

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### 1 PRINCIPALES MENSAJES

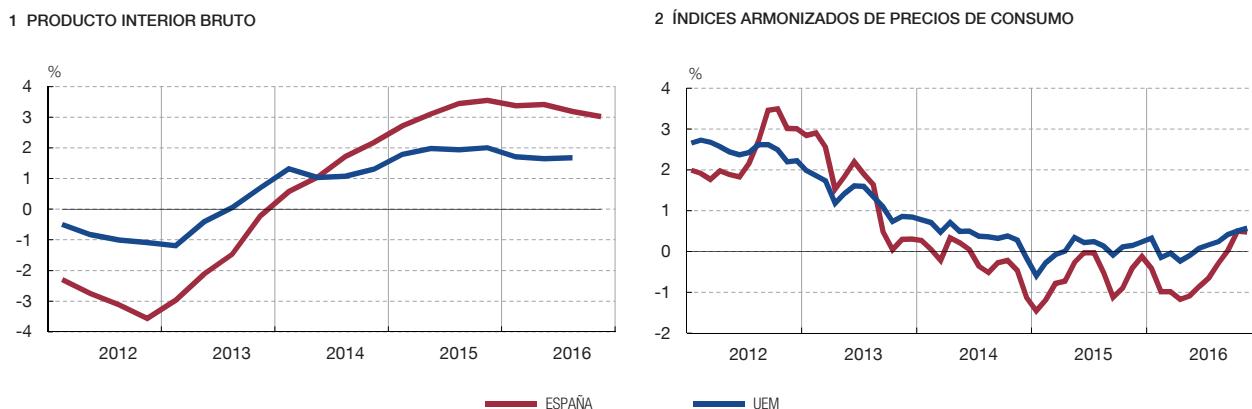
En los últimos meses ha ido afianzándose el ritmo de expansión de la economía mundial, fundamentalmente por la mejoría en las economías avanzadas. En todo caso, las perspectivas de medio plazo continúan apuntando hacia tasas relativamente modestas. En las economías avanzadas, la capacidad de la orientación expansiva de la política monetaria para sostener, por sí sola, una senda de expansión de la actividad más pronunciada está mostrando algunas limitaciones, dada la escasa contribución de otras políticas económicas. Entre las economías emergentes, la evolución reciente muestra algunas divergencias por países, que reflejan factores tales como la dependencia de la financiación exterior, el margen de maniobra disponible para las políticas económicas o la condición de cada economía como productora o consumidora de materias primas, en un contexto de aumento de los precios de estos bienes.

Probablemente, el rasgo más destacable que ha ofrecido la evolución de los mercados financieros globales en los últimos meses haya sido el repunte que viene observándose desde octubre en las rentabilidades de los bonos soberanos, desde niveles históricamente reducidos, que se ha acentuado notablemente tras los resultados de las elecciones presidenciales en Estados Unidos. Esta evolución ha venido acompañada de un aumento, de menor magnitud, de la inflación esperada en los mercados, en un contexto de fortalecimiento de las expectativas de subidas de tipos de interés oficiales en Estados Unidos, que recibieron una primera confirmación con la decisión adoptada por la Reserva Federal en este sentido el 14 de diciembre. La evolución alcista de los tipos a largo plazo ha venido acompañada de otros desarrollos, que incluyen un fortalecimiento del dólar y, en general, aumentos de las cotizaciones bursátiles en los mercados de las economías avanzadas, en especial en el sector financiero. Más recientemente, la cotización del petróleo recibió un significativo impulso a raíz del acuerdo alcanzado, el 30 de noviembre, por los países de la OPEP para restringir la producción mundial de crudo, al que se sumaron posteriormente los países productores que no son miembros de la organización. Esta decisión habría podido contribuir, al impulsar la inflación esperada, a reforzar el movimiento alcista de las rentabilidades de la deuda soberana.

A pesar de cierta mejoría en la evolución observada y en las perspectivas de corto plazo de la economía global, la etapa más reciente se ha caracterizado por la persistencia de diversos factores de riesgo. En particular, la incertidumbre acerca del curso futuro de las políticas económicas mundiales se ha acrecentado de forma notable, particularmente por lo que respecta a la economía estadounidense, en el ámbito tanto de las relaciones comerciales como de la política fiscal. Además, una eventual intensificación de la trayectoria alcista de los tipos de interés a largo plazo que se ha descrito, junto con su impacto en los precios en otros mercados financieros, podría dañar la estabilidad macrofinanciera, en particular en las economías emergentes con un elevado endeudamiento en dólares.

En el área del euro, el crecimiento del PIB en tasa intertrimestral ascendió en el tercer trimestre del año al 0,3 %, en línea con lo esperado. Las proyecciones más recientes del Eurosistema correspondientes al mes de diciembre dibujan un panorama similar, a grandes rasgos, a las que el BCE dio a conocer en septiembre<sup>1</sup>. En concreto, las últimas

<sup>1</sup> Las proyecciones para el conjunto del área del euro están disponibles en [Proyecciones macroeconómicas elaboradas para la zona del euro de diciembre 2016](#). Las correspondientes a la economía española, que forman parte de las anteriores y han sido elaboradas por el personal técnico del Banco de España, pueden consultarse en [Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2016-2019\)](#).



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.

previsiones apuntan a una continuación de la expansión de la actividad económica en el período 2017-2019 a un ritmo similar al que se anticipa para este año. En el ámbito de la inflación, los datos más recientes han estado en línea con lo esperado, si bien ello ha sido el resultado de sorpresas negativas en el componente subyacente y positivas en el energético, que han tendido a compensarse entre sí y que se han trasladado a las proyecciones del Eurosistema para los próximos años. Estas proyecciones, que contemplan que la tasa de inflación, referida al IAPC, se sitúe en el 1,7 % en el promedio de 2019, fueron uno de los elementos tomados en consideración por el Consejo de Gobierno del BCE para decidir, el pasado día 8, una ampliación de su programa de compras de activos hasta, al menos, diciembre del próximo año, anuncio que fue acompañado por algunos ajustes técnicos para facilitar su aplicación.

En España, la actividad ha seguido mostrando un ritmo de avance elevado en los últimos meses. En concreto, en el cuarto trimestre el PIB podría haber crecido un 0,7 %, tasa coincidente con la observada en el tercero (véase gráfico 1), apoyado en la fortaleza del gasto interno. En particular, la prolongación del intenso proceso de generación de empleo y la persistencia de condiciones financieras favorables habrían seguido sosteniendo el gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo, a un ritmo similar al del pasado reciente. Por su parte, la inversión de las sociedades no financieras podría haber recobrado un mayor dinamismo, tras la pauta de cierta desaceleración observada en el tercer trimestre. De modo análogo, los indicadores contemporáneos de la inversión en construcción apuntan a una reactivación de este componente de la demanda, tras la moderación del crecimiento que, de acuerdo con la CNTR, se habría observado en el tercer trimestre.

La información disponible, aún muy limitada, apunta a un posible aumento de los intercambios comerciales de bienes con el resto del mundo en el cuarto trimestre, tras la notable desaceleración que tuvo lugar en el verano. Ello reflejaría, en particular, un tono de mayor firmeza en los flujos de exportaciones e importaciones frente al conjunto de economías emergentes. De confirmarse la escasa información aún disponible, la aportación neta del saldo exterior, que fue ligeramente positiva en el trimestre precedente, se moderaría.

Las incertidumbres acerca del rumbo de las políticas económicas en nuestro país han tendido a aminorarse con la constitución del Gobierno, tras el dilatado período de incertidumbre que abarcó la mayor parte del año. En particular, en el terreno de la política fiscal,

	2015	2016	2015				2016					
			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	3,2	3,2	1,0	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7		
Contribución de la demanda nacional (b)	3,3	2,8	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7	0,4	0,6	0,7		
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,1	0,4	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,4	0,1	0,0		
Tasas de variación interanual												
Empleo	3,0	3,0	2,8	3,0	3,0	3,0	3,1	2,8	2,9	3,1		
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de periodo) (c)												
IPC	-0,5	-0,2	-0,7	0,1	-0,9	0,0	-0,8	-0,8	0,2	0,7		
IPSEBENE	0,6	0,8	0,2	0,6	0,8	0,9	1,1	0,6	0,8	0,8		

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 16 de diciembre de 2016.

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 2016.

las Cortes han convalidado el Real Decreto-ley de 2 de diciembre que define un conjunto de medidas de consolidación presupuestaria. Aunque estas acciones pueden llevar aparentado algún coste de corto plazo en términos de actividad, la corrección del desequilibrio presupuestario es prioritaria para atenuar la vulnerabilidad de la economía española, dada su dependencia de la financiación exterior. No obstante, siguen subsistiendo incertidumbres en el ámbito de la definición de la agenda de reformas estructurales, necesarias para elevar el ritmo de expansión de la actividad y de creación de empleo de manera duradera.

Los precios de consumo, por su parte, han registrado en los últimos meses un repunte significativo, pasando a mostrar tasas positivas a partir de septiembre. En noviembre, la tasa interanual de variación del IPC se situó en el 0,7 %. Esta evolución ha reflejado el impacto de la trayectoria del precio del petróleo sobre el componente energético, en tanto que la inflación subyacente ha mantenido en los últimos meses la evolución marcadamente estable que viene caracterizándola desde mediados de 2015. El diferencial negativo entre la inflación española y la de la zona del euro, que antes del verano se situaba en torno a 1 punto porcentual (pp), se ha comprimido significativamente en los últimos meses, hasta situarse en -0,1 pp en noviembre. Esta evolución es consecuencia de la trayectoria descrita por el diferencial de inflación del componente energético, que ha pasado de ser negativo en más de 5 pp al inicio del verano a ligeramente positivo en noviembre, mientras que, en términos de la inflación subyacente, se ha mantenido un pequeño diferencial negativo. De mantenerse la senda más reciente de precios del crudo, la inflación podría situarse holgadamente por encima del 2 % en los primeros meses de 2017. En todo caso, en la medida en que este repunte de la inflación viene motivado por los cambios en el precio del petróleo, cabe esperar que sea fundamentalmente transitorio.

El Informe incluye seis recuadros, dedicados, respectivamente, a analizar las posibles políticas que pueden ponerse en práctica en Estados Unidos a partir del próximo año por parte de la nueva Administración, así como sus implicaciones para la economía mundial (recuadro 1), el margen de maniobra existente para la introducción de una orientación más expansiva de las políticas fiscales en el área del euro (recuadro 2), el impacto sobre la trayectoria reciente de la tasa de inflación de los efectos base derivados de la senda del precio del petróleo (recuadro 3), las novedades en el ámbito de la política fiscal en España

(recuadro 4), la evolución reciente de la cuenta financiera y de la posición de inversión internacional de la economía española (recuadro 5) y los resultados de la edición más reciente de la encuesta semestral del BCE acerca del acceso de las pymes españolas a la financiación externa (recuadro 6).

Las elecciones presidenciales y legislativas celebradas en Estados Unidos el pasado 8 de noviembre se saldaron con el inesperado triunfo de Donald Trump y con sendas mayorías republicanas, tanto en la Cámara de Representantes como en el Senado. Aunque la reacción inicial de los mercados financieros fue adversa, en pocas horas esa tendencia revirtió en las principales economías avanzadas. De hecho, las bolsas de estas economías registran subidas, aunque de distinta magnitud (véase gráfico adjunto). Los principales índices bursátiles de Estados Unidos han alcanzado máximos históricos, destacando en el ámbito sectorial aquellos cuyas empresas se verían más beneficiadas por las políticas anunciadas por Trump en la campaña electoral (sector bancario, construcción, salud y las más expuestas al mercado interno), mientras que aquellos sectores más sensibles a las subidas de tipos de interés y/o de carácter no cíclico presentan un peor comportamiento (*utilities* o acciones de empresas tecnológicas).

Ahora bien, los mayores efectos se están observando en el mercado de renta fija pública de los países desarrollados, donde las rentabilidades han aumentado, y en mayor magnitud en Estados Unidos, a la vez que la pendiente de la curva de tipos es ahora más elevada. Este impulso a las rentabilidades ha sido consecuencia, principalmente, de un aumento de la prima de plazo, que, como se observa en el gráfico adjunto, en el caso de Estados Unidos explica en torno al 75 % del aumento registrado en el rendimiento de los títulos a diez años, mientras que las expectativas de inflación habrían aumentado alrededor de 0,25 pp. También se ha observado una revisión al alza de la senda esperada de tipos de interés oficiales en el futuro.

En los mercados cambiarios se ha reforzado la tendencia sostenida a la apreciación del dólar, especialmente respecto al yen, entre las monedas de países desarrollados, y respecto al peso mexicano entre las economías emergentes (véase gráfico adjunto). De hecho, la reacción de los mercados emergentes ha sido desfavorable, especialmente en los países que podrían verse más afectados por las nuevas políticas de Estados Unidos como México, o que dependen en mayor medida a la financiación exterior, como Turquía. En este grupo de países, además de los movimientos adversos en los diferenciales soberanos y en las cotizaciones de los mercados de renta variable, se han producido fuertes salidas de capitales desde que se conocieron los resultados electorales.

La evolución de los mercados financieros parece descontar la materialización de algunas propuestas realizadas por el futuro presidente Trump durante la campaña electoral. Aunque hay que resaltar la vaguedad en torno a muchas de ellas, cabe destacar los cambios anunciados en política fiscal, política comercial y política migratoria. Las propuestas en el ámbito de la política fiscal supondrían la reducción de ingresos impositivos en unos 5,3 billones de dólares en diez años (cálculos realizados por el CRFB<sup>1</sup>),

procedentes principalmente de los contribuyentes con rentas más elevadas y del impuesto sobre sociedades<sup>2</sup>. Por el lado del gasto público, el objetivo sería mantenerlo globalmente, pero dando mayor peso a la inversión en infraestructuras (parcialmente privada, pero introduciendo incentivos fiscales) y al gasto en defensa (véase gráfico adjunto). En lo referente a política comercial, las propuestas son proteccionistas: rechazo del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP, por sus siglas en inglés), renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés) y aumento de aranceles (especialmente, a China y a México, para reducir el déficit comercial con estos países). En política inmigratoria, el candidato Trump se mostró muy beligerante con los inmigrantes sin papeles (que se estiman en 11 millones en Estados Unidos) y adelantó que sería más difícil en el futuro la entrada de emigrantes de forma legal.

De llevarse a cabo las propuestas en estos tres ámbitos de forma íntegra, cabría esperar efectos importantes sobre la economía de Estados Unidos. En el corto plazo, predominaría el impacto de la expansión fiscal, que tendría un efecto positivo sobre el PIB y sobre la inflación. Sin embargo, a medio y largo plazo ganarían peso los efectos adversos sobre la actividad de la reducción del comercio y de la población activa, en la que los inmigrantes tienen un peso significativo. La inflación seguiría aumentando, ya que la capacidad productiva interna sería menor y los bienes importados más caros. La nueva orientación de política económica en Estados Unidos tendría efectos transfronterizos importantes, principalmente derivados del freno a los intercambios comerciales, y en especial si se produjeran represalias por parte de otros países. Por otro lado, el impacto exterior del estímulo fiscal y de la apreciación del dólar se vería compensado parcialmente por el aumento inducido en los tipos de interés.

El calado de algunas de las propuestas de política económica de Donald Trump ha suscitado una elevada incertidumbre en torno a su implementación efectiva, algunas de ellas muy alejadas de las tradicionalmente realizadas por el Partido Republicano (p. e., política comercial e inmigratoria). Por ello, se asigna una mayor probabilidad de realización a las propuestas fiscales, aunque en una escala más modesta que la anunciada en campaña.

1 El CRFB (Committee for a Responsible Federal Budget) es una organización bipartidista independiente y sin ánimo de lucro que analiza cuestiones fiscales en el ámbito federal.

2 En el impuesto sobre la renta se pasaría de 7 a 3 tramos impositivos (con un tipo máximo del 33 %, frente al actual 39,6 %); las ganancias de capital y dividendos se gravarían a un tipo impositivo máximo del 20 %; se eliminaría el impuesto federal de patrimonio y de donaciones, así como el impuesto a las rentas elevadas aprobado para ayudar a financiar la Affordable Care Act. En el impuesto sobre sociedades, se reduciría el tipo impositivo del 35 % al 15 %. Asimismo, se permitiría a las empresas repatriar beneficios del exterior con un tipo impositivo único del 10 %.

## LOS MERCADOS FINANCIEROS TRAS LAS ELECCIONES PRESIDENCIALES Y LEGISLATIVAS

RECUADRO 1

EN ESTADOS UNIDOS Y REPERCUSIONES DE LOS POSIBLES CAMBIOS EN LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS (cont.)

Gráfico 1  
ÍNDICES BURSÁTILES ECONOMÍAS DESARROLLADAS

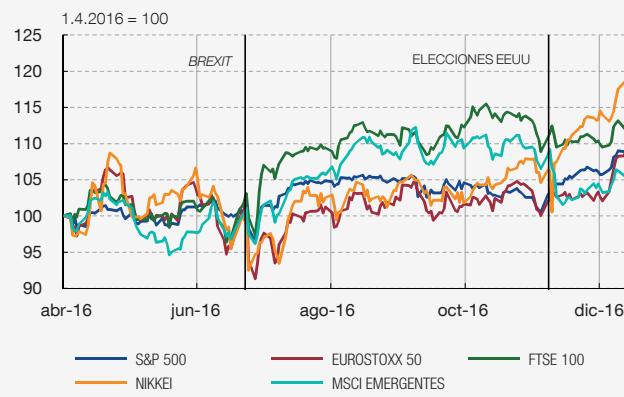


Gráfico 2  
ÍNDICES BURSÁTILES ESTADOS UNIDOS

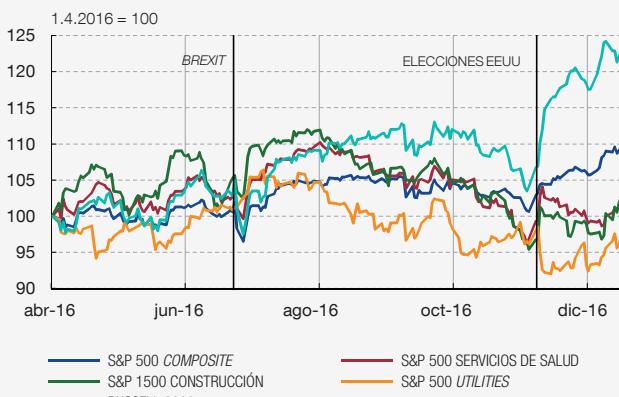


Gráfico 3  
ESTADOS UNIDOS: BONO DEL TESORO A DIEZ AÑOS



Gráfico 4  
EXPECTATIVAS TIPOS (FUTUROS) VS MEDIANA Y RANGO DEL FOMC (a)

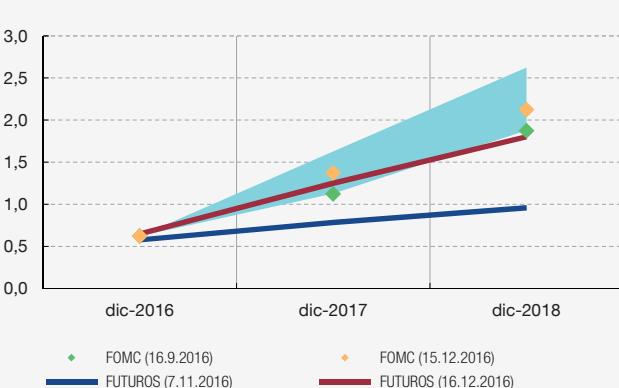


Gráfico 5  
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR

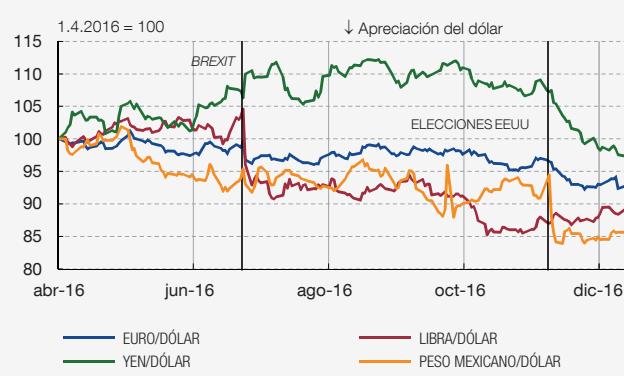
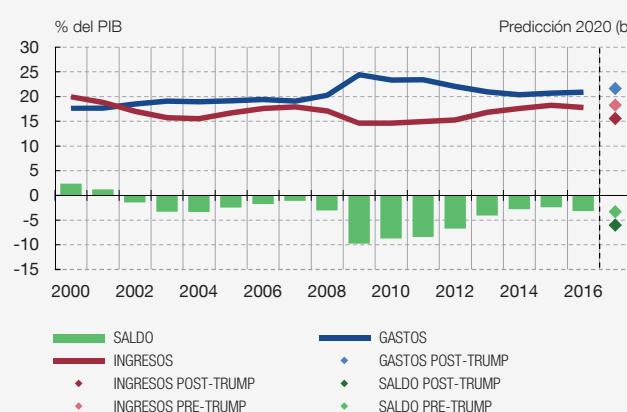


Gráfico 6  
GASTOS E INGRESOS PÚBLICOS



FUENTES: Datastream, Reserva Federal, Reserva Federal de Nueva York, swaps de inflación de Bloomberg, Committee for a Responsible Federal Budget, Bureau of Economic Analysis y estimaciones propias.

a Excluye las tres proyecciones más altas y las tres más bajas.

b Previsiones del PIB de la Congressional Budget Office (agosto de 2016) para ambos escenarios.

El pasado 16 de noviembre, en el marco del Semestre Europeo, la Comisión Europea (CE) publicó una comunicación en la que recomienda la implementación de una política fiscal más expansiva en el conjunto del área del euro, con el propósito de apoyar la política monetaria del BCE y de hacer frente a los riesgos que entraña la persistencia de un escenario de bajo crecimiento e inflación. En este contexto, la CE recuerda que, en el marco de gobernanza actual, la UEM carece de instrumentos para gestionar directamente el tono agregado de la política fiscal del área, que es el resultado de la suma de las políticas fiscales de sus 19 países miembros.

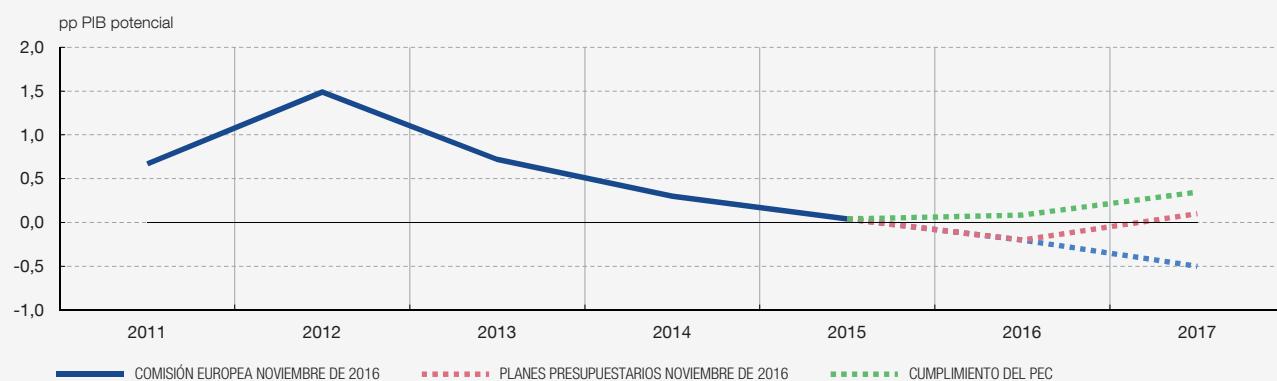
Los borradores presupuestarios que los países presentaron a mediados de octubre apuntan hacia un tono agregado neutro de la política fiscal en 2017, que podría convertirse en restrictivo, de alrededor de un 0,3 % del PIB, en caso de que los países cumplieran estrictamente los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento —PEC— (véase gráfico 1). En opinión de la CE, la fragilidad de la recuperación económica, la persistencia de un amplio volumen de recursos ociosos y la elevada incertidumbre hacen que resulte conveniente una orientación más expansiva de la política fiscal, que la CE concreta en una propuesta de reducción del saldo estructural de 0,5 pp del PIB del área, lo que permitiría cerrar un 75 % la brecha de producción (*output gap*) —todavía negativa— existente. Ese estímulo debería ir orientado principalmente a alentar la inversión pública en aquellos países que dispongan de espacio fiscal por la situación relativamente saneada de sus finanzas públicas. En este sentido, algunos análisis recientes sugieren que, en el entorno actual de la UEM, de inflación baja y política monetaria muy expansiva, una expansión fiscal en una parte de la Unión Monetaria puede generar efectos de alcance positivo y significativo en el resto del área<sup>1</sup>.

1 Véase O. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.

Con todo, la propuesta de la CE es difícil de implementar en el actual marco que proporcionan las reglas del PEC. El diagnóstico de la propia CE sobre los borradores presupuestarios presentados para 2017 señala que un buen número de países del área se encuentran en riesgo de incumplimiento de los requerimientos del PEC, de modo que no resultaría apropiado para estos una relajación de sus saldos fiscales estructurales. En consecuencia, un impulso fiscal de ese tamaño requeriría una expansión de una magnitud muy elevada en un número reducido de países que presentan las cuentas públicas más saneadas y niveles de deuda pública más reducidos, entre los cuales figuran Alemania y Holanda. No obstante, estos países, que se encuentran en una posición cíclica más favorable que el promedio de la UEM, pueden no considerar conveniente llevar a cabo un estímulo tan elevado. Además, el PEC no cuenta con ningún instrumento que induzca a los Estados miembros con espacio fiscal a utilizarlo.

En definitiva, la propuesta de la CE tiene la virtud de impulsar el debate sobre el tono que en el contexto actual debería tener la política fiscal en el conjunto de la zona del euro, debate al que deberá contribuir, de acuerdo con su mandato, el Consejo Fiscal Europeo, que pronto se encontrará plenamente operativo. Pero también pone en evidencia las dificultades para implementar el tono de la política fiscal que, siendo compatible con las reglas del PEC, se considere óptimo para el conjunto del área ante la ausencia de un presupuesto central o de una capacidad fiscal de carácter supranacional. En este sentido, cabe recordar el compromiso de la CE de presentar orientaciones concretas para el diseño de esta capacidad fiscal común en el *Libro Blanco* que deberá publicar en la primavera de 2017, según lo acordado en el Informe de los Cinco Presidentes.

Gráfico 1  
ESFUERZO FISCAL: VARIACIÓN DEL SALDO ESTRUCTURAL



FUENTES: Comisión Europea y Planes Presupuestarios de los países.

En los dos últimos años, la inflación en España —aproximada por la tasa de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC)— ha registrado valores negativos, que fueron de -0,5 % en el promedio de 2015 y de -0,8 % en el primer semestre de 2016. Esta evolución se produjo en un contexto de desplome del precio del petróleo en los mercados internacionales, lo que impactó de forma directa en los precios energéticos y a través de estos en los precios de consumo. De hecho, como se puede apreciar en el gráfico 1, la tasa de variación negativa del índice general desde mediados de 2014 hasta agosto de este año se explica por la evolución del componente energético, mientras que la contribución del resto de bienes y servicios es positiva. De hecho, el índice general sin energía aumentó un 0,7 % en el promedio de 2015 y un 0,9 % en el primer semestre de 2016.

A partir de septiembre de 2016, la tasa de variación interanual del IPC se ha tornado positiva, como consecuencia del componente energético, evolución que se prevé que se acentúe en los próximos meses. En parte, este comportamiento de la inflación es el reflejo mecánico de lo que se conoce en la literatura como efecto de comparación (o efecto base). Dado que la tasa de variación interanual del índice de precios muestra cómo cambia este en un

mes respecto al del mismo mes del año anterior, dicha tasa se ve afectada por lo que ha ocurrido en el último mes, pero también por lo que ha sucedido en los 11 meses anteriores. En estos momentos, esto implica que la tasa de inflación en los próximos meses va a recoger el incremento del precio del petróleo que se ha producido desde el mínimo alcanzado en enero de este año. Adicionalmente, tras el acuerdo de reducción de oferta por parte de la OPEP y de otros productores, se ha producido un encarecimiento del precio del petróleo en los mercados internacionales, que se ha trasladado prácticamente con la misma intensidad a los mercados de futuros, manteniendo estos una cierta pendiente positiva (véase gráfico 2), lo cual añade un impulso adicional a la tasa de inflación esperada.

En el gráfico 3 se representa la variación intermensual del IPC energético, en el que se aprecia que, a finales de 2015 y principios de 2016, se registraron tasas intermensuales muy negativas, ligadas a la evolución de los precios de los combustibles, pero también a los de la electricidad. Aquellas caídas en el nivel de precios explicarían, como reflejo de los mencionados efectos base, al repunte de la inflación observado en los últimos meses de este año. En el mismo sentido, en el gráfico 4 se

Gráfico 1  
CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC GENERAL

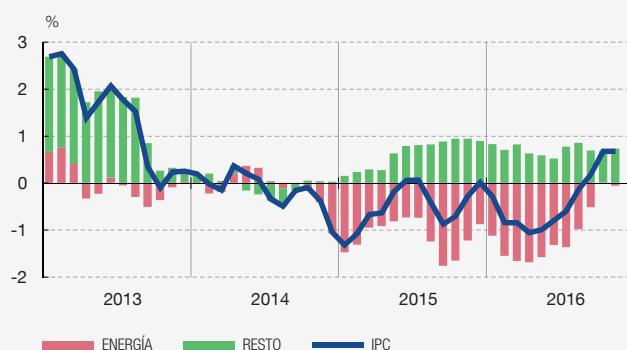


Gráfico 3  
TASA INTERMENSUAL DEL IPC ENERGÉTICO



Gráfico 2  
PRECIO DEL PETRÓLEO  
Euros/barril



Gráfico 4  
VARIACIÓN DE LA TASA INTERANUAL DEL IPC ENERGÉTICO RESPECTO  
DEL MES ANTERIOR



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

presenta una descomposición del cambio de la tasa interanual respecto al mes anterior en lo que se denomina «efecto corriente», que recoge la variación en los precios correspondiente a factores contemporáneos (p.e., el reciente anuncio en la reducción de la oferta mundial de petróleo), y el «efecto de comparación», que se debe a la evolución en el mismo mes del año anterior. Como se puede apreciar, los efectos base han sido de magnitud elevada entre agosto y octubre de este año, y lo volverán a ser entre diciembre de 2016 y febrero de 2017. Por su parte, el reciente incremento del precio del petróleo también supondría una revisión al alza de las previsiones, aunque de menor magnitud que el anterior.

En este contexto, de cara a los próximos meses, a partir de la información recibida hasta el 14 de diciembre, la tasa de variación interanual del IPC alcanzaría un máximo en febrero de 2017, situándose previsiblemente por encima del 2,5 %. Asimismo, la tasa media de inflación para el conjunto de 2017 podría superar el 2 %, lo que supone una revisión al alza considerable en relación con las últimas previsiones del Banco de España, que fueron formu-

ladas con información disponible hasta mediados de noviembre pasado<sup>1</sup>.

Este repunte de la inflación en los próximos meses sería, en principio, transitorio, desapareciendo a lo largo del año el impacto del efecto comparación sobre la tasa interanual del IPC, como se desprende de la aportación negativa del efecto comparación desde marzo (véase gráfico 4). Por ello, la dinámica alcista en la inflación prevista a corto plazo no debería, por sí sola, tener repercusiones sobre la orientación de la política monetaria, en la medida en que no altera las proyecciones de inflación a medio plazo. En efecto, para que el incremento de la tasa de variación del componente energético tuviera un impacto de naturaleza más persistente, debería tener lugar una traslación de aquél a los precios de otros bienes y servicios y a los salarios. En este sentido, es preciso tener en cuenta que una consideración prioritaria en la determinación de los costes laborales debe ser la necesidad de perseverar en las ventajas competitivas adquiridas en los últimos años, al objeto de favorecer la creación de empleo.

---

<sup>1</sup> Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2016-2019).

Las últimas cifras publicadas sobre la actuación de las Administraciones Públicas (AAPP) en términos de la Contabilidad Nacional (CN) se refieren a septiembre de este año y cubren la Administración Central, las Comunidades Autónomas (CCAA) y la Seguridad Social<sup>1</sup>. De acuerdo con esta fuente, el conjunto de estos subsectores registró en enero-septiembre un déficit del 3,3 % del PIB, una décima menos que durante el mismo período de 2015 (véase gráfico 1). Los datos más recientes se refieren al Estado y muestran que este subsector registró un déficit del 1,9 % del PIB hasta octubre, lo que supuso una mejora de una décima con respecto al mismo período del año previo. Por su parte, la información de la recaudación de los impuestos compartidos por el Estado, las CCAA y las Corporaciones locales (CCLL), en términos de contabilidad presupuestaria, mostró un fuerte aumento en octubre,

debido al impacto en el segundo pago fraccionado del impuesto sobre sociedades de los cambios normativos introducidos a finales de septiembre (Real Decreto-ley 2/2016). Según la última previsión de la DGEE<sup>2</sup>, que toma en consideración los últimos datos disponibles<sup>3</sup>, así como el impacto anual de dichos cambios normativos, el déficit del conjunto de las AAPP se situaría en el 4,4 % del PIB en 2016.

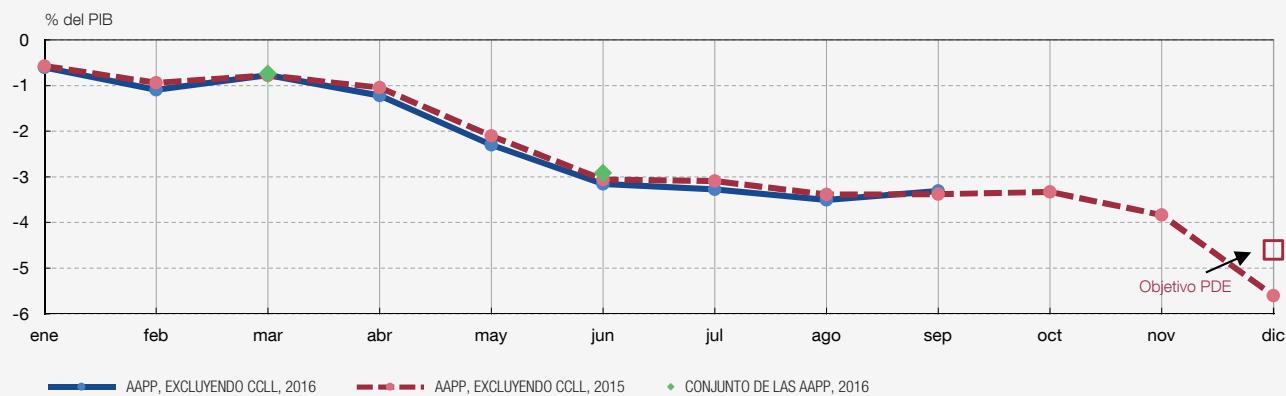
Por su parte, la ratio de deuda de las AAPP sobre el PIB se redujo siete décimas en el tercer trimestre de 2016, situándose en el 100,3 %, ya que el avance del producto fue superior al ligero aumento de los pasivos (véanse gráficos 2 y 3). Esta evolución, junto con la reducción de los costes medios de financiación, permitió que la carga financiera por intereses volviese a descender modes-

1 Se trata de cifras de CN mensual que publica la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

2 Las proyecciones pueden ser consultadas en este [enlace](#).

3 A fecha de cierre de este Informe, el 16 de diciembre de 2016.

**Gráfico 1**  
SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN CONTABILIDAD NACIONAL  
Datos acumulados desde enero



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Consejo Europeo.

**Gráfico 2**  
FINANCIACIÓN BRUTA  
Tasa interanual y contribuciones por instrumentos



FUENTE: Banco de España.

**Gráfico 3**  
CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA  
Datos acumulados de cuatro trimestres



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

tamente, hasta situarse en el 2,9 % del PIB. El desglose por instrumentos muestra que la principal vía de financiación de las AAPP en el tercer trimestre continuó siendo la emisión de valores a medio y largo plazo. Por tenedores, los principales compradores netos de títulos emitidos por el Estado durante este período fueron las instituciones financieras nacionales distintas de las entidades de crédito. Destacaron, en este sentido, las operaciones llevadas a cabo por el Banco de España, que, en el contexto del programa de compra de activos del Eurosistema, continuó realizando elevadas adquisiciones de deuda pública en el mercado secundario, y, en menor medida, las efectuadas por los no residentes. En cambio, las entidades de crédito, los hogares y las sociedades no financieras disminuyeron sus tenencias de estos instrumentos.

Por otro lado, cabe señalar que, el pasado 2 de diciembre, el Gobierno dio inicio al ciclo de elaboración de los Presupuestos Generales del Estado para el año próximo con la remisión al Parlamento de los objetivos de estabilidad presupuestaria para 2017-2019, el cuadro macroeconómico para dicho período y la aprobación del techo de gasto del Estado para 2017. Los objetivos para el conjunto de las AAPP y para sus subsectores se han fijado, de forma coherente con la senda de reducción del déficit establecida el pasado 8 de agosto por el Consejo de la Unión Europea, en el 4,6 %, 3,1 %, 2,2 % y 1,3 % del PIB para el período 2016-2019. Por su parte, el límite de gasto no financiero del Estado para 2017 se ha fijado en 118.337 millones de euros.

En este contexto, el Consejo de Ministros también aprobó un conjunto de medidas extraordinarias de carácter tributario (Real Decreto-ley 3/2016, de 2 de diciembre), validado por el Parlamento el 15 de diciembre, con el propósito de garantizar que la previsión oficial de ingresos públicos en 2017 sea compatible con los objetivos de déficit público y el techo de gasto. Entre estas medidas cabe destacar la modificación en materia del impuesto sobre so-

ciedades para ampliar su base fiscal, con un impacto recaudatorio estimado por el Gobierno en 4.650 millones de euros. En particular, se limita la compensación de pérdidas de ejercicios anteriores a las empresas con una facturación superior a 20 millones de euros, y se les restringe la aplicación de deducciones por doble imposición, mientras que se establece la no deducibilidad de las pérdidas de participaciones en entidades residentes y no residentes. En segundo lugar, en lo que respecta a impuestos especiales, se incrementa el tipo impositivo sobre las bebidas alcohólicas en un 5 %, y en el impuesto sobre las labores del tabaco aumenta el peso del componente específico frente al *ad valorem*, acercándolo al nivel de imposición medio europeo, mientras que se anuncia la creación a lo largo de 2017 de un impuesto sobre las bebidas azucaradas. En tercer lugar, se incrementa en un 3 % el tope máximo y las bases máximas de cotización en el sistema de la Seguridad Social. Finalmente, se adoptaron diversas medidas destinadas a intensificar la lucha contra el fraude y a mejorar la gestión tributaria.

Por último, cabe mencionar que el 9 de diciembre el Gobierno remitió a la Comisión Europea una actualización del Plan Presupuestario de las AAPP para el año 2017, que incorpora una previsión completa de los ingresos y gastos públicos para el próximo año, coherente con las líneas generales de los proyectos de presupuestos de las distintas Administraciones y con el nuevo cuadro macroeconómico. En particular, el Plan Presupuestario recoge las actuaciones correctivas en el ámbito tributario descritas en el párrafo anterior. Dichas actuaciones, que no habían sido incorporadas al último ejercicio de previsiones publicado por el Banco de España<sup>4</sup>, al no estar aprobadas en el momento del cierre de aquél, deberían contribuir a una reducción apreciable del déficit público en 2017, cuyo objetivo se sitúa en el 3,1 % del PIB.

---

4 Las proyecciones pueden ser consultadas en este [enlace](#).

En la primera mitad de 2016, el saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) neta de la economía española se incrementó ligeramente (en 2,4 mm de euros), aunque en relación con el PIB su peso se redujo 1,4 pp, hasta el 88,5 %, gracias al avance del producto (véase gráfico 1 de este recuadro y gráfico 16 del texto principal). El leve incremento que presentó el saldo deudor de la PII neta fue el resultado del aumento ligado a los cambios de valoración de los activos y pasivos frente a no residentes —propiciados por los movimientos en sus precios y en los tipos de cambio<sup>1</sup>— y a otros ajustes<sup>2</sup>, que más que compensó el descenso asociado al saldo positivo que, en línea con la capacidad de financiación de la nación, presentaron las operaciones financieras netas (2,8 mm).

El desglose entre activos y pasivos evidencia que, excluyendo los derivados financieros entre enero y junio de 2016, los residentes volvieron a adquirir, en términos netos, un volumen elevado de activos foráneos, lo que, unido a cambios de valoración y otras variaciones de volumen negativas pero de escasa cuantía, resultó en un incremento de los saldos activos frente al resto del mundo equivalente al 9,1 % del PIB del primer semestre (véase gráfico 2). También fue positiva, pero menos cuantiosa, la inversión neta de los no residentes en la economía española (excluyendo al Banco de España), de forma que el saldo positivo de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, excluido el banco central, superó ampliamente el superávit de la cuenta corriente y de capital, lo que se reflejó en un importe muy negativo del saldo de las operaciones financieras netas del Banco de España con el exterior (del -7,7 % del PIB del semestre) (véanse gráficos 2 y 3). Esta evolución ha continuado estando condicionada por la política de expansión cuantitativa del BCE, que ha generado un exceso de liquidez dentro de la UEM, propiciando flujos financieros entre los países del área<sup>3</sup>. En línea con lo observado para los activos, los movimientos en los precios de los instrumentos financieros y en los tipos de cambio tuvieron, en conjunto, un impacto negativo (aunque reducido) sobre las valoraciones de los pasivos frente a no residentes. En términos netos, los derivados financieros también contribuyeron a un crecimiento de la PII, fundamentalmente por efectos valoración.

El desglose por sector institucional muestra que la disminución del saldo deudor de la PII neta en relación con el PIB fue el resultado

de la reducción de las posiciones deudoras netas de las instituciones financieras monetarias distintas del Banco de España y de los otros sectores residentes, en línea con la capacidad de financiación que mantiene el conjunto del sector privado residente, que más que compensó el incremento (de 3,4 pp) del saldo deudor neto del Banco de España, en un contexto en que el de las AAPP apenas varió (véase gráfico 16 del texto principal). Excluyendo al Banco de España, estos pasivos disminuyeron de forma más acusada (4,8 pp, hasta el 74,5 % del PIB).

Por su parte, el desglose por categoría funcional refleja que, excluyendo al Banco de España, todas las rúbricas contribuyeron a la reducción de la posición deudora neta de la economía española en el primer semestre (véase gráfico 4). Así, el saldo deudor neto en forma de inversión directa se redujo en 0,4 pp, hasta el 4,4 % del PIB, el relativo a la inversión en cartera en 3,9 pp, hasta el 52,3 % del PIB, y el asociado a la otra inversión en 1 pp, hasta el 17 % del PIB<sup>4</sup>. Dentro de las inversiones directas, destaca el aumento del saldo de activos exteriores de los residentes (y, en concreto, de los sectores no financieros) en forma tanto de acciones y otras participaciones como de títulos de deuda, que fue algo superior al que presentaron los pasivos frente a los no residentes. Respecto a la inversión en cartera, la caída del saldo de activos exteriores de los agentes residentes fue más que compensada por la reducción de sus pasivos frente al resto del mundo. El detalle por sectores evidencia, en todo caso, una evolución heterogénea. En concreto, por un lado, las tenencias de los no residentes de activos emitidos por las instituciones financieras monetarias y, en menor medida, por los otros sectores residentes volvieron a reducirse, lo que está en línea con el proceso de desendeudamiento en el que están inmersos. Por el contrario, las tenencias de deuda pública por parte de no residentes aumentaron, si bien el incremento fue más moderado que en años anteriores, en un contexto en el que, en el marco de su programa de compra de activos, el Eurosystem continuó adquiriendo este tipo de títulos. Por último, el descenso de la posición deudora neta en otras inversiones obedeció tanto al aumento del saldo de activos en el exterior de los residentes como al descenso de los pasivos nacionales en manos del resto del mundo.

Para valorar mejor el grado de vulnerabilidad asociada a la posición internacional de la economía española resulta útil complementar la información de la PII con otros indicadores, como el volumen de la deuda externa bruta (que incluye únicamente los pasivos que generan obligaciones de pago, que en España suponen alrededor del 75 % del total)<sup>5</sup>. La deuda externa bruta se incrementó en 3 pp, hasta el 171,4 % del PIB entre diciembre de 2015 y junio de 2016, ya que el aumento de la deuda externa del Banco

1 Concretamente, como se comenta en el siguiente párrafo, se observó una reducción en el valor de los activos y los pasivos frente al resto del mundo (así como también un incremento de la posición deudora neta en derivados ligada en gran medida a efectos valoración). Estas caídas se debieron tanto a las variaciones de los precios de los diversos instrumentos financieros como, sobre todo en el caso de los activos, los movimientos en los tipos de cambio del euro frente a otras monedas.

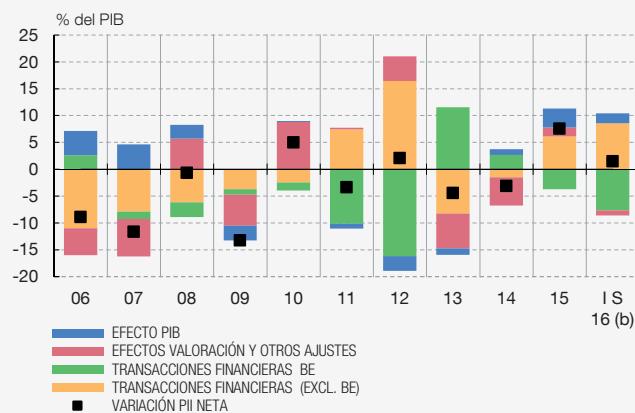
2 Se engloban aquí los otros cambios de volumen.

3 En particular, la liquidez generada en España con las medidas de expansión cuantitativa del BCE se ha canalizado en buena medida hacia el exterior. Así, desde finales de 2014 la adquisición neta de activos exteriores por parte de los agentes residentes se ha incrementado, mientras que los flujos pasivos netos frente al resto del mundo, excluyendo el Banco de España, se han reducido. Para más detalle, véase el artículo «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosystem y la cuenta financiera», Banco de España, *Boletín económico*, abril, 2016.

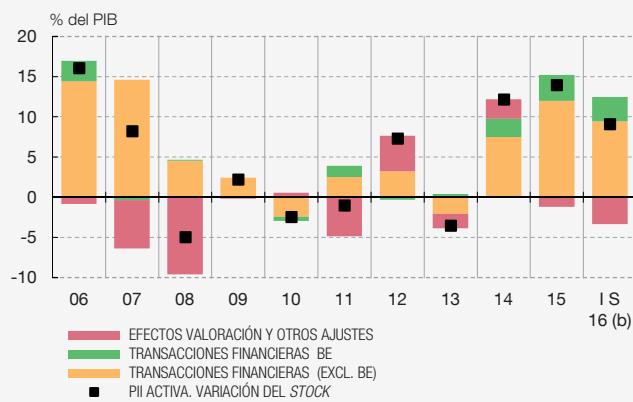
4 El saldo deudor neto de las posiciones en derivados financieros se incrementó ligeramente en ese período, pasando del 0,2 % al 0,8 % del PIB.

5 La deuda externa de un país comprende los saldos de todos los pasivos frente a no residentes que impliquen la realización futura de pagos por amortización de principal, por intereses o por ambos (todos los instrumentos financieros, excepto las participaciones en el capital y los derivados financieros).

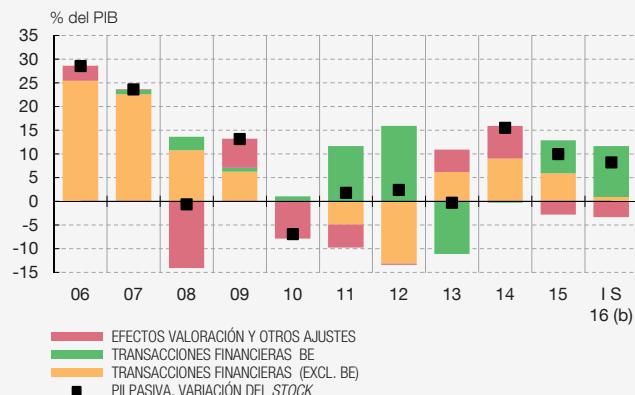
**Gráfico 1**  
DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII NETA (a)



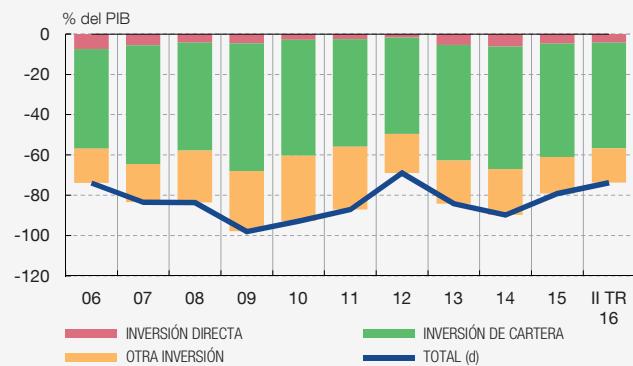
**Gráfico 2**  
DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES (c)



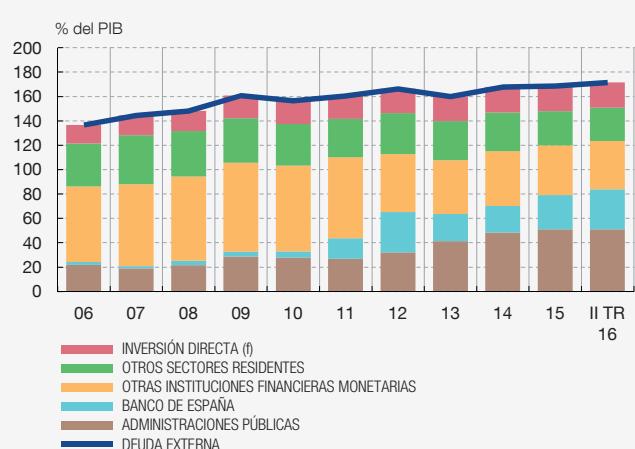
**Gráfico 3**  
DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LOS PASIVOS EXTERIORES (c)



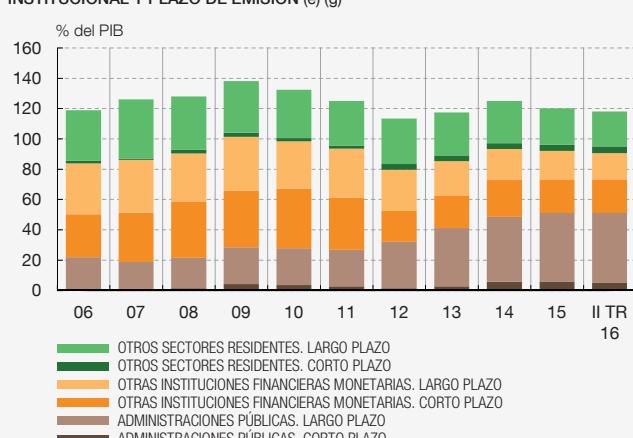
**Gráfico 4**  
PII NETA (a). DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES



**Gráfico 5**  
DEUDA EXTERNA BRUTA (e). DESGLOSE POR SECTORES



**Gráfico 6**  
ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (e) (g)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b Variación acumulada entre enero y junio de 2016. En los gráficos 2 y 3, el PIB corresponde al del primer semestre.
- c Excluidos derivados financieros.
- d Excluidos Banco de España y la posición neta en derivados.
- e La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros, a excepción de los fondos propios y los derivados financieros).
- f Incluye solo inversión directa en la forma de deuda.
- g Excluyendo al Banco de España y la inversión directa en forma de deuda.

de España (de 4,9 pp, hasta el 32,8 % del PIB) fue superior al retroceso de la correspondiente al resto de sectores (véase gráfico 5). La de las otras instituciones financieras distintas del Banco de España y la de los otros sectores residentes se redujeron, durante el mismo período, en 1,3 pp y en 0,7 pp en relación con el PIB, hasta el 39,6 % y el 27,4 %, respectivamente<sup>6</sup>. En contraposición, la de las AAPP se incrementó algo menos de un 2 %, en línea con el avance del producto, por lo que su peso en relación al PIB apenas varió, manteniéndose cercano al 51 %. Por otra parte, el desglose por plazos de emisión sigue evidenciando un peso elevado de los pasivos a largo plazo (casi un 75 % del total, excluyendo los

del Banco de España) (véase gráfico 6), que normalmente conllevan menores riesgos de refinanciación.

A futuro, el todavía elevado nivel de la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo supone un importante elemento de vulnerabilidad, en la medida en que las cuantiosas necesidades de refinanciación que dicha posición genera exponen a esta economía a eventuales vaivenes en los mercados internacionales. Esta circunstancia subraya la importancia de continuar la senda actual de reducción de la posición deudora internacional, para lo cual resulta necesario obtener superávits externos de manera recurrente y perseverar en las ganancias competitivas que los hacen posible.

<sup>6</sup> Excluyendo la inversión directa en forma de instrumentos de deuda.

---

El BCE hizo públicos el pasado 30 de noviembre los resultados de la decimoquinta edición de la Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que comprende el período entre abril y septiembre de 2016. En ella se pregunta a las empresas –pymes, fundamentalmente– sobre la marcha, en los últimos seis meses, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa, de la disponibilidad de fondos y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran que, en conjunto, su situación económica ha continuado mejorando. Así, el número de empresas que declararon un aumento de las ventas volvió a superar claramente al de las

que señalaron lo contrario, siendo la diferencia relativa entre ambos grupos (porcentaje neto) del 19 %, magnitud similar a la observada en la UEM y 1 pp menor que la registrada en los seis meses anteriores (véase gráfico 1). En términos de los beneficios, la evolución fue algo menos favorable, debido al aumento de los costes, tanto laborales como de otro tipo, circunstancia reportada por una proporción neta elevada de la muestra (37 % y 36 %, respectivamente, frente al 44 % y 37 % en la UEM). De este modo, el porcentaje de las que informaron de un incremento de las ganancias apenas superó en 2 pp al de las que contestaron lo contrario, registro similar al de seis meses antes. En el área del euro, el porcentaje de pymes cuyos beneficios aumentaron fue igual al de aquellas en las que disminuyeron. Asimismo, de acuerdo con los resultados de la encuesta, el proceso de desendeudamiento de las pymes españolas habría continuado en el

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

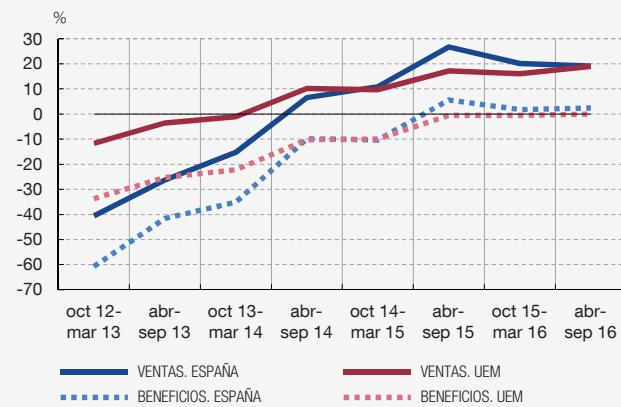


Gráfico 2  
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



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

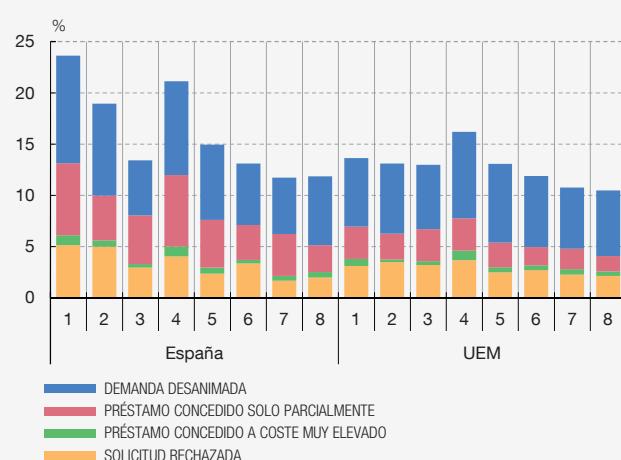
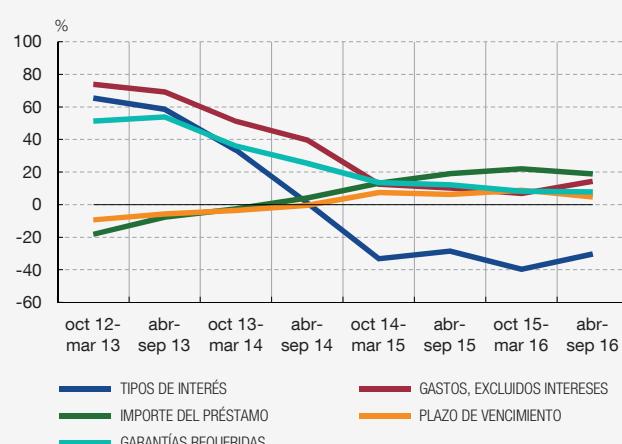


Gráfico 4  
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (a)



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 de 2012-marzo de 2013 y el «8» al período abril-septiembre de 2016. Este indicador recoge la proporción de sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada).

período más reciente. Así, la proporción neta de estas empresas que señalaron un descenso de su ratio de endeudamiento (medido como el cociente entre el total de deudas y los activos) fue del 8 %, 1 pp menos que el de la encuesta previa y en línea con lo observado en la UEM.

Por su parte, el porcentaje de pymes españolas que señaló el acceso a la financiación externa como el principal problema para la marcha de su actividad volvió a descender y continuó siendo, de entre todos los incluidos en la pregunta, el citado por un menor número de compañías (un 9 % de ellas, valor similar al de la UEM y el menor porcentaje registrado desde el comienzo de la encuesta en 2009). La falta de clientes fue la preocupación más señalada por estas empresas (indicada por un 31 % de ellas), seguida de la competencia (18 %).

En este contexto, las necesidades de financiación bancaria de las pymes españolas descendieron, en términos netos, para un 3 % de estas empresas, frente al incremento del 2 % registrado seis meses antes y al ascenso del 1 % observado en el total de la UEM en este segmento. En línea con estos resultados, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios disminuyó unos 2 pp, hasta situarse en un 30 %, cifra similar a la registrada en la UEM (29 %).

Por su parte, la disponibilidad de financiación bancaria continuó mejorando (véase gráfico 2). Así, en términos netos, el 26 % de las pymes españolas informó de una mejoría en este aspecto, 4 pp menos que en la edición anterior y 15 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM. Además, las pymes percibieron una evolución positiva en la mayoría de factores que afectan a la oferta crediticia. En concreto, en términos netos, el 32 % de empresas informó de una mayor disposición de las entidades a otorgar préstamos (7 pp menos que en la edición previa) y el 16 % indicó una mejoría de las perspectivas económicas generales (valor similar a los registrados seis meses antes).

En cambio, el porcentaje de pymes cuyas peticiones de financiación fueron rechazadas aumentó 2 pp respecto a seis meses antes, situándose en el 7 %, cifra idéntica a la registrada en el conjunto de la UEM. Cuando se considera un indicador más amplio

de obstáculos para obtener préstamos bancarios<sup>1</sup>, las dificultades afectaron a un 12 % de estas compañías, dato ligeramente superior al de la UEM (11 %) y similar al registrado en la edición anterior (véase gráfico 3).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje neto de pymes españolas que informaron de un descenso en los tipos de interés fue positivo, por cuarto semestre consecutivo, y elevado (30 %, 10 pp menos que la edición anterior) (véase gráfico 4). Así, el tipo de interés medio aplicado a estas compañías en líneas de crédito o descubiertos bancarios descendió 50 pb, hasta el 3,5 %. Por otro lado, la proporción neta de empresas que señaló un aumento en la cuantía de los préstamos y una extensión de su plazo de vencimiento siguió siendo positiva (19 % y 5 %, respectivamente). En cambio, estas empresas continuaron percibiendo un endurecimiento de las garantías requeridas (8 %), así como de otras condiciones de los préstamos, tales como comisiones (14 %).

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre abril y septiembre de 2016, el acceso de las pymes españolas a la financiación externa siguió mejorando, de modo que este aspecto fue declarado como el principal problema solo por parte de un número reducido de compañías, mientras que encontrar clientes continuó siendo la preocupación fundamental de una mayoría de ellas. En un contexto de progresivo fortalecimiento de su situación patrimonial y de ligero descenso de sus necesidades de financiación bancaria, estas empresas señalaron, en conjunto, que durante dicho período detectaron un incremento en la disponibilidad de crédito, que estuvo acompañado de una percepción de una mayor disposición de las entidades a conceder préstamos en condiciones de financiación más favorables y de una mejoría de las perspectivas económicas generales. Finalmente, de acuerdo con los resultados de la encuesta, las pymes de nuestro país preveían que la disponibilidad de crédito bancario evolucionaría favorablemente entre octubre de 2016 y marzo de 2017.

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

## 2 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

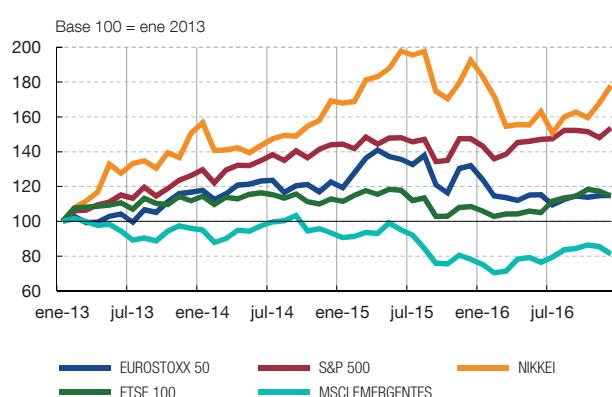
### 2.1 Entorno exterior del área del euro

En los últimos tres meses, el contexto económico y financiero internacional ha venido marcado por las elecciones presidenciales y legislativas en Estados Unidos y por el acuerdo alcanzado por los países de la OPEP para recortar su producción de petróleo, ampliado posteriormente a los productores no OPEP. En las semanas previas a la cita electoral en Estados Unidos, la volatilidad en los mercados internacionales fue incrementándose a medida que aumentaba la incertidumbre sobre su desenlace. Sin embargo, en los días que siguieron a la inesperada victoria del candidato republicano los mercados financieros de las economías avanzadas, y en particular las bolsas, mostraron un comportamiento favorable, igualmente inesperado. Asimismo, se consolidó la tendencia a la apreciación del dólar y se intensificó el ascenso de los tipos de interés de largo plazo en las economías avanzadas, y particularmente en Estados Unidos. En los mercados de materias primas, el acuerdo de los países de la OPEP llevó a un significativo incremento del precio del petróleo. A su vez, las cifras de PIB del tercer trimestre han reflejado, en general, crecimientos mayores que los esperados en las economías avanzadas, que han tendido a consolidarse en el cuarto de acuerdo con la información más reciente; en las economías emergentes, sin embargo, no se aprecia un patrón definido. En el último trimestre, la inflación se incrementó en las economías avanzadas, permaneciendo todavía en valores reducidos. Además, se apreció un repunte de las expectativas de inflación.

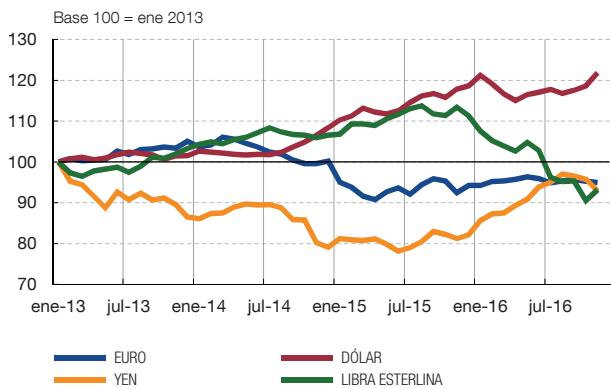
La reacción de los mercados financieros al resultado de las elecciones en Estados Unidos sería coherente con un escenario de mayor expansión fiscal y de menor regulación financiera en ese país, en línea con algunas de las propuestas que formaban parte de la oferta electoral del candidato electo. Por el contrario, los inversores parecen asignar una menor probabilidad a la implementación de otros anuncios electorales, más controvertidos, como el mayor proteccionismo comercial o la expulsión de los inmigrantes sin papeles. Esta lectura parcial se ha traducido en una tendencia al alza de los índices bursátiles —más acusada en los sectores que se verían más beneficiados por el cambio en la política económica—, un aumento de los tipos de interés a largo plazo y el fortalecimiento del dólar (véase recuadro 1). Los desarrollos en Estados Unidos se trasladaron al resto de economías avanzadas, con subidas de la renta variable e incrementos de los tipos de interés a largo plazo. El ascenso del Nikkei ha sido más fuerte, por la depreciación del yen, mientras que la subida de las bolsas en la zona del euro y en el Reino Unido ha sido más moderada.

La reacción de los mercados emergentes al resultado electoral en Estados Unidos fue desfavorable, apreciándose un mayor deterioro en los países que podrían verse más afectados por un cambio de orientación en la política económica de Estados Unidos y en aquellos más ligados al ciclo de tipos de interés de ese país o con mayor dependencia de la financiación exterior. Así, el diferencial soberano medio para las economías emergentes ascendió 53 puntos básicos (pb) en apenas cuatro días, con aumentos por encima de la media en México, Brasil y Turquía. Los movimientos bursátiles reflejaron el mismo patrón, con descensos en las bolsas latinoamericanas más acusados, incluso, que tras el estallido de la crisis de 2008. Asimismo, se registraron fuertes depreciaciones, especialmente del peso mexicano, e intensas salidas de capitales en las tres primeras semanas, que se atenuaron posteriormente. Por su parte, los exportadores de petróleo, como Rusia, experimentaron una evolución favorable en los mercados financieros tras el acuerdo de la OPEP.

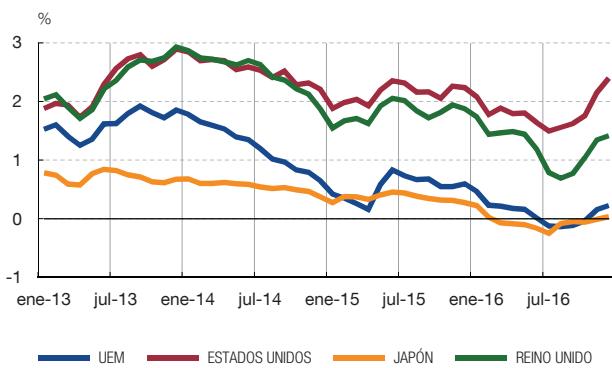
## 1 ÍNDICES BURSÁTILES



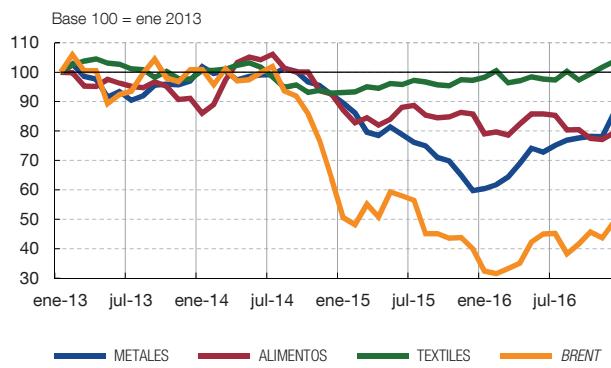
## 2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



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



## 4 MATERIAS PRIMAS

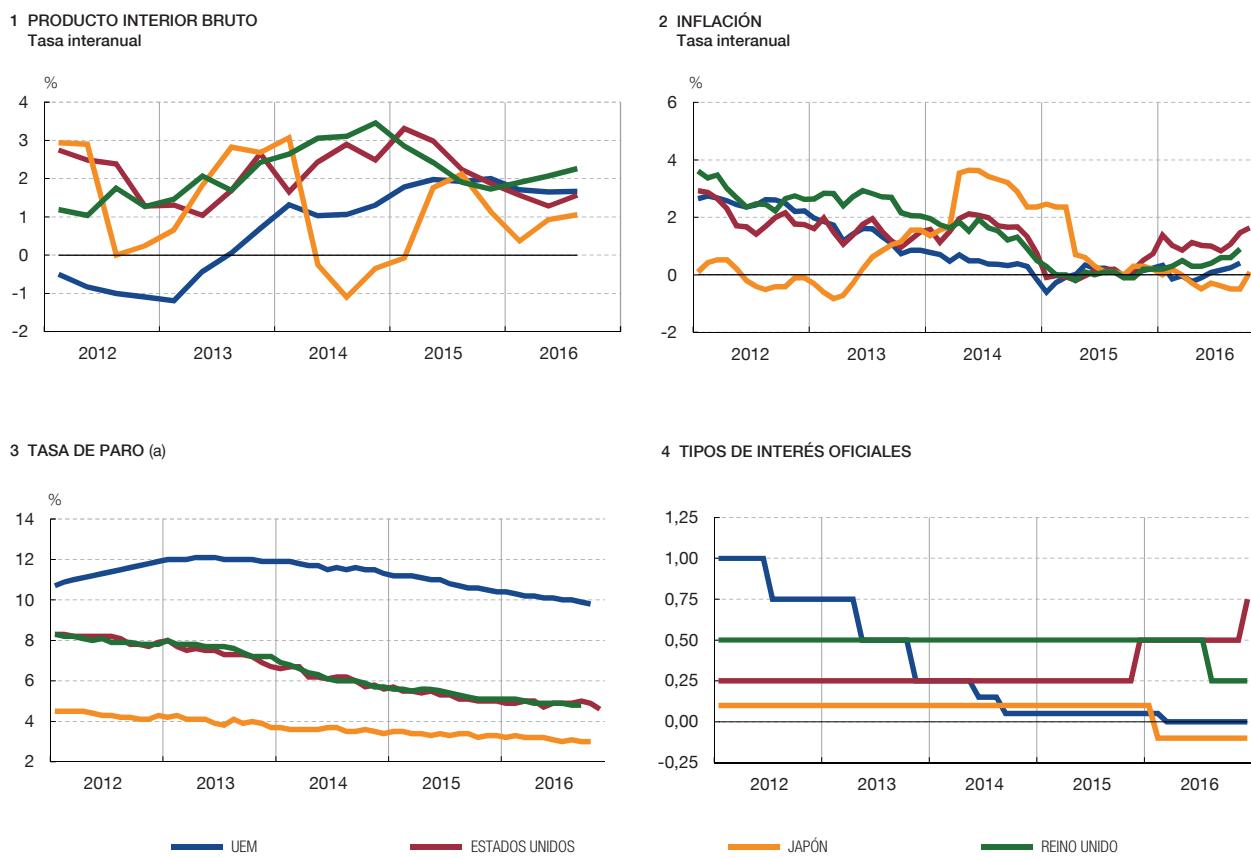


FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Rendimientos de la deuda pública a diez años.

El índice agregado de las materias primas aumentó un 5,9 % en el último trimestre, en un contexto de recuperación de los metales industriales (15,2 %) y del petróleo (19,7 %), mientras que los alimentos se han mantenido relativamente estables en este período (1,5 %). El ascenso de los precios de los metales industriales puede explicarse, en parte, por la resistencia de la demanda china y por las expectativas de aumento de la inversión en Estados Unidos. Por su parte, el aumento del precio del petróleo respondió al acuerdo alcanzado, en la reunión de noviembre, para recortar la producción de los miembros de la OPEP en 1,2 millones de barriles diarios (mbd). Otros países no miembros de la OPEP (como Rusia y México) se sumaron al pacto y contribuirán con una reducción de 0,56 mbd adicionales. En conjunto, estos compromisos suponen un recorte del 1,9 % de la oferta mundial de petróleo, aproximadamente.

La evolución de la actividad en las economías avanzadas de fuera del área del euro sorprendió favorablemente en el tercer trimestre de 2016. En Estados Unidos, el PIB creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,2 %, por encima de lo esperado, impulsado sobre todo por el consumo privado, que tuvo una contribución positiva de 1,9 pp; a lo largo del próximo año, se anticipa un efecto positivo del estímulo fiscal sobre el nivel de actividad. En el Reino Unido, el crecimiento del PIB del tercer trimestre (0,5 % intertrimestral) se redujo en dos décimas respecto al del trimestre anterior, pero fue superior a lo anticipado, reflejando una incidencia reducida, en el corto plazo, del resultado del referéndum favorable



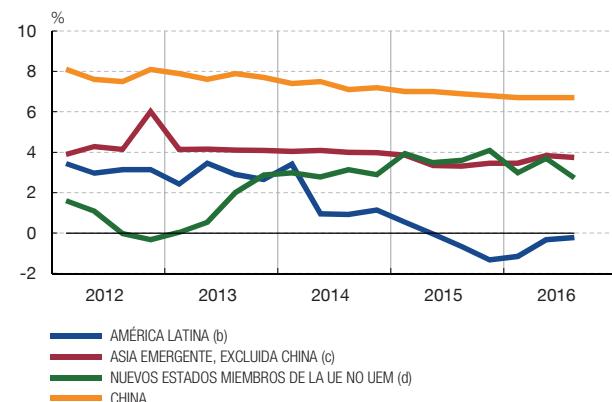
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

a la salida de este país de la UE. En Japón, el crecimiento del PIB se situó en el 1,3 % intertrimestral anualizado en el tercer trimestre, consolidándose la recuperación iniciada en el primer trimestre. Por su parte, las tasas de inflación en las economías avanzadas se incrementaron levemente a lo largo del trimestre. Tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido, la inflación repuntó dos décimas en noviembre con respecto a la de septiembre, situándose en el 1,7 % y en el 1,2 %, respectivamente, si bien en ambos casos la tasa subyacente retrocedió una décima, hasta el 2,1 % y el 1,4 %, respectivamente. En Japón, el IPC repuntó seis décimas, hasta alcanzar el 0,1 % en octubre (dos décimas, hasta el 0,2 %, en el caso de la subyacente). Las expectativas de inflación de largo plazo a uno y cinco años también se han incrementado en estas tres economías. Como se esperaba, la Reserva Federal decidió elevar 25 pb el intervalo objetivo del tipo de interés de los fondos federales (hasta el 0,50 %-0,75 %), el segundo incremento desde el mínimo establecido en 2008, tras el adoptado en diciembre de 2015. De las proyecciones del FOMC, destaca la mayor rapidez de las subidas de tipos oficiales esperadas en 2017, así como la ligera elevación del tipo de interés neutral.

Entre las economías emergentes, se apreció una cierta heterogeneidad en la evolución de la actividad en los meses de verano. En China, las medidas de apoyo gubernamentales ayudaron a sostener el crecimiento, que se mantuvo por tercer trimestre consecutivo en el 6,7 % interanual, mientras que en el resto de Asia emergente no se observó un patrón definido. La actividad económica en los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes

**1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO**  
Tasa interanual



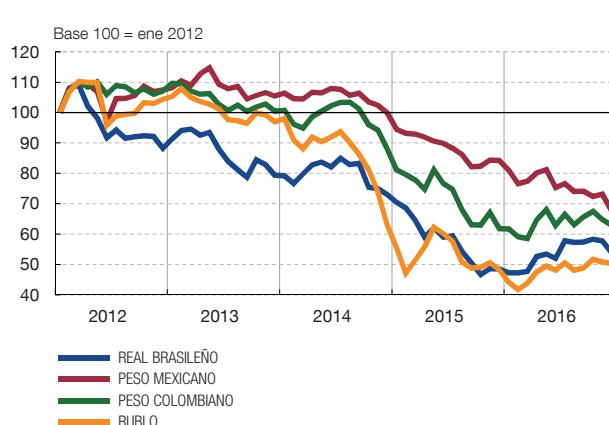
**2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)**



**3 PRECIOS DE CONSUMO**  
Tasa interanual



**4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (f)**



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

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

al área del euro mostró una desaceleración bastante generalizada, pero partiendo de tasas de crecimiento elevadas en el segundo trimestre. En Turquía, tras el fallido intento de golpe de estado de julio y los sucesivos atentados terroristas que perjudicaron significativamente al turismo, el PIB del tercer trimestre experimentó una fuerte contracción, registrando una tasa interanual del -1,8 %. En América Latina, el crecimiento trimestral del PIB fue del 0,1 %, frente al -0,2 % del trimestre anterior. Sin embargo, la evolución en términos intertrimestrales fue menos favorable; en particular, en Brasil el PIB registró un descenso del 0,8 %, la peor tasa del año 2016. Por su parte, la inflación ha descendido en América Latina al revertirse los factores climáticos que afectaban a la oferta de alimentos y trasladarse a los precios de los bienes comerciables la apreciación previa de sus tipos de cambio. La inflación se ha incrementado en los países de la UE no miembros de la Eurozona, aunque continúa en niveles muy reducidos. En un contexto de fuerte depreciación de sus monedas, tras las elecciones presidenciales y legislativas en Estados Unidos, los bancos

centrales de México y de Turquía elevaron sus tipos de interés de referencia. En cambio, el resto de bancos centrales de economías emergentes mantuvo, en líneas generales, la política monetaria, o incluso la relajó, como en los casos de Argentina y de Brasil. En este último país se aprobó una enmienda constitucional por la que se establece un techo para el gasto del Gobierno central.

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

La actividad económica en el área del euro podría haberse acelerado en los meses finales de 2016, según la información disponible, aún incompleta. Con todo, en el actual contexto caracterizado por una elevada incertidumbre económica y política, las bases que sustentan el crecimiento del área son aún frágiles y descansan en buena medida en la acción de la política monetaria, una vez desvanecidos los estímulos positivos procedentes de la caída del precio del petróleo y de la depreciación que registró el tipo de cambio efectivo del euro desde mediados de 2014. Este diagnóstico se ve reflejado en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Eurosistema publicado a comienzos de diciembre, que anticipa una senda de crecimiento estable y moderado para el conjunto del área, con tasas de aumento del producto del 1,7 % en 2016 y 2017, y del 1,6 % en 2018 y 2019. El ejercicio señala, además, que la inflación registrará un aumento significativo en 2017, pasando desde el 0,2 % en 2016 hasta el 1,3 % en 2017, en respuesta a la desaparición de los efectos base asociados a la pasada caída del precio de la energía, y continuará incrementándose posteriormente, si bien a un ritmo lento, hasta situarse en el 1,7 % en 2019.

Ante este escenario de crecimiento e inflación moderados, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en su reunión de principios de diciembre continuar el programa de compras de activos al ritmo actual de 80 mm de euros mensuales hasta finales de marzo de 2017, y ampliar su vigencia nueve meses más, a un ritmo mensual de compras de 60 mm de euros, hasta finales del año próximo y, en cualquier caso, hasta que la inflación retome una senda coherente con el objetivo de medio plazo de estabilidad de precios. También se decidió mantener inalterados los tipos de interés, confirmando que estos se mantendrán en los niveles actuales o más reducidos durante un período prolongado que excede el horizonte del programa de adquisiciones de activos. Dados los elevados niveles de incertidumbre existentes, el Consejo manifestó su disposición de aumentar el tamaño y/o la duración del programa en caso de que se produjese un empeoramiento de las perspectivas o un deterioro de las condiciones financieras que las hiciera incompatibles con el ajuste sostenido de la inflación hacia niveles coherentes con el objetivo. Además, el Consejo recordó la conveniencia de que las restantes políticas, estructurales y fiscales, contribuyan a apuntalar la recuperación económica, si bien el margen de maniobra disponible en el ámbito de la política fiscal es necesariamente limitado en el marco de gobernanza actual (véase recuadro 2).

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA

En el tercer trimestre de 2016, el producto en el área del euro creció a un ritmo intertrimestral del 0,3 %, similar al registrado en los meses previos, aunque se apreció un cambio notable en su composición (véase cuadro 2). Así, el avance de la demanda interna volvió a sustentarse en el crecimiento del consumo privado y en la robustez del consumo público, que habían experimentado cierta debilidad durante la primavera. En cambio, la formación bruta de capital fijo mantuvo un tono débil, lastreada por la caída de la inversión en equipo. Por su parte, la contribución neta del sector exterior fue ligeramente negativa, como resultado de un crecimiento casi nulo de las exportaciones, mientras que las importaciones se incrementaron a un ritmo moderado. Por países, el comportamiento fue muy heterogéneo. Así, España y Holanda mantuvieron tasas de crecimiento elevadas, apoyadas en la fortaleza del consumo privado. Por su parte, Alemania avanzó a un ritmo moderado, mientras que Italia y Francia recuperaron cierto pulso, tras el estancamiento del segundo trimestre.

	2015				2016			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)</b>								
Producto interior bruto	0,8	0,4	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	
<b>Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)</b>								
Demanda interna, excluidas existencias	0,7	0,3	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	
Variación de existencias	-0,1	-0,2	0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	
Demandada exterior neta	0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,0	-0,1	
<b>Otros indicadores</b>								
Tasa de paro	11,2	11,0	10,7	10,5	10,3	10,1	10,0	9,8
IAPC (tasa interanual)	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,4	0,6
IPSEBENE (tasa interanual)	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8

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

a Información disponible hasta el 16 de diciembre de 2016.

Los indicadores más recientes sugieren una aceleración de la actividad económica en el área del euro en los meses finales del año, aunque la información es todavía incompleta. Así, tanto los indicadores de confianza empresarial de la CE como las encuestas a los directores de compras (PMI) han registrado a lo largo del trimestre una notable mejora, particularmente en la industria y en menor medida en los servicios (véase gráfico 5). Del mismo modo, la confianza de los consumidores y las expectativas de creación de empleo recogidas en las encuestas de la CE continúan evolucionando de forma favorable. En el ámbito de la demanda exterior, tanto la valoración de la cartera de pedidos de exportación como las expectativas de exportación anticipan una aceleración de estas tras el estancamiento del tercer trimestre.

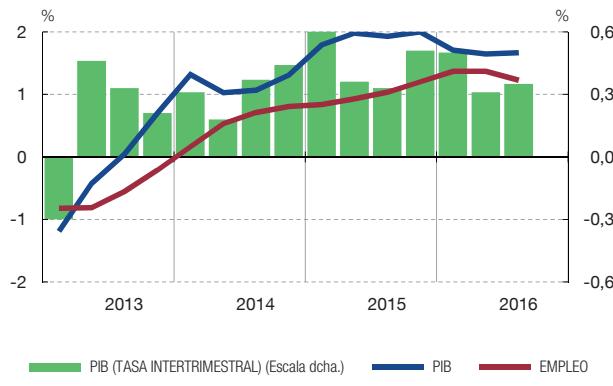
Los indicadores de carácter cuantitativo disponibles, que recogen información más retrasada, arrojan todavía resultados más dispares. Así, las ventas minoristas registraron un avance, frente a las tasas negativas de los dos meses anteriores, mientras que las matriculaciones retrocedieron. En el lado de la oferta, la producción industrial de octubre retrocedió un 0,1 % respecto a septiembre. Por último, la tasa de desempleo volvió a reducirse ligeramente, hasta situarse en el 9,8 % en octubre.

Pese a la mejoría de la actividad en los meses finales de 2016, más a medio plazo, una vez desaparecido el impulso positivo asociado a la caída del precio del petróleo, el crecimiento económico del área del euro depende crucialmente de la aceleración de la demanda externa, de fortaleza particularmente incierta por las dificultades para valorar el impacto del proceso de salida del Reino Unido de la UE y los efectos de posibles cambios en las políticas económicas en Estados Unidos. El último ejercicio de proyecciones del Eurosisistema anticipa, en este sentido, una senda de moderado aumento del producto —del 1,7 % en 2016 y 2017 y del 1,6 % en 2018 y 2019—, que estaría sujeta a riesgos a la baja procedentes no solo del entorno exterior, sino también de la creciente complejidad del panorama político europeo. En este contexto, la decisión a principios de diciembre por parte del Consejo de Gobierno del BCE de mantener el grado de acomodación que proporciona la política monetaria resulta esencial para apuntalar el crecimiento de la demanda interna y la mejora del mercado de trabajo.

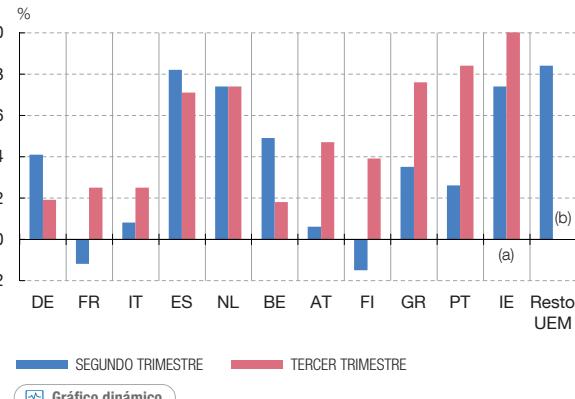
## UEM. INDICADORES DE ACTIVIDAD

GRÁFICO 5

### 1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO Tasa interanual



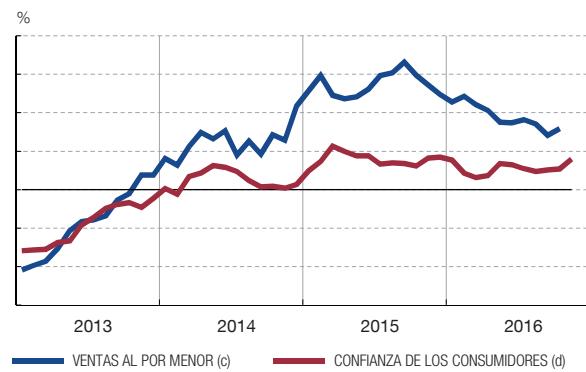
### 2 PIB POR PAÍSES Tasa intertrimestral



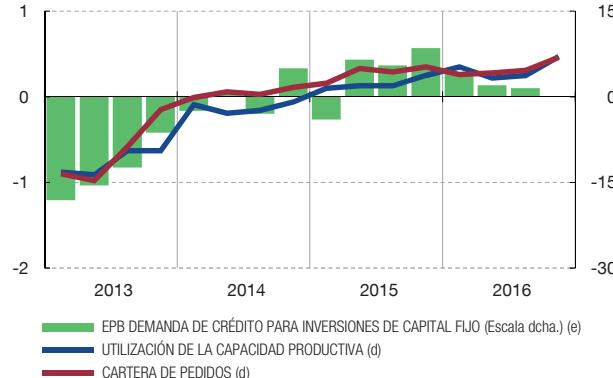
### 3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



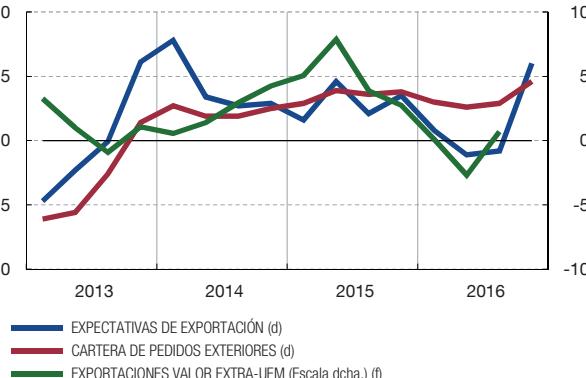
### 4 INDICADORES DE CONSUMO



### 5 INDICADORES DE INVERSIÓN



### 6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

- a Se limita la escala del eje para no distorsionar el gráfico con el dato de Irlanda del tercer trimestre, que es 4 %.
- b Dato no disponible para el tercer trimestre.
- c Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.
- d Series normalizadas para el período representado.
- e Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento × 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso × 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- f Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

Descargar

	2016		2017	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (diciembre de 2016)	1,7	0,2	1,7	1,3
Comisión Europea (noviembre de 2016)	1,7	0,3	1,5	1,4
Fondo Monetario Internacional (octubre de 2016)	1,7	0,3	1,5	1,1
OCDE (noviembre de 2016)	1,7	0,2	1,6	1,2
<i>Consensus Forecast</i> (diciembre de 2016)	1,6	0,2	1,4	1,3
Eurobarómetro (noviembre de 2016)	1,6	0,3	1,3	1,3

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

En el ámbito de los precios, la inflación mantuvo su trayectoria ascendente, situándose en el 0,6 % en noviembre, según la estimación preliminar. Como en los meses previos, este incremento se debe a la menor contracción del componente energético, sin que se aprecie un cambio de tendencia en los componentes más estables de la inflación: en el contexto de notable moderación salarial. De hecho, la inflación subyacente permanece estabilizada en tasas próximas al 0,7 %-0,8 % desde la primera mitad de 2015. En este sentido, las últimas proyecciones del BCE anticipan una notable recuperación de la tasa de inflación desde el 0,2 % en que se situaría en promedio en 2016 hasta el 1,3 % en 2017, seguida de una gradual aceleración hasta el 1,5 % y 1,7 % en 2018 y 2019, respectivamente. El aumento reciente de los precios del petróleo observado tras el acuerdo de contención de la oferta de la OPEP plantea un riesgo al alza en este escenario, que, de confirmarse, implicaría un repunte significativo del componente energético de la inflación en los próximos meses.

En noviembre, la CE dio a conocer las prioridades de política económica para 2017 en el marco del Semestre Europeo y concluyó su valoración de los borradores presupuestarios que los Estados miembros han elaborado para ese año. Asimismo, se publicó la edición anual del *Informe sobre el Mecanismo de Alerta del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico*.

En el ámbito fiscal, los borradores presupuestarios para 2017 proyectan una nueva reducción del déficit de las Administraciones Públicas del conjunto de la UEM hasta el 1,5 % del PIB, tras el 1,8 % estimado para 2016. La deuda pública también se reducirá en ese año, hasta situarse algo por encima del 90 % del PIB, tras alcanzar su valor máximo del 95 % en 2014. En términos estructurales, la CE estima una variación del saldo público próxima a cero, de modo que la contribución de la política fiscal al crecimiento será prácticamente nula en 2017. En ese sentido, la CE presentó una comunicación que aboga por la conveniencia de implementar una política fiscal más expansiva en el conjunto del área, cuyas implicaciones se detallan en el recuadro 2.

Según las conclusiones de la CE, refrendadas posteriormente por el Eurogrupo, el ejercicio de valoración de los borradores de planes presupuestarios de los países de la UEM sugiere que ocho países presentan riesgos de incumplimiento con los ajustes exigidos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) —Bélgica, Italia, Chipre, Lituania, Eslovenia y Finlandia, sujetos al brazo preventivo del Pacto, y España y Portugal, en el correctivo—, aunque en ningún caso de carácter grave. En contraste con la propuesta de la CE, el Eurogrupo recordó la necesidad de que los países sujetos al brazo preventivo adopten medidas de consolidación que aseguren su convergencia hacia sus objetivos de medio

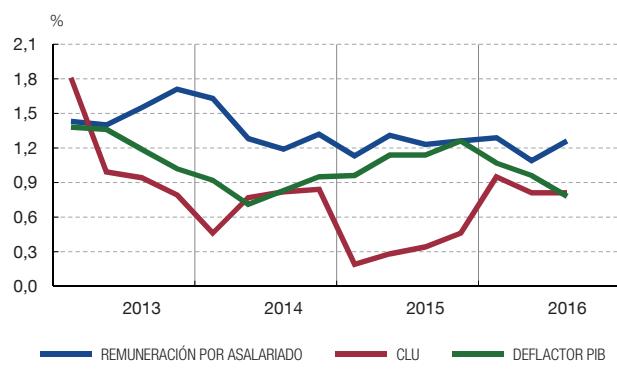
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



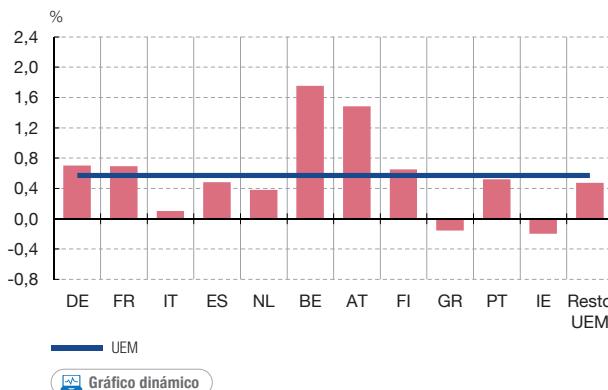
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL  
Noviembre de 2016



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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



plazo y el respeto a la regla de deuda, mientras que los países en el componente correctivo deberán tomar las medidas necesarias para asegurar la corrección duradera de sus déficits excesivos. Solo los países que presentan saldos estructurales superiores a su objetivo de medio plazo disponen de margen para implementar medidas fiscales que deberían ir orientadas a incrementar la inversión y el potencial de crecimiento de la economía. El Eurogrupo también señaló que existe margen para mejorar la calidad de las finanzas públicas mediante una reducción de la imposición sobre el trabajo y un mayor control del gasto. Otra cuestión importante en el ámbito de la gobernanza fiscal fue la aprobación por parte del ECOFIN de una nueva regla de gasto, que tiene como propósito valorar con mayor transparencia si los países han tomado o no acciones efectivas para corregir sus déficits excesivos y aumentar la coherencia entre el componente preventivo —que ya incorpora esa regla— y el correctivo.

Por su parte, el *Informe sobre el Mecanismo de Alerta del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico* prevé un nuevo aumento este año del ya de por sí elevado superávit por cuenta corriente del área. El informe considera que hay que realizar exámenes en profundidad a 12 Estados miembros de la UE (Alemania, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovenia,

España, Finlandia, Francia, Italia, Países Bajos, Portugal y Suecia). Por último, el informe señala que requieren vigilancia estrecha los países que, no habiéndoseles realizado exámenes en profundidad, presentan aumentos sostenidos en el precio de la vivienda (Dinamarca y Luxemburgo) o en los costes laborales (Estonia, Letonia y Lituania).

En el caso de Grecia, la vigilancia de sus desequilibrios se realiza en el marco de los programas de asistencia. En este sentido, el pasado 14 de diciembre el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) decidió dejar en suspenso las medidas de corto plazo de alivio de la deuda que se habían acordado previamente —consistentes en una contención de los pagos por intereses y una ampliación de los vencimientos de algunos préstamos oficiales—, al existir incertidumbre sobre si algunas medidas extraordinarias anunciadas por el Gobierno griego se encuentran en línea con los compromisos alcanzados en el marco del programa. Tampoco se pudo cerrar la segunda revisión del tercer programa, al no haberse producido avances suficientes para garantizar el cumplimiento de los compromisos fiscales y en materia de mercado de trabajo y de gobernanza de las entidades bancarias.

#### EVOLUCIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

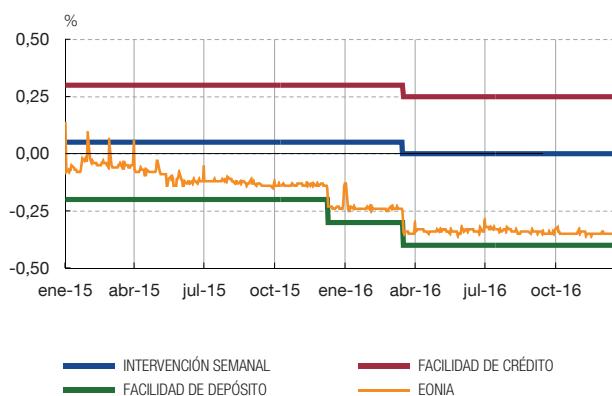
Los acontecimientos políticos —tanto externos como internos—, así como las perspectivas en torno al tono de la política monetaria, han marcado en buena medida el comportamiento de los mercados financieros en el área del euro este trimestre. Como se ha indicado en el epígrafe 2.1, las elecciones presidenciales en Estados Unidos del 8 de noviembre dieron lugar a un período relativamente pasajero de cierta inestabilidad financiera; primero, por la incertidumbre del resultado y, posteriormente, tras conocerse el resultado, por el previsible cambio de rumbo que podría producirse en ciertos ámbitos de la política estadounidense. Finalmente, la posibilidad de que la política fiscal en Estados Unidos pueda acabar adoptando un tono abiertamente expansivo ha sido el factor dominante sobre el comportamiento de los mercados financieros. En ese contexto, se han observado, como en otras áreas geográficas, subidas en los tipos de interés a largo plazo, una depreciación del euro frente al dólar y, a principios de diciembre, un repunte de las cotizaciones bursátiles, más acusado en el sector bancario. En paralelo, se ha registrado una reducción notable de las probabilidades de deflación, estimadas a partir de información basada en los mercados, hasta valores muy reducidos.

Las condiciones financieras en la zona del euro (en particular, las alzas más contenidas en los tipo de interés a largo plazo y la revalorización de las cotizaciones bursátiles a partir de diciembre) estuvieron también condicionadas por la decisión del Consejo de Gobierno del BCE del 8 de diciembre de extender los estímulos monetarios para conservar el grado de acomodación que proporciona la política monetaria (véase gráfico 7). En concreto, el Consejo mantuvo los tipos de interés de referencia en sus niveles actuales y manifestó su expectativa de que se mantendrán en estos niveles, o inferiores, durante un período prolongado, que superará con creces el horizonte de sus compras netas de activos bajo el programa de compra de activos APP. En relación con las medidas no convencionales desplegadas, el Consejo confirmó la vigencia del APP hasta marzo de 2017, con compras de activos por valor de 80 mm de euros netos mensuales, y decidió una extensión de nueve meses con adquisiciones de 60 mm de euros netos mensuales hasta diciembre de 2017 o más allá, si fuera necesario, hasta que el Consejo observe un ajuste sostenido de la senda de inflación coherente con su objetivo de medio plazo. Además, el Consejo expresó su disposición para aumentar el volumen y/o la duración del programa APP ante un deterioro del entorno macroeconómico o de las condiciones financieras que dificulte la consecución del objetivo de inflación. También se ajustaron algunos parámetros técnicos del programa con el objetivo de ampliar el universo de activos elegibles y garantizar de este modo un adecuado funcionamiento de aquel. En concreto, el Consejo redujo

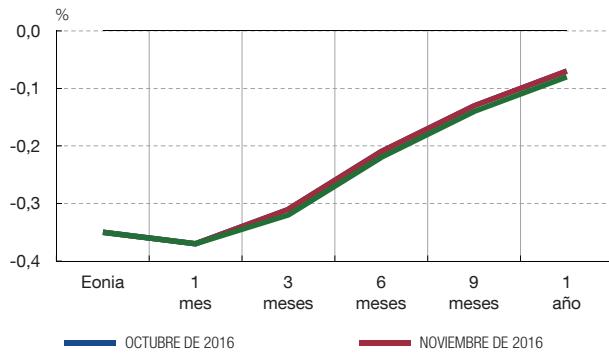
## TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y CONDICIONES FINANCIERAS

GRÁFICO 7

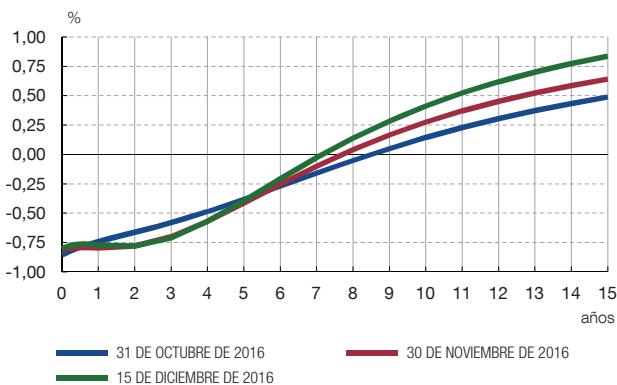
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



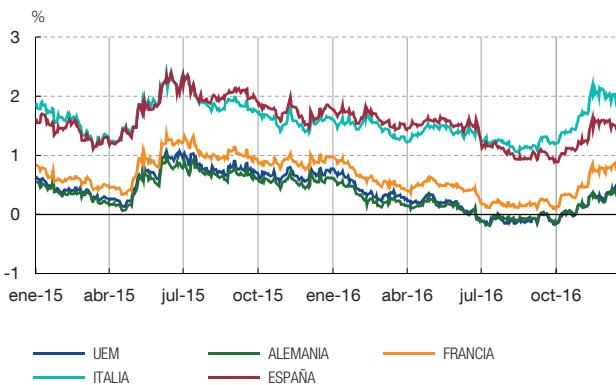
2 MERCADO INTERBANCARIO  
Media mensual



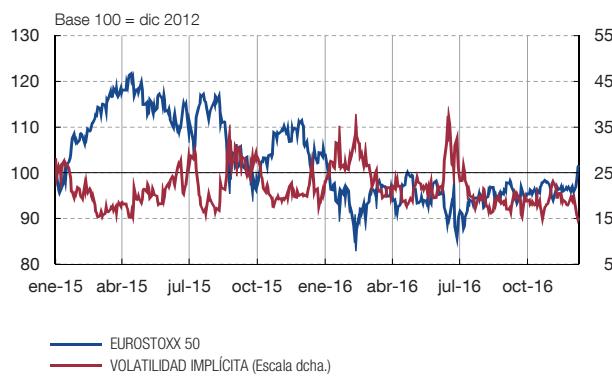
3 CURVA CUPÓN CERO (a)



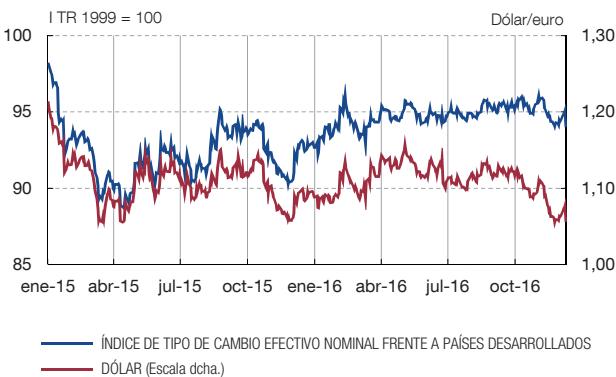
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



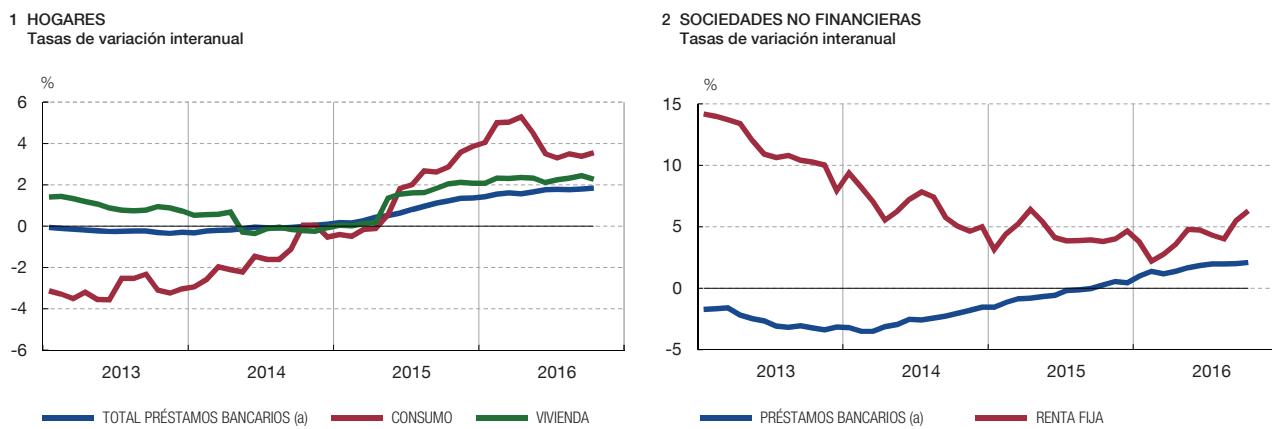
6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

de dos años a uno la vida residual mínima de los valores admisibles en el programa de compras de valores públicos (PSPP), y, en el contexto del APP, permitirá, en la medida en que fuera necesario, la adquisición de valores con rendimiento inferior al tipo de la facilidad de depósito. Por otra parte, en la tercera operación de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II) celebrada en diciembre se adjudicó un volumen bruto de liquidez de 62,2 mm de euros. El volumen neto inyectado ascendió a unos



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

48 mm, habida cuenta de la amortización voluntaria de unos 14 mm de euros correspondientes a la primera serie de operaciones TLTRO I

Los factores globales y la revisión de las expectativas de inflación tuvieron un importante reflejo en el mercado de deuda pública de la zona del euro. Desde principios de octubre, se produjo un aumento en los tipos de interés a largo plazo y en la pendiente de la curva de rendimientos, que, no obstante, fue más acotado que los observados en Estados Unidos, lo que contribuyó a un aumento del diferencial con el *Bund* a diez años hasta los 228 pb, nivel máximo en más de 27 años. Además, el rendimiento de los bonos alemanes a dos años alcanzó en los días inmediatamente anteriores a la fecha de cierre de este Boletín su mínimo histórico del -0,79 %. La rentabilidad de la deuda alemana a diez años volvió a terreno positivo, cotizando a fecha de cierre de este Boletín en el entorno de los 32 pb. Este incremento de los tipos de interés a largo plazo se extendió también a los mercados de bonos corporativos. Por su parte, los diferenciales soberanos dentro de la zona del euro tendieron a ampliarse, particularmente en el caso de Italia, donde llegaron a alcanzar los 190 pb con respecto al *Bund* alemán a diez años por la incertidumbre política que provocó el referéndum sobre la reforma constitucional y los problemas que arrastran algunos de sus bancos. La prima de riesgo de Grecia descendió de manera apreciable con el acuerdo alcanzado por parte del Eurogrupo y del Gobierno griego en cuanto a medidas de alivio de la deuda en el corto plazo, si bien la suspensión de este acuerdo tras la aprobación por parte del Gobierno griego de algunas medidas con impacto sobre las cuentas públicas provocó una reversión de esta tendencia.

Los mercados bursátiles, tras un período de relativa estabilidad, iniciaron en diciembre una marcada tendencia alcista, apoyados por factores internacionales y la prolongación del tono expansivo de la política monetaria en la zona del euro. El EUROSTOXX 50 experimentó una revalorización del 7,5 % desde principios de diciembre (y del 8,7 % en términos acumulados en el trimestre) que le acercó a los niveles del comienzo del año, siendo la mejora de las cotizaciones del sector bancario particularmente importante.

En los mercados de divisas, las oscilaciones estuvieron también marcadas por las perspectivas divergentes de las políticas económicas a ambos lados del Atlántico que se han

producido tras las elecciones en Estados Unidos. El euro experimentó una notable depreciación frente al dólar —de más de un 7%— desde el inicio de octubre, cotizando a fecha de cierre del Boletín en los 1,04 \$/€. También se produjo una apreciación de la libra esterlina frente al euro a raíz de la decisión judicial acerca de la necesidad de someter a votación en el Parlamento la invocación del artículo 50, que activa la salida de la Unión Europea. Estos movimientos vinieron contrarrestados por una notable apreciación del euro frente al yen, de más de un 8%. Con todo, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se depreció en torno al 1,8% a lo largo del trimestre.

Por último, en relación con los agregados monetarios y crediticios, los préstamos al sector privado mantuvieron su senda de recuperación gradual. En el caso de los concedidos a hogares, el ritmo de expansión se mantuvo en octubre en el 1,8% por quinto mes consecutivo, mientras que el ritmo de expansión interanual de los préstamos a empresas no financieras se elevó hasta el 2,1%. En cuanto a los agregados monetarios, la tasa interanual de M3 se desaceleró significativamente en octubre, situándose en el 4,4%, y continúa la tendencia de moderación de M1 (efectivo más depósitos a la vista), cuyo ritmo de expansión se situó por debajo del 8% interanual en octubre.

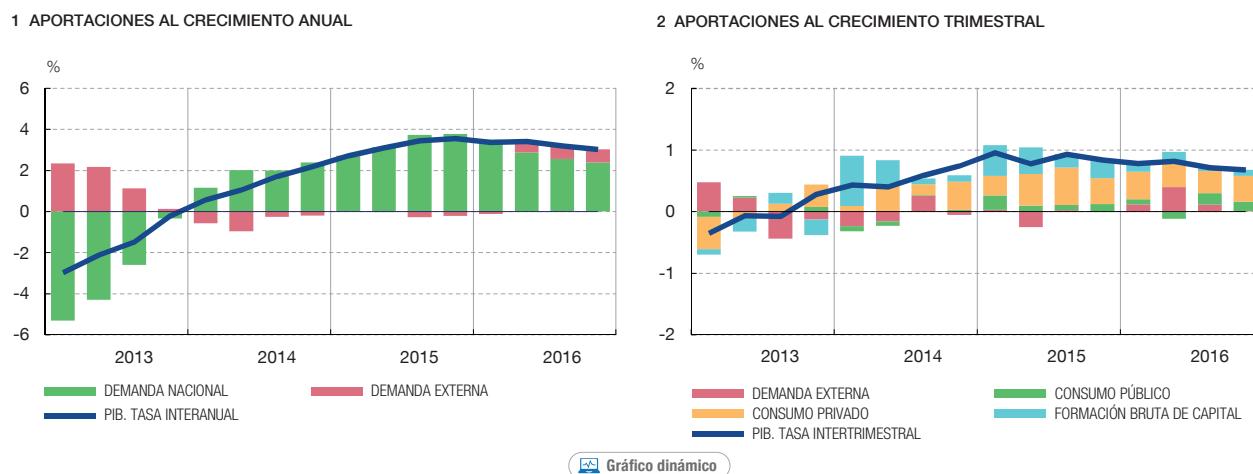
El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se moderó ligeramente en el tercer trimestre, hasta el 0,7 %, desde el 0,8 % registrado en el período abril-junio (véase gráfico 9). El avance del producto en el tercer trimestre se apoyó principalmente en la demanda interna, con una contribución positiva de 0,6 pp, algo más elevada que en el trimestre precedente. El mayor dinamismo de este agregado respondió al repunte del consumo público, que compensó la desaceleración observada en el resto de componentes. Así, el consumo privado suavizó ligeramente su ritmo de avance, al tiempo que los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo mostraron tasas de variación más contenidas que en el segundo trimestre. Por su parte, la demanda externa moderó sustancialmente su aportación positiva, hasta los 0,1 pp, en un contexto en que la desaceleración de las exportaciones fue mayor que la de las importaciones, tras el fuerte crecimiento de ambos flujos en el segundo trimestre. En tasa interanual, el PIB creció un 3,2 %, dos décimas menos que en el período comprendido entre abril y junio, mientras que el empleo aceleró una décima su ritmo de aumento, hasta el 2,9 %.

De acuerdo con la información coyuntural más reciente, el ritmo de expansión del PIB en el cuarto trimestre habría sido similar al 0,7 % observado en el trimestre precedente. El avance del producto continuaría sustentándose en la demanda nacional, con un dinamismo algo mayor del gasto privado. Por su parte, los indicadores disponibles referidos al sector exterior, todavía muy incompletos, apuntarían a una contribución neutral de la demanda externa. Por último, el empleo habría continuado avanzando en el cuarto trimestre a una tasa elevada, de alrededor del 0,7 %.

En la parte final del año, los precios de consumo han continuado su tendencia de aumento progresivo de su ritmo de avance, tras el retorno a tasas de variación interanual positivas observadas desde septiembre. Esta evolución es consecuencia de la aceleración de los precios energéticos. Entre los restantes componentes, las variaciones fueron relativamente reducidas, con una cierta aceleración en el caso de los precios de los servicios y una moderada ralentización de los correspondientes a alimentos y a los bienes industriales no energéticos. Dada esta evolución, el IPSEBENE mantuvo estable en el 0,8 % su ritmo de crecimiento interanual entre septiembre y noviembre, mientras que el IPC se aceleró cinco décimas en ese período, hasta el 0,7 %.

En el período más reciente, en los mercados financieros nacionales se ha elevado el coste de financiación de los agentes residentes a través de la emisión de valores de renta fija a largo plazo, en línea con la pauta observada en el resto de la UEM. De este modo, en la fecha de cierre de este informe, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años se situaba en el 1,4%, 55 pb más que a finales de septiembre, aumento más intenso que el registrado por la rentabilidad del bono alemán al mismo plazo, lo que se tradujo en un aumento del diferencial entre ambas referencias de 8 pb, hasta situarse en los 112 pb (véase gráfico 10). En cambio, en el mercado interbancario los tipos de interés apenas variaron, por lo que se mantuvieron en registros negativos, del -0,08 % en el caso del euríbor a un año. Por su parte, el IBEX-35, se situaba, en la misma fecha, un 7,2 % por encima del valor alcanzado a finales del tercer trimestre.

El coste de los préstamos bancarios a hogares y empresas, que está más vinculado con la evolución de los mercados monetarios que con el curso de los tipos de interés a largo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

Descargar

plazo, no mostró cambios apreciables hasta octubre (último dato disponible), más allá de la variabilidad que suelen presentar estas series. La actividad crediticia se desaceleró en cierta medida durante los últimos meses, de modo que, aunque las nuevas operaciones siguieron creciendo en la mayoría de los segmentos, lo hicieron a un ritmo interanual más moderado que durante la primera mitad del año. Esta evolución parece responder fundamentalmente a la caída en la demanda del crédito bancario, que, en el caso del crédito empresarial, vendría explicada, en parte, por el mayor recurso a fuentes alternativas de financiación como la emisión de valores de renta fija en el caso de las compañías de mayor dimensión. Así, tanto los últimos resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) como los de la Encuesta de Acceso a Financiación de las Empresas apuntan a una nueva mejoría en el acceso al crédito, si bien se observa una cierta pérdida de dinamismo de las peticiones de nueva financiación bancaria. En línea con la moderación en el crecimiento de los flujos, los saldos vivos del crédito a familias y empresas mantuvieron un ritmo de contracción interanual similar al de los últimos meses. Sin embargo, en el caso de las sociedades, un indicador más amplio de financiación (que incluye, además del crédito bancario concedido por las entidades residentes, otras fuentes alternativas), muestra tasas de variación positivas y crecientes, lo que evidencia un avance de otras fuentes de financiación no bancarias, principalmente la emisión de valores de renta fija. Por último, la información más reciente sobre la situación patrimonial de los hogares y las sociedades no financieras, correspondiente al tercer trimestre, muestra una prolongación de la pauta de mejoría que se viene observando durante los últimos años.

### 3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

La información contemporánea disponible apuntaría a que el ritmo de crecimiento del gasto en consumo de los hogares en el cuarto trimestre podría haber sido similar al 0,6 % observado en el tercero, en un contexto en el que se mantienen la creación sostenida de empleo y el tono laxo de las condiciones financieras. En efecto, los indicadores cualitativos registraron en el promedio de octubre y noviembre un comportamiento favorable en términos generales, destacando la mejora de los índices de confianza de los consumidores y los servicios, y del PMI de bienes de consumo. Por su parte, el PMI de servicios

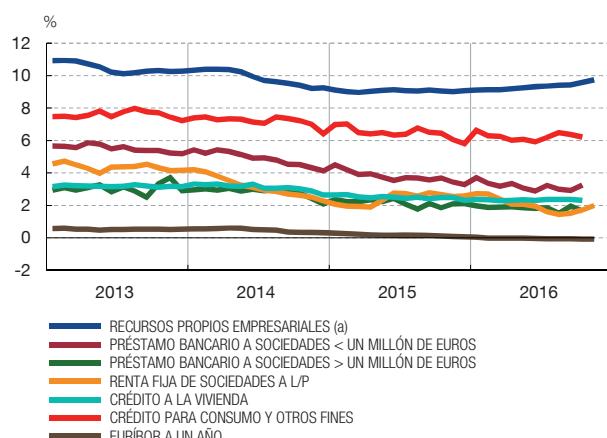
## CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

GRÁFICO 10

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



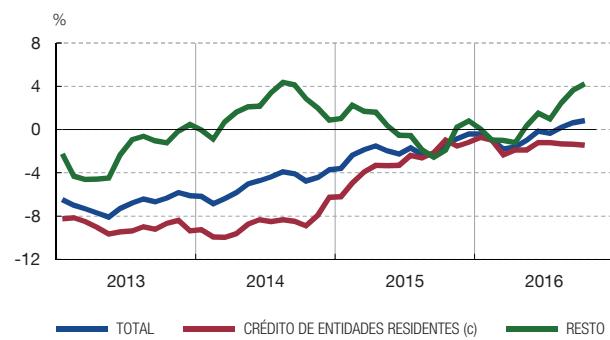
2 COSTE DE FINANCIACIÓN



3 CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES (b)



4 FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES (b)



FUENTES: 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

permaneció estable, mientras que el indicador de confianza del comercio minorista empeoró ligeramente en ese período. La información cuantitativa más reciente ha evolucionado de forma más dispar. Así, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses, el número de afiliados aumentó ligeramente hasta noviembre, lo que contrasta con una cierta desaceleración del índice de comercio al por menor en octubre (véase gráfico 11).

En el caso de la inversión residencial, los indicadores disponibles permiten entrever una cierta aceleración en el cuarto trimestre, en un contexto de apreciable dinamismo de los visados de obra nueva, tras el debilitamiento recogido en la CNTR del tercer trimestre. Por el lado de la demanda, las transacciones de vivienda recogidas en la estadística notarial ascendieron en el período enero-septiembre a una cifra media mensual superior a las 36.000 operaciones, resultando en un avance del 14,8% respecto al período análogo de 2015. El incremento de las ventas de viviendas, que continúa concentrándose en el segmento de las usadas, se observa tanto en las compras de ciudadanos extranjeros (casi el 18% del total) como en las adquisiciones por parte de residentes españoles. A su vez, los precios de la vivienda libre, según los datos publicados por el INE, aumentaron en el tercer trimestre un 4% interanual y un 0,8% respecto al trimestre anterior (véase gráfico 11.4).

1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (c)



4 PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



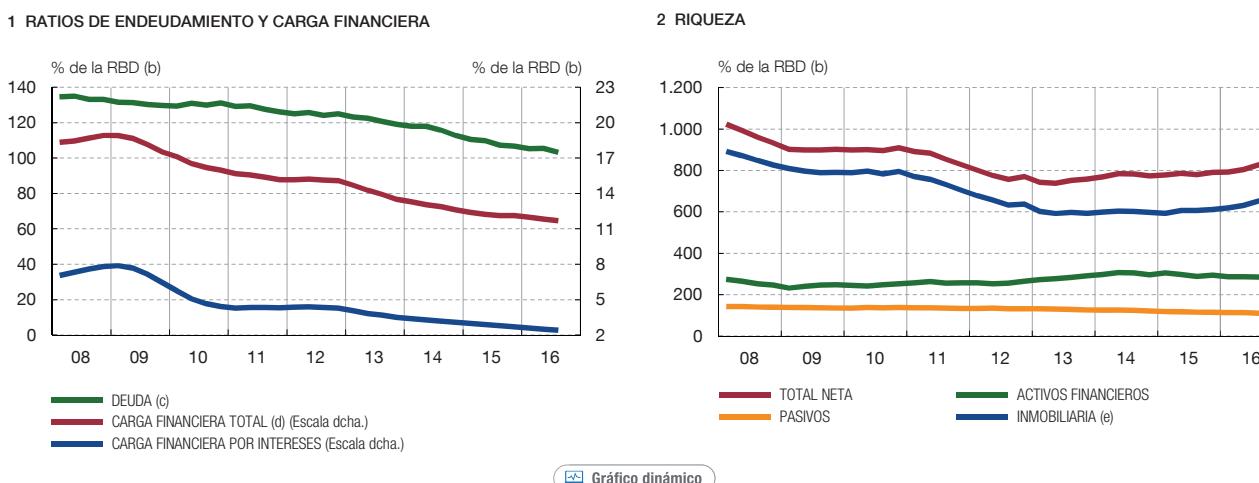
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

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

Descargar

La última información disponible sobre los costes de financiación de los hogares muestra que los tipos de interés medios aplicados a las nuevas operaciones de crédito para compra de vivienda y para consumo y otros fines se situaron en octubre en el 2,3 % y el 6,2 %, respectivamente, niveles próximos a los de meses precedentes (véase gráfico 10).

Por su parte, la actividad crediticia ha mostrado recientemente un perfil de cierta desaceleración. Así, con datos hasta octubre, los volúmenes de las nuevas operaciones de crédito a hogares siguieron creciendo en términos interanuales en ambos segmentos durante los últimos meses, si bien a tasas menores que las observadas durante la primera mitad del año. Esta moderación parece motivada, en gran parte, por factores de demanda, de acuerdo con los resultados de la última EPB, correspondiente al tercer trimestre. En ella se evidencia un ligero descenso de la demanda de crédito por parte de los hogares para adquisición de vivienda y un estancamiento de la destinada a la financiación de consumo y otros fines. Esta misma encuesta refleja, en cambio, una evolución favorable de la oferta de crédito, ya que los criterios de concesión de préstamos registraron una cierta relajación en ambos segmentos. De cara al último trimestre del año, las entidades no preveían variaciones en los criterios de aprobación, y anticipaban un aumento generalizado de las



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

solicitudes de préstamos por parte de los hogares. En línea con el menor dinamismo de las nuevas operaciones crediticias, el ritmo de descenso interanual de la deuda de las familias apenas varió durante los últimos meses, situándose en el -1,6% en octubre (frente al -1,7% en junio). El desglose por finalidades revela que el crédito para compra de vivienda siguió cayendo, aunque a un ritmo ligeramente inferior al del segundo trimestre (3,2%, frente al 3,5%), mientras que el destinado a consumo y otros fines continuó creciendo, si bien a una tasa más moderada respecto al trimestre previo (nueve décimas menos, hasta el 3,6%).

De acuerdo con los últimos datos disponibles, la situación patrimonial de los hogares habría seguido mejorando en el tercer trimestre. Así, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera en relación con la renta bruta disponible habrían descendido, favorecidas, en el primer caso, tanto por la disminución del saldo de deuda como por la expansión de las rentas y, en el segundo caso, adicionalmente, por la reducción del coste medio de los pasivos (véase gráfico 12). De igual modo, la riqueza neta de las familias se habría incrementado ligeramente, impulsada fundamentalmente por la revalorización de la vivienda.

### 3.2 La actividad y la inversión de las empresas

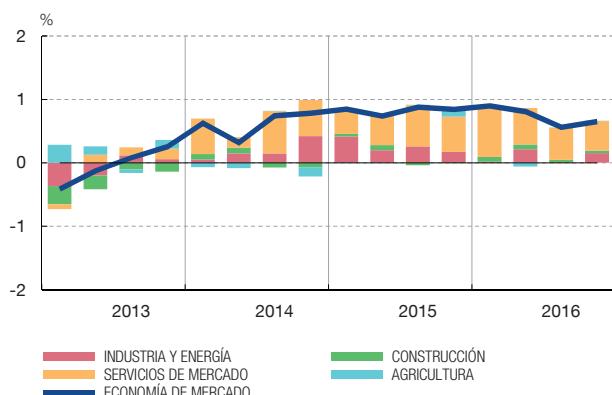
La senda expansiva de la actividad empresarial, aproximada por el valor añadido de la economía de mercado, se habría prolongado en el cuarto trimestre, con un avance estimado análogo al del trimestre anterior. El tono positivo de la actividad en la parte final del año sería generalizado entre las distintas ramas de mercado (véase gráfico 13).

La información más reciente relativa a la industria y energía muestra un cierto repunte de la actividad de esta rama en el cuarto trimestre, tras la desaceleración observada durante el tercero. Por un lado, los indicadores cualitativos apuntan, en términos generales, a una mejora de la actividad del sector, tras su moderado debilitamiento en la parte central del año. En particular, el PMI de manufacturas, las carteras de pedidos tanto interiores como exteriores y

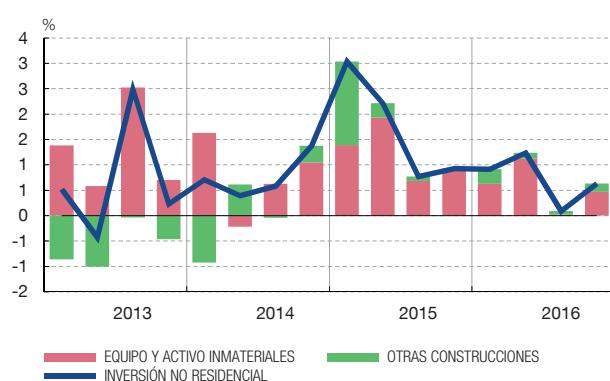
## DECISIONES DE LAS EMPRESAS

GRÁFICO 13

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

[Descargar](#)

el indicador de confianza industrial de la CE han repuntado en octubre y noviembre con cierto vigor, de modo que, en el promedio de ese bimestre, el nivel de todos estos indicadores se situó por encima de la media registrada en cada uno de los dos trimestres anteriores. Por otro lado, entre los indicadores cuantitativos, los datos de octubre revelan una cierta intensificación del ritmo de avance del índice de producción de las ramas industriales no energéticas, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses, que compensó la desaceleración de la producción de bienes energéticos (véase gráfico 13). Finalmente, el empleo en las ramas industriales habría aumentado ligeramente su tasa de crecimiento entre septiembre y noviembre, según las cifras de afiliados a la Seguridad Social.

Por su parte, la información disponible correspondiente a los servicios de mercado señala que su dinamismo se habría mantenido en el último trimestre del año. Respecto a los indicadores cuantitativos, las ventas de las grandes empresas de la Agencia Tributaria han seguido creciendo de forma sostenida, en términos de la tasa de variación móvil de tres meses construida con datos hasta octubre. De modo análogo, el ritmo de avance de los afiliados a la Seguridad Social en esta rama aumentó ligeramente entre septiembre y noviembre. Entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de los servicios

elaborado por la CE se situó en el bimestre octubre-noviembre por encima del nivel medio registrado en el tercer trimestre, mientras que el PMI de servicios apenas registró cambios en su senda expansiva en ese período.

A su vez, el valor añadido de las empresas del sector de la construcción habría mantenido un comportamiento expansivo en el último trimestre del año. Entre los indicadores contemporáneos referidos a los consumos intermedios, la evolución de la producción industrial de minerales no metálicos en octubre resulta coherente con el moderado ritmo de avance promedio en los meses precedentes, mientras que el consumo de cemento, con datos hasta octubre, ha mantenido el ritmo de caídas del período estival. Por su parte, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó su ritmo de avance en el período octubre-noviembre. Por tipo de obra, la información más reciente relativa a la concesión de visados de vivienda nueva apuntaría a una mejora sostenida en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil seguiría mostrando una apreciable debilidad. En conjunto, esta información indicaría que el dinamismo de la actividad constructora en el cuarto trimestre se habría concentrado en el componente residencial.

En línea con la evolución favorable en el conjunto de la actividad empresarial, la inversión en bienes de equipo habría registrado un nuevo aumento intertrimestral en el cuarto trimestre del año, que, de acuerdo con la información disponible, se habría aproximado al 1 %. Así, entre los indicadores cualitativos, tanto el índice de confianza de la industria como la cartera de pedidos del exterior de este sector mejoraron en el bimestre octubre-noviembre respecto al trimestre anterior. Del mismo modo, el PMI de la actividad manufacturera y el de bienes de equipo profundizaron su senda expansiva. Con relación a los indicadores de carácter cuantitativo, el tono ha sido también positivo. Así, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses, el IPI de bienes de equipo mostró una evolución más favorable en octubre que en los meses previos (véase gráfico 13). En cambio, las matriculaciones de vehículos de carga moderaron en noviembre su ritmo de avance.

En cuanto a las condiciones financieras del sector empresarial, los tipos de interés medios aplicados a los nuevos créditos bancarios concedidos a las sociedades no financieras han presentado una cierta variabilidad durante los últimos meses, sin que se aprecie una tendencia definida, por lo que se mantienen en niveles históricamente reducidos, situándose en octubre (última información disponible) en el 3,3 % para los préstamos por importes inferiores a un millón de euros, segmento en el que se concentran las operaciones con las pymes, y en el 1,7 % para los de cuantía superior (véase gráfico 10). En cambio, los datos más recientes evidencian un repunte tanto en el coste de los recursos propios como en el de la emisión de valores de renta fija a largo plazo, que se situaron en noviembre en el 9,7 % y el 2 %, 31 pb y 48 pb, respectivamente, por encima de los correspondientes registros de septiembre.

En este contexto, el volumen de nuevas operaciones de crédito por importe inferior al millón de euros ha mostrado una desaceleración durante los últimos meses, con ritmos de avance reducidos e inferiores a los registrados en el primer semestre del año, mientras que el de las de mayor cuantía, que recoge principalmente la actividad de las grandes empresas, ha seguido contrayéndose en términos interanuales. Al igual que en el caso de los hogares, esta moderación de la actividad crediticia parece responder fundamentalmente a factores de demanda. Así, en el caso del segmento de préstamos superiores al millón de euros, la caída puede estar, al menos en parte, ligada a la mayor preferencia de las empresas de mayor dimensión por captar financiación en los mercados en detrimento del crédito bancario, en un contexto en el que se había reducido el coste de la primera en comparación

con el del segundo, si bien esta situación habría revertido parcialmente en el período más reciente<sup>1</sup>. Todo ello es coherente con los resultados de la última EPB, referida al tercer trimestre, que evidencian un ligero descenso en la demanda de préstamos bancarios de las grandes empresas, mientras que, al mismo tiempo, reflejan una estabilidad en los criterios de concesión. En el caso de las compañías de menor tamaño, la última edición de la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Empresas en el área del euro (que cubre el período comprendido entre abril y septiembre) revela una ligera disminución de las necesidades de financiación bancaria de las pymes españolas y una nueva mejoría en la percepción que tienen estas empresas sobre su acceso al crédito (véase recuadro 6).

En línea con el menor dinamismo de las nuevas operaciones crediticias, durante los últimos meses apenas varió el ritmo de contracción del saldo vivo de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes a las sociedades no financieras, situándose en octubre en el 1,4 %, frente al 1,2 % en junio. El desglose por finalidades, disponible hasta el tercer trimestre, muestra que las mayores caídas interanuales continuaron observándose en la construcción y en los servicios inmobiliarios, con ritmos de disminución en el entorno del 10 %, moderándose algo respecto al trimestre previo. En cambio, la tasa de contracción del crédito a la industria se acentuó en 2,8 pp, hasta el 3,5 %, mientras que el descenso de los préstamos a los servicios no inmobiliarios se mantuvo en el 3,6 %. No obstante, el indicador de financiación total, que incluye también los fondos captados a través de otras fuentes alternativas al crédito concedido por las entidades residentes, como la emisión de valores de renta fija o los préstamos procedentes del exterior, evidencia una pauta de recuperación en el período reciente, con tasas de avance interanual positivas desde agosto.

Finalmente, los datos disponibles apuntan, en conjunto, a una nueva mejoría de la posición patrimonial de las empresas en el tercer trimestre. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB siguieron reduciéndose, evolución que se vio favorecida tanto por el crecimiento del producto como por el descenso de los pasivos exigibles y, en el caso de la carga financiera, también por la caída del coste medio del saldo vivo de la deuda (véase gráfico 14). Adicionalmente, la información procedente de la Central de Balances Trimestral referida al período enero-septiembre constata la continuación de la recuperación de la rentabilidad empresarial en casi todos los sectores y en un número creciente de sociedades de esta muestra.

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

A partir de la información disponible, de carácter parcial y referida únicamente al mes de octubre, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB en el cuarto trimestre habría sido aproximadamente nula, frente a la aportación ligeramente positiva en el trimestre anterior. Esta evolución se enmarca en un contexto de recuperación de los intercambios comerciales de bienes y servicios con el exterior, después de la ralentización experimentada en el tercer trimestre. En términos interanuales, las transacciones comerciales con el resto del mundo también habrían acelerado su ritmo de crecimiento en el último trimestre del año, si bien en menor medida (véase gráfico 15).

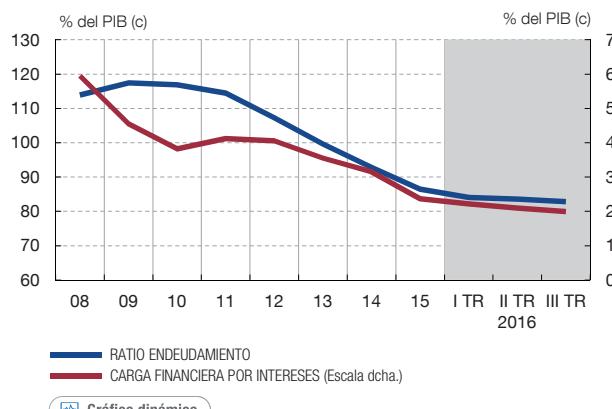
Los datos de Aduanas correspondientes al mes de septiembre, último mes para el que se dispone de información, arrojaron crecimientos muy modestos de los flujos de comercio exterior de bienes, después del repunte experimentado el mes anterior, en un contexto caracterizado por la habitual volatilidad de estos datos en los meses de verano. Las exportaciones reales avanzaron en septiembre un 0,2 % interanual, frente al 10,1 % en agosto. En el

<sup>1</sup> Véase «El programa de compras de bonos corporativos del Eurosystemo y su efecto sobre la financiación ajena de las sociedades no financieras españolas», Boletín Económico, noviembre 2016, Banco de España.

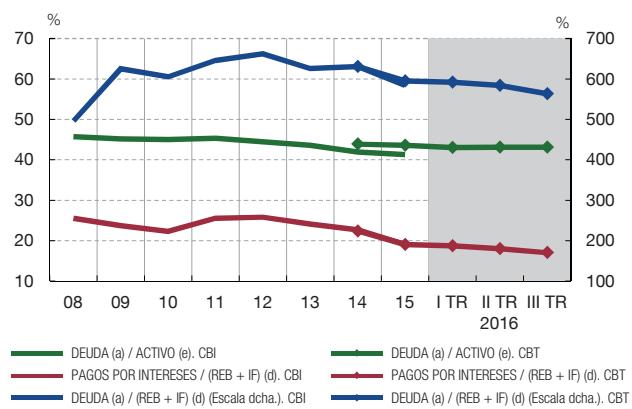
## INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 14

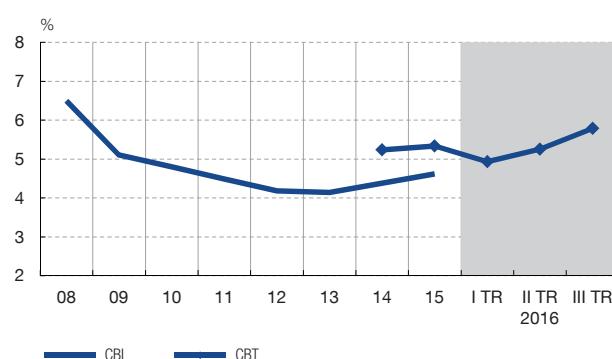
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



2 ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



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



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Recursos ajenos con coste.
- b El último dato de cada serie es una estimación.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f Definida como Resultado ordinario neto / Activo neto.
- g Indicadores calculados a partir de las muestras de la Central de Balances Anual y, para los períodos en los que no se dispone de ella, de la Central de Balances Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

[Descargar](#)

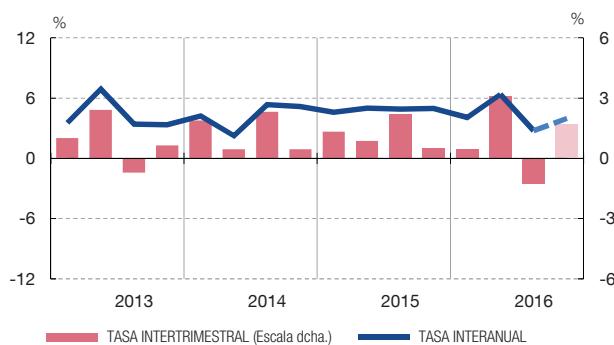
conjunto del trimestre, las ventas al exterior se estancaron en términos interanuales, en contraste con el dinamismo experimentado en el período abril-junio, cuando crecieron un 7,1 %. El debilitamiento, extensible a los distintos tipos de productos, fue más intenso en las rúbricas que habían crecido con mayor intensidad en el trimestre precedente, como es el caso de los bienes de equipo y de consumo duradero. Por áreas geográficas, la ralentización de las exportaciones observada en el tercer trimestre se extendió tanto a las ventas a la UE como a las destinadas al resto del mundo. En la vertiente importadora, el incremento registrado en septiembre también fue modesto, del 0,3 % interanual, tras el aumento del 7,2 % en agosto, dando lugar a una contracción de las compras reales al exterior en el conjunto del período julio-septiembre (-1,1 % interanual, frente al ascenso del 4,7 % en el trimestre anterior). Por grupos de productos, la ralentización fue asimismo generalizada a lo largo del tercer trimestre, con la excepción de las compras de bienes alimenticios.

El turismo receptor habría prolongado en el inicio del cuarto trimestre el tono de elevada fortaleza que caracterizó a los trimestres precedentes, de acuerdo con la información

## COMERCIO EXTERIOR Y BALANZA DE PAGOS

GRÁFICO 15

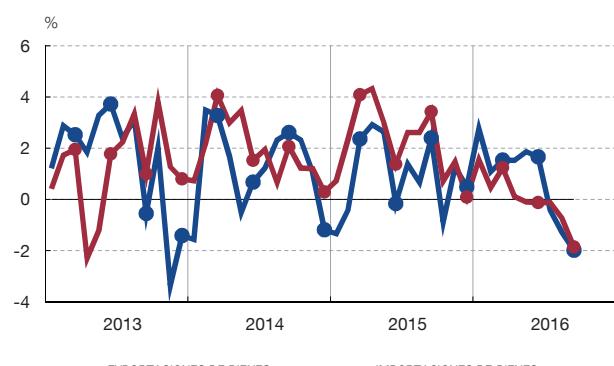
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)

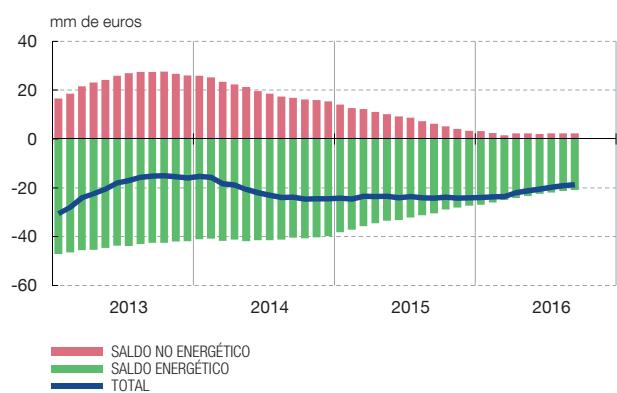


4 INDICADORES DE TURISMO (c)



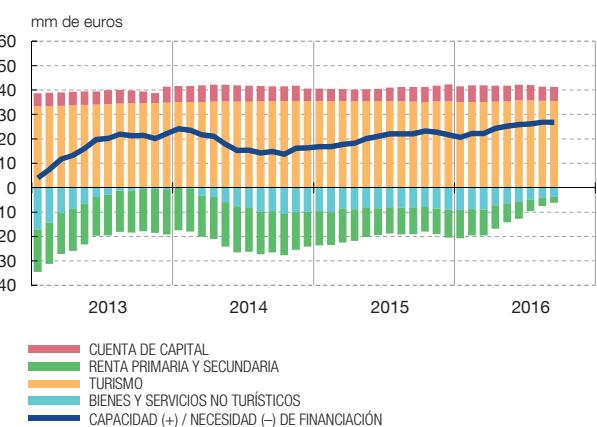
5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

Cifras acumuladas de los últimos doce meses



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

Cifras acumuladas de los últimos doce meses



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

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

Descargar

disponible hasta octubre, beneficiado por la redistribución de flujos turísticos relacionada con la inestabilidad geopolítica en algunas áreas geográficas. En concreto, las pernoctaciones hoteleras y las entradas de turistas extranjeros continuaron registrando elevados ritmos de crecimiento interanual, con una aportación positiva de algunos de los principales mercados emisores, como el Reino Unido y Alemania. Asimismo, el gasto nominal de los turistas habría mantenido la firme trayectoria observada en meses anteriores.

La economía española siguió ampliando su capacidad de financiación en el período más reciente. En concreto, el saldo positivo de la balanza de pagos se situó, en el período de doce meses que finalizó en septiembre, en el 2,4 % del PIB (cuatro décimas más que en el conjunto de 2015). Esta ampliación se explica, principalmente, por la reducción del déficit energético, vinculada a la caída del precio del petróleo, y, en menor medida, por la mejora del déficit de rentas, ligada al descenso de los tipos de interés. A pesar del vigor de las llegadas de turistas extranjeros, en niveles de máximos históricos, en los primeros nueve meses del año no se ha producido una mejora del saldo turístico, debido al aumento del gasto en turismo exterior de los residentes españoles.

La información sobre los flujos financieros con el exterior, excluyendo las operaciones del Banco de España, revela que en el tercer trimestre los residentes aumentaron sus pasivos frente al resto del mundo en unos 2,2 mm de euros, al tiempo que también incrementaron sus activos en el exterior por un importe de unos 13,7 mm de euros. En ambos casos se registraron incrementos de las inversiones directas y de cartera, que se vieron compensados parcialmente por descensos de las otras inversiones. De este modo, la variación neta de la diferencia entre activos y pasivos debida a estas transacciones continuó siendo positiva, influida tanto por la capacidad de financiación de la economía española (en concreto, del sector privado) como por la provisión de liquidez del Eurosystema<sup>2</sup>. Dado que el saldo de las operaciones financieras netas con el exterior fue otra vez superior a la capacidad de financiación de la nación en ese período, ello se reflejó en un nuevo incremento de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo, fundamentalmente por el aumento de los pasivos netos frente al Eurosystema.

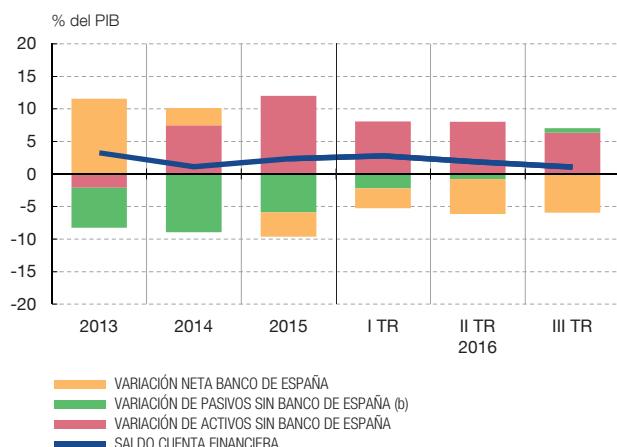
En términos acumulados de doce meses, las operaciones financieras netas con el exterior (excluyendo al Banco de España) también presentaron un saldo positivo, por un importe equivalente al 7,1 % del PIB (véase gráfico 16), como resultado de, por un lado, una elevada inversión de los residentes en el resto del mundo y, por otro, de una disminución de sus pasivos frente al exterior. Por su parte, la información más reciente sobre la posición de inversión internacional muestra que, en el segundo trimestre, el saldo deudor de la nación se situó en el 88,5 % del PIB, 1,4 pp menos que a finales de 2015 (véase recuadro 5). En cambio, la deuda externa bruta de la nación aumentó durante el primer semestre 3 pp en relación con el PIB, hasta el 171,4 %.

### 3.4 El mercado de trabajo

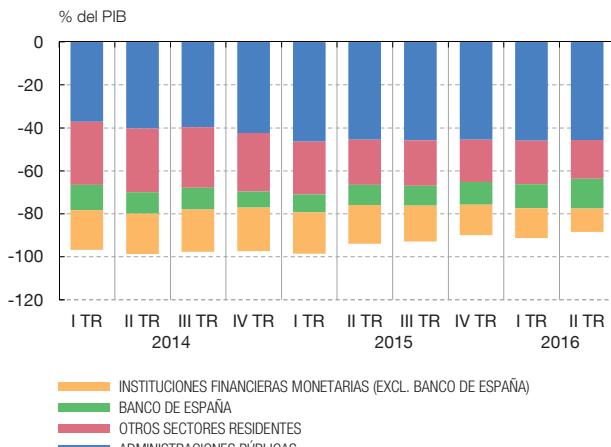
Con información hasta noviembre, las afiliaciones a la Seguridad Social habrían crecido un 0,9 % en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses, en línea con los incrementos en meses precedentes. Por ramas de actividad, en el período octubre-noviembre se produjo un leve aumento del ritmo de afiliaciones en todos los sectores

<sup>2</sup> En particular, la liquidez generada en España con las medidas de expansión cuantitativa del BCE se ha canalizado en buena medida hacia el exterior. Así, desde finales de 2014 la adquisición neta de activos exteriores por parte de los agentes residentes se ha incrementado, mientras que los flujos pasivos netos frente al resto del mundo, excluyendo el Banco de España, se han reducido. Para más detalle, véase el artículo “Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosystema y la cuenta financiera”. Banco de España, Boletín económico, abril, 2016.

1 CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (c)



FUENTE: Banco de España.

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

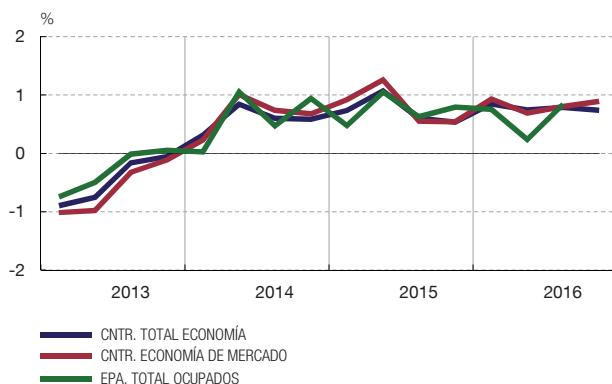
[Descargar](#)

orientados al mercado, en tanto que la afiliación en los servicios de no mercado suavizó su tasa de avance. En conjunto, esta información apuntaría a que la tasa de crecimiento del empleo en el último trimestre del año, en términos de la CNTR, podría situarse en torno al 0,7 %, una décima menos que en el trimestre anterior. En el caso de la economía de mercado, el empleo podría crecer a un ritmo algo mayor —del 0,9 %—, tras el 0,8 % registrado en el tercer trimestre (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

Por lo que se refiere al paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), este moderó levemente su ritmo de descenso entre septiembre y noviembre, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses. Por su parte, los contratos registrados en el SEPE repuntaron en noviembre, con un aumento del 8,7 % interanual, de forma que en el período transcurrido del cuarto trimestre mostraron un aumento que, en promedio, fue algo superior al del tercero (del 7,4 % y del 6,9 % interanual, respectivamente). Hasta noviembre, los contratos de carácter indefinido continuaron experimentando un mayor dinamismo que los de naturaleza temporal, con avances interanuales en ese mes del 16,5 % y del 7,9 %, respectivamente, con lo que el peso de los primeros sobre el total se elevó hasta el 8,9 %, 0,6 pp más que hace un año.

En cuanto a los salarios, la información relativa a la evolución de la negociación colectiva hasta noviembre indica que, en los convenios cerrados en ese período, que engloban a algo más de 7 millones de trabajadores, se ha fijado un incremento interanual de las tarifas salariales del 1,1 %, en promedio, para 2016, cuatro décimas por encima del aumento observado en 2015. El crecimiento observado en las tarifas salariales del conjunto de convenios coincide con el acordado en los de naturaleza plurianual firmados en años anteriores —que suponen el 78 % de los asalariados— y es ligeramente superior al negociado en los convenios de nueva firma, que se sitúa en el 1 %. En todo caso, el avance de las tarifas negociadas continúa situándose por debajo del límite superior del 1,5 % contemplado en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva. Otros indicadores salariales muestran avances muy moderados. Así, la retribución bruta media en las grandes empresas experimentó una

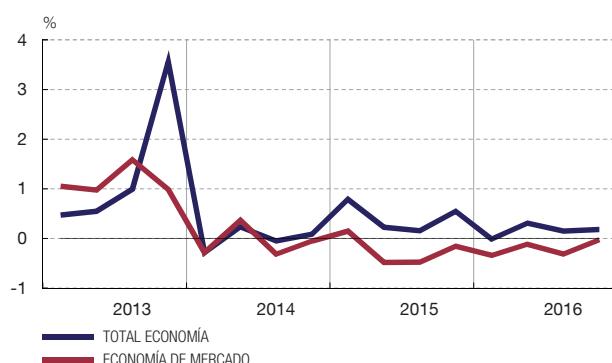
**1 EMPLEO**  
Tasas intertrimestrales (a)



**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 de variación calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR, medido en términos de empleo equivalente.
- b Tasas de variación de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Con información hasta noviembre de 2016. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de octubre de 2016.

Descargar

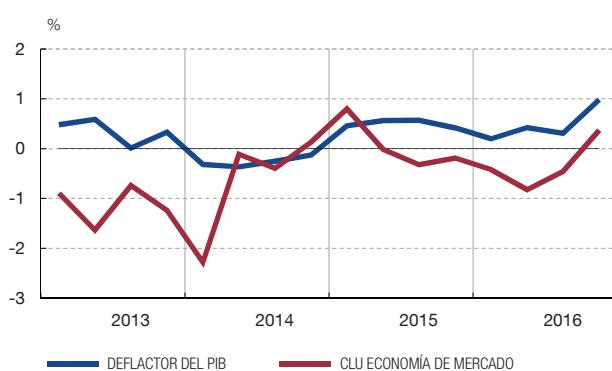
tasa interanual nula en octubre, prolongando la desaceleración observada en los meses de verano. En términos de la CNTR, la remuneración por asalariado se desaceleró en tasa interanual en el tercer trimestre en el total de la economía (hasta registrar un avance del 0,1 %), mientras que siguió contrayéndose en la economía de mercado (-0,3 %), previéndose que se acelere suavemente en la parte final del año (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

### 3.5 La evolución de los precios

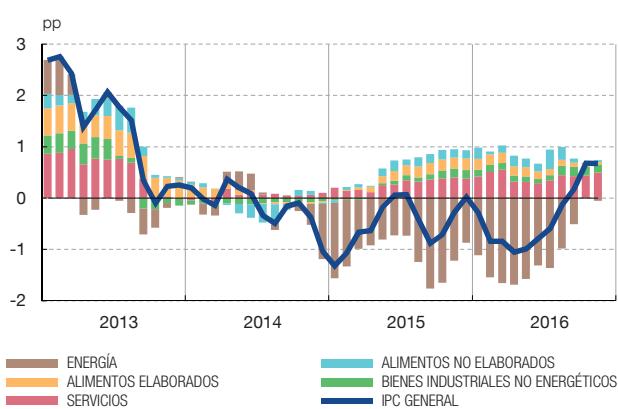
En el cuarto trimestre de 2016 se estima que el deflactor de las importaciones descendrá, en términos interanuales, a un ritmo menor que en el trimestre anterior, debido, en parte, al incremento del precio del crudo en los mercados internacionales. Por su parte, los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, habrían aumentado su tasa de crecimiento interanual en la parte final del año (véase gráfico 18).

La tasa de variación interanual del IPC observada en noviembre, del 0,7 %, es la más elevada desde agosto de 2013 y cinco décimas superior a la de septiembre, mes en que retornó a valores positivos (véase gráfico 18). La evolución reciente de la inflación general

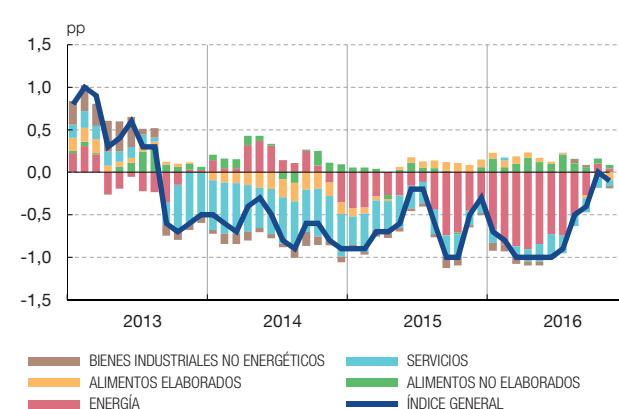
1 DEFLECTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)

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 de variación interanual, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

Descargar

ha estado muy condicionada por el comportamiento alcista de los precios energéticos<sup>3</sup>. Sin embargo, el ritmo de crecimiento interanual del IPSEBENE se ha mantenido estable en el 0,8 %. Entre sus componentes, los precios de los servicios aumentaron dos décimas su tasa interanual entre septiembre y noviembre, hasta el 1,2 %. Por su parte, los precios de los alimentos elaborados —muy influidos por la evolución descendente del precio del aceite— y de los bienes industriales no energéticos moderaron sus tasas interanuales en ese período en dos y una décimas, hasta el 0,3 % y el 0,6 %, respectivamente. Esta evolución de los precios de consumo tuvo lugar en un contexto de variaciones contenidas tanto en los precios de producción nacional (al alza) como en los de importación (a la baja).

Como es habitual, los componentes más volátiles han registrado variaciones más pronunciadas en sus tasas de variación interanual. En concreto, los precios de los bienes energéticos se aceleraron más de 4 pp entre septiembre y noviembre, hasta alcanzar una tasa de variación interanual del -0,5 %. Esta evolución reflejó incrementos de los precios de los combustibles frente a los descensos de hace un año, así como aumentos de los precios

3 Véase el recuadro 3 de este Informe.

de la electricidad y del gas. En sentido contrario, el IPC de alimentos no elaborados moderó en seis décimas su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 0,6 % en noviembre.

Entre septiembre y noviembre, las tasas de variación interanual del IAPC en España y en el área del euro aumentaron cinco y dos décimas, hasta el 0,5 % y el 0,6 %, respectivamente. Con ello, el diferencial de inflación, favorable a España, se estrechó tres décimas hasta -0,1 pp. La reducción de esta brecha respondió fundamentalmente al mayor repunte de los precios energéticos en España que en la UEM, hasta el punto que el diferencial de este componente pasó a ser positivo (por primera vez desde octubre de 2014). En términos del IPSEBENE el diferencial permaneció estable (en 0,2 pp favorable a España). Entre los componentes de la inflación subyacente, se estrechó el diferencial favorable a España correspondiente a los servicios, se amplió el de los alimentos elaborados y pasó, de nuevo, a ser favorable a España en el caso de los bienes industriales no energéticos.

16.12.2016.