos de interés de sus nuevas operaciones crediticias permanezcan en niveles muy reducidos. A su vez, esta evolución del coste del crédito ha contribuido al dinamismo de los volúmenes de nuevas operaciones y, en consecuencia, a atenuar el ritmo de retroceso del saldo vivo crediticio del sector privado no financiero.

En conjunto, esta evolución de las condiciones financieras conformó un contexto favorecedor del gasto de hogares y empresas en los meses de otoño. El consumo de las familias se ha visto alentado, además, por la fuerte creación de empleo y por un conjunto de factores, de naturaleza transitoria, que han contribuido asimismo a incrementar su capacidad de compra en el corto plazo. Estos elementos incluyen el renovado retroceso del precio del petróleo, el adelantamiento al mes de julio de la rebaja de la carga tributaria cuya entrada en vigor estaba prevista inicialmente para enero de 2016 y el reintegro a los empleados públicos de una cuarta parte de la paga extra suspendida en diciembre de 2012. Con este trasfondo, el consumo privado habría crecido en el cuarto trimestre del año a un ritmo similar al observado en el tercero (del 1 %), al igual que la inversión productiva privada,

	2014	2015	2014				2015					
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR		
<b>Contabilidad Nacional</b>												
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria												
Producto interior bruto	1,4	3,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	0,8	0,8		
Contribución de la demanda nacional (b)	1,6	3,6	0,4	0,6	0,5	0,6	1,2	1,0	1,1	0,8		
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,0		
Tasas de variación interanual												
Empleo	1,1	3,0	-0,7	1,0	1,7	2,4	2,9	3,0	3,1	3,0		
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)												
IPC	-0,2	-0,5	-0,1	0,1	-0,2	-1,0	-0,7	0,1	-0,9	-0,3		
IPSEBENE	0,0	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,6	0,8	1,0		

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 17 de diciembre de 2015.

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 2015.

que se habría visto favorecida por la fortaleza de la demanda final y por la bonanza de las condiciones financieras.

La demanda exterior neta habría ejercido una contribución neutral al crecimiento del producto en el período octubre-diciembre, de acuerdo con la información disponible, cuyo contenido informativo es, no obstante, limitado, ya que cubre solamente el período inicial del trimestre. En términos intertrimestrales, las compras de bienes al resto del mundo habrían moderado su dinamismo con respecto a los registros alcanzados en el verano. En la vertiente exportadora, el crecimiento de las ventas de bienes experimentó un cierto freno, a pesar del fortalecimiento de los mercados del área del euro, en tanto que los indicadores relativos al turismo apuntan a una evolución muy favorable en el tramo final del año.

En el mercado de trabajo, el empleo ha mantenido un elevado dinamismo en los meses recientes, estimándose que podría crecer en el período octubre-diciembre un 0,7 % intertrimestral, tasa similar a la del trimestre precedente. Finalmente, la pauta de moderación de costes laborales se ha mantenido en los últimos meses, con un incremento salarial acordado en la negociación colectiva del 0,75 % hasta el mes de noviembre.

La presente actualización de las proyecciones macroeconómicas para el período 2015-2016 toma como punto de partida las proyecciones publicadas por el Banco de España el pasado mes de septiembre y recoge, como es habitual, los cambios producidos desde entonces en los supuestos externos con la información disponible hasta el 11 de diciembre (véase cuadro 1)<sup>1</sup>. También incorpora las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Anual (CNAN) y Trimestral (CNTR) realizadas por el INE, que recogen revisiones significativas de los datos del período 2011-2014<sup>2</sup>.

De acuerdo con la actualización realizada, se espera que la fase de expansión de la actividad de la economía española se prolongue en el tramo final de 2015 y a lo largo de 2016. En concreto, se proyecta que el crecimiento medio del PIB alcance el 3,2% en el presente año y el 2,8% en el próximo (véase cuadro 2). Esta desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB el próximo año vendría asociada a una moderación del avance de la demanda nacional. El empleo conservaría un elevado dinamismo, si bien atenuaría su ritmo de avance en línea con la evolución del producto. Por lo que respecta a los precios, se prevé que la inflación, medida a partir del IPC, empiece a registrar tasas ligeramente positivas desde el final de este año.

En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, las previsiones de crecimiento del producto apenas se han modi-

ficado, ya que la incorporación de las nuevas series de CNTR hasta el tercer trimestre de 2015 ha tenido un impacto prácticamente nulo sobre las tasas de variación del PIB, al tiempo que los efectos de los cambios en los supuestos externos se han visto prácticamente compensados entre sí. No obstante, la información de corto plazo sugiere que la evolución de la actividad en el cuarto trimestre de 2015 podría haber sido algo más favorable de lo proyectado en septiembre, lo que conduce a un aumento de una décima en la tasa media anual frente a lo previsto entonces.

Respecto a los supuestos externos que subyacen a las proyecciones, cabe destacar la mayor debilidad de la evolución prevista de los mercados de exportación españoles en comparación con el ejercicio de septiembre, debido al deterioro de las perspectivas de crecimiento de algunas áreas emergentes, que es contrarrestado solo parcialmente por el impulso positivo proveniente del mayor crecimiento de las importaciones del área del euro. Por su parte, el precio del petróleo se ha revisado de nuevo 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 en niveles mínimos, alcanzándose registros negativos en 2016, 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 septiembre, hasta el 1,7% y el 1,8% en 2015 y 2016, respectivamente. Esta evolución de los tipos de interés ha conducido a una revisión a la baja, de menor magnitud, del coste de la financiación obtenida por familias y empresas. Finalmente, el tipo de cambio del euro es muy similar al utilizado en el ejercicio de septiembre. En cuanto a los supuestos fiscales, no hay novedades relevantes respecto al ejercicio de previsión de septiembre, que

- 1 Para la evolución de los mercados de exportación de España se ha empleado la información incluida en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por el Eurosystema, con datos disponibles hasta el 19 de noviembre.  
 2 Véase el recuadro 5 del informe trimestral de septiembre de 2015.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2014	Proyección actual		Diferencias con proyección de septiembre de 2015	
		2015	2016	2015	2016
<b>Entorno internacional</b>					
Producto mundial	3,4	2,9	3,4	-0,1	-0,2
Mercados mundiales	3,5	1,5	3,5	-0,7	-0,4
Mercados de exportación de España	3,4	2,5	3,3	-0,7	-0,8
Precio del petróleo en dólares (nivel)	98,9	52,7	45,4	-0,9	-8,0
Precios de exportación de los competidores, en euros	-1,0	2,6	1,2	0,1	0,7
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,3	1,1	1,1	0,0	0,0
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	2,7	1,7	1,8	-0,1	-0,5

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de la elaboración de los supuestos: 11 de diciembre de 2015.

ya incorporaba los efectos de las medidas recogidas en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE)<sup>3</sup>.

En términos globales, la repercusión sobre el avance del PIB de las modificaciones en los supuestos sobre los que se condiciona la proyección es aproximadamente neutral, al verse compensado el impacto negativo del empeoramiento de los mercados de exportación por los efectos expansivos de los menores precios del petróleo y unas condiciones de financiación algo más favorables.

El crecimiento que se proyecta para el PIB se sigue sustentando en el empuje de la demanda interna, para la que se estima una contribución al avance del producto de 3,6 pp en 2015 y de 3,1 pp en 2016, en tanto que la demanda exterior neta tendría una aportación negativa en los dos años, como resultado de la fortaleza de las importaciones. Entre los componentes de la demanda interna, se espera que el consumo de los hogares mantenga un elevado dinamismo, impulsado principalmente por la evolución favorable del empleo, al tiempo que se mantiene el impacto expansivo sobre

<sup>3</sup> Véase el recuadro 2 del informe trimestral de septiembre de 2015. El recuadro 2 de este informe describe la evolución reciente de la actuación de las AAPP en el ámbito presupuestario.

la renta disponible de la caída del precio del petróleo, la reducción de la imposición directa y la devolución de la paga extra de los empleados públicos (que, en parte, tiene lugar al final de 2015 y, en parte, se espera que ocurra al inicio de 2016). Estos efectos perderían fuerza a lo largo del próximo ejercicio, por lo que se espera una cierta moderación del consumo privado conforme avance el año. Con todo, este componente crecería ligeramente por encima del 3% en los dos años del período de previsión, con una moderada revisión al alza en 2016 con respecto a septiembre.

En el contexto ya descrito de mejora de las condiciones de financiación, se espera una prolongación de la actual recuperación de la inversión residencial, como refleja el repunte de las iniciaciones de vivienda y el incremento en las cifras de transacciones. Por su parte, la inversión empresarial continuará experimentando un crecimiento robusto, impulsada por la fortaleza de la demanda final, las condiciones financieras favorables y la necesidad de renovar y ampliar el capital existente.

En el ámbito del comercio exterior, se proyecta un mantenimiento del buen tono de las exportaciones durante el próximo año, sustentado en las ventas al resto del área del euro y en las ganancias de competitividad adicionales, que compensarían la debilidad de

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2014	Proyección actual		Proyección de septiembre de 2015	
		2015	2016	2015	2016
PIB	1,4	3,2	2,8	3,1	2,7
Consumo privado	1,2	3,1	3,3	3,5	2,9
Consumo público	0,0	2,4	0,4	1,1	0,3
Formación bruta de capital fijo	3,5	6,2	5,3	6,5	6,6
Inversión en bienes de equipo y activos inmateriales	10,5	9,8	8,6	9,8	9,5
Inversión en construcción	-0,2	5,5	4,1	5,3	4,9
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,8	4,6	4,9	5,0
Importación de bienes y servicios	6,4	7,5	5,9	6,3	6,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento) (b)	1,6	3,6	3,1	3,4	3,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
PIB nominal	1,0	4,0	3,7	4,1	3,7
Deflactor del PIB	-0,4	0,8	0,9	0,9	1,0
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,5	0,7	-0,5	0,8
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	1,1	3,0	2,4	2,8	2,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,6	2,0	1,7	1,4	1,2

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.  
Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2015.

a Fecha de cierre de las predicciones: 17 de diciembre de 2015.

b Diferencia, a un decimal, entre el crecimiento del PIB y la contribución de la demanda exterior neta.

las economías emergentes. Por su parte, las importaciones continuarían mostrando un notable vigor, en línea con la demanda final. En comparación con las proyecciones precedentes, tanto las exportaciones como las importaciones se han revisado al alza en 2015, como resultado, principalmente, de la incorporación de las nuevas estimaciones de CNTR hasta el tercer trimestre, más favorables de lo previsto hace tres meses.

En este marco, se proyecta una capacidad de financiación de la nación algo mayor que la contemplada en septiembre (del 2 % y del 1,7 % del PIB este año y el que viene, respectivamente), debido, en su mayor parte, a un menor déficit de rentas, como resultado de la disminución del nivel de los tipos de interés, y a un incremento del saldo de las transferencias de capital.

Las actuales proyecciones contemplan la prolongación del proceso de creación de empleo que se viene observando desde finales de 2013, en un contexto de avance moderado de los costes laborales. El crecimiento del empleo, similar al de las proyecciones anteriores, comportará reducciones adicionales de la tasa de paro, hasta situarse al final del horizonte de proyección ligeramente por debajo del 20 % de la población activa.

En el período de proyección se espera un repunte gradual de la inflación, motivado por dos tipos de factores de distinta naturaleza. Por un lado, la gradual desaparición en las tasas interanuales de los efectos de las caídas pasadas del precio del petróleo llevará a un repunte del componente energético. Por otro lado, se espera que los precios del resto de la cesta de consumo se aceleren de forma paulatina, como consecuencia de la disminución del grado de holgura en la economía y, en menor medida, por los efectos desfasados de la pasada depreciación del tipo de cambio. Esta aceleración será, en todo caso, muy modesta, en un contexto de avance moderado de los costes salariales. La inflación, medida por los precios de consumo, solo registraría tasas de variación positivas al final de este año, lo que conduciría a un retroceso del 0,5 % en el promedio anual. El repunte posterior llevaría a una tasa media del 0,7 % en 2016. Se estima que el deflactor del PIB podría crecer, en promedio, un 0,8 % este año y un 0,9 % el próximo, valores similares a los proyectados en septiembre.

Los riesgos que rodean al escenario central de crecimiento del PIB permanecen ligeramente inclinados a la baja, debido, fundamentalmente, a factores de naturaleza externa. En particular, persiste un elevado grado de incertidumbre acerca de la senda de recuperación de las economías emergentes, en un contexto en el que el tensionamiento gradual de la política monetaria en Estados Unidos podría desencadenar un endurecimiento en las condiciones de financiación de algunas de estas economías. A escala interna, la principal fuente de incertidumbre está asociada al curso de las políticas económicas. En particular, un posible agotamiento en el proceso de aplicación de reformas estructurales podría afectar negativamente las expectativas de crecimiento e incidir negativamente en las decisiones corrientes de consumo e inversión. Asimismo, la necesidad de corregir eventuales desviaciones en la ejecución de los planes presupuestarios de las AAPP, cuyo cumplimiento es esencial para preservar la confianza de los agentes, podría comportar algún efecto negativo sobre la actividad a corto plazo. Por otro lado, no se puede descartar que algunos de los impulsos presentes en la actualidad prolonguen sus efectos más allá de lo que contempla este escenario central. En este sentido, es preciso tener en cuenta, en particular, la dificultad para estimar con precisión los efectos de las medidas no convencionales de política monetaria sobre variables como el tipo de cambio, o el coste y la disponibilidad de financiación.

En el terreno de la inflación, los riesgos de desviación también presentan un balance ligeramente negativo, procedentes de una hipotética materialización de los escenarios más desfavorables de evolución de la economía mundial que se han descrito en el párrafo precedente. Una eventual intensificación de la desaceleración en las economías emergentes podría, en particular, impactar negativamente sobre la trayectoria de los precios del petróleo y, en general, las materias primas. Un elemento moderador de los riesgos a la baja sobre el comportamiento de la inflación es la ampliación de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE, que han reducido los riesgos de un eventual desanclaje de las expectativas de inflación. Por último, la incertidumbre en torno a las proyecciones de precios se ve acrecentada por una posible persistencia de un nivel elevado de volatilidad de los tipos de cambio, en un contexto caracterizado por una mayor divergencia entre las políticas monetarias de las principales economías desarrolladas.

Las últimas cifras publicadas del conjunto del sector Administraciones Públicas (AAPP), según la Contabilidad Nacional, se refieren al primer semestre del año. De acuerdo con esa información, las AAPP registraron en dicho período un déficit del 2,9% del PIB, frente al 3,4% del PIB del mismo período del año anterior. Asimismo, se dispone de información más adelantada, hasta el tercer trimestre, correspondiente al agregado de la Administración Central, la Seguridad Social (SS) y las Comunidades Autónomas (CCAA). De acuerdo con estos datos (véase cuadro adjunto), el agregado de estos subsectores registró en el período enero-septiembre un déficit del 3,4% del PIB, lo

que supuso una mejora de 0,6 pp de PIB con respecto al mismo período de 2014 (excluyendo, en cualquier caso, las ayudas a las instituciones financieras). El cumplimiento del objetivo de déficit para el total de las AAPP para este año (4,2% del PIB) requiere una mejora de 1,6 pp del PIB con respecto al año anterior (véase gráfico 1).

Por subsectores de las AAPP, la evolución es dispar (véase cuadro adjunto). Mientras que la Administración Central mejoró su déficit en enero-septiembre en 0,7 pp del PIB con respecto al mismo período del año pasado, en línea con el ajuste requerido para el

#### Cuadro

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

	Millones de euros	Tasas de variación interanual				
		2014 ene-dic	2014 ene-dic	2014 ene-sep	2015 ene-jun	2015 ene-sep
1 Recursos totales (b)	357.269	1,8	2,1	2,9	3,0	
Impuestos sobre producción e importaciones	95.067	3,4	3,6	6,7	7,2	
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	97.197	0,4	1,7	5,2	4,6	
Cotizaciones sociales	129.832	1,5	1,1	1,6	1,5	
Otros recursos (b)	35.173	2,4	2,6	-12,3	-9,6	
2 Empleos totales (b) (c)	410.687	0,1	-0,3	1,1	1,6	
Remuneración de asalariados	94.278	0,1	0,1	3,5	2,9	
Otros gastos en consumo final (d)	63.245	-0,0	0,9	3,5	3,3	
Prestaciones sociales (no en especie)	170.221	0,0	-1,2	-0,0	0,1	
Intereses efectivos pagados	34.615	2,2	2,0	-5,1	-6,3	
Subvenciones	9.901	4,6	24,9	17,5	23,8	
Otros empleos y transferencias corrientes (b)	15.702	-4,1	-3,6	-3,6	-5,7	
Formación bruta de capital	16.217	-9,0	-10,0	1,2	15,1	
Otros gastos de capital (b) (c)	6.508	23,9	19,3	7,5	7,6	
Millones de euros						
En porcentaje del PIB nominal anual (f)						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	2014 ene-dic	2014 ene-dic	2014 ene-sep	2015 ene-sep	Objetivos oficiales 2015	
3 Agregado consolidado ( $3 = 3.1 + 3.2 + 3.3$ ) (c)	-66.066	-6,3	-4,0	-3,4	-4,2	
3.1 Administración Central (c)	-37.018	-3,6	-2,9	-2,2	-2,9	
3.2 Fondos de la Seguridad Social	-10.866	-1,0	0,0	-0,3	-0,6	
3.3 Administración Regional	-18.182	-1,7	-1,1	-1,0	-0,7	
4 Corporaciones Locales	5.938	0,6	0,4		0,0	
5 Total AAPP ( $5 = 3 + 4$ ) (c)	-60.128	-5,8	-3,6		-4,2	
Pro memoria						
Ayudas a instituciones financieras (e)	1.191	0,1	0,1	0,0	—	
Deuda pública (PDE)	1.033.737	99,3	98,4	99,3	99,7	

FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Plan Presupuestario 2016 (publicado el 11 de septiembre de 2015), excepto la formación bruta de capital (PDE septiembre 2015).

- a Los datos de ingresos y gastos se refieren a las cuentas del agregado consolidado de Administración Central, Administración Regional y Fondos de la Seguridad Social. No se incluyen, por tanto, las Corporaciones Locales, dado que no se dispone de información mensual.
- b Consolidado de las transferencias a otras AAPP (CCLL).
- 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.
- f Para 2015 se toma el PIB nominal anual previsto en el Plan Presupuestario 2016. En el caso de la deuda, el PIB a precios de mercado se ha elaborado a partir de la serie oficial de la CNE trimestral que publica el INE, agregando los últimos cuatro trimestres para cada fecha de referencia.

cumplimiento de su objetivo anual, la SS empeoró en 0,3 pp, lo que contrasta con la mejora presupuestada para el conjunto de 2015, de 0,4 pp. Por su parte, las CCAA registraron un avance de 0,1 pp del PIB en dicho período, frente a la mejora anual necesaria para el cumplimiento de su objetivo para este año, de 1 pp. Con respecto a las CCLL, se dispone de datos algo más retrasados, hasta junio, que muestran un superávit de 0,2 pp del PIB, algo superior al del mismo período de 2014, frente al objetivo de reducción de 0,6 pp del saldo presupuestario en 2015. Con la información disponible, por tanto, los riesgos de desviación con respecto a los objetivos se concentrarían en las CCAA y la SS, que podrían verse compensados parcialmente por una mejor evolución respecto a lo previsto de CCLL y de la Administración Central.

Por partidas, los ingresos de las AAPP (excluyendo CCLL) aumentaron un 3% hasta septiembre en tasa interanual (véase cuadro adjunto). Este aumento supone una ligera mejora con respecto al trimestre anterior, que se debe, sobre todo, a la recaudación impositiva, a pesar del impacto negativo de la reciente reforma fiscal, y, en menor medida, a los recursos no impositivos. Se dispone de alguna información adicional hasta octubre relativa a los impuestos compartidos por el Estado, las CCAA y las CCLL y las cotizaciones a la SS en términos de caja, en la que se detecta una ligera aceleración adicional de los ingresos. En cualquier caso, los ingresos públicos deberían continuar repuntando en el último tramo del año para alcanzar el objetivo oficial de un aumento en torno al 4%. Por su parte, los gastos de las AAPP (excluyendo las CCLL) se aceleraron en el tercer trimestre, presentando una tasa de variación del 1,6% en enero-septiembre, frente al 1,1% del primer semestre. Algunos datos parciales disponibles para octubre parecen apuntar a una ligera aceleración adicional en el gasto, tanto en las prestaciones sociales (por la menor caída en los pagos por desempleo) como en la remuneración de asalariados. Cabe recordar, además, que a lo largo del último trimestre del año se completará el abono de una cuarta

parte adicional de la paga extra de los empleados públicos suscrita en 2012.

La ratio de deuda de las AAPP<sup>1</sup> sobre el PIB se situó en septiembre en el 99,3%, lo que supone un nivel similar al del cierre del año 2014 (véanse el cuadro y el gráfico 2). El objetivo oficial para el año 2015 es el 99,7% del PIB. Las todavía elevadas necesidades de financiación de las AAPP impulsan al alza la ratio de deuda, pero este efecto se compensa con el crecimiento nominal del PIB. Por otra parte, la mejora de las condiciones de financiación está contribuyendo a mitigar el efecto de la elevada deuda sobre los gastos financieros, que en porcentaje del PIB han caído en torno a 0,2 pp durante la parte transcurrida de 2015. Por instrumentos, el grueso de la financiación se ha seguido cubriendo con el recurso a la emisión de títulos de medio y largo plazo. El desglose por tenedores evidencia que los principales compradores fueron los no residentes y, en menor medida, las instituciones financieras distintas de las entidades de crédito (entre las que se incluye el Banco de España), mientras que estas últimas redujeron sus tenencias de estos activos.

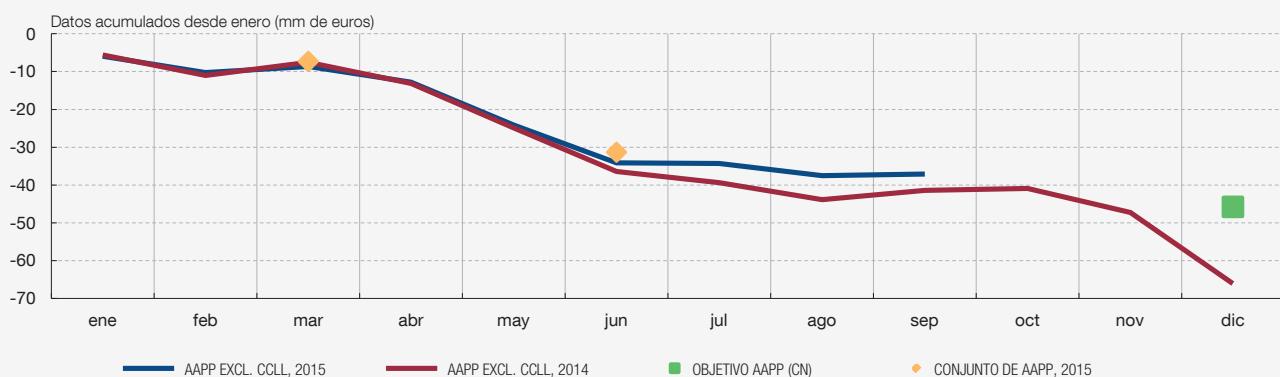
Finalmente, hay que señalar que, el 11 de septiembre, el Gobierno presentó el Plan Presupuestario de las AAPP para 2016<sup>2</sup>, que se remitió a la Comisión Europea. Dicho plan, en línea con las recomendaciones del Consejo Europeo, estableció como objetivos de déficit público un 4,2% del PIB en 2015 y un 2,8% del PIB en 2016, de manera que su cumplimiento permitiría salir a España de la situación de déficit público excesivo (déficit superior al 3% del PIB) en 2016. La Comisión Europea (CE), en su Dictamen<sup>3</sup> de 12 de octubre de 2015, estimó que el Plan Presupuestario corre el

1 Contabilizada siguiendo la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (deuda PDE).

2 Véase el Boletín Económico del Banco de España, de septiembre 2015.

3 [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/dbp/2015/es\\_2015-10-12\\_co\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2015/es_2015-10-12_co_en.pdf).

**Gráfico 1**  
SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN CONTABILIDAD NACIONAL  
(excl. ayudas a IIFF)



FUENTES: IGAE y Ministerio de Economía y Hacienda.

riesgo de incumplir las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En concreto, la CE prevé un déficit público del 4,7% y del 3,6% del PIB en 2015 y 2016, respectivamente. Por ello, la CE instó a las autoridades españolas a ejecutar estrictamente el presupuesto de 2015 y a tomar las medidas necesarias en el marco del procedimiento presupuestario nacional para garantizar que el presupuesto para 2016 cumpla con el PEC. Asimismo, dado que el Plan Presupuestario no incluía medidas actualizadas y

detalladas para los gobiernos autonómicos, la CE instó a las autoridades españolas a presentar un Plan Presupuestario actualizado, que incluya, en particular, medidas de las CCAA plenamente especificadas, tan pronto como sea posible. Asimismo, la CE consideró que España ha realizado ciertos avances hacia el cumplimiento de las recomendaciones que le había dirigido el Consejo en el marco del Semestre Europeo de 2015, relativas a la gobernanza fiscal, e instó a las autoridades a realizar más progresos.

#### Gráfico 2 FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

1 FINANCIACIÓN BRUTA  
Tasa interanual y contribuciones por instrumentos



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



FUENTE: Banco de España.

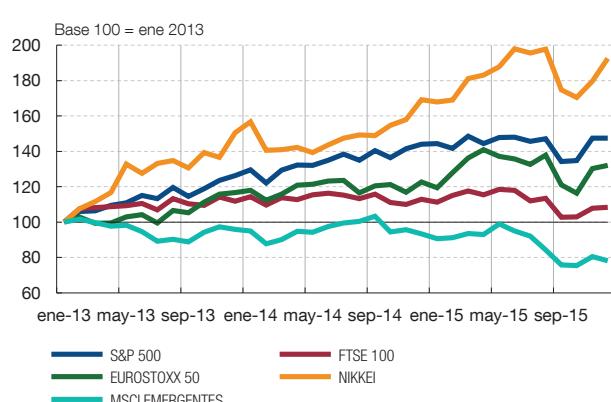
## 2.1 Entorno exterior del área del euro

Durante los últimos tres meses, el escenario económico internacional se caracterizó por el retorno a una cierta estabilidad en los mercados financieros internacionales, tras las turbulencias experimentadas en los meses de verano, asociadas a las dudas sobre la intensidad de la desaceleración de la actividad en China, que han tendido a disiparse a partir de septiembre. En este periodo, el crecimiento del PIB de las economías avanzadas fue moderado, impulsado por la demanda interna, en un contexto caracterizado por la ampliación de las divergencias en el tono de la política monetaria entre Estados Unidos y el área del euro. Las economías emergentes, por su parte, mostraron un comportamiento dispar. En el lado más favorable se encuentran las economías emergentes de Asia y Europa del Este y Central, que presentaron crecimientos sostenidos. Por el contrario, los indicadores de actividad de Brasil continuaron señalando una profunda recesión. En este contexto, el comportamiento de los precios no experimentó cambios significativos, con tasas de inflación que se mantienen muy bajas en los países avanzados y en Asia, como consecuencia de los descensos acumulados en el precio de la energía y del mantenimiento de la inflación subyacente en niveles en general inferiores a los objetivos de los bancos centrales. En cambio, en los países emergentes que han experimentado una mayor depreciación de sus monedas, como en algunos de América Latina, la inflación tendió a superar los objetivos de las autoridades monetarias.

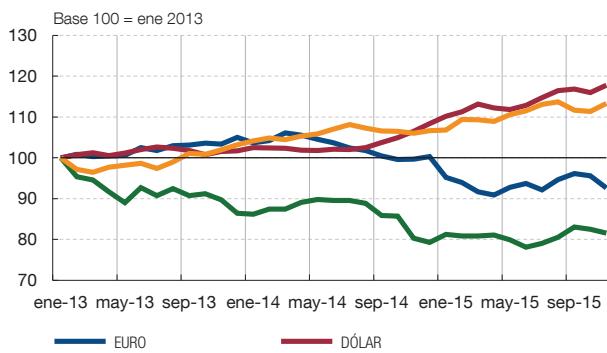
El tono general de los mercados financieros durante la mayor parte del trimestre fue positivo, apreciándose una notable reducción de la volatilidad tras el repunte sufrido durante el segundo trimestre. De esta forma, fueron las expectativas de subida de tipos en Estados Unidos las que dominaron los desarrollos de los mercados, favoreciendo una apreciación del dólar y un incremento en los tipos de interés en Estados Unidos en el corto y medio plazo. Sin embargo, en diciembre, tras la reunión del BCE y el nuevo descenso del precio del petróleo —que se situó por debajo de los 40 dólares por barril de *Brent*—, la volatilidad experimentó un cierto repunte. La caída del precio del petróleo, que se intensificó a raíz del abandono de la meta diaria de producción por parte de la OPEP y por las perspectivas de menor demanda ante la posibilidad de que el invierno sea más cálido de lo habitual, afectó especialmente a las empresas energéticas y los sectores de mayor riesgo. En los mercados emergentes, en el trimestre se produjo una mejoría en los países más vulnerables, como Brasil, Rusia o Turquía, y una recuperación de la bolsa en China, que aumentó un 18 %, por lo que se mantiene un 40 % por encima de su nivel de hace un año. Los flujos financieros a emergentes continuaron mostrando debilidad, tanto por la salida de capitales de los fondos, particularmente en aquellos centrados en la deuda en moneda local, como por las emisiones en el mercado primario, que registraron una caída de alrededor del 45 % con respecto al año pasado. Asimismo, la inversión extranjera directa, según los datos de la balanza de pagos, se ha reducido este año hasta el nivel de 2006.

En las economías avanzadas de fuera del área del euro, los datos revisados del tercer trimestre mostraron un crecimiento moderado. En Estados Unidos, el PIB creció un 2,1 % en tasa trimestral anualizada, un dato marcado por la aportación negativa del sector exterior frente a la mayor robustez del consumo interno. En este sentido, como se analiza en detalle en el recuadro 3, el buen comportamiento del empleo determinó la decisión de la Reserva Federal de iniciar el proceso de normalización de las condiciones monetarias, con un aumento de 25 pb de los tipos de interés en su reunión de diciembre. En todo caso,

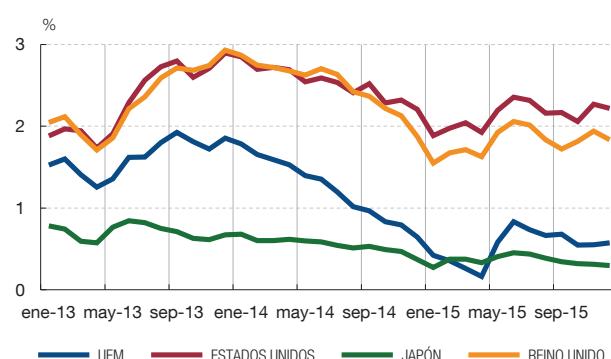
## 1 ÍNDICES BURSÁTILES



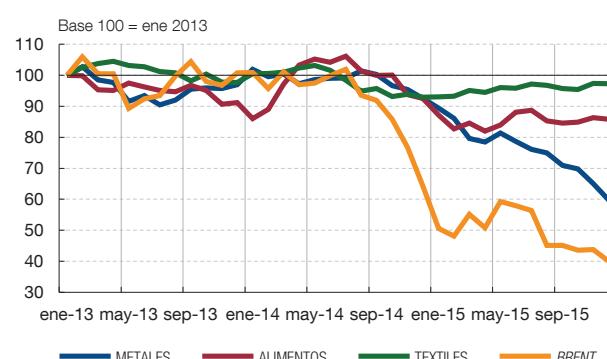
## 2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



## 3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



## 4 MATERIAS PRIMAS

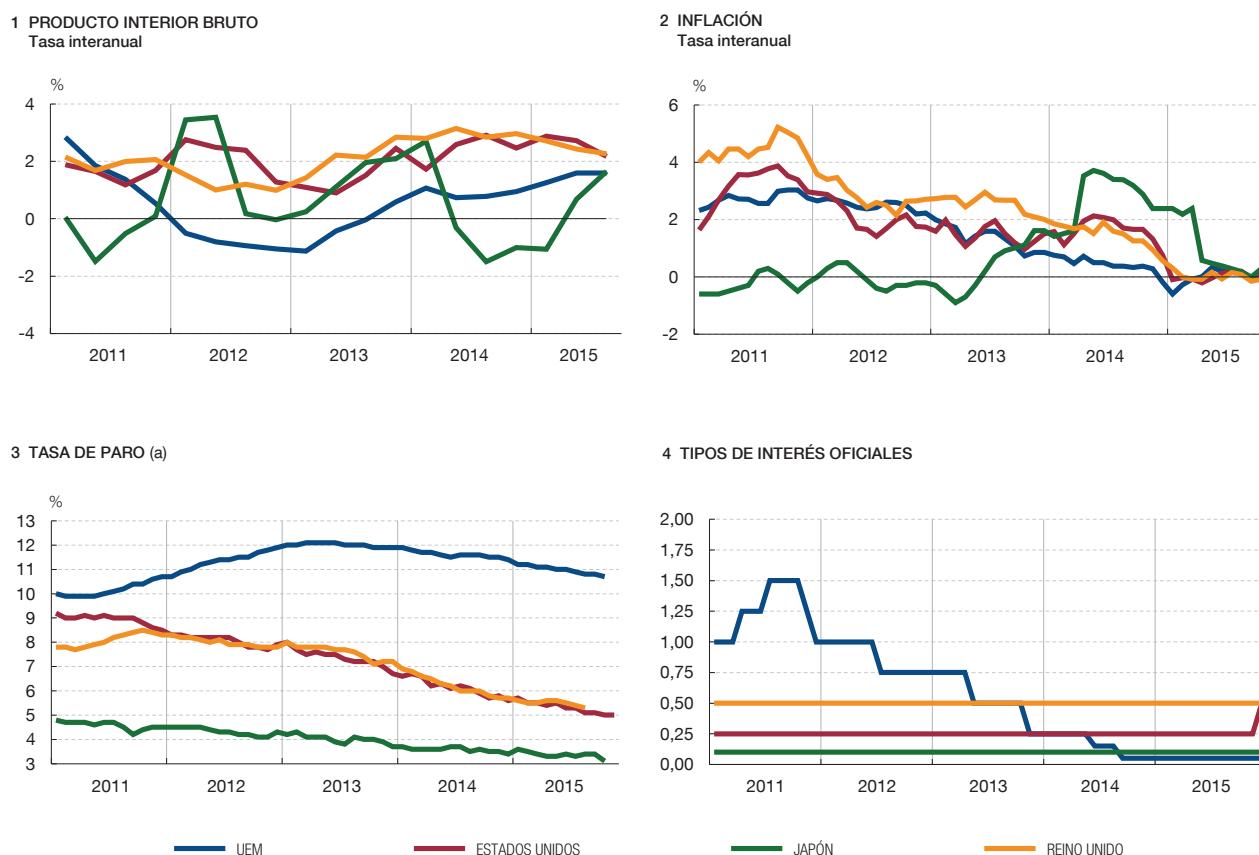


FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Rendimientos de la deuda pública a diez años.

La Reserva Federal ha mostrado su intención de que los aumentos de tipos de interés se produzcan de forma gradual. Por otra parte, los datos de mayor frecuencia del cuarto trimestre apuntan a una cierta desaceleración de la actividad, especialmente del sector manufacturero, como consecuencia de la apreciación del dólar y de la caída de la inversión en el sector de energía por el bajo precio del petróleo. En el Reino Unido, el tercer trimestre cerró con un avance de la actividad del 0,5 % trimestral, similar al del segundo trimestre, siendo previsible la prolongación de este ritmo de crecimiento a tenor de los datos parciales del último trimestre. Por último, en Japón, la revisión del PIB en el tercer trimestre dejó el crecimiento en un 1 % trimestral anualizado, tras la caída del 0,5 % del segundo trimestre. La inflación, por su parte, continuó en tasas muy reducidas en todas las economías avanzadas.

La actividad en las economías emergentes mostró un comportamiento heterogéneo. En China, el crecimiento en el tercer trimestre fue del 6,9 %, en línea con el objetivo de crecimiento de las autoridades para el conjunto del año. La inflación, sin embargo, se mantuvo en el entorno del 1,5 %, muy por debajo del objetivo (3 %). En este contexto, la política monetaria reaccionó con un recorte de los tipos de interés y una disminución del coeficiente de reservas. En este trimestre se han culminado algunas reformas importantes en el ámbito financiero, destacando, en particular, la liberalización total de los tipos de interés de depósito; además, el Fondo Monetario Internacional ha aceptado la inclusión del renminbi



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

dentro de la cesta de monedas usadas para calcular los Derechos Especiales de Giro. En Asia emergente y en los países de la UE no pertenecientes al área del euro, el crecimiento continuó siendo sostenido, en especial en la India, donde la tasa de avance interanual se mantuvo por encima del 7 %. La inflación en Asia Emergente registró un ligero repunte, debido al aumento de los precios de los alimentos, mientras que en los países de la UE no pertenecientes al área del euro la inflación continuó en registros muy reducidos.

La evolución de América Latina estuvo marcada por la profundización de la recesión en Brasil, en donde la actividad cayó un -1,7 % intertrimestral en el tercer trimestre, situando la tasa interanual en el -4,5 %, como resultado de la fuerte caída de la demanda interna. El crecimiento en el resto de los países de la región mostró señales más positivas, especialmente en México, Colombia y Chile. La inflación, sin embargo, volvió a repuntar en el conjunto de la región, por lo que los bancos centrales de Colombia y Chile han aumentado los tipos de interés. En Argentina y Venezuela se celebraron elecciones presidenciales y parlamentarias, respectivamente, que resultaron en una victoria de la oposición en ambos casos, lo que puede señalar un giro en las políticas económicas hacia la corrección de los fuertes desequilibrios que venían experimentando ambas economías.

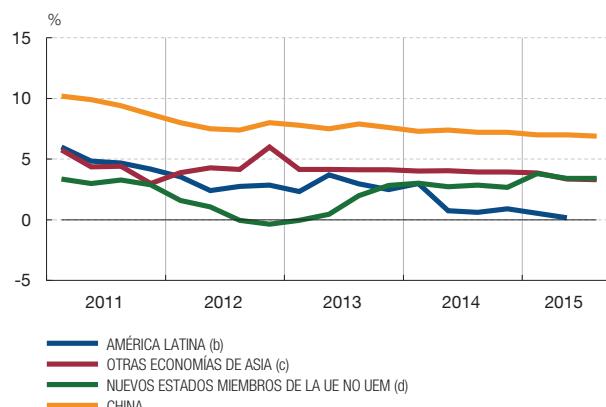
## 2.2 El área del euro y la política monetaria del BCE

En el área del euro, la recuperación económica continuó en los últimos meses del año, impulsada por la expansión de la demanda interna, en un contexto exterior menos favorable que ha frenado el avance de las exportaciones y de la inversión empresarial. La orientación acomodaticia de la política monetaria, los bajos precios de la energía —que incrementan

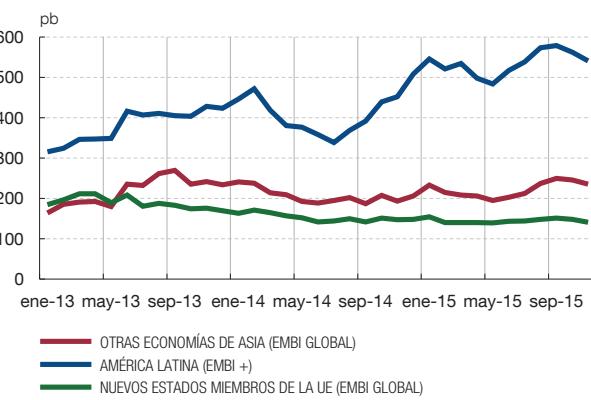
## ECONOMÍAS EMERGENTES: PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 4

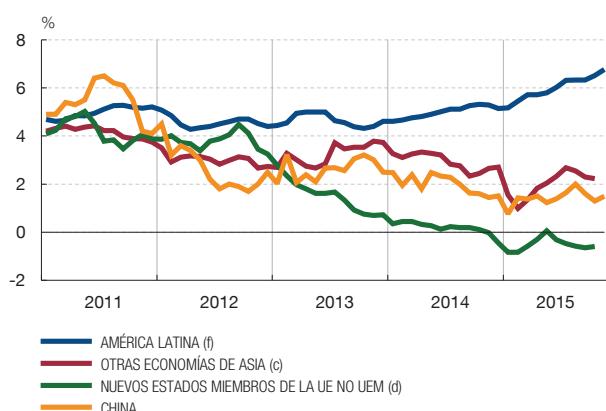
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



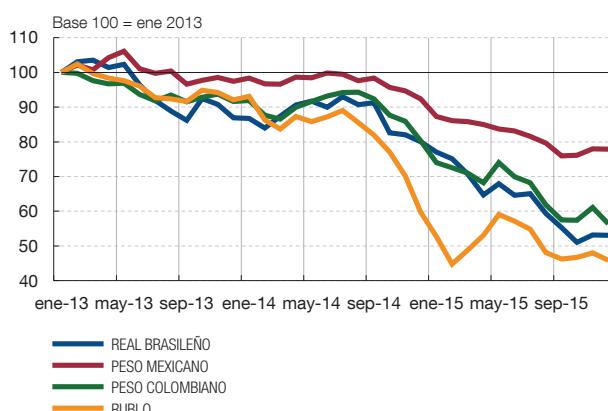
2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



3 PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (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, Colombia, México y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong-Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Bulgaria, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría, Polonia, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
- f Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.
- g Una disminución del índice supone depreciación de la moneda local.

la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales – y el tono algo más expansivo de la política fiscal han compensado la creciente debilidad de la demanda de las economías emergentes y la moderación del comercio mundial. De hecho, el ejercicio de previsiones de diciembre del Eurosistema proyectaba para el conjunto del área, en línea con la mayoría de las predicciones disponibles, una ligera aceleración del crecimiento económico a corto y medio plazo, con tasas de avance del PIB del 1,5 % en 2015, que se incrementarán hasta el 1,7 % en 2016 y el 1,9 % en 2017.

En el ámbito de los precios, la debilidad de la recuperación y la persistencia de un elevado grado de holgura condicionan la evolución a medio plazo de la tasa de inflación. El reciente ejercicio de proyecciones del Eurosistema ha incorporado una nueva, aunque moderada, reducción a la baja de las previsiones de inflación, que ahora se sitúan en el 0,1 %, 1 % y 1,6 % en 2015, 2016 y 2017, respectivamente. En este contexto, el Consejo de Gobierno

	2014				2015			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)</b>								
PIB	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	
<b>Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)</b>								
Demanda interna, excluidas existencias	0,1	0,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	
Variación de existencias	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	
Demanda exterior neta	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	
<b>Otros indicadores</b>								
Tasa de paro	11,8	11,6	11,6	11,5	11,2	11,0	10,8	10,7
IAPC (tasa interanual)	0,5	0,5	0,3	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,2
IPSEBENE (tasa interanual)	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,9

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

a Información disponible hasta el día 17 de diciembre de 2015.

del BCE adoptó un paquete de medidas de relajación adicional de la política monetaria en su reunión del 3 de diciembre. Estas medidas, que se detallan en el recuadro 4, contribuirán a anclar las expectativas de inflación y a acelerar el retorno de esta a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

Por otra parte, el 21 de octubre, la Comisión Europea (CE) publicó sus propuestas para seguir avanzando en el corto plazo hacia una unión monetaria más sólida, siguiendo las orientaciones del Informe de los Cinco Presidentes, que, en una primera fase, pone el énfasis en la implementación de medidas que impulsen los procesos de convergencia entre los países de la UEM y la coordinación de sus políticas económicas. Así, la CE aprobó la creación de la Junta Fiscal Europea, un organismo independiente de carácter consultivo que evaluará el cumplimiento de las reglas fiscales y la adecuación del tono agregado de la política fiscal para el área del euro en su conjunto. La CE, además, recomendó la creación de Consejos Nacionales de Competitividad y presentó una propuesta para unificar la representación externa del área del euro. Posteriormente, en noviembre, la Comisión presentó una iniciativa legislativa para la creación de un Sistema de Garantía de Depósitos Europeo, que supone un paso decisivo para completar a medio plazo la arquitectura de la Unión Bancaria, pendiente, fundamentalmente, de clarificar los aspectos fiscales. Por último, también en noviembre, se publicaron en el marco del Semestre Europeo las recomendaciones de política económica para el área del euro en 2016 y se llegó a un acuerdo sobre financiación-puente del Fondo Único de Resolución, que entrará en funcionamiento el 1 de enero de 2016.

#### EVOLUCIÓN ECONÓMICA

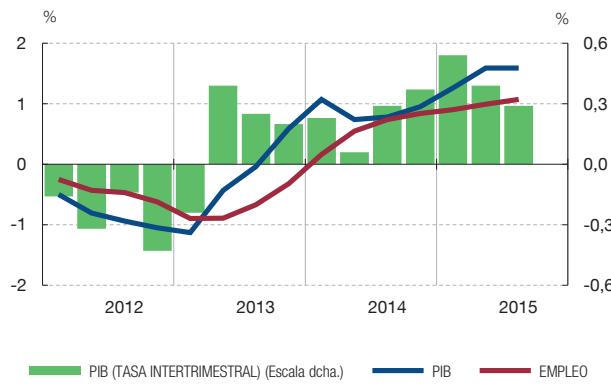
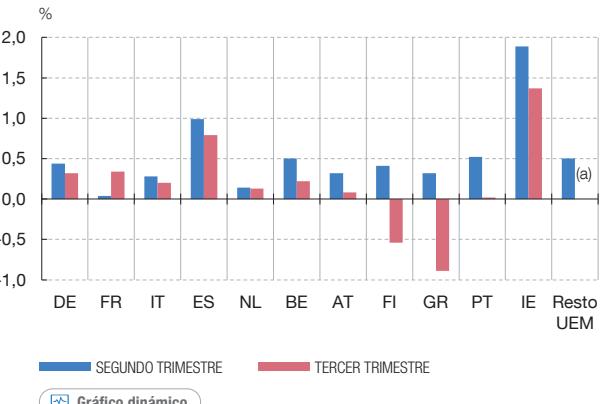
El PIB del área del euro avanzó un 0,3 % en el tercer trimestre de 2015, una décima menos que en el trimestre anterior (véase cuadro 2). La moderación del crecimiento se debió a la contribución negativa de la demanda exterior neta, que fue solo parcialmente compensada por el avance más intenso de la demanda interna. En efecto, las exportaciones registraron una brusca ralentización en dicho período, reflejo de la debilidad del comercio mundial, mientras que las importaciones mantuvieron su ritmo de avance. La aceleración de la demanda interna, por su parte, se basó en el dinamismo del consumo privado —alentado por la gradual mejora de las condiciones de financiación y del mercado laboral, y por el efecto favorable sobre la renta de los hogares de la disminución de los precios energéticos— y del consumo público, asociado en este caso al gasto que algunos Estados han

tenido que afrontar para asistir al flujo de refugiados recibidos desde el verano. Por el contrario, la formación bruta de capital fijo registró una variación nula, tras el débil crecimiento del trimestre precedente. Por países, se observó una moderación generalizada de las tasas de crecimiento, que, entre los de mayor tamaño, se extendió a Alemania (0,3 %), Italia (0,2 %) y España (0,8 %), mientras que en Francia se apreció un repunte de la variación del producto hasta el 0,3 %, tras su estancamiento durante el trimestre precedente.

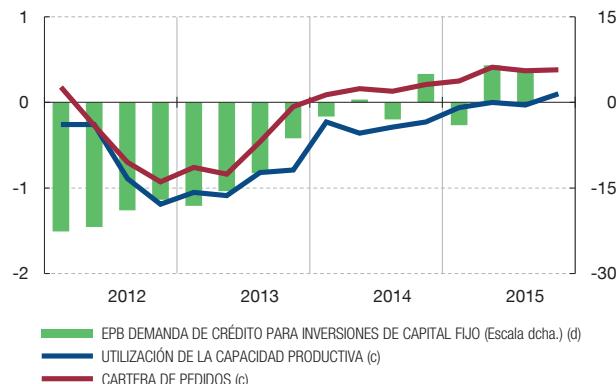
La información coyuntural correspondiente al cuarto trimestre de 2015 indica que la expansión económica del área podría haberse prolongado en ese período a un ritmo algo superior al del trimestre precedente (véase gráfico 5). El consumo privado habría mantenido un comportamiento favorable en el tramo final del año, impulsado por la mejora de la confianza de los hogares, la progresiva disminución de la tasa de paro y el incremento de la renta real ligado a la contención de los precios de la energía. En el caso de la inversión, cabría esperar también una cierta recuperación, sustentada fundamentalmente en la mejora de las condiciones financieras. Así, tal y como se detalla en el recuadro 5, la Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas en el área del euro, referida al período de abril-septiembre de 2015, señala que, por segunda vez desde 2009, el conjunto de pequeñas y medianas empresas declararon una mejora en la disponibilidad de fuentes de financiación externa y la aplicación de condiciones más favorables por parte de los bancos a la hora de conceder nuevos créditos. Además, la recomposición de los márgenes empresariales impulsada por los bajos precios de la energía, el progresivo incremento de los indicadores de utilización de la capacidad productiva en los últimos trimestres, hasta situarse por encima de su promedio de largo plazo, y el leve repunte experimentado por la cartera de pedidos en los meses transcurridos del cuarto trimestre podrían favorecer también la recuperación de la inversión. Finalmente, por lo que respecta a las exportaciones, su retroceso —reflejado, sobre todo, en la caída de la cartera de pedidos exteriores— se ha concentrado en las ventas destinadas a países de fuera del área del euro, en contraste con el mejor comportamiento de las exportaciones dentro del área.

En definitiva, los factores que sustentan el mantenimiento de la demanda interna y el empleo en los países del área del euro son múltiples e incluyen el impulso a la renta real de los hogares y a los beneficios empresariales asociado al retroceso de los precios de la energía, el descenso de los costes de financiación de empresas y familias facilitado por las medidas de expansión monetaria aprobadas por el BCE, el tono más expansivo de la política fiscal tras un período prolongado de consolidación presupuestaria y la depreciación del tipo de cambio del euro, que ha impulsado la competitividad exterior. En sentido contrario, la incertidumbre sobre las perspectivas de las economías emergentes y la reciente volatilidad de los mercados financieros representan factores de riesgo que podrían constreñir el avance de la inversión y de las exportaciones en los próximos trimestres. La acción conjunta de estos elementos se ha traducido, durante la última parte del año, en una ligera corrección al alza de las previsiones de crecimiento a medio plazo de organismos internacionales y analistas privados (véase cuadro 3). Entre los más recientes, el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de diciembre mantuvo el crecimiento esperado para 2016 en el 1,7 %, pero elevó los correspondientes a 2015 y 2017 en una décima, hasta el 1,5 % y el 1,9 %, respectivamente, con una evolución más positiva de la demanda interna y un comportamiento más desfavorable del sector exterior.

En el ámbito de los precios, la inflación general se situó en noviembre en el 0,2 %, una décima más que en el mes precedente, mientras que el incremento del IPSEBENE se moderó una décima, hasta el 0,9 % (véase gráfico 6). Por componentes, el energético continúa registrando descensos significativos y también cierta volatilidad, en línea con la evolución del precio

**1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO**  
Tasa interanual

**2 PIB POR PAÍSES**  
Tasa intertrimestral

**3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS**

**4 INDICADORES DE CONSUMO**

**5 INDICADORES DE INVERSIÓN**

**6 INDICADORES DE EXPORTACIONES**


FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

- a 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.



	2015		2016	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre de 2015)	1,5	0,1	1,7	1,0
CE (noviembre de 2015)	1,6	0,1	1,8	1,0
Fondo Monetario Internacional (octubre de 2015)	1,5	0,2	1,6	1,0
OCDE (noviembre de 2015)	1,5	0,1	1,8	0,9
Consensus Forecast (diciembre de 2015)	1,5	0,1	1,7	1,0
Eurobarómetro (diciembre de 2015)	1,5	0,1	1,7	1,0

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

### UEM. INDICADORES DE PRECIOS

#### Tasas de variación interanual

GRÁFICO 6



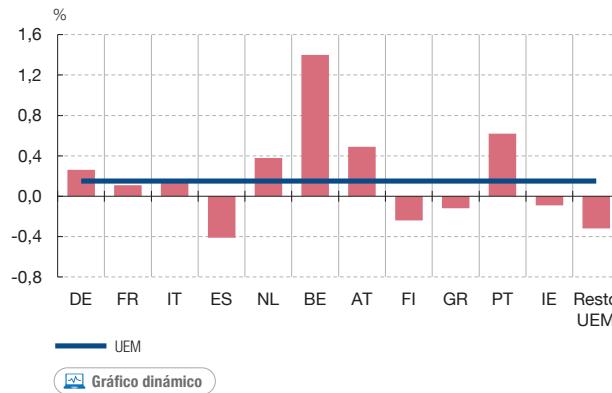
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL  
Noviembre de 2015



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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



del petróleo. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos muestran incrementos crecientes, ligados a la evolución del tipo de cambio del euro, mientras que los correspondientes a los servicios mantienen tasas de crecimiento modestas. La existencia de una brecha de producción elevada, la caída de los precios de las materias primas, la moderada

evolución de los salarios y el aumento de la competencia impulsado por las reformas que se están llevando a cabo en el mercado de productos sugieren la ausencia de tensiones inflacionistas en el medio plazo, como se refleja en los indicadores de expectativas de inflación, que se mantienen todavía en niveles algo alejados de la referencia del 2 %. La progresiva recuperación de la inflación prevista en el ejercicio de proyecciones del Eurosystema de diciembre, hasta alcanzar el 1,6 % en 2017, se fundamenta en el efecto retrasado de la depreciación del euro, los efectos de base relacionados con los precios energéticos y, más a medio plazo, la previsible aceleración de los salarios y de los márgenes empresariales a medida que se consolide la recuperación de la actividad y disminuya el desempleo.

En el ámbito fiscal, el pasado 11 de noviembre, la CE emitió su valoración de los borradores de planes presupuestarios para 2016 que han presentado los distintos países. Según los cálculos de la CE, una vez incorporados dichos borradores, el déficit público en el conjunto de la UEM se situará en el 2 % del PIB en 2015 y en el 1,8 % en 2016. Por su parte, la deuda pública, tras haber alcanzado un máximo en 2014, tenderá a reducirse en 2016. En términos estructurales, tras las significativas reducciones del saldo presupuestario estructural entre 2010 y 2014, se prevé que el tono de la política fiscal en 2016 sea ligeramente expansivo para el área del euro en su conjunto, como consecuencia del aumento de los gastos relacionados con la afluencia de refugiados, que tendrá un impacto notable en Alemania y Austria y algo más modesto en Bélgica e Italia. La Comisión ha considerado que ningún país está en riesgo particularmente serio de incumplimiento con los requerimientos del PEC en 2016, aunque considera que los ajustes planteados son insuficientes o existe el riesgo de que lo sean en los casos de Italia, Lituania y Austria, entre los países que se encuentran en el brazo preventivo del procedimiento, y en el caso de España, entre aquellos que están en el brazo correctivo.

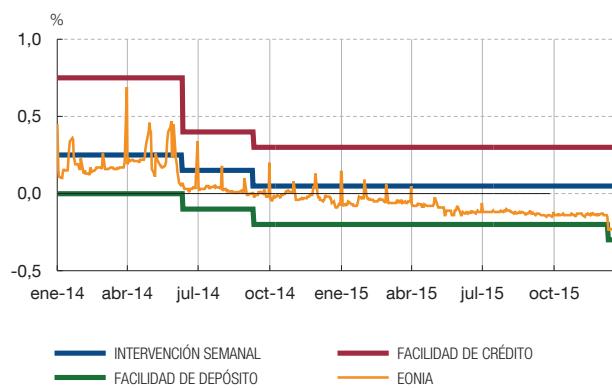
Por otra parte, en noviembre se inició el Semestre Europeo de 2016 con la publicación del *Informe Anual de Crecimiento* y de un conjunto de *Recomendaciones para el Área del Euro* que los países deberán tener en consideración a la hora de elaborar sus programas de estabilidad y de reformas. Estos informes recomiendan la aplicación de políticas que sustenten la recuperación económica, impulsen la convergencia, faciliten la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y mejoren la capacidad de ajuste de las economías. En particular, los países con elevados niveles de deuda deberían realizar reformas que aumenten la productividad y favorezcan la creación de empleo, mientras que aquellos con elevados superávits por cuenta corriente tendrían que aplicar reformas que impulsen la demanda agregada. En el ámbito de los mercados de trabajo y de productos, se enfatiza la necesidad de reducir la cuña fiscal sobre el empleo y aumentar la competencia en los mercados de bienes y servicios. Por otra parte, se considera adecuado el tono de la política fiscal previsto para 2016 y, en el terreno financiero, se recomienda mejorar los procedimientos de insolvenza para facilitar la reducción de los préstamos impagados de los bancos. Por último, la CE ha adoptado una propuesta de Regulación para el establecimiento de un *Programa de Apoyo a las Reformas Estructurales* que proporcionará la financiación necesaria para ofrecer a aquellos países que lo soliciten asistencia en la formulación, desarrollo e implementación de las reformas estructurales.

Por último, el *Informe del Mecanismo de Alerta del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos* de 2016, publicado en noviembre por la CE, enfatiza la persistencia de elevados superávits por cuenta corriente en algunos países del área, que reflejan un exceso de ahorro sobre la inversión, y la necesidad de hacer análisis en profundidad para casi todos los países, excepto Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Eslovaquia (además de Grecia y Chipre, que se encuentran bajo un programa de ajuste macroeconómico).

## TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y CONDICIONES FINANCIERAS

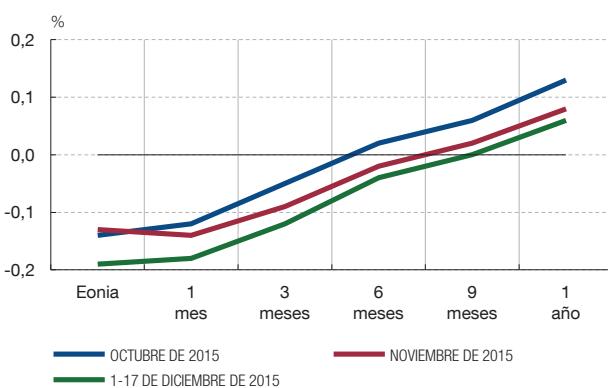
GRÁFICO 7

1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE

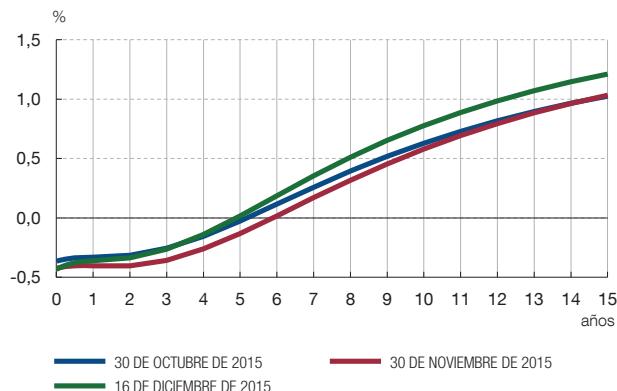


2 MERCADO INTERBANCARIO

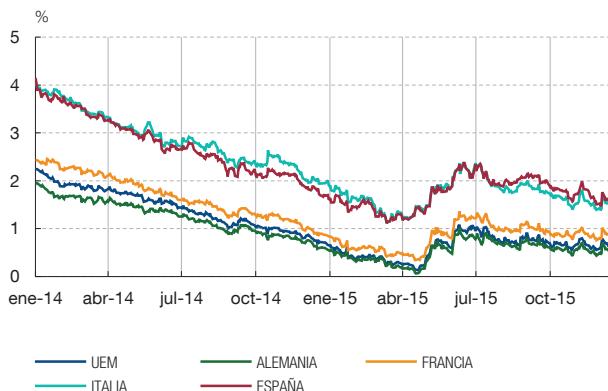
Media mensual



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO

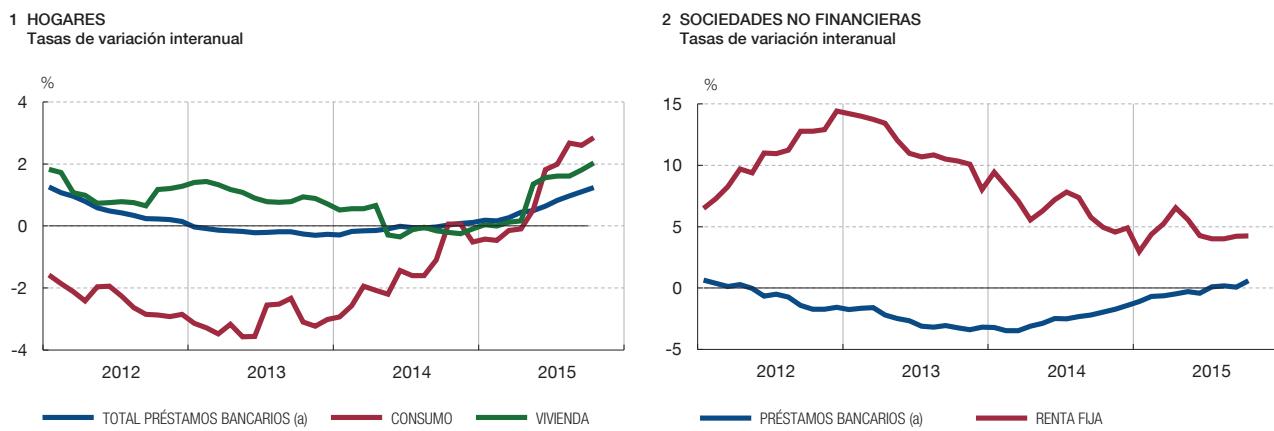


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

### EVOLUCIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

Tras el episodio de turbulencias registrado en los meses de verano, los mercados financieros registraron en el cuarto trimestre de 2015 una paulatina normalización, no exenta de episodios puntuales de volatilidad asociados a los anuncios y las decisiones de política monetaria a ambos lados del Atlántico. Las medidas de política monetaria aplicadas en los meses precedentes siguieron reflejándose en las condiciones financieras. Así, el EUROSTOXX 50 registró un incremento desde finales de septiembre del 6,6 %, y el tipo de cambio del euro frente al dólar, una depreciación del 3,2 % en ese período —hasta los



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

1,08 dólares por euro—. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública a diez años se sitúan, con la excepción de Portugal, en niveles similares o inferiores a los vigentes a finales del tercer trimestre, con una disminución especialmente marcada en Grecia.

El crédito bancario al sector privado continuó mejorando en el conjunto del área. Por sectores, la tasa de variación interanual de los dirigidos a sociedades no financieras (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) se incrementó en octubre cinco décimas, hasta el 0,6%; en el caso de los préstamos a hogares, la tasa interanual aumentó una décima, hasta el 1,2%. El agregado monetario amplio M3 creció también a un mayor ritmo, del 5,3%.

Aun así, los cambios de las perspectivas económicas desde el verano dejaron patente la necesidad de recalibrar el grado de acomodación que proporciona la política monetaria, tal como anunció el Consejo de Gobierno del BCE tras su reunión de 22 de octubre. En su siguiente reunión de política monetaria, el 3 de diciembre, el Consejo anunció un conjunto amplio de medidas de estímulo que incluían, singularmente, la reducción en 10 pb del tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito y la modificación de algunos de los parámetros del Programa de Adquisición de Activos del Eurosistema. Dichas medidas, que se detallan en el recuadro 4, tienen por finalidad acelerar la vuelta de la inflación a tasas más próximas a la referencia del 2% y contrarrestar el riesgo creciente de que el objetivo de medio plazo de la política monetaria deje de desempeñar su papel de ancla de las expectativas.

Durante estos meses, la implementación del Programa de Compra de Activos del Eurosistema ha seguido el curso anunciado, que incluye un objetivo mensual para las compras de activos públicos y privados de aproximadamente 60 mm de euros. A fecha de cierre de este boletín, el saldo de activo relacionado con las adquisiciones del Programa superaba los 640 mm de euros, de los cuales unos 475 mm correspondían a deuda pública. En este contexto, el tamaño del balance del Eurosistema alcanzó la cifra de 2.732 mm de euros.

En su reunión de los días 15 y 16 de diciembre de 2015, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió elevar el tipo de interés objetivo de los fondos federales desde el intervalo 0 % - 0,25 % (vigente desde diciembre de 2008) hasta el intervalo 0,25 % - 0,50 %, lo que supone el primer incremento desde junio de 2006 y se enmarca en el proceso de normalización monetaria de Estados Unidos<sup>1</sup>. El mercado de futuros sobre los tipos de interés de los fondos federales llegó a descontar que esta decisión se adoptaría en las reuniones de junio o de septiembre del FOMC, pero el mal dato de crecimiento en Estados Unidos en el primer trimestre (comportamiento que se reveló transitorio) y, posteriormente, el impacto global de las dudas sobre la situación en China (que se han reducido sustancialmente a partir de septiembre) retrasaron la decisión.

Esta decisión se produce al considerar el FOMC que está en el camino de alcanzar su objetivo dual de pleno empleo y estabilidad

**1** La estrategia de normalización de la política monetaria se basa en los principios enunciados por el FOMC (<http://www.federalreserve.gov/news-sevens/press/monetary/20140917c.htm>). Además, dado el tamaño alcanzado por el balance de la Reserva Federal (más de cinco veces el registrado a principios de 2008), el FOMC ha modificado su operativa introduciendo nuevos instrumentos para garantizar que el tipo de interés efectivo de los fondos federales se mantenga dentro del intervalo objetivo, utilizando para ello el tipo de interés de las reservas excedentarias mantenidas por las entidades bancarias en la Reserva Federal —IOER— y el tipo de interés de las *overnight reverse repo* —ON RRP—. Desde esta reunión se publicarán dos comunicados de prensa: el habitual, que incluye la decisión sobre el objetivo para el tipo de interés de los fondos federales, y otro con las medidas técnicas adoptadas para alcanzar ese objetivo. En diciembre, el IOER se elevó de 0,25 % a 0,50 %, y el ON RRP, de 0,05 % a 0,25 %, y el límite de esta facilidad se elevó de 300 mm de dólares a unos 2 billones de dólares.

de precios<sup>2</sup>. Respecto al primero, la tasa de paro se situó en noviembre en el 5 %, por lo que estaría muy cerca de la NAIRU proyectada por el miembro mediano del FOMC, un 4,9 % según las proyecciones publicadas en diciembre (véase gráfico 1.1). No obstante, la notable reducción de la tasa de participación en el mercado de trabajo, el aumento del número de personas que están trabajando a tiempo parcial pero que preferirían hacerlo a tiempo completo, la elevada incidencia del paro de larga duración —para los estándares de Estados Unidos— y el mantenimiento de moderados crecimientos salariales —en torno al 2 %— han suscitado algunas dudas sobre la señal proporcionada por la tasa de paro sobre el grado de holgura de este mercado. Respecto al objetivo de estabilidad de precios, la inflación (medida por la tasa interanual del deflactor del gasto en consumo personal o PCE) se situó en octubre en el 0,2 % (véase gráfico 1.2), y el componente subyacente, en el 1,3 %, ambas por debajo del objetivo de inflación del 2 %. Sin embargo, el FOMC espera que la inflación observada converja gradualmente a la subyacente, según se vayan disipando los efectos de la caída registrada por los precios del petróleo desde el verano de 2014. La inflación subyacente, por su parte, debería aumentar a medida que se vaya reduciendo el grado de holgura en el mercado de trabajo y se reabsorban los efectos transitorios de la apreciación del dólar. Así, se interpreta que la reducción observada en las expectativas de inflación obtenidas de cotizaciones en los mercados financieros responde, en gran medida, a cuestiones técnicas. En cualquier caso, el FOMC ha anunciado que hará especial énfasis en el seguimiento del objetivo de inflación.

**2** Adicionalmente, el FOMC también valoró los argumentos de no dilatar el inicio de las subidas para no tener que restringir la política monetaria de forma más abrupta posteriormente y para no socavar la estabilidad financiera (incentivando una toma de riesgos excesiva).

**Gráfico 1**  
EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO DUAL DEL FOMC DE PLENO EMPLEO Y ESTABILIDAD DE PRECIOS

**1 EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARO, LA NAIRU Y LOS SALARIOS**



**2 INFLACIÓN**



FUENTES: Reserva Federal, Datastream, Bureau of Labor Statistics y Barclays.

a Los salarios hasta 2007 excluyen los correspondientes a los directivos.

b La compensación por inflación medida a partir del Breakeven hacen referencia al IPC.

Aunque el momento de la primera subida del tipo de interés oficial por parte de la Reserva Federal ha concentrado la atención de los analistas y los participantes en los mercados financieros, la política de comunicación ha logrado que el movimiento fuera totalmente anticipado por los agentes. El interés se ha desplazado ahora a la senda de aumento futuro de los tipos de interés de los fondos federales. El FOMC ha reafirmado que sus decisiones no están predeterminadas y que serán dependientes de la evolución del mercado de trabajo y de la inflación. Según las últimas proyecciones, el miembro mediano del comité proyecta que esta senda será más gradual que en ciclos alcistas anteriores, al producirse en un período de tiempo mucho más dilatado (véase gráfico 2.1). Adicionalmente, el tipo de interés de los fondos federales se situará al final del ciclo de subidas en el 3,5 %, un nivel reducido en términos históricos, pues se estima que el tipo de interés real neutral al final del ciclo quedará por debajo de los niveles alcanzados en el pasado; además el FOMC mantendrá un tono expansivo en su política monetaria por un tiempo prolongado.

Los mercados financieros descuentan un ciclo de subidas más pausado para los tipos de interés de los fondos federales que el proyectado por los miembros del FOMC (véase gráfico 2.2). Además, la situación que enfrenta el FOMC se caracteriza por la divergencia en las políticas monetarias con otras economías desarrolladas (que explica parcialmente la apreciación del dólar), por el menor dinamismo de la actividad económica en las economías emergentes y por una notable incertidumbre sobre cuestiones tales como el grado de holgura de la economía, la sensibilidad de la inflación a esa holgura o el nivel del tipo de interés real neutral. En estas circunstancias, cabe esperar que el comité proceda con notable cautela en un proceso que puede estar sujeto a episodios de volatilidad y en el que se deberá acometer la reducción en el tamaño del balance, que por ahora se mantiene con las reinversiones de los activos que van venciendo. Lo cierto es que, tras la decisión, los mercados financieros han mantenido una notable tranquilidad, acortándose incluso la brecha entre las expectativas de los mercados de futuros y las proyecciones del FOMC.

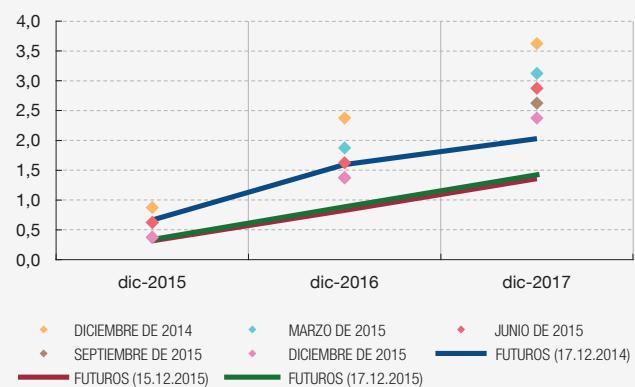
Gráfico 2

TIPOS DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES PROYECTADOS POR EL FOMC EN RELACIÓN CON LOS PREVIOS CICLOS DE SUBIDAS Y CON LOS DESCONTADOS POR LOS MERCADOS FINANCIEROS

1 CAMBIOS EN LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES EN CICLOS PREVIOS DE SUBIDAS (a)



2 TIPOS DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES PROYECTADOS POR EL FOMC (b) Y DESCONTADOS EN EL MERCADO DE FUTUROS



FUENTES: Reserva Federal y Datastream.

- a Se representan hasta el mes en el que el FOMC realizó la primera bajada del tipo de interés oficial.  
b Proyección mediana del FOMC.

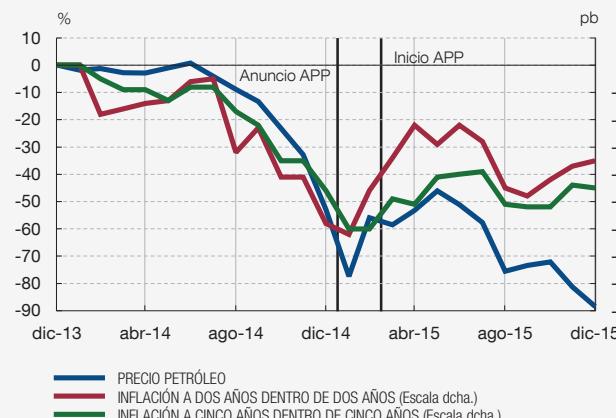
Desde mediados de 2014, el Consejo de Gobierno del BCE ha aprobado una serie de medidas dirigidas a profundizar el tono expansivo de la política monetaria en respuesta al alejamiento persistente de la inflación del objetivo de medio plazo y al riesgo creciente de desanclaje de las expectativas sobre dicha variable. Así, el Consejo situó el tipo de interés de la facilidad de depósito por primera vez en niveles negativos en junio de 2014, y desplegó nuevas medidas no convencionales de estímulo, entre ellas un Programa de Compras de Activos (denominado APP<sup>1</sup>, por sus si-

- 1 Con la introducción del APP se ampliaron los programas de compra de activos privados (denominados ABSPP y CBPP3), que se habían puesto en marcha en los últimos meses de 2014, para incluir deuda emitida por

glas en inglés), anunciado en enero de 2015 cuando los indicadores de expectativas de inflación habían derivado hacia niveles de mínimos históricos (véase gráfico 1). El Programa se introdujo con una vigencia inicial de diecinueve meses, hasta septiembre de 2016, que supondría una inyección total de liquidez de más de 1,1 billones de euros y conduciría el balance del BCE a un tamaño en el entorno del 30 % del PIB. No obstante, su finalización quedaba en todo

Administraciones centrales de la zona del euro, agencias e instituciones europeas. Los objetivos mensuales de compra se establecieron en 60 mm de euros. Los valores públicos admisibles tendrían un vencimiento residual de entre dos y treinta años, y las compras se realizarían en mercados secundarios.

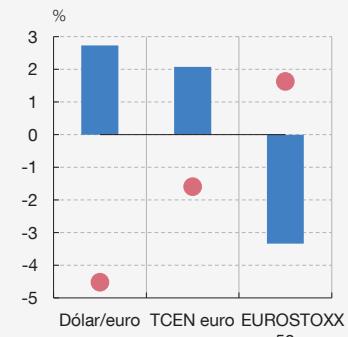
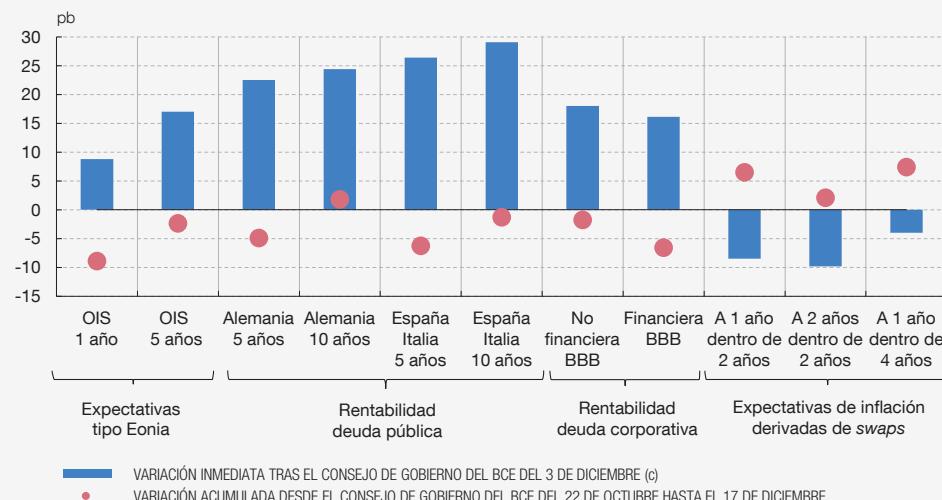
**Gráfico 1  
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y PRECIO DEL PETRÓLEO (a)**  
Variación acumulada desde diciembre de 2013



**Gráfico 2  
BALANCE DEL EUROSISTEMA (b)**



**Gráfico 3  
EVOLUCIÓN RECENTE DE ALGUNAS VARIABLES FINANCIERAS**



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

- a Las expectativas de inflación son las implícitas en los swaps de inflación. Son datos mensuales a partir de promedios de datos diarios. Para el precio del petróleo se acumulan las variaciones intermensuales del precio en dólares.  
b A efectos puramente ilustrativos, se extiende el balance del Eurosistema considerando las compras de activos bajo el programa APP y con un supuesto de amortización progresiva de las carteras que no están activas (SMP, CBPP2 y CBPP1). El resto del balance se asume constante.  
c Variación desde el 2 hasta el 4 de diciembre.

caso condicionada a que el Consejo de Gobierno considerara que la inflación hubiera recuperado una trayectoria compatible con el objetivo de la política monetaria.

A pesar de que las medidas de expansión cuantitativa se adoptaron en un momento en el que las condiciones financieras eran ya relativamente laxas, su anuncio tuvo efectos positivos sobre el precio de un conjunto amplio de activos financieros, contribuyendo a relajar adicionalmente las condiciones de financiación y, de manera singular, a reducir el coste del crédito bancario. Según estimaciones del BCE<sup>2</sup>, la caída en los tipos de interés de las operaciones de crédito bancario desde junio de 2014 sería equivalente a la que produciría una reducción de tipos de interés oficiales de 100 pb. Asimismo, se estima que las medidas añadirán cerca de 1 pp al crecimiento del PIB en el período 2015-2017, y ejercerán un efecto positivo sobre la inflación de unos 0,2-0,3 pp en 2017.

Aunque la evidencia empírica disponible apoya la efectividad de las medidas adoptadas, lo cierto es que estas se calibraron en función de las condiciones vigentes a principios del año. En el transcurso de 2015, y particularmente desde el verano, dichas condiciones han cambiado, debido sobre todo a factores externos al área, como el debilitamiento progresivo de las economías emergentes o la evolución de los precios del petróleo y de otras materias primas. Además de sus efectos negativos directos sobre la tasa de inflación, el mantenimiento de estos condicionantes durante un período prolongado de tiempo implica un aumento del riesgo de que se produzcan efectos indirectos y de segunda vuelta. Por ello, tras anunciar en octubre su intención de examinar el grado de acomodación de la política monetaria con las nuevas proyecciones macroeconómicas, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó en su reunión del 3 de diciembre un nuevo paquete de medidas de estímulo.

En primer lugar, el Consejo redujo el tipo de la facilidad de depósito en 10 pb, hasta situarlo en un nivel mínimo histórico del -0,3 %, al tiempo que mantenía inalterados los tipos de las opera-

ciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito en el 0,05 % y el 0,3 %, respectivamente. Desde su anuncio, la bajada de este tipo de interés se ha transmitido de forma efectiva a los tipos negociados en el mercado monetario, tal como cabía esperar, dado el contexto actual en el que la demanda de liquidez de las entidades es atendida de manera plena en las operaciones de refinanciación del Eurosistema y en el que la compra de activos está aportando liquidez adicional. En este sentido, entre las medidas adoptadas se incluye, además, la decisión de mantener el actual sistema de provisión de liquidez mediante subastas a tipo fijo y adjudicación plena por el tiempo que sea necesario y al menos hasta finales de 2017.

Respecto al Programa de Compra de Activos, el Consejo modificó algunos de los parámetros de su configuración original. Por una parte, extendió su duración inicial seis meses, hasta marzo de 2017, manteniendo el ritmo de compras mensuales en 60 mm de euros. Esta vigencia será ampliada si fuera necesario y, en todo caso, se ha reiterado la intención de mantener el Programa hasta que se observe un ajuste sostenido de la evolución de la tasa de inflación que sea compatible con la referencia del 2 %. En segundo lugar, se amplió el conjunto de activos elegibles, incluyendo los instrumentos de deuda emitidos por Gobiernos regionales y locales de la zona del euro. Finalmente, se anunció la reinversión por tanto tiempo como sea necesario de los importes de los títulos adquiridos en el marco del Programa a medida que vayan venciendo. Se estima que la mayor duración, junto con la política de reinversión, supondrá un incremento de la liquidez de 680 mm de euros hasta el año 2019 (véase gráfico 2).

Los mercados financieros reaccionaron al anuncio de las nuevas medidas corrigiendo una parte importante de la evolución favorable que habían mostrado desde el Consejo de Gobierno del BCE de octubre. No obstante, el comportamiento de los mercados financieros desde la reunión de octubre hasta la fecha de cierre de este boletín revela cierta mejora neta de las condiciones financieras en el conjunto de la UEM, sobre todo en términos del tipo de cambio y de las cotizaciones bursátiles, si bien los movimientos en los diferentes tipos de interés, más allá de los de corto plazo, han sido escasos (véase gráfico 3).

<sup>2</sup> Véase Draghi (2015), «Global and domestic inflation», discurso del 4 de diciembre.

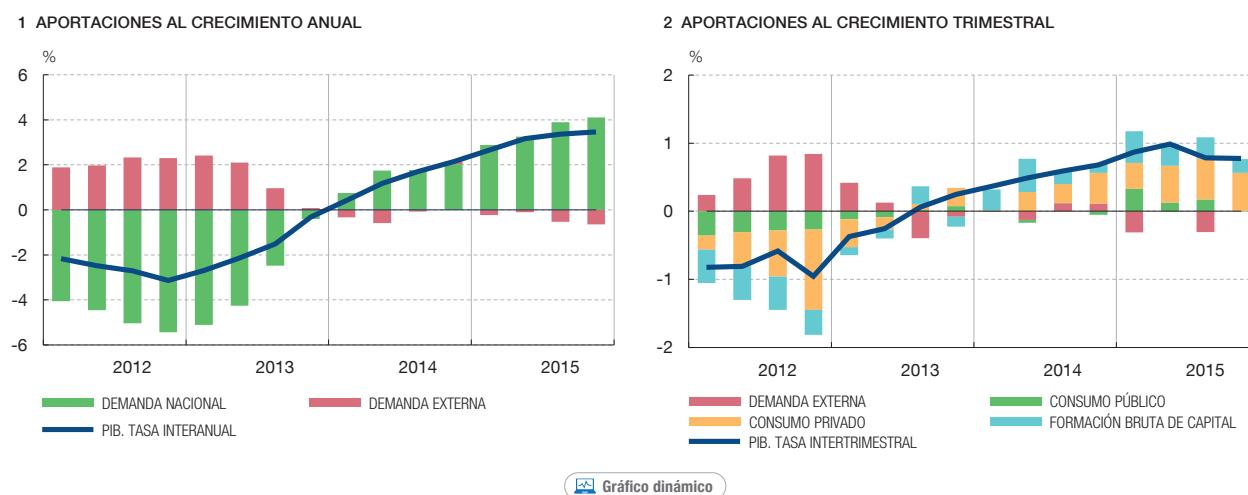
El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se moderó ligeramente en el tercer trimestre: hasta el 0,8 %, desde el 1 % registrado en el período abril-junio (véase gráfico 9). Como viene observándose desde el comienzo de la recuperación, el avance del producto siguió sustentándose en la demanda interna. Dentro de este agregado, se acrecentó ligeramente el dinamismo del consumo (tanto privado como público), mientras que, por el contrario, los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo mostraron tasas de variación más contenidas que en el segundo trimestre. La contribución del saldo neto exterior al crecimiento del producto fue negativa, en un contexto de intensificación de los ritmos de avance de los flujos comerciales. En tasa interanual, el PIB creció un 3,4 %, dos décimas más que en el período precedente. La aceleración del empleo fue similar —hasta el 3,1 %— de modo que el ritmo de avance de la productividad siguió siendo del 0,2 %.

En el cuarto trimestre, el PIB habría seguido expandiéndose a un ritmo similar al observado en el tercero, de acuerdo con la información coyuntural más reciente. El avance de la actividad habría seguido apoyándose en la demanda interna. Asimismo, los indicadores disponibles, todavía muy incompletos, apuntan a una posible mejoría de la contribución de la demanda exterior neta, que, en todo caso, será neutral. El empleo habría crecido un 0,7 %, dando lugar a un pequeño avance de la productividad del trabajo.

Los precios de consumo han moderado sus tasas de variación negativas en los últimos meses —hasta el -0,3 % en noviembre, en términos del IPC—, como consecuencia del impacto de la ralentización de los descensos del precio del petróleo sobre la comparación interanual. No obstante, tanto el IPSEBENE como el IPC no energético han seguido mostrando leves repuntes: hasta el 1 % y el 1,1 % en noviembre.

Desde comienzos de octubre, los precios de los activos financieros nacionales han tenido una evolución diferenciada por mercados. En el de renta variable, en línea con lo ocurrido en el resto de los europeos, los índices se revalorizaron hasta finales de noviembre, impulsados en parte por las expectativas de nuevas medidas expansivas de política monetaria en el área del euro. No obstante, parte de las ganancias acumuladas se corrigieron tras el anuncio de las medidas acordadas a principios de diciembre. Durante los días posteriores, las cotizaciones bursátiles han mostrado una volatilidad elevada, en un contexto de caída en el precio de las materias primas y, en particular, del petróleo, que ha incidido de forma negativa en el sentimiento inversor. Como resultado de estos movimientos, en la fecha de cierre de este artículo el IBEX-35 presentaba una ganancia del 3,3 % respecto a los niveles de finales de septiembre (véase gráfico 10). En el de deuda pública, la rentabilidad del bono español a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana se han reducido durante el mismo período en 16 pp y 17 pb, respectivamente, situándose en el 1,7 % y los 113 pb. En el de renta fija privada, las primas de riesgo de los valores emitidos por las sociedades financieras y no financieras también han disminuido ligeramente. Por último, en el mercado interbancario los tipos de interés han seguido descendiendo, alcanzando el euríbor a un año un valor muy reducido: del 0,06 %, 8 pb por debajo del registrado al final del tercer trimestre.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a hogares y sociedades no financieras se han mantenido durante los últimos meses en niveles muy moderados, sin que se hayan



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

Descargar

observado variaciones significativas en la mayoría de segmentos. El mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables ha contribuido a que durante este período el volumen de las nuevas operaciones crediticias haya seguido aumentando en términos interanuales, lo que ha motivado que el saldo vivo del crédito de empresas y familias caiga a ritmos cada vez más reducidos. Esta evolución de los costes de financiación y de los pasivos, junto con el avance de las rentas, se habría traducido en un nuevo retroceso de las ratios de endeudamiento y carga financiera de ambos sectores en el tercer trimestre de 2015.

### 3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

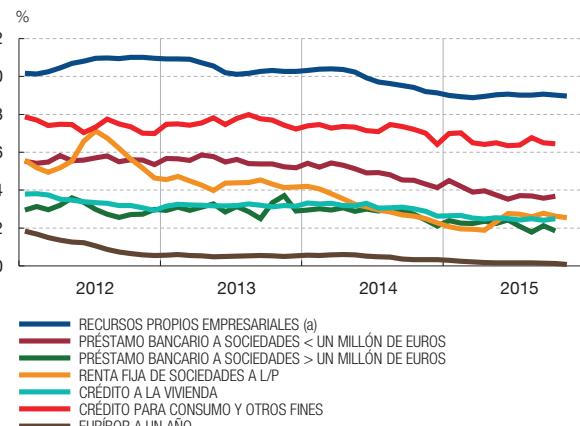
Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares habría mantenido en el cuarto trimestre una elevada fortaleza, con una tasa de crecimiento en el entorno del 1 % intertrimestral, en línea con la observada en el período julio-septiembre (véase gráfico 11). Entre los indicadores cualitativos, los índices de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas aumentaron ligeramente en el promedio de octubre y noviembre con respecto al tercer trimestre, retomando su senda de mejora tras el leve deterioro de los meses de verano. Por su parte, el PMI de bienes de consumo registró un aumento en noviembre, que no impidió que el nivel del promedio de octubre y noviembre fuese inferior al del tercer trimestre. Los indicadores cuantitativos relacionados con el consumo privado corroboran el vigor de este componente de demanda en el tramo final del año. Así, con datos hasta octubre, el índice del comercio al por menor apunta, en tasa intertrimestral móvil de tres meses, a un crecimiento ligeramente superior al del trimestre anterior, mientras que el índice de producción industrial de bienes de consumo se habría desacelerado ligeramente, manteniendo, no obstante, un tono de elevada fortaleza. Finalmente, en el período octubre-noviembre se intensificó el crecimiento de las matriculaciones de vehículos particulares.

Los indicadores disponibles apuntan a que se mantendrá el avance de la inversión residencial en el cuarto trimestre, con un crecimiento superior al observado en el período anterior, en un contexto de mayor dinamismo de los visados de obra nueva residencial. Por su parte, según la estadística notarial, las transacciones de vivienda aumentaron en octubre un 2,7 % respecto al mismo período del año anterior, manteniendo la tónica de

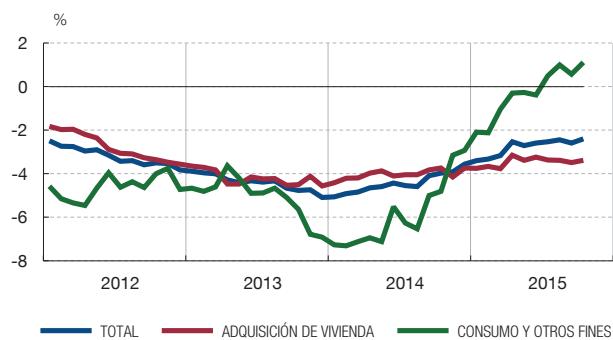
1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



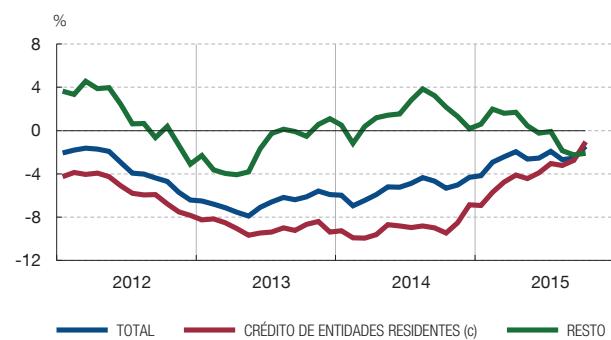
2 COSTE DE FINANCIACIÓN



3 CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES (b)



4 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.

Descargar

relativa mejora observada a lo largo del año. El incremento de las ventas de viviendas, que continúa centrándose en el segmento de las usadas, se observa tanto en las compras de ciudadanos extranjeros como en 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 4,5 % interanual y un 0,7 % respecto al trimestre anterior (véase gráfico 11.4).

La pujanza en el gasto de los hogares observado en el último trimestre del año vendría explicada, sobre todo, por el aumento de las rentas reales vinculado al proceso de creación de empleo y al abaratamiento del petróleo. Además, las rentas de las familias se han visto impulsadas también por otros factores, tales como el adelantamiento en un semestre de la rebaja impositiva inicialmente prevista para enero de 2016 y la devolución de parte de la paga extra de los empleados públicos que se suprimió en diciembre de 2012.

Adicionalmente, la fortaleza del gasto de las familias se produce en un contexto de disponibilidad de financiación a coste moderado. En octubre, el tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda se situó en el 2,5 %, nivel casi

1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (c)



4 PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES

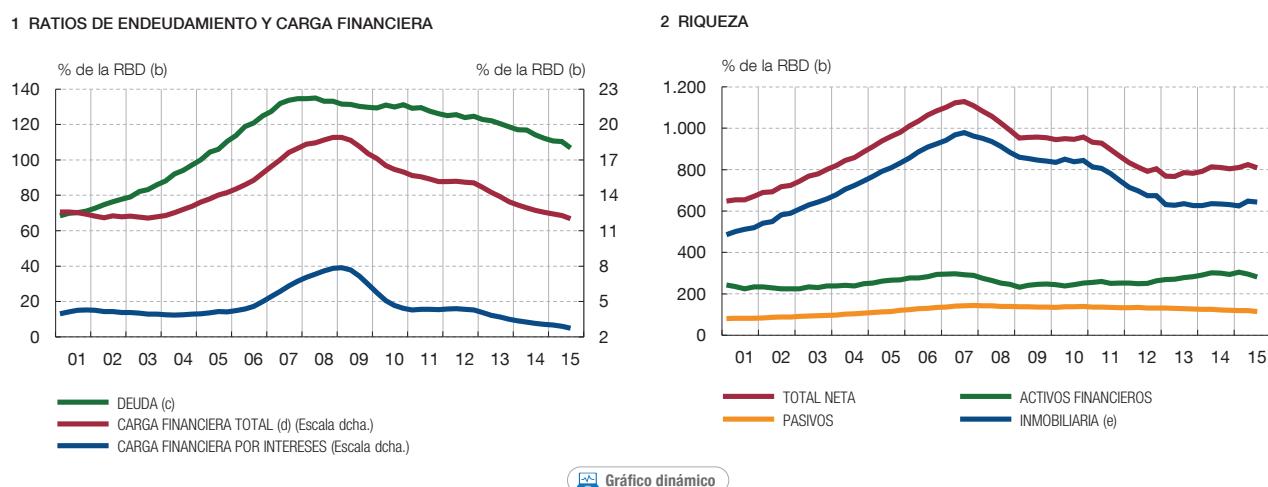


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

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

Descargar

coincidente con el de junio, mientras que el de los préstamos destinados a consumo y otros fines aumentó ligeramente —en 10 pb—, hasta el 6,4 % (véase gráfico 10). El mantenimiento de condiciones de financiación favorables continuó impulsando la actividad en los mercados crediticios, como reflejan las cifras sobre el volumen de nuevas operaciones, que han mostrado un aumento respecto al año anterior en ambos segmentos durante los últimos meses. En línea con estos desarrollos, la edición de octubre de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) evidencia que durante el tercer trimestre se habría producido un incremento de las peticiones de fondos de los hogares, tanto en el segmento de adquisición de vivienda como en el de los préstamos destinados a consumo y otros fines, que, en el primer caso, estuvo acompañado de una cierta relajación de los criterios de concesión de préstamos. Para los últimos meses del año, las entidades anticipaban un mantenimiento de los criterios de oferta y un nuevo aumento de la demanda de crédito de las familias. En términos de saldos vivos, se volvió a moderar el descenso interanual de la deuda de las familias, situándose en octubre en el 2,4 % (frente al 2,6 % de junio). El desglose por finalidades revela que el crédito para vivienda cayó a un ritmo ligeramente superior al del segundo trimestre (3,4 %, frente al 3,2 %), mientras que el destinado a consumo y otros fines presentó tasas de variación positivas (del 1,1 %) por cuarto mes consecutivo.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

Descargar

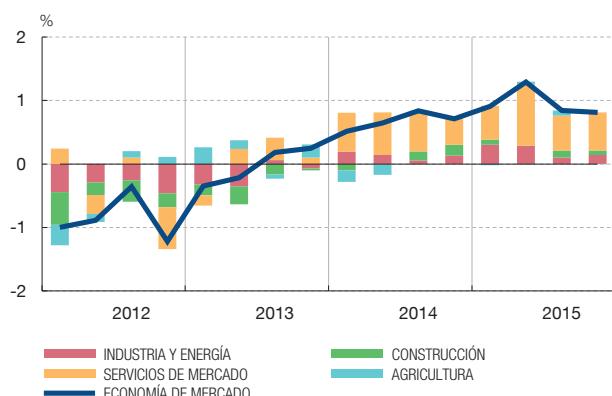
Por otra parte, de acuerdo con los datos disponibles, la situación patrimonial de los hogares habría seguido mejorando en el tercer trimestre de 2015. Así, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) habrían descendido, favorecidas, en el primer caso, por la disminución del saldo de deuda y por la expansión de las rentas y, en el segundo, además, por la reducción del coste medio de la deuda (véase gráfico 12). Por su parte, la riqueza neta de las familias apenas habría variado (aunque en relación con la RBD habría caído ligeramente), ya que el descenso del valor de los activos financieros se habría visto compensado por el crecimiento del patrimonio inmobiliario.

### 3.2 La actividad de las empresas

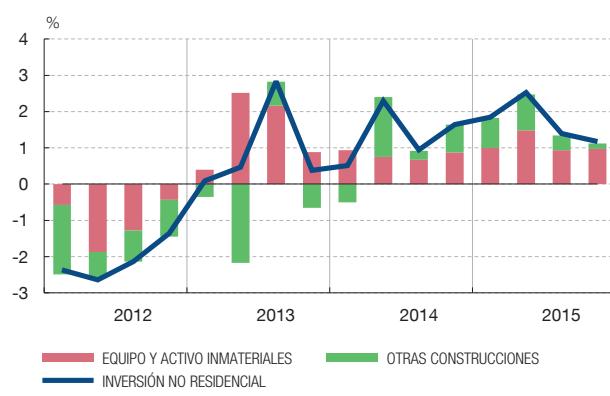
Durante el trimestre final del año se mantuvo la pauta expansiva de la actividad empresarial, en línea con la evolución favorable de la demanda final y las condiciones financieras. En este contexto, el ritmo de avance del valor añadido de la economía de mercado se habría mantenido en el entorno del 0,8 % mostrado en el tercer trimestre (véase gráfico 13).

Por lo que hace referencia a la actividad industrial, los indicadores cualitativos evolucionaron de forma divergente en el período octubre-noviembre. Así, mientras que el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea prolongó el modesto retroceso del final del verano, el PMI de actividad manufacturera repuntó con cierta intensidad en noviembre. Cabe destacar, entre los componentes de este último indicador, las señales positivas procedentes de la cartera de pedidos tanto nacionales como procedentes del exterior. Entre los indicadores cuantitativos, la afiliación a la Seguridad Social en el bimestre octubre-noviembre volvió a acelerarse, tras la ralentización transitoria de los meses previos. La producción industrial de las ramas no energéticas registró en octubre un moderado repunte en términos de la tasa calculada sobre la media móvil de tres meses. Destacó el dinamismo de las ramas productoras de bienes de consumo, mientras que la producción de bienes de equipo perdió algo de pujanza, tras los notables avances registrados desde el inicio del año. Por su parte, la producción de bienes energéticos, habitualmente caracterizada por un elevado grado de volatilidad, siguió mostrando, como en los meses precedentes, cierta debilidad.

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



**2 INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)**  
Tasas intertrimestrales y contribuciones



**3 INDICADORES DE ACTIVIDAD**



**4 INDICADORES DE INVERSIÓN (b)**



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

a Series ajustadas de estacionalidad.

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

Descargar

En el caso de los servicios de mercado, el indicador de actividad comercial del PMI corrió en el período octubre-noviembre una parte de la caída experimentada en septiembre, impulsado por el comportamiento expansivo de los componentes de la cartera de pedidos y el empleo. El indicador de la Comisión Europea prolongó en esos dos meses la evolución plana que viene mostrando desde junio. Entre los indicadores cuantitativos, las ventas de grandes empresas de servicios no financieros de la Agencia Tributaria recuperaron algo de vigor en octubre, tras la ralentización de los dos meses previos. Por su parte, el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS) mostró, en el mismo mes, una estabilización de su tasa de crecimiento en términos de la media móvil de tres meses. Las ramas del comercio (en particular, las del comercio al por mayor) mostraron un mayor empuje, al igual que la hostelería y el transporte y comunicaciones. Las perspectivas para el final del trimestre son favorables (particularmente, en el comercio), dado el buen tono del consumo privado.

En la construcción, el valor añadido de las empresas del sector habría registrado una ligeña desaceleración en el cuarto trimestre, tras el comportamiento fuertemente expansivo que, según la CNTR, se registró en el tercero. Entre los indicadores contemporáneos, en octubre y noviembre se avivó el ritmo de aumento del número de afiliados a la Seguridad

Social, mientras que, por el contrario, los indicadores referidos a los consumos intermedios mostraron, con datos de octubre, cierta debilidad. Por tipo de obra, la información más reciente relativa a la concesión de visados de vivienda nueva, correspondiente a septiembre, apunta a una prolongación de la mejora en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil habría perdido, con datos también hasta septiembre, el dinamismo mostrado en la primera mitad del año. Esta información sugiere que, en el cuarto trimestre, podría haberse ralentizado la actividad constructora relacionada con el componente no residencial, lo que probablemente se habría visto compensado por un repunte de la relativa a la vivienda.

La inversión en bienes de equipo habría vuelto a registrar un crecimiento elevado en el cuarto trimestre, similar o ligeramente inferior al observado en el tercero, conforme a la información disponible (véase gráfico 13). Entre los indicadores cualitativos, tanto el PMI de los productores de este tipo de bienes como la valoración de la cartera de pedidos exteriores mostraron pequeños avances en noviembre. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses, el IPI de este tipo de bienes moderó su crecimiento en octubre, mientras que, en cambio, las matriculaciones de vehículos de carga recuperaron algo de dinamismo en el mismo mes.

En cuanto a las condiciones financieras empresariales, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias por importes inferiores a un millón de euros, segmento en el que se concentran los préstamos a las pymes, se elevó 16 pb entre junio y octubre, hasta el 3,7 %, mientras que el de las de cuantía superior, que presenta una mayor volatilidad, cayó 59 pb, situándose en el 1,8 % (véase gráfico 10). Por su parte, el coste de las emisiones de valores de renta fija a corto plazo se incrementó 10 pb entre junio y noviembre, mientras que tanto el de las de largo plazo como el de los recursos propios descendieron en este período: 22 pb y 10 pb, respectivamente.

Las favorables condiciones de financiación bancaria siguieron impulsando el avance interanual del volumen de nuevas operaciones crediticias entre junio y octubre. En línea con esta evolución, el ritmo de caída del saldo de los préstamos concedidos por las entidades residentes al sector empresarial siguió moderándose en este período, al pasar del 3,9 % al 1 %. Por su parte, las emisiones de valores de renta fija se aceleraron algo en los últimos meses, mientras que el descenso interanual de los préstamos del resto del mundo mostró una cierta intensificación. El detalle del crédito por finalidades muestra que el ritmo de descenso de esta fuente de financiación, que sigue siendo más acusado en los sectores de la construcción e inmobiliario, se moderó en todas las ramas de actividad en el tercer trimestre del año, destacando la evolución observada en la industria, en la que, por primera vez desde 2010, se registró un avance interanual positivo (del 1,1 %). La menor disminución del saldo de crédito es coherente con la información procedente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España, que revela cómo los procesos de desendeudamiento afectan a una proporción cada vez más reducida de compañías.

El mayor dinamismo del crédito empresarial está también en línea con los resultados de la última oleada de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes (que cubre el período comprendido entre abril y septiembre de 2015), que pone de manifiesto que estas empresas percibieron nuevamente una mejoría en la disponibilidad de financiación bancaria, así como también en las condiciones de financiación aplicadas por las entidades (véase recuadro 5). En cambio, los resultados de la EPB de octubre evidencian una estabilidad tanto en la demanda de fondos como en los criterios de concesión durante el tercer trimestre

## INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 14

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

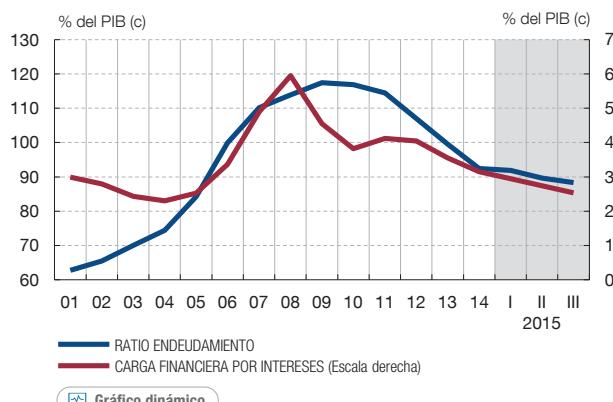
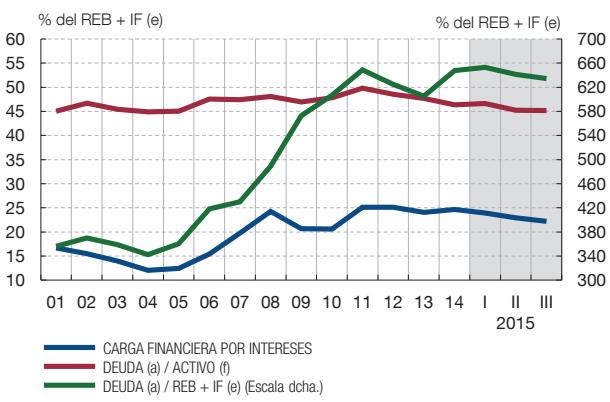


Gráfico dinámico

2 ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES (d)



3 RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES (d) (g)



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (d) (h)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Recursos ajenos con coste.
- b El último dato de cada serie es una estimación.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2013 con la información de Central de Balances Anual (CBA). Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral (CBT).
- e Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- f Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- g Definida como Resultado ordinario neto / Recursos propios medios.
- h 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.

Descargar

de 2015. Para el trimestre en curso, las entidades anticipaban un mantenimiento de los criterios de oferta crediticia y un incremento de la demanda de crédito.

Por otra parte, los datos disponibles apuntan, en conjunto, a una nueva mejoría de la posición patrimonial del sector de sociedades no financieras en el tercer trimestre. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB siguieron reduciéndose, lo que se vio favorecido tanto por el crecimiento del producto como por el descenso de los recursos ajenos y, en el caso de la carga financiera, también por la caída del coste del saldo vivo de la deuda (véase gráfico 14). Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), la tendencia expansiva de la actividad que ya se observó en 2014 se prolongó en los tres primeros trimestres de 2015, extendiéndose a casi todas las ramas productivas, y propiciando una recuperación de los excedentes y de la rentabilidad. Al mismo tiempo, la ratio de endeudamiento media de estas empresas siguió descendiendo entre enero y septiembre, y también el peso que suponen los gastos financieros en relación con los excedentes de explotación generados. A pesar de ello, los

indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo repuntaron algo en el tercer trimestre, si bien se mantuvieron en niveles inferiores a los registrados en el cierre del ejercicio anterior.

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

La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB habría sido nula en el período octubre-diciembre, a tenor de la información disponible, relativa únicamente al tramo inicial del trimestre. En tasa interanual (véase gráfico 15), se estima que los flujos comerciales reales con el exterior habrían mostrado un tono menos dinámico que en el pasado reciente, en un contexto externo en el que las exportaciones podrían estar empezando a acusar el deterioro de algunos mercados emergentes y en el que las importaciones parecen proporcionar también algunas señales de pérdida de impulso, probablemente ligadas a la ralentización de las ventas al exterior.

Según los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes descendieron en octubre un  $-1,5\%$  interanual, frente al crecimiento del  $3,4\%$  registrado en el tercer trimestre. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes de consumo siguieron avanzando a tasas elevadas (en particular, en el caso de los duraderos), acentuándose los retrocesos de las ventas al exterior de bienes de equipo y, sobre todo, intermedios. Por áreas geográficas, se moderó el aumento de las exportaciones dirigidas a la UE, mientras que las extracomunitarias acrecentaron su descenso hasta el  $-8,5\%$ . El comportamiento del turismo habría mantenido un tono favorable en el trimestre en curso, de acuerdo con los indicadores disponibles. En particular, las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras registraron en octubre avances interanuales del  $9,7\%$  y del  $8,6\%$ , respectivamente (frente a las tasas del  $3,4\%$  y del  $3,9\%$  del tercer trimestre). El crecimiento de las importaciones reales de bienes se moderó en octubre hasta el  $0,3\%$  interanual ( $6,2\%$  en el tercer trimestre). Por grupos de productos, contrasta el fuerte avance de las compras de bienes de equipo con el pronunciado descenso de las importaciones de bienes intermedios energéticos. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo duradero ralentizaron significativamente su ritmo de crecimiento.

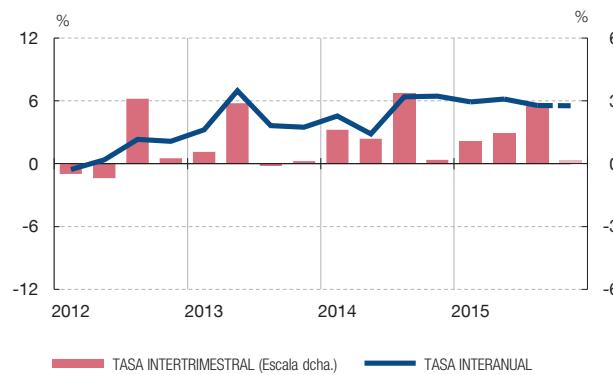
Según los datos de avance de Balanza de Pagos, las balanzas por cuenta corriente y de capital registraron en los nueve primeros meses de 2015 un saldo positivo de  $13,2$  mm de euros en términos acumulados, frente a los  $5,8$  mm registrados en el mismo período de 2014. Esta mejora se explica por la reducción del déficit de rentas primarias y secundarias y, en menor medida, por el aumento del superávit de bienes y servicios. Dentro de la balanza de bienes, siguen observándose una reducción de la factura energética, por el descenso del precio del petróleo, y una disminución del superávit no energético (véase gráfico 15).

Por lo que respecta a los flujos financieros con el resto del mundo, en el tercer trimestre del año los agentes no residentes realizaron inversiones en la economía española por un importe de unos  $13,6$  mm de euros, registrándose los flujos más cuantiosos en la rúbrica de las *inversiones directas* y, sobre todo, en la de las *otras inversiones*. Al mismo tiempo, las adquisiciones netas de activos en el exterior de los residentes, excluido el Banco de España, superaron los  $27$  mm de euros, siendo especialmente elevadas las realizadas por los *otros sectores residentes* en forma de *inversiones directas* y *en cartera*. Estos flujos de la cuenta financiera, unidos a la capacidad de financiación de la nación, se reflejaron en variaciones poco significativas de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. En términos acumulados de doce meses, tampoco se observaron cambios importantes en este saldo, en un contexto en el que la inversión de los residentes en el exterior fue algo más elevada que la realizada por los no residentes en España (véase

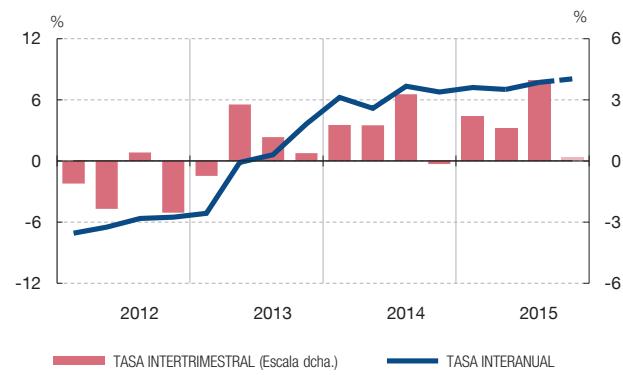
## COMERCIO EXTERIOR Y BALANZA DE PAGOS

GRÁFICO 15

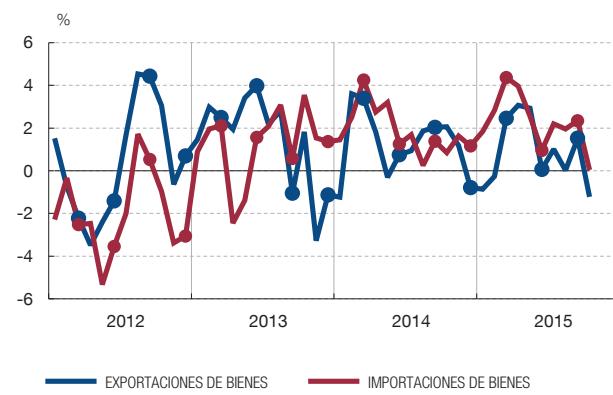
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



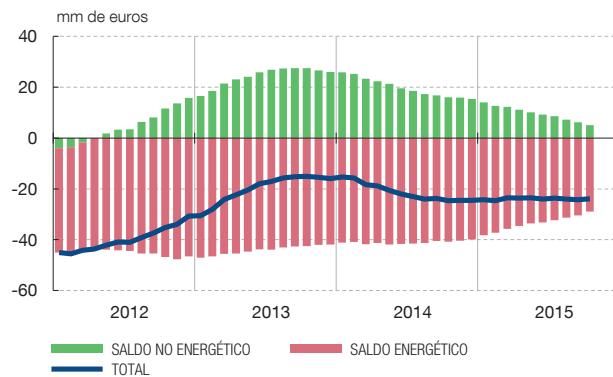
3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



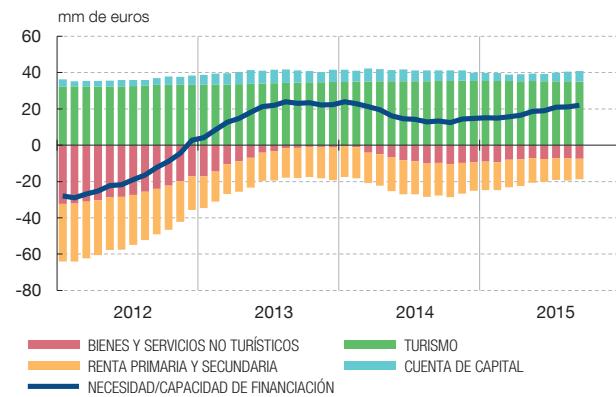
4 INDICADORES DE TURISMO (c)



5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES  
Cifras acumuladas de los últimos doce meses



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

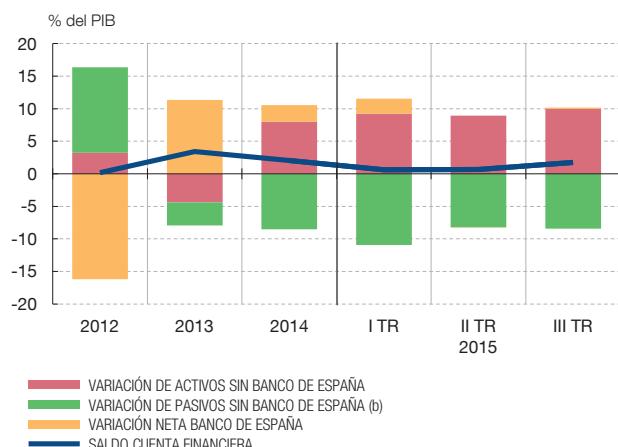


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

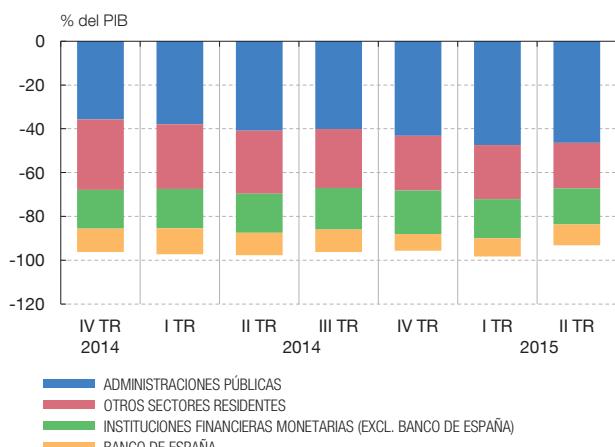
- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.
- c Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.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

Descargar

1 CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTE: Banco de España.

a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.

b Con signo cambiado.

Descargar

gráfico 16). Por su parte, la información sobre la posición de inversión internacional muestra que en el segundo trimestre (última información disponible) se redujo el saldo deudor en 5,8 pp con respecto al año anterior, hasta el 92,5 % del PIB, como resultado tanto de la capacidad de financiación que presentó la nación como de las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio.

### 3.4 El mercado de trabajo

Tras la ralentización del tercer trimestre, el empleo mostró un cierto repunte en octubre y noviembre. En concreto, en este último mes la variación mensual de las afiliaciones a la Seguridad Social se incrementó hasta el 0,3 % en términos desestacionalizados (véanse gráficos 17.1 y 17.2). La mejora, bastante generalizada por ramas de actividad, tuvo mayor intensidad en la agricultura y en la construcción que en la industria y en las ramas de servicios de mercado. En conjunto, la información procedente de este indicador sugiere que el aumento del empleo del total de la economía en el cuarto trimestre, en términos de la CNTR, podría haber sido del 0,7 %, tasa similar a la observada en el trimestre precedente. Por su parte, en el agregado de la economía de mercado el empleo podría haber registrado una cierta aceleración.

Con respecto al paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), el ritmo de descenso se aceleró tres décimas en noviembre, hasta el -8 %. Por su parte, los contratos registrados en el SEPE mostraron un crecimiento interanual del 15,8 % en noviembre, ligeramente superior al del tercer trimestre, con avances similares de los contratos indefinidos y temporales.

En cuanto a la evolución salarial, en noviembre la negociación colectiva siguió registrando un ritmo de avance elevado. La cifra de trabajadores con convenio cerrado para 2015 en los once primeros meses del año —más de 5,8 millones— es superior a la observada en el período análogo de cualquiera de los cuatro años precedentes. Los convenios firmados incorporan un incremento promedio de las tarifas del 0,75 %, por debajo del límite superior del 1 % recomendado en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado en junio por los agentes sociales, aunque los convenios de nueva

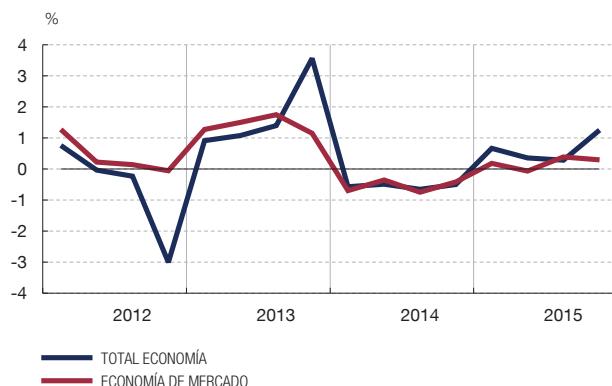
**1 EMPLEO**  
Tasas intertrimestrales (a)



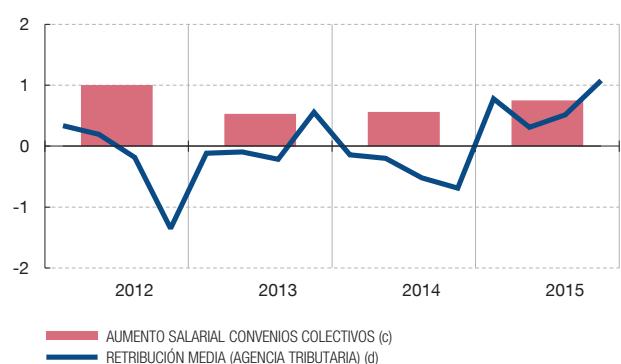
**2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)**



**3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO**  
Tasas interanuales (a)



**4 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 de la 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 Con información hasta noviembre de 2015. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de octubre de 2015.

Descargar

firma registrados en los dos últimos meses se situaron ya muy cerca de esa referencia. Por otra parte, la retribución bruta media en las grandes empresas experimentó un leve repunte en el tercer trimestre, que se intensificó al inicio del cuarto, al crecer un 1,1 % en octubre. No obstante, esta tasa estaría afectada por la recuperación del 25 % de la paga extra suprimida en 2012 en las empresas públicas, como ya ocurrió a principios de año. A la luz de estos indicadores, cabe esperar que la remuneración por asalariado de la CNTR en el total de la economía muestre un cierto repunte en el cuarto trimestre, manteniendo un tono más estable en el conjunto de ramas de mercado (véase gráfico 17.3).

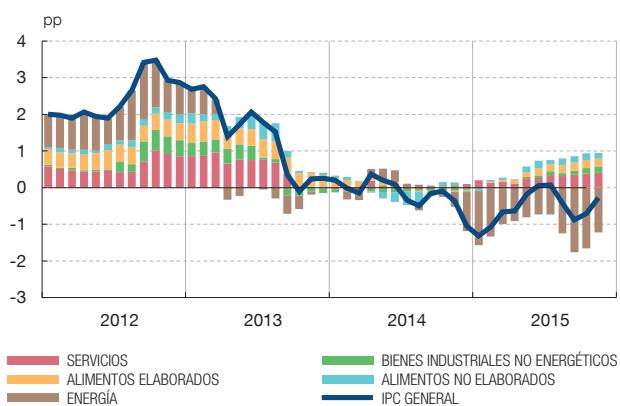
### 3.5 La evolución de los precios

El deflactor de la demanda final habría experimentado un repunte significativo en el cuarto trimestre del año, según las estimaciones realizadas. En parte, ello se debería a la desaceleración de la caída del deflactor de las importaciones, pues, aunque los precios de las compras al exterior descendieron en el último trimestre de 2015, lo hicieron en menor medida que en el mismo período de 2014. Sin embargo, al incremento del ritmo de avance del deflactor de la demanda final contribuyó en mayor medida la aceleración de

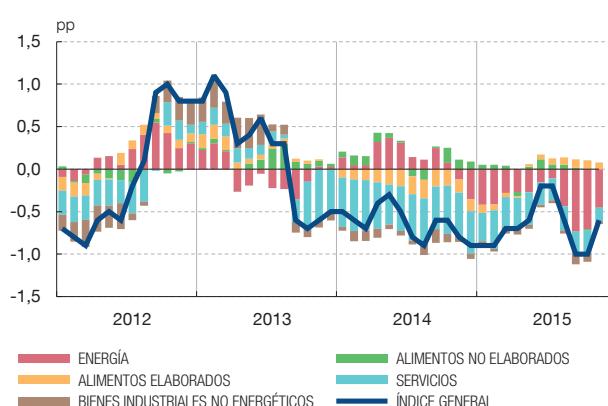
1 DEFLECTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)

2 INDICADORES DE PRECIOS  
Tasas interanuales

3 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



4 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.



los precios interiores, medidos por el deflector del PIB (véase gráfico 18). Esta evolución se habría debido a un factor de naturaleza muy específica, como es el impacto sobre el deflector del consumo público de la devolución de una parte de la paga extra suprimida en 2012.

En el período más reciente, el IPC ha moderado su ritmo de descenso, hasta el -0,3 % en noviembre (véase gráfico 18). Esta evolución respondió, sobre todo, a la trayectoria del componente energético, cuyos precios se redujeron en ese mes un -10 %, frente al retroceso del -13,6 % de septiembre. Esta senda refleja el hecho de que, aunque el precio del petróleo ha experimentado disminuciones recientes, estas han sido menores que las observadas en el mismo período del año pasado.

El IPC no energético y el IPSEBENE registraron igualmente una cierta aceleración en noviembre, hasta el 1,1 % y el 1 %, respectivamente, en ambos casos una décima por encima de la cifra de finales del tercer trimestre. Los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos y los servicios registraron una pequeña aceleración en el período octubre-noviembre. El ritmo de variación de los precios de los alimentos elaborados disminuyó levemente, en consonancia con el retroceso de los precios de importación de este tipo de bienes.

El diferencial de inflación negativo entre España y el área del euro se ha reducido en la etapa más reciente. En concreto, entre septiembre y noviembre la tasa de variación interanual del IAPC aumentó siete décimas en España y tres en la UEM, hasta situarse, respectivamente, en el -0,4 % y el 0,2 %. En consecuencia, ese diferencial negativo se estrechó cuatro décimas, hasta -0,6 pp. En el caso del IPSEBENE, el diferencial negativo descendió dos décimas, hasta -0,1 pp, con disminuciones de 0,4, 0,2 y 0,1 pp en los componentes de bienes industriales no energéticos, servicios y alimentos elaborados, respectivamente.

17.12.2015.

El BCE hizo públicos el pasado 2 de diciembre los resultados de la decimotercera edición de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), cuyo principal objetivo es identificar posibles cambios en el acceso al crédito de estas compañías. Para ello, se pregunta a las empresas encuestadas sobre la evolución en los últimos seis meses (en este caso, entre abril y septiembre de 2015) de su situación económica y financiera, sus necesidades de financiación externa y las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran una prolongación de la tendencia de

mejoría de su situación económica. Así, el porcentaje neto (diferencia entre respuestas positivas y negativas) de estas empresas que declararon un aumento de las ventas fue positivo (27 %), y claramente superior tanto al de la edición anterior (11 %) como al registrado para el conjunto de la eurozona (17 %) (véase gráfico 1). Esta evolución estuvo acompañada de un descenso de los costes, lo que permitió que, por primera vez desde que se elabora esta encuesta, y en contraste con lo observado en la UEM, los beneficios crecieran, en términos netos, para un 6 % de ellas.

Al ser preguntadas por el principal problema al que se enfrentan, la falta de clientes fue el más señalado (seleccionado por un 29 % de estas empresas), seguido de la competencia (escogido por un

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

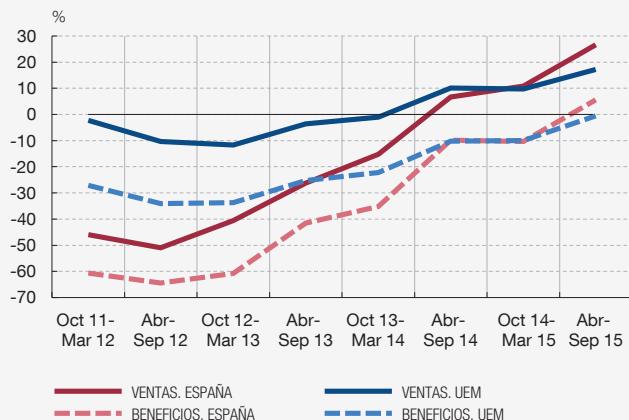


Gráfico 2  
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



Gráfico 3  
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)

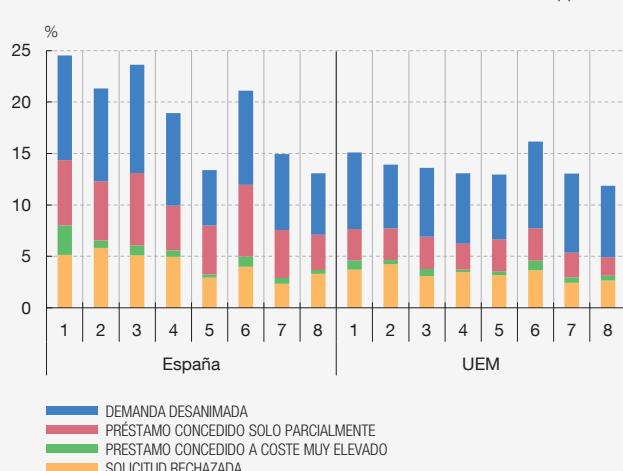
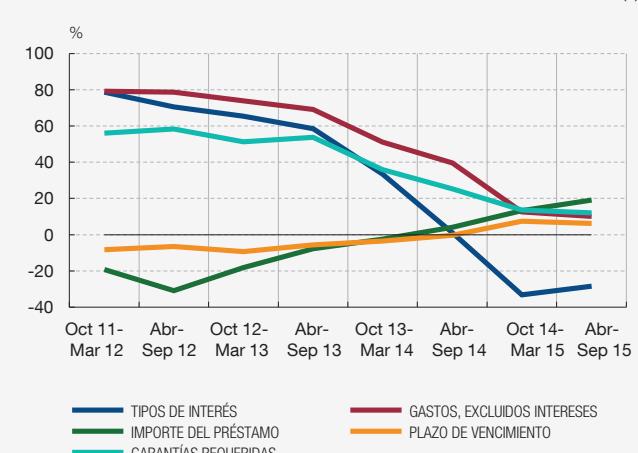


Gráfico 4  
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a. Porcentaje de empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.

b. Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.

c. Los números en el eje horizontal indican las rondas de la encuesta, correspondiendo el «1» al período octubre 2011-marzo 2012 y el «8» al período abril-septiembre 2015.

18 % de ellas), mientras que el acceso a la financiación quedó relegado a un cuarto lugar, siendo seleccionado tan solo por un 11 % (proporción similar a la de la UEM), que es, además, el menor porcentaje registrado desde el comienzo de la encuesta (2009).

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitan créditos a la banca aumentó unos 3 pp, hasta situarse en un 36 %, cifra superior a la registrada en el conjunto de la eurozona. Por su parte, la disponibilidad de financiación bancaria volvió a mejorar, de modo que, en términos netos, un 30 % de las empresas encuestadas informó en este sentido, dato idéntico al de la edición previa y 22 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM (véase gráfico 2). Además, las pymes percibieron una evolución favorable en la mayoría de factores condicionantes de dicha disponibilidad. En concreto, la proporción de empresas que, en términos netos, señalaron una mejoría en la disposición de las entidades a otorgar préstamos o de las perspectivas macroeconómicas siguió siendo positiva y elevada (del 37 % y del 34 %, respectivamente), aunque algo inferior a la de los seis meses previos.

El porcentaje de pymes cuyas solicitudes de financiación fueron denegadas se situó en valores relativamente reducidos (del 9 %), cifra prácticamente idéntica a la registrada en el conjunto de la UEM, aunque 2 pp superior a la observada durante la edición anterior. No obstante, si se considera un indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios<sup>1</sup>, se percibe una mejoría en comparación con el período previo. Así, las dificultades

afectaron a un 13 % de estas compañías, dato muy similar al de la UEM (12 %) y 2 pp inferior al de la edición precedente (véase gráfico 3).

En relación con las condiciones de financiación, los resultados también fueron, en conjunto, favorables. Así, la proporción de empresas que reportaron un descenso en los tipos de interés superó al de las que informaron de un ascenso, por segundo semestre consecutivo, registrándose un porcentaje neto elevado (del 29 %) (véase gráfico 4), si bien algo inferior al de la edición anterior (33 %). Por otro lado, la proporción neta de pymes que indicaron un aumento en otros costes distintos de los intereses descendió algo más de dos puntos, hasta el 10 %, mientras que la de compañías que señalaron un aumento en la cuantía de los préstamos concedidos continuó creciendo (19 %, frente al 13 % de seis meses antes). Los plazos de vencimiento se ampliaron para un 6 % de las empresas encuestadas, en términos netos, siendo el segundo semestre consecutivo que se registran porcentajes positivos en este aspecto. Por último, en el caso de las garantías requeridas por los bancos, el endurecimiento percibido por las pymes españolas siguió moderándose.

En resumen, la última oleada de la SAFE evidencia una prolongación de la pauta de mejoría en el acceso de las pymes españolas a la financiación externa entre abril y septiembre de 2015. En un contexto de progresiva recuperación de su actividad y de su situación económica, estas empresas han percibido una mayor disponibilidad de los bancos a prestar dinero, menores dificultades para acceder a nuevos recursos y unas condiciones de financiación más favorables. Además, en muchos de los aspectos analizados, la mejoría se estaría registrando de forma más evidente que en el conjunto de la UEM. Finalmente, la encuesta también muestra unas expectativas favorables, de modo que las pymes españolas preveían que su acceso al crédito bancario continuaría evolucionando de forma positiva entre octubre de 2015 y marzo de 2016.

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