

La publicación del «Informe trimestral» precedente coincidió con el fuerte repunte de volatilidad en los mercados financieros que se produjo tras conocerse los resultados del referéndum de Reino Unido, contrarios a la permanencia del país como Estado miembro de la Unión Europea (UE). Tras aquella reacción inicial, los meses de verano se han caracterizado por un retorno a niveles más reducidos de volatilidad, retrocesos en los tipos de interés, acompañados de una compresión de los diferenciales, y aumentos generalizados de los precios de los activos, en un contexto en el que las expectativas siguen apuntando al mantenimiento de políticas monetarias expansivas por un período dilatado de tiempo.

Durante los últimos meses, el flujo de información relativo a la evolución de la actividad económica global ha apuntado, en general, a una estabilización de esta, con datos algo más favorables en el conjunto de economías emergentes que en las desarrolladas. En todo caso, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial continúan siendo modestas y están sometidas a un grado elevado de incertidumbre, con diferentes focos de riesgo, que incluyen la persistencia de ciertas tensiones geopolíticas o las dudas acerca de la capacidad de las autoridades económicas, principalmente en algunas economías emergentes, para reconducir de forma ordenada los desequilibrios macrofinancieros existentes.

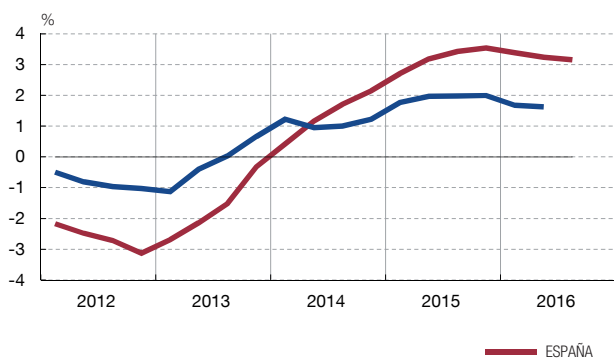
En las economías desarrolladas, la materialización del voto favorable al abandono de la UE por parte de Reino Unido parece no estar comportando, por el momento, elevados costes en términos de actividad. Ello no debe ocultar, sin embargo, la posibilidad de que la prolongación de la incertidumbre durante un plazo dilatado de tiempo acerca de la forma que revestirá la relación, tanto comercial como en otros ámbitos, entre ese país y la UE (y, a más largo plazo, la propia configuración final de los acuerdos alcanzados) termine afectando de forma significativa a la evolución económica en ambas áreas.

En la zona del euro, las proyecciones del BCE presentadas este mes contemplan una continuación de la actual fase de moderada expansión cíclica, aunque a un ritmo ligeramente menor que el considerado en las proyecciones del Eurosistema de junio, como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de evolución de los mercados de exportación, ligado sobre todo al impacto adverso del resultado del referéndum de Reino Unido. En el ámbito de la inflación, el BCE continúa proyectando una aceleración gradual del componente subyacente desde los reducidos niveles actuales a medida que vaya disminuyendo la holgura cíclica.

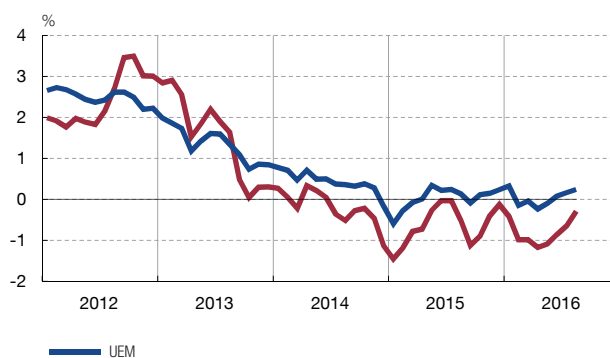
La información disponible para la economía española apunta a una continuación de la trayectoria expansiva de la actividad, a un ritmo que en el tercer trimestre podría haber sido del 0,7% intertrimestral, tasa que sería, en caso de confirmarse, una décima inferior a la observada en cada uno de los cuatro trimestres precedentes (véase gráfico 1). La actividad habría seguido impulsándose en la fortaleza del gasto de familias y empresas, en un contexto de elevado crecimiento del empleo y condiciones financieras muy favorables (véase cuadro 1). La aportación del saldo neto exterior al crecimiento del producto en el tercer trimestre habría sido menor que la observada en el período abril-junio, meses en los que las exportaciones mostraron un tono muy positivo, a pesar de la debilidad del entorno global.

En el conjunto de 2016, se estima que el crecimiento del PIB de la economía española podría ascender al 3,2%, lo que supone una revisión al alza de 0,4 puntos porcentuales (pp)

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO



2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



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

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

con respecto a las proyecciones formuladas en junio (véase recuadro 1). Esta revisión se explica tanto por la evolución más favorable de la actividad en el segundo trimestre, en comparación con lo anticipado en junio, como por la mejora de las perspectivas para el resto del año, a tenor de la información disponible.

En el bienio 2017-2018 se espera una prolongación del período de expansión de la economía española, que continuará viéndose sustentada en las condiciones financieras holgadas asociadas a la prolongación del tono expansivo de la política monetaria, en los avances en el proceso de desapalancamiento de los agentes privados —de modo que las necesidades adicionales de desendeudamiento tienen un impacto cada vez menos adverso sobre la actividad— y, a medida que avance el período de proyección, en el fortalecimiento previsto de los mercados de exportación. No obstante, la pérdida de fuerza de algunos de los ingredientes que han apoyado la actividad en la etapa más reciente, como la bajada del precio del petróleo, la depreciación del euro o la política fiscal expansiva, motivarán una disminución del ritmo de avance de la economía.

En concreto, se estima que el crecimiento del PIB podría ascender al 2,3 % y al 2,1 % en 2017 y 2018, respectivamente, tasas que no difieren de las proyectadas en junio. En el caso específico del próximo año, esta ausencia de modificaciones es el resultado de dos fuerzas contrapuestas que se compensan entre sí. Por un lado, la mejora de la tasa de crecimiento estimada para 2016 comporta un efecto arrastre positivo sobre la del próximo año. Por otro lado, el cambio entre junio y septiembre en el conjunto de supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones tiene un impacto neto negativo sobre el crecimiento esperado en 2017. A su vez, ello es el resultado de la revisión a la baja del ritmo de avance de los mercados de exportación (que refleja, principalmente, las menores importaciones esperadas con origen en Reino Unido), que es compensada solo de modo parcial por la reducción del coste de financiación de los agentes residentes inducida por los descensos recientes de los tipos de interés.

En términos de la composición de la demanda, un cambio destacado en el período 2017-2018 es la reducción de la aportación prevista del consumo privado. En efecto, aunque este seguirá sustentándose en la prolongación del fuerte ritmo de creación de empleo, la expansión de las rentas, en términos reales, de los hogares será menos pronunciada que en el pasado reciente, como consecuencia del agotamiento de los factores que la habían

	2014	2015	2015				2016		
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad Nacional									
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
Producto interior bruto	1,4	3,2	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
Contribución de la demanda nacional (b)	1,6	3,7	1,4	1,0	1,2	0,6	1,0	0,2	0,9
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,2	-0,5	-0,5	0,0	-0,4	0,2	-0,2	0,6	-0,1
Tasas de variación interanual									
Empleo	1,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,0	3,2	2,9	2,8
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)									
IPC	-0,2	-0,5	-0,7	0,1	-0,9	0,0	-0,8	-0,8	-0,1
IPSEBENE	0,0	0,6	0,2	0,6	0,8	0,9	1,1	0,6	0,9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Información disponible hasta el 23 de septiembre 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 agosto de 2016.

venido impulsando transitoriamente. Por su parte, el gasto de las empresas se desacelerará en línea con la demanda final, si bien se prevé que las condiciones financieras seguirán siendo favorables. Finalmente, la contribución de las exportaciones al crecimiento del PIB será ligeramente inferior a la observada este año, dado el empeoramiento del contexto exterior, que obedece, en parte, a la exposición comercial de la economía española a Reino Unido, destino de una fracción importante de las exportaciones españolas de servicios turísticos y no turísticos.

En el mercado de trabajo, se continuarían creando puestos de trabajo a tasas elevadas a lo largo del período de proyección, con crecimientos reducidos de la productividad aparente de este factor productivo, como es habitual en las fases expansivas de la economía española. La creación de empleo permitirá disminuciones adicionales de la tasa de paro, que al final de 2018 se situaría ligeramente por debajo del 17 % de la población activa.

En el ámbito de los precios, se estima que, tras registrar un retroceso del 0,3 % en 2016, el IPC podría crecer en torno a un 1,5 % en 2017, y una décima más en 2018, en línea con la recuperación proyectada para el precio del crudo y con el esperado repunte gradual de la inflación subyacente. En comparación con las proyecciones de junio, el crecimiento esperado del IPC general se eleva tres y una décimas en 2016 y 2017, respectivamente, fundamentalmente como consecuencia de la revisión al alza de la senda de precios del petróleo.

Los riesgos en torno al escenario central de crecimiento del PIB continúan, como en junio, orientados a la baja. A los procedentes del exterior que se han descrito, cabe añadir otros derivados de la prolongación del período de interinidad del Gobierno de la nación, que genera incertidumbre acerca del curso futuro de las políticas económicas y, en particular, acerca de la pauta de consolidación fiscal y de las eventuales medidas presupuestarias que son necesarias para satisfacer los objetivos de déficit público acordados por el Consejo Europeo en agosto para los próximos ejercicios. En este sentido, cualquier retraso en el calendario de corrección del desequilibrio presupuestario (cuyo cumplimiento es imprescindible para afianzar la sostenibilidad de las cuentas públicas) y en la aprobación de las reformas estructurales (necesarias para aumentar el crecimiento potencial) acrecienta la vulnerabilidad de la economía ante posibles perturbaciones exógenas.

En la dirección opuesta, la fortaleza mostrada por la economía española en la etapa reciente, en el contexto de incertidumbre descrito, sugiere que la actividad mantiene un grado de inercia que haría que el impacto de los anteriores factores de riesgo se viera mitigado en el corto plazo. Además, en un contexto en que, dado su carácter novedoso, el grado de conocimiento acerca de los efectos del amplio conjunto de medidas de política monetaria puestas en marcha por el BCE es necesariamente limitado, su impacto sobre el escenario central podría ser mayor que el considerado.

En relación con la inflación, se considera que los riesgos de desviación se encuentran asimismo moderadamente inclinados a la baja, como consecuencia de una hipotética materialización de un escenario de crecimiento global más desfavorable. No obstante, las medidas de política monetaria expansiva podrían impulsar la inflación por encima de lo previsto en el escenario central.

El Informe contiene seis recuadros, dedicados a la presentación de las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España (recuadro 1), la descripción de los desarrollos más recientes en el ámbito de las finanzas públicas (recuadro 2), el análisis del impacto de la salida de Reino Unido de la UE sobre la economía británica y mundial (recuadro 3), el estudio de los efectos del programa de compras de bonos corporativos (CSPP) sobre el coste y los volúmenes de las emisiones en el área del euro (recuadro 4), la descripción de la exposición de la economía española a Reino Unido (recuadro 5) y el análisis de los factores que explican la evolución reciente de la tasa de actividad en la economía española (recuadro 6).

En este recuadro se presentan las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España, que actualizan las publicadas el 7 de junio<sup>1</sup>. Las nuevas proyecciones incorporan la información conocida entre el 18 de mayo y el 23 de septiembre, fechas respectivas de cierre del ejercicio precedente y del actual (véase cuadro 1)<sup>2</sup>. En concreto, una novedad importante viene dada por las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), que incluyen los datos correspondientes a los dos primeros trimestres de 2016 (de los que no se disponía en el momento en que se elaboraron las proyecciones publicadas en junio)<sup>3</sup>.

- 1 Disponibles en este [enlace](#).
- 2 Las fechas respectivas de cierre de la recogida de la información relativa a los supuestos son el 10 de mayo y el 19 de septiembre, salvo en el caso de la evolución de los mercados de exportación de España, para los cuales las hipótesis para el ejercicio actual proceden de las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas para la zona del euro de septiembre de 2016](#), elaboradas por los expertos del BCE, cuya fecha de cierre es el 15 de agosto.
- 3 El INE ha publicado, además, en septiembre una revisión de las series de la Contabilidad Nacional Anual del período 2012-2015, que modifica a la baja la tasa de crecimiento del PIB real del primero de esos años y deja inalteradas las del resto, y proporciona, en términos acumulados, una mayor contribución de la demanda externa al crecimiento real del producto (a expensas de una menor fortaleza de la demanda nacional). Estas series anuales no han sido utilizadas para la elaboración de las presentes proyecciones, dado que la metodología empleada requiere el empleo de series trimestrales y el INE no dará a conocer las series con esta frecuencia coherentes con los datos anuales ahora publicados hasta el 24 de noviembre.

Las estimaciones realizadas apuntan a una continuación, a lo largo del período de proyección, de la fase expansiva de la economía española. Esta evolución se verá favorecida por un conjunto de factores de distinta naturaleza, que incluyen algunos que vienen confiriendo un elevado grado de sostenibilidad a la expansión (entre los que destaca la corrección, a lo largo de los últimos años, de desequilibrios tales como la pérdida de competitividad exterior), junto con otros que llevan aparejado un mayor o menor grado de transitoriedad, como la mejora de las condiciones financieras de los agentes residentes, apoyada en buena medida en la acción de la política monetaria, el tono expansivo de la política fiscal aplicada en el bienio 2015-2016 o los efectos retardados de la caída del precio del petróleo y de la depreciación cambiaria del euro observadas en el pasado reciente. En concreto, se estima que el PIB crecerá un 3,2 % este año, desacelerándose hasta el 2,3 % y el 2,1 % en 2017 y 2018, respectivamente (véase cuadro 2), como consecuencia de la desaparición de una parte significativa de los impulsos transitorios que se han enumerado. Por lo que respecta a los precios de consumo, se espera que, tras registrar un descenso del 0,3 % en el promedio de 2016, repunten hasta el 1,5 % y el 1,6 % en cada uno de los dos próximos años, impulsados por los mayores precios del petróleo y por la progresiva disminución de la holgura cíclica.

Entre los ejercicios de junio y septiembre, el principal cambio en los supuestos sobre los cuales se condiciona la proyección viene dado por la revisión a la baja en el ritmo esperado de expansión

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2015	Proyección. Septiembre 2016			Diferencias con la proyección de junio de 2016		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>Entorno internacional</b>							
Producto mundial	3,0	2,9	3,3	3,5	0,0	-0,1	0,0
Mercados mundiales	1,9	1,8	3,3	3,9	-0,7	-0,6	-0,3
Mercados de exportación de España	3,1	1,8	3,4	3,8	-1,2	-0,7	-0,4
Precio del petróleo en dólares (nivel) (b)	52,4	43,6	50,2	50,8	0,1	1,2	-0,5
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,12	1,12	1,12	-0,01	-0,02	-0,02
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (c) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,0	114,2	114,8	114,8	-0,6	-0,7	-0,7
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (b)	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (b)	1,7	1,3	1,3	1,5	-0,3	-0,7	-0,8

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 19 de septiembre de 2016. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a ellos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.
- c Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.

de los mercados exteriores de la economía española. Ello es consecuencia, principalmente, del impacto estimado sobre las importaciones de Reino Unido que se derivaría del resultado del referéndum celebrado en ese país acerca de su permanencia en la Unión Europea y, en menor medida, de una revaluación a la baja de la tasa de crecimiento del comercio mundial<sup>4</sup>. Además, en comparación con las previsiones de junio, se proyecta un nivel algo más elevado de los precios del petróleo, en línea con la evo-

lución observada en los mercados de contado y de futuros de esta materia prima. Por otro lado, se estima que los precios de los competidores crecerán algo menos de lo que se esperaba hace tres meses, a pesar de la ligera depreciación experimentada por el euro desde entonces. Finalmente, se estima que tendrá lugar un abaratamiento adicional del coste de la financiación crediticia soportado por hogares y empresas no financieras, motivado por la revisión a la baja de las sendas esperadas de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios y de deuda pública, según las expectativas implícitas en la curva de rendimientos. Además, en el caso de las empresas se incorpora una reducción del coste de la financiación recibida a través de la emisión de va-

4 En las proyecciones para Reino Unido se supone que el resultado de la consulta dé lugar a una revisión a la baja significativa del gasto de familias y empresas, el abrirse una etapa prolongada de incertidumbre. Esta disminución de la demanda, junto con la depreciación de la libra, origina una significativa disminución de las importaciones británicas, lo que afecta a las exportaciones españolas (junto con los efectos de segunda ronda a través de terceros mercados). Tras el referéndum, se ha observado una notable revisión a la baja de la senda esperada de tipos de interés a largo plazo, que, en parte, podría estar relacionada con el resultado de la votación, en la medida en que refleje expectativas de

relajación de la política monetaria. Para más detalles sobre la forma en que la salida de Reino Unido de la UE impacta sobre las proyecciones de España y del resto del área del euro, puede consultarse el recuadro 1 en [Proyecciones macroeconómicas elaboradas para la zona del euro de septiembre de 2016](#).

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2015	Proyección. Septiembre 2016			Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en junio de 2016		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
PIB	3,2	3,2	2,3	2,1	0,4	0,0	0,0
Consumo privado	3,1	3,4	2,0	1,5	0,4	0,2	0,0
Consumo público	2,7	1,0	0,8	0,8	-0,1	-0,1	0,1
Formación bruta de capital fijo	6,4	4,0	4,8	4,5	-0,7	-0,7	-0,4
Inversión en bienes de equipo	10,2	7,9	6,6	5,7	-0,2	-0,5	-1,0
Inversión en construcción	5,3	2,1	4,2	4,4	-1,3	-1,2	-0,2
Exportación de bienes y servicios	5,4	5,3	4,5	4,8	0,9	-0,3	-0,2
Importación de bienes y servicios	7,5	5,4	4,9	4,9	0,1	-0,6	-0,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento) (b)	3,7	3,1	2,3	2,0	0,2	-0,1	-0,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,1
PIB nominal	3,8	3,5	3,3	3,7	0,3	0,0	-0,1
Defactor del PIB	0,6	0,3	1,1	1,6	-0,1	0,0	-0,1
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,5	-0,3	1,5	1,6	0,3	0,1	-0,1
IPSEBENE	0,6	0,9	1,3	1,7	0,0	0,0	-0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	3,0	2,9	2,0	1,8	0,4	0,0	0,0
Tasa de paro (porcentaje de la población activa).							
Datos a fin de período	20,9	19,0	17,8	16,7	-0,7	-0,5	-0,6
Tasa de paro (% de la población activa).							
Datos medios	22,1	19,8	18,3	17,1	-0,3	-0,6	-0,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (porcentaje del PIB)	2,1	2,6	2,2	1,9	0,6	0,7	0,7
Capacidad(+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (porcentaje del PIB) (c)	-5,0	-4,9	-3,6	-3,1	-0,8	-0,2	-0,2

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2016.

a Fecha de cierre de las predicciones: 23 de septiembre de 2016.

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

c Excluye ayudas a Instituciones Financieras.

lores, lo que, en parte, refleja los efectos del inicio del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) por parte del BCE (véase recuadro 4).

Los supuestos sobre la política fiscal para 2016 descansan sobre las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas AAPP para este año, al igual que en junio, y sobre los datos disponibles relativos a su ejecución. No se han incorporado, sin embargo, medidas anunciadas adicionales, como la relativa a la reinstauración de unas cuantías mínimas para los pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades, dada su falta de concreción en el momento de elaboración de estas previsiones (véase recuadro 2). Con respecto a 2017 y 2018, el hecho de que no se haya puesto en marcha el ciclo de elaboración de los presupuestos de las distintas AAPP hace que exista un elevado grado de incertidumbre acerca de la formulación concreta que adoptará la política presupuestaria. En este contexto, se ha optado por elaborar un escenario que implica asumir un tono neutral de la política fiscal. En concreto, se supone que las partidas del presupuesto sujetas a un mayor grado de discrecionalidad (por ejemplo, consumos intermedios o inversión pública) evolucionarán en línea con las proyecciones de crecimiento tendencial (nominal) de la economía. Al margen de este supuesto, las previsiones de ingresos públicos y la dinámica subyacente de algunas partidas de gasto, como la dedicada al pago de prestaciones por desempleo, derivan del cuadro macroeconómico previsto. Asimismo, se realizan estimaciones propias de las tendencias demográficas, con impacto sobre el gasto en pensiones, y de la carga de intereses de la deuda. El tono de la política fiscal derivado de las proyecciones de este Informe es expansivo en 2016 (período para el que se estima un deterioro del saldo estructural primario cercano a 1 pp del PIB, similar al estimado para 2015) y, de acuerdo con el criterio anterior, neutral en 2017-2018.

En comparación con las proyecciones publicadas hace algo más de tres meses, la previsión de crecimiento del PIB en 2016 ha sido revisada al alza en cuatro décimas. Esta revisión para el año en curso recoge la evolución más favorable de la actividad en el segundo trimestre, según los resultados de la CNTR, en comparación con lo que se había anticipado en junio. Además, el conjunto de información coyuntural referida a los meses de verano apunta a un comportamiento más dinámico de la actividad en la segunda mitad del año de lo que se proyectó en el ejercicio anterior.

El crecimiento previsto para 2017 se mantiene inalterado, lo que es el resultado de dos efectos contrapuestos. En relación con los supuestos técnicos, por un lado, las perspectivas menos favorables acerca del comportamiento de los mercados de exportación y, en menor medida, el abaratamiento de los precios de los competidores y el precio más elevado del petróleo comportan, en su conjunto, consecuencias desfavorables para la actividad, que se ven contrarrestadas solo parcialmente por el impacto positivo de la relajación adicional de las condiciones financieras a las que se enfrentan los agentes privados. Por otro lado, ello no llega a reflejarse en una menor tasa media de crecimiento del PIB del próximo año, al verse compensado por un efecto arrastre de 2016 más

favorable<sup>5</sup>. En 2018, los cambios en los supuestos externos ejercen, en conjunto, un impacto neutral sobre la actividad.

La expansión del PIB a lo largo del período de proyección viene explicada por la pujanza de la demanda nacional, que, no obstante, tenderá a mostrar un comportamiento menos vigoroso a partir del próximo año. Por su parte, la demanda exterior neta, que en el período 2014-2015 tuvo una aportación negativa al crecimiento del producto, pasará a realizar una contribución aproximadamente neutral o ligeramente positiva a lo largo del horizonte temporal contemplado.

Entre los componentes de la demanda nacional, el gasto de los hogares en bienes y servicios seguirá mostrando una notable fortaleza en el corto plazo. Con posterioridad, el elevado ritmo de creación de empleo continuaría sustentando este componente del gasto, si bien la desaparición de los efectos de algunos factores transitorios que han venido apoyando las rentas de las familias en el período más reciente (y que incluyen, en particular, la caída de los precios del petróleo y las rebajas de la imposición sobre la renta que entraron en vigor en 2015) contribuirán a una moderación de la tasa de aumento del consumo privado. De este modo, tras el avance proyectado del 3,4 % este año, se espera una desaceleración hasta el 2 % en 2017 y el 1,5 % en 2018.

La evolución favorable del mercado de trabajo y la persistencia de condiciones de financiación benignas propiciarán la continuación de la trayectoria de recuperación de la inversión residencial. En esta dirección apuntan los aumentos en el ritmo de iniciaciones y de compraventas de viviendas observado recientemente. A pesar del contexto propicio que se ha descrito, la intensidad del repunte de este componente de la demanda se verá moderada por las perspectivas de que las cifras de creación neta de hogares sean modestas y, posiblemente, en algunas áreas geográficas, por el elevado *stock* de viviendas sin vender.

Por su parte, la inversión empresarial en bienes de equipo continuará expandiéndose a tasas elevadas, aunque decrecientes, en consonancia con la moderación del dinamismo de la demanda final, en un marco en el que se espera que las condiciones financieras sigan favoreciendo el gasto de las sociedades no financieras. La ralentización de la rúbrica de otras construcciones, motivada por razones análogas a las descritas en el caso de la inversión en equipo, se verá mitigada por el supuesto realizado de que el nivel

<sup>5</sup> El efecto arrastre designa la contribución aritmética que ejercen las tasas de crecimiento intertrimestral de un año sobre la tasa media anual de crecimiento del año siguiente. En esta ocasión, en concreto, la contribución estimada de las tasas intertrimestrales de avance del PIB en 2016 al crecimiento medio de esta variable en 2017 es mayor ahora de lo que se estimaba en junio. Por un lado, como se ha señalado, la actividad tuvo un comportamiento más expansivo en el segundo trimestre de 2016 de lo esperado en junio. Además, por otro lado, las presentes proyecciones incluyen una revisión al alza del crecimiento esperado en los dos últimos trimestres de este año. Mecánicamente, ello resulta en un mayor avance del PIB no solo en 2016, sino también en 2017.



del componente de inversión pública se estabilizará en 2017, tras el retroceso observado en 2016.

En cuanto a las exportaciones, que en el pasado reciente han descrito una trayectoria muy favorable, el moderado dinamismo de los mercados exteriores (y, en menor medida, el abaratamiento de los precios de los competidores) dará lugar a ritmos de avance algo más modestos. No obstante, se espera que las ventas al exterior continúen exhibiendo un comportamiento más expansivo que los propios mercados a los que van destinadas, como consecuencia de las ganancias de competitividad acumuladas en el pasado (para las que no se proyecta una continuación en el futuro) y del aumento sostenido del número de empresas que, una vez iniciada la actividad exportadora en un determinado mercado exterior, continúan presentes en él transcurridos varios años. Además, la evolución del componente turístico continuaría viéndose favorecida por la inestabilidad política y los problemas de seguridad en algunos de los destinos competidores de la cuenca mediterránea. Por su parte, la trayectoria de las importaciones vendrá dada por la desaceleración de los principales componentes de la demanda final.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, el superávit de la cuenta del resto del mundo podrá alcanzar el 2,6% del PIB en 2016, 0,5 pp más que en 2015, apoyada en la favorable evolución de los flujos comerciales en términos reales, la pasada caída de los precios del petróleo y el abaratamiento de la carga neta de intereses pagados al exterior. En los años posteriores, la capacidad de financiación de la nación se moderaría como consecuencia del mayor nivel del precio del petróleo.

En el mercado laboral se espera que persista el elevado ritmo de generación de puestos de trabajo, con crecimientos reducidos de la productividad aparente de este factor productivo, como es habitual en las fases expansivas de la economía española. El dinamismo del empleo se sustentará, además, en la proyectada continuación de la moderación salarial, que contribuirá al mantenimiento de tasas modestas, aunque crecientes, de avance de los costes laborales unitarios. El crecimiento de la ocupación resultará en nuevos descensos de la tasa de paro, que se verán reforzados por una revisión a la baja del crecimiento estimado de la población activa relacionada con el envejecimiento poblacional, según se desarrolla con mayor detalle en el recuadro 6.

La inflación, medida por la tasa de variación de los precios de consumo, ha venido repuntando desde la primavera, mostrando cada vez tasas menos negativas. Esta evolución ha sido consecuencia fundamentalmente del aumento del precio del petróleo, aunque también los índices que excluyen el componente energético —y, en particular, el IPSEBENE— han comenzado a dar recientemente algunas señales de reactivación

En el período de proyección se espera que el IPSEBENE continúe acelerándose, como consecuencia de la prolongación del período de expansión del gasto en bienes de consumo, del cierre gradual de la brecha de producción y, hacia el final del horizonte de proyección,

del moderado repunte de los costes laborales unitarios ya descrito. Por lo que respecta al componente energético, se proyecta, bajo los supuestos del ejercicio, un alargamiento de la fase reciente de aceleración en los próximos meses, con tasas de variación cada vez mayores, hasta alcanzar un máximo en la primavera de 2017, para pasar a ralentizarse con posterioridad.

Como resultado de la evolución de los distintos componentes, se espera que el indicador general comience a registrar tasas crecientemente positivas a partir de septiembre de este año, lo que no impediría que, en el promedio de 2016, se observara un retroceso del 0,3%. En el conjunto de 2017 y 2018, se estiman avances del 1,5% y del 1,6%, respectivamente, en un contexto en el que el efecto conjunto de los cambios en los supuestos sobre la tasa de inflación es levemente negativo, lo que explica la revisión a la baja de una décima en el último de esos años con respecto a las proyecciones de junio.

El gráfico 1 presenta las sendas de crecimiento interanual del PIB y del IPSEBENE en el escenario central, junto con una medida de incertidumbre en torno a aquellas, construida a partir de las desviaciones históricas de las proyecciones con respecto a los valores efectivamente observados. De acuerdo con esta aproximación, la probabilidad de que se observen caídas del PIB hacia el final del horizonte de proyección se situaría en torno al 10%, en tanto que, de acuerdo con las desviaciones en las previsiones pasadas, la probabilidad de que el IPSEBENE registre tasas negativas de aquí al final de 2018 es muy reducida. Estas probabilidades no han experimentado variaciones sustanciales frente al ejercicio de proyección de junio.

Una limitación de este tipo de aproximación basada en desviaciones históricas de los pronósticos es que ignora la posibilidad de que, en un determinado momento del tiempo, el nivel percibido de incertidumbre pueda ser más elevado que en otros, o que los riesgos puedan aparecer como más probables en una dirección que en la opuesta. En este sentido, en el presente ejercicio de proyecciones se considera que los riesgos que rodean el escenario central de crecimiento del PIB continúan, como en junio, orientados a la baja.

En particular, desde el punto de vista del contexto exterior, persisten las dudas, en algunas economías emergentes, en relación con su capacidad de reconducción ordenada de algunos de los desequilibrios observados. Además, en estas proyecciones se ha supuesto que el impacto sobre el escenario central de la decisión del electorado británico de que su país abandone la UE se manifestará solamente a través de una revisión a la baja de las importaciones de Reino Unido, de modo que el resultado del referéndum no tendrá consecuencias adversas directas sobre la confianza y las decisiones de gasto de los agentes del área del euro. Sin embargo, no es descartable que a lo largo del período de negociación del nuevo vínculo comercial entre Reino Unido y la UE puedan materializarse algunos efectos negativos de esta naturaleza no contemplados en el escenario central.

Los riesgos con origen externo incluyen también una eventual intensificación de las tensiones geopolíticas globales, que pudiera



dañar tanto el comercio mundial como la confianza de los agentes del área del euro. Adicionalmente, el previsible tensionamiento de la política monetaria en Estados Unidos podría acarrear algunas consecuencias adversas sobre los flujos netos de capitales recibidos por las economías emergentes más vulnerables. Además, si bien la normalización de las condiciones financieras en el área del euro que viene produciéndose desde finales de 2012 parece encontrarse firmemente asentada, este proceso podría no ser completamente inmune ante un eventual aumento de la percepción de los riesgos sobre el sector bancario de algunos países del área. En la dirección opuesta, no se puede descartar que el impacto sobre la actividad del conjunto de medidas de política monetaria desplegadas por el BCE sea mayor que el contemplado en estas proyecciones, debido a posibles retardos en la transmisión de algunas de ellas a la actividad real.

Por lo que respecta a los riesgos internos, la estabilidad del crecimiento del PIB a lo largo del presente ejercicio refleja que los posibles efectos adversos derivados de la prolongación de la etapa de interinidad del actual Gobierno de la nación se habrían visto contrarrestados durante este período por otros factores. Sin embargo, no cabe descartar que ese impacto negativo acabe produciéndose. En particular, la provisionalidad del poder ejecutivo central está teniendo consecuencias sobre el proceso presupuestario (como se desarrolla en el recuadro 2) y, en general, sobre la actividad legislativa, lo que puede terminar afectando a la confianza de los agentes privados y, por tanto, a sus decisiones de consumo, inversión y contratación.

En el ámbito de la política fiscal, como se ha señalado, las proyecciones macroeconómicas se han elaborado sobre la base de la

ausencia de medidas presupuestarias adicionales en el presente ejercicio y de asumir un tono neutral de la política fiscal sobre la actividad en estos años. Bajo estos supuestos, el déficit público superaría los objetivos fiscales acordados por el Consejo de la UE el pasado mes de agosto, lo que ilustra la necesidad de que la política fiscal retome una orientación restrictiva para reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas y garantizar el cumplimiento de las metas. Estas eventuales medidas adicionales de consolidación presupuestaria podrían llevar aparejado un cierto coste en términos de crecimiento a lo largo del horizonte de proyección.

La dilación en el proceso de formación del Gobierno de la nación afecta también al calendario de aprobación de las reformas estructurales que son necesarias para incrementar el crecimiento potencial de la economía. Cualquier retraso en este sentido conlleva consecuencias adversas sobre la actividad, toda vez que habitualmente transcurren lapsos de tiempo no desdeñables entre la adopción de las medidas y el momento en que estas empiezan a surtir efectos palpables.

En sentido contrario, la propia resistencia que la economía ha mostrado recientemente, a pesar de la prevalencia de este contexto de incertidumbre acerca de las políticas económicas y de la materialización de algunos riesgos significativos en el ámbito exterior, sugiere que la dinámica de la actividad en nuestro país mantiene un elevado grado de inercia, que, de mantenerse algún tiempo más, podría reducir la incidencia final de los anteriores factores de riesgo.

Se considera que, en el ámbito de la inflación, los riesgos presentan un balance moderadamente negativo. En particular, la materialización de alguno de los eventos adversos sobre la actividad

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y DE INFLACIÓN PARA ESPAÑA

Gráfico 1  
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanuales

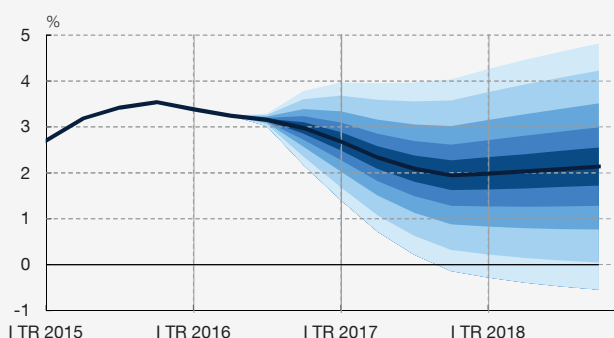
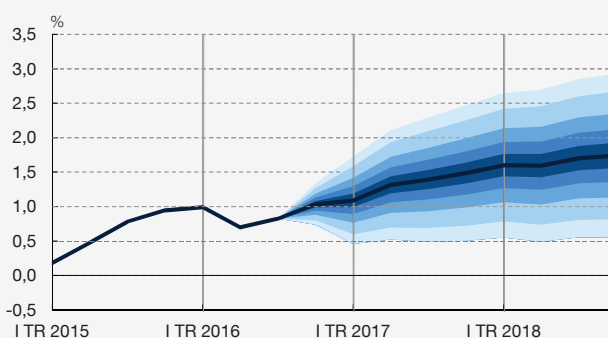


Gráfico 2  
IPSEBENE  
Tasas de variación interanuales



Probabilidad de que el PIB o el IPSEBENE se sitúen dentro del intervalo (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
Último dato observado: segundo trimestre de 2016 en el PIB y agosto de 2016 en el IPSEBENE.

a El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20%, 40%, 60%, 80% y 90%, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

que se han descrito podría dar lugar a un nuevo impulso desinflacionista, en particular en aquellos escenarios en los que se pueda producir un comportamiento menos favorable de los mercados exteriores, posiblemente acompañado por caídas en los precios de las materias primas y por una apreciación del tipo de cambio del euro. Además, la situación reciente de tasas de inflación muy

reducidas podría tender a prolongarse en caso de que los agentes extrapolen la evolución observada a su proceso de formación de expectativas. En la dirección opuesta, estos riesgos se verían paliados en caso de que la acción expansiva de la política monetaria diera lugar a un mayor dinamismo de los precios de consumo que el descrito en el escenario central.

---

Las últimas cifras publicadas sobre la actuación de las AAPP en términos de la Contabilidad Nacional (CN) cubren los meses de enero a julio de este año y se refieren a la Administración Central, las CCAA y la Seguridad Social<sup>1</sup>. De acuerdo con esta fuente, el conjunto de estos subsectores registró en enero-julio un déficit del 3,1 % del PIB<sup>2</sup>, en línea con el mismo período de 2015 (véase gráfico 1). La información relativa a un período más reciente se refiere al Estado y muestra que, hasta agosto, este registró un déficit del 2,8 % del PIB, lo que supuso un empeoramiento de tres décimas del PIB con respecto al mismo período del año previo. Se dispone también de información hasta agosto de la recaudación de los impuestos compartidos por el Estado, las CCAA y las CCLL en términos de contabilidad presupuestaria, que muestra una caída menor que la registrada a finales del segundo trimestre. En su

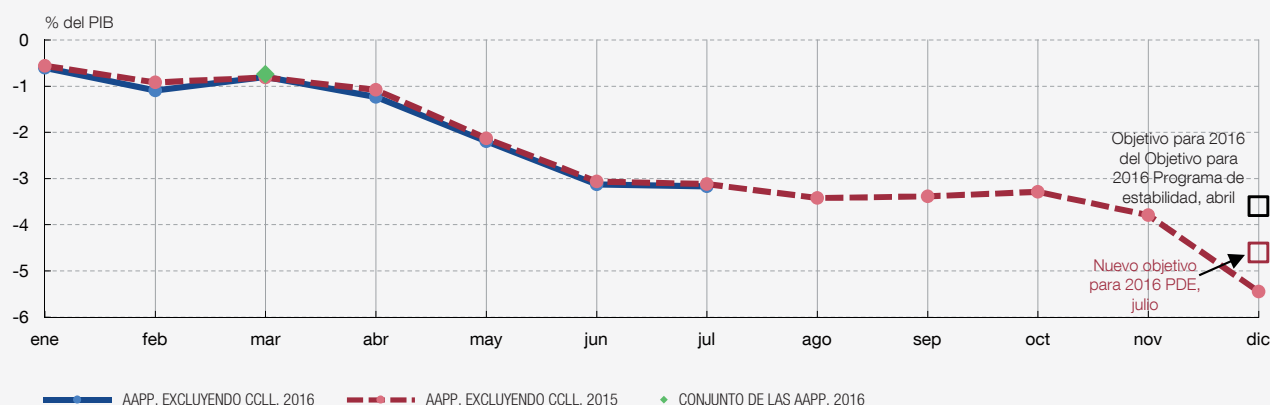
conjunto, esta evolución pone de manifiesto los riesgos de incumplimiento del objetivo de déficit para el presente ejercicio.

La ratio de deuda sobre PIB de las AAPP apenas varió en el segundo trimestre de 2016, situándose en el 100,5 %, debido a que el ligero aumento de los pasivos del sector fue compensado por el avance del PIB (véanse gráficos 2 y 3)<sup>3</sup>. Esta evolución, junto con la reducción de los costes medios de financiación, permitió que la carga financiera por intereses siguiese descendiendo, hasta situarse en el 3 % del PIB. El desglose por instrumentos muestra que la principal vía de financiación de las AAPP en el segundo trimestre continuó siendo la emisión de valores a medio y largo plazo. Por tenedores, los principales compradores netos de títulos emitidos

1 Se trata de cifras de CN mensual que publica la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).  
 2 Neto del saldo de ayudas a las instituciones financieras.

3 La ratio de deuda sobre PIB se ha calculado utilizando en el denominador el PIB nominal publicado por el INE en la última Contabilidad Nacional Trimestral (25 de agosto) y, por tanto, no incorpora la actualización de la serie contable 2012-2015 de la Contabilidad Nacional Anual que realizó el INE el pasado 14 de septiembre.

Gráfico 1  
 SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN CONTABILIDAD NACIONAL (Excl. ayudas a IIFF).  
 Datos acumulados desde enero

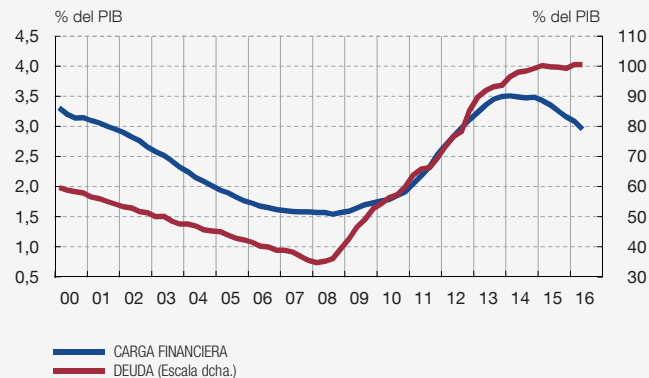


FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Consejo Europeo.

Gráfico 2  
 FINANCIACIÓN BRUTA  
 Tasa interanual y contribuciones por instrumentos



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



FUENTE: Banco de España.

por el Estado durante este período fueron las instituciones financieras nacionales distintas de las entidades de crédito (en particular, el Banco de España, que realizó una adquisición neta de 21,9 mm de euros, fundamentalmente en el contexto del programa de compra de activos del Eurosistema). Por el contrario, los no residentes, las entidades de crédito y los hogares y sociedades no financieras disminuyeron sus tenencias de estos instrumentos.

En el ámbito institucional, debe recordarse que el Consejo de la Unión Europea decidió, el 12 de julio de este año, que España no había tomado medidas eficaces para corregir su déficit excesivo en 2016, que fue el plazo fijado en la recomendación del Consejo del 21 de junio de 2013 para que se redujera el déficit público hasta el 2,8 % del PIB. La decisión del Consejo obligaba jurídicamente a la Comisión Europea (CE) a proponer una multa, así como a la suspensión de parte de los compromisos relativos a la ejecución de los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos correspondientes a 2017. Sin embargo, haciendo uso de la posibilidad prevista en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la CE recomendó el 27 de julio al Consejo que se anulara la multa, teniendo en cuenta la solicitud razonada presentada por el Gobierno español, basada en el difícil entorno económico, los esfuerzos de reforma realizados y el compromiso de cumplir el Pacto. El Consejo decidió aplicar esta recomendación el 8 de agosto. La resolución sobre la suspensión parcial de los fondos estructurales se encuentra todavía pendiente de un diálogo entre la CE y el Parlamento Europeo.

El Consejo también adoptó, siguiendo la recomendación de la CE, ampliar la fecha de la corrección del déficit excesivo de España en dos años, hasta 2018. La nueva senda de objetivos ha quedado fijada en un déficit máximo del 4,6 % del PIB para este año, del 3,1 % del PIB para 2017 y del 2,2 % del PIB para 2018. El Gobierno español debe enviar a la CE, antes del 15 de octubre de este año, el Plan

Presupuestario anual para 2017, al igual que todos los países de la Unión Europea, y notificar, de manera adicional, las medidas efectivas que se van a adoptar para garantizar el cumplimiento de la nueva senda de déficit. En particular, en la solicitud razonada realizada por el Ministerio de Economía y Competitividad en respuesta a la decisión del Consejo del 12 de julio, se anticipó como posible medida correctiva la reinstauración de unas cuantías mínimas para los pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades.

El cumplimiento pleno de estos requerimientos europeos se encuentra muy condicionado por el actual escenario de interinidad del Gobierno central. En efecto, la falta de acuerdo para lograr la formación de un gobierno ha provocado que aún no se haya iniciado el proceso presupuestario. Además, tampoco se han adoptado formalmente por parte de las autoridades españolas ni la nueva senda de objetivos de déficit público, acordada por el Consejo Europeo en agosto, ni su distribución entre los distintos niveles de las AAPP. En el caso concreto del año en curso, este hecho plantea la dificultad práctica de identificar cuáles son los objetivos de referencia para la aplicación de los mecanismos de seguimiento y control que marca la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, y en particular los criterios para la liberación de los fondos vinculados al Fondo de Liquidez Autonómico. Según la Constitución Española, si el día 1 de enero de 2017 no se hubieran aprobado unos nuevos presupuestos, se prorrogarían los correspondientes al año 2016. A su vez, y atendiendo a precedentes de prórrogas de los Presupuestos del Estado, cabría la posibilidad de que el Parlamento aprobara la modificación de algunas partidas específicas, como la revalorización de las pensiones o de los sueldos de los funcionarios<sup>4</sup>.

4 Desde la instauración del actual régimen constitucional, se han producido cuatro prórrogas de los Presupuestos Generales del Estado; en concreto, en los años 1982, 1989, 1995 y 2011.

El resultado del referéndum sobre la permanencia de Reino Unido en la Unión Europea (UE), favorable a la salida de este país de la UE, abre un nuevo escenario para la economía británica, que puede tener importantes consecuencias en el conjunto de la UE y, en menor medida, en la economía mundial. La ausencia de referencias claras sobre el modelo de relación futura con la UE que Reino Unido va a perseguir en el proceso de negociación —permanencia en el Espacio Económico Europeo, acuerdos de libre comercio al estilo del suscrito con Suiza o acuerdos comerciales bilaterales bajo los auspicios de la Organización Mundial de Comercio (OMC), entre otras posibilidades—, así como las dudas en torno al desarrollo del proceso, incluyendo su duración, configuran un panorama de elevada incertidumbre a corto y medio plazo.

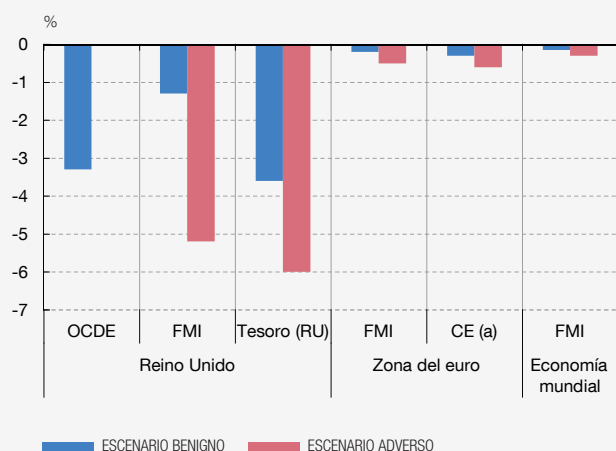
Como se ha apuntado en el texto principal del Informe, las jornadas posteriores a la consulta se caracterizaron por caídas generalizadas de los índices bursátiles y por una depreciación de la libra de en torno al 10 % con respecto al dólar y al euro. Tras las turbulencias iniciales, una gran parte de estos movimientos ha revertido y la mayoría de los índices bursátiles han superado los niveles previos al referéndum, en un contexto en el que se ha recuperado el apetito por el riesgo y se ha reducido la volatilidad. La actuación de las autoridades monetarias, incluyendo tanto el Banco de Inglaterra (que adoptó varias medidas de estímulo) como otros bancos centrales (que prosiguieron con una política monetaria acomodaticia), contribuyó a relajar las tensiones iniciales. A pesar de ello, entre julio y septiembre, tanto instituciones y organismos internacionales como analistas privados revisaron a la baja sus previsiones de actividad en la economía británica, así como en otras economías, principalmente europeas, que son las que presentan una mayor vinculación con Reino Unido (véase cuadro 1).

En efecto, cabe anticipar que la salida de Reino Unido de la UE tendrá efectos adversos sobre la economía británica por diversos

canales. Así, aunque de momento los mercados hayan mostrado una notable resistencia, no es descartable que, en un horizonte de uno o dos años, puedan tener lugar un endurecimiento de las condiciones financieras y un descenso del precio de los activos, especialmente en el sector inmobiliario. Estos desarrollos, junto con un deterioro de la confianza de los agentes, que presumiblemente se mostrará errática en los próximos meses, afectarían negativamente a la demanda interna. En sentido contrario, la depreciación de la libra permitirá mejorar la competitividad inicialmente y compensar, en parte, estos efectos, algo a lo que también contribuirán la orientación más expansiva de la política monetaria y, más adelante, el ajuste más suave de la política fiscal. Aunque no habrá cambios en los aranceles ni en otras barreras no arancelarias hasta que Reino Unido deje de formar parte de la UE, no es descartable que se produzca un descenso del comercio a más corto plazo por la incertidumbre sobre las futuras relaciones comerciales, en la medida en que la posible pérdida futura de mercados genere una reordenación de los procesos de producción globales. En un plazo más prolongado, los efectos sobre la actividad productiva de Reino Unido son difíciles de anticipar, ya que dependerán, en gran medida, del nuevo marco de relación comercial y financiera que finalmente acuerde con la UE, y con otras áreas importantes, como Estados Unidos o las economías asiáticas.

El papel de la economía inglesa como centro financiero mundial y canalizador de los flujos de inversión de empresas multinacionales —en gran parte, por el acceso al Mercado Único que les brinda— conlleva un riesgo potencial de propagación a los mercados financieros internacionales de los *shocks* que afectan a esta economía. Ello podría suponer un endurecimiento de las condiciones financieras, un deterioro de la confianza y un aplazamiento de las decisiones de gasto en las economías más expuestas a la economía británica. A su vez, los socios comerciales de Reino Unido se verán afectados desfavorablemente por el menor nivel

Gráfico 1  
IMPACTO SOBRE EL NIVEL DEL PIB (2018)



Cuadro 1  
PREVISIONES ANTES Y DESPUÉS DEL REFERÉNDUM  
Entre paréntesis, previsión anterior al referéndum

	Proyecciones		
	2016	2017	2018
<b>Reino Unido</b>			
Bank of England (agosto/mayo)	1,8 (1,9)	0,8 (2,3)	1,8 (2,3)
FMI (julio/abril)	1,7 (1,9)	1,3 (2,2)	—
Comisión Europea (julio/mayo)	1,6 (1,8)	1,1 (1,9)	—
OCDE (septiembre/junio)	1,8 (1,7)	1,0 (2,0)	—
<b>Zona del euro</b>			
FMI (julio/abril)	1,6 (1,5)	1,4 (1,6)	—
Comisión Europea (julio/mayo)	1,6 (1,6)	1,5 (1,8)	—
OCDE (septiembre/junio)	1,5 (1,6)	1,4 (1,7)	—
<b>Economía mundial</b>			
FMI (julio/abril)	3,1 (3,2)	3,4 (3,5)	—
OCDE (septiembre/junio)	2,9 (3,0)	3,2 (3,3)	—

FUENTES: OCDE, Fondo Monetario Internacional, Comisión Europea, y Tesoro británico.

a Cifras referidas a 2017.

de actividad de este país, aunque, en algunos casos, podrían verse favorecidos por la deslocalización de actividades desde esa economía.

En los últimos meses se han publicado numerosos trabajos que han tratado de cuantificar el impacto de la salida de Reino Unido de la UE sobre la economía británica y sobre el resto del mundo, contemplando diversos escenarios respecto a la futura relación de Reino Unido con el resto de las economías y respecto al efecto de la incertidumbre sobre las condiciones financieras y sobre la confianza de los agentes. En general, el rango de escenarios considerados va desde entornos «benignos», que preservan la mayor parte de las relaciones comerciales existentes en la actualidad, hasta

otros, más adversos, en los que Reino Unido pasaría a regirse por las normas de la OMC. El impacto estimado en estos estudios para la economía británica es una reducción en el nivel de PIB, que oscila entre el 1 % y 6 % en 2018, en función del escenario e hipótesis contempladas (véase gráfico 1), lo que ilustra el elevado grado de incertidumbre acerca del futuro desarrollo del proceso de desvinculación de la UE y sus posibles implicaciones económicas. Por su parte, las consecuencias para el área del euro y la economía mundial serían sensiblemente más modestas, si bien, lógicamente, existen importantes diferencias por países en función de los vínculos que mantienen con Reino Unido (véase recuadro 5 para una descripción de la exposición comercial y financiera de la economía española a este país).

El Consejo de Gobierno del BCE anunció en marzo de este año un nuevo programa de compras de bonos corporativos, denominado CSPP, por sus siglas en inglés, que se añadía a los otros tres en curso dentro del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés)<sup>1</sup>. La iniciativa, que era parte de un paquete amplio de nuevas medidas de política monetaria expansivas<sup>2</sup>, tenía como objetivo contribuir a reducir el coste de las emisiones y reforzar los efectos del APP sobre las condiciones financieras de la economía del área del euro.

A través del CSPP, el Eurosistema adquiere bonos del sector corporativo. Concretamente, se trata de valores denominados en euros con una calificación crediticia con grado de inversión y emitidos por empresas no bancarias localizadas en la zona del euro<sup>3</sup>. Para ser elegible, el vencimiento remanente de los títulos debe situarse entre seis meses y treinta años, y no existe un requisito de volumen mínimo de la emisión<sup>4</sup>. Las adquisiciones, que comenzaron el 8 de junio, han alcanzado un volumen acumulado cercano a los 23 mm de euros durante los tres meses de vigencia. Las adquisiciones mensuales de bonos corporativos, 6,6 mm de euros en promedio hasta agosto, han representado entre un 7 % y un 11 % del total de las adquisiciones mensuales realizadas bajo el APP durante esos meses. Aunque su importancia cuantitativa es menor, en consonancia con la magnitud de los mercados de renta fija privada no bancaria de la UEM, su efectividad es proporcionalmente elevada.

El anuncio del CSPP ha tenido un impacto muy favorable sobre el coste de las emisiones corporativas en el área del euro. Como se ilustra en el gráfico 1, la rentabilidad de las emisiones BBB de los bonos de empresas no financieras se ha reducido más de un punto porcentual con respecto a los valores de febrero, situándose en niveles mínimos históricos y por debajo del coste de los préstamos bancarios. Esta mejoría se ha dejado sentir de manera generalizada en el mercado de renta fija privada, incluyendo los bonos de empresas financieras y de alto rendimiento.

Asimismo, el programa ha contribuido a la reactivación del mercado primario de emisiones de las empresas no financieras. Como se observa en el gráfico 2, el volumen de emisiones en euros por parte de las empresas de la zona del euro ha crecido de manera notable, a pesar de la ralentización de las emisiones que se produjo en el mes de junio, posiblemente relacionada con el incremento de la incertidumbre asociada al referéndum en el Reino Unido. Este crecimiento del volumen de emisiones parece responder a un aumento de su tamaño, más que a un incremento en el número de operaciones o en el de nuevos emisores (véase gráfico 3)<sup>5</sup>.

En términos netos, las emisiones están contribuyendo a sostener un incremento de los recursos ajenos de las empresas (véase gráfico 5), y podrían explicar, al menos en parte, la ralentización de los préstamos bancarios de más de un millón de euros (véase gráfico 6). En la medida en que las empresas de mayor tamaño desplacen sus decisiones de financiación a los mercados de renta fija, cabe esperar que la introducción del CSPP también tenga un efecto colateral positivo sobre la oferta de préstamos bancarios disponible para las empresas de menor tamaño.

En su conjunto, la relajación adicional de las condiciones de financiación y el mayor dinamismo del crédito que parece estar aportando esta nueva herramienta de política monetaria deberían contribuir a sostener la recuperación económica en el área del euro y a acelerar la vuelta progresiva de la inflación a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

- 1 En concreto, la tercera edición del *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3), el *Asset Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP) y el *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). Los dos primeros fueron introducidos en 2014, y se dirigen, respectivamente, a *covered bonds* (bonos garantizados del tipo de las cédulas hipotecarias) y titulizaciones simples y transparentes respaldadas por préstamos a empresas y familias. El PSPP es el programa con el que, desde marzo de 2015, se adquieren bonos de deuda pública.
- 2 Véase el recuadro «Las nuevas medidas expansivas del Banco Central Europeo», del *Boletín Económico* del Banco de España de marzo de 2016.
- 3 Se excluyen, además de las emisiones de entidades de crédito o cuya matriz sea una entidad de crédito, las empresas de gestión de activos creadas a partir de los procesos de resolución o reestructuración del sector financiero. Para mayor detalle puede consultarse «More details on the Eurosystem's corporate sector purchase programme (CSPP) – Questions & answers», disponible en <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/cspp-qa.en.html>.
- 4 Como en el resto de los programas de compras de valores privados, el Eurosistema podría adquirir hasta un máximo del 70 % de una emisión. Este límite es inferior en el caso de empresas públicas, para las que se aplicaría el mismo límite que en PSPP.

- 5 El gráfico se realiza a partir de la información de Dealogic, utilizando el nombre de la empresa matriz para identificar nuevos emisores. La información de Dealogic es incompleta, especialmente para emisiones de tamaño reducido, por lo que los datos del gráfico pueden infravalorar la relevancia de nuevos emisores.



Gráfico 1  
COSTE DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

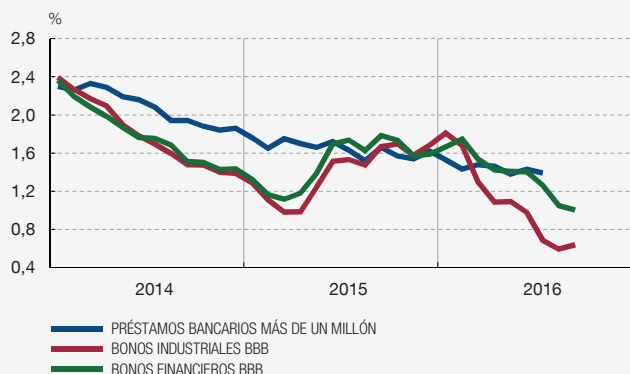


Gráfico 2  
EMISIONES BRUTAS DE BONOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (a)  
Volumen acumulado en el año

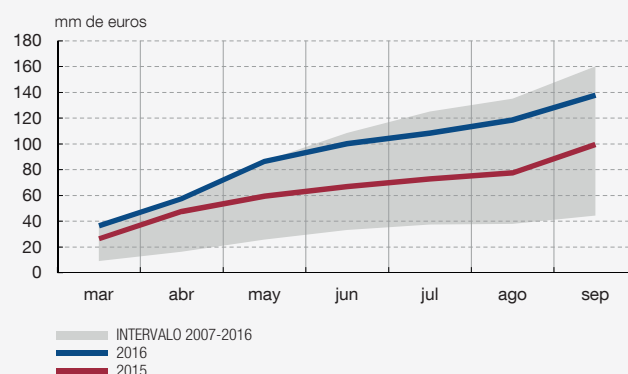


Gráfico 3  
EMISIONES BRUTAS DE BONOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (a)  
Número de emisiones entre marzo y septiembre

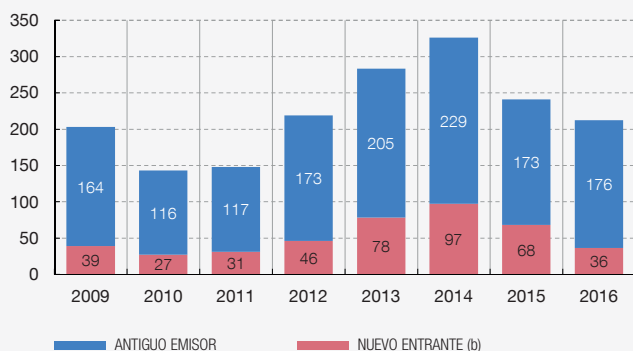


Gráfico 4  
TAMAÑO DE LAS EMISIONES

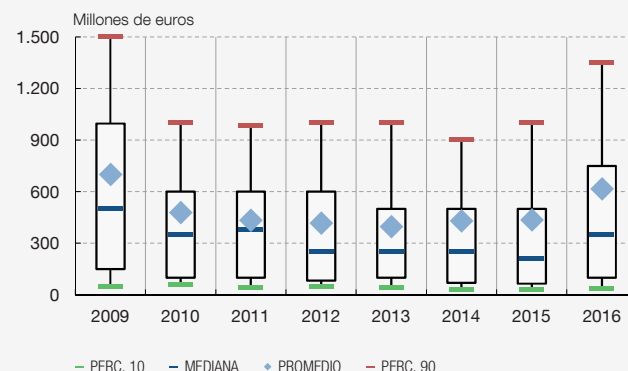


Gráfico 5  
EMISIONES NETAS A LARGO PLAZO

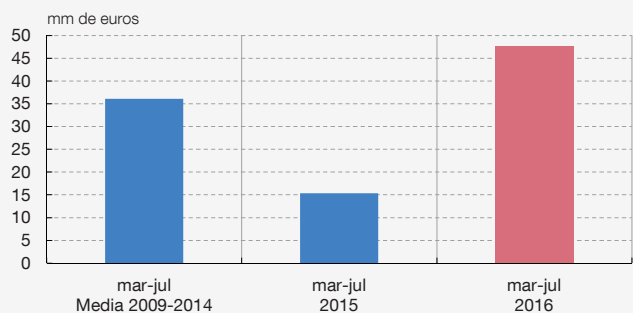
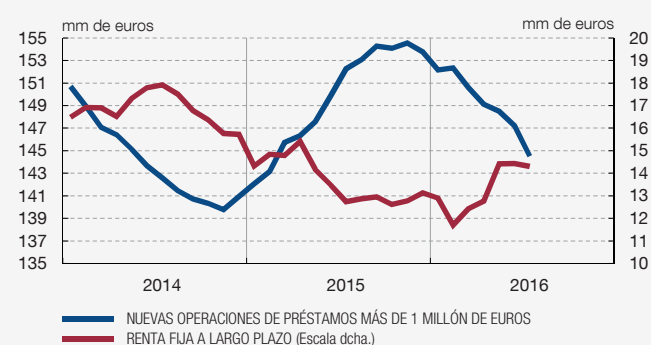


Gráfico 6  
PRÉSTAMOS BANCARIOS Y EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA  
Promedio de 12 meses



FUENTES: Banco Central Europeo, Datastream, Dealogic y JP Morgan.

- a Emisiones de empresas no financieras de la zona del euro (siguiendo el criterio de nacionalidad por empresa matriz). Se consideran emisiones en euros Corporate Bond-Investment-Grade, Corporate Bond-High Yield y Medium Term Notes, según nomenclatura de Dealogic.
- b Se consideran como «nuevo entrante» a las empresas que no han emitido con anterioridad, tomando en consideración el nombre de la empresa matriz.

Este recuadro describe el grado de exposición comercial y financiera que España mantiene con Reino Unido, con el fin de proporcionar una aproximación inicial a los posibles focos de vulnerabilidad que el resultado del referéndum de junio pudiera generar en nuestra economía. En el terreno de los intercambios comerciales, las exportaciones españolas de bienes y servicios dirigidas a la economía británica suponen aproximadamente un 10 % del total o un 3,2 % del PIB (véase gráfico 1). Esta última cifra es algo inferior al 4 % del promedio del área del euro. En particular, en comparación con la observada en España, la exposición comercial, medida de esta forma, es más elevada en Alemania, economía muy volcada hacia el exterior, y en los países más pequeños, lo cual es lógico, si se tiene en cuenta la correlación positiva que habitualmente se encuentra entre el tamaño de las distintas economías y su grado de apertura al exterior. Si se compara con Francia e Italia, países de dimensión relativamente similar a la de España, la exposición de nuestro país a Reino Unido es, en cambio, algo más elevada.

Si esta dependencia de las distintas economías del área del euro con respecto a la británica se analiza atendiendo al desglose entre bienes y servicios, se observan algunas diferencias más marcadas en el caso español. En concreto, las exportaciones de servicios tienen un peso muy superior dentro del PIB en nuestro país que en el resto de las principales economías de la UEM, de modo que Reino Unido es, para España, el principal mercado de estos productos (el 30 % del total), rasgo que se manifiesta tanto en el caso de los servicios turísticos como en el de los no turísticos.

Respecto al turismo, en concreto, la economía británica representa el 21 % de los ingresos totales. Además, dado que su ritmo de expansión ha sido muy elevado en los últimos años, el gasto de los residentes de Reino Unido en España está realizando una contribución muy elevada al buen comportamiento reciente del sector (véase gráfico 2). El peso de las exportaciones de servicios no turísticos dirigidas a Reino Unido es aún mayor (39 % del total), destacando los servicios de telecomunicaciones y financieros, y, en menor medida, de transporte y empresariales, lo que refleja, en todos los casos, la implantación en ese país de multinacionales españolas que mantienen relaciones comerciales con sus matrices y con otras empresas de nuestro país.

La relevancia de Reino Unido como destino de las exportaciones españolas de bienes es comparativamente menor (en torno al 7 % del total). No obstante, aun así es el cuarto socio comercial por orden de importancia (tras Francia, Alemania e Italia). Entre las ramas con un mayor grado de exposición, destacan, dentro del grupo de bienes de consumo, el sector del automóvil, para el cual las exportaciones a Reino Unido representan un 12,7 % del total de ventas al exterior, y el de alimentos, bebidas y tabaco, con un 9,5 %. Entre los bienes de capital, destacan el material de transporte aéreo y el terrestre no ferroviario (para los que las exportaciones a la economía británica suponen un 13,3 % y un 11 % del total, respectivamente).

De modo análogo, en la vertiente importadora, las compras a Reino Unido tienen un peso en el PIB menor en España que en el conjunto del área del euro en el caso de los bienes, pero no en el de servicios. Aun así, la exposición agregada es, en este caso, sensiblemente más reducida tanto para la economía española (el 1,2 % del PIB) como para la de la UEM (el 2,5 %). Como resultado de la consideración conjunta de los flujos de exportaciones e importaciones, las transacciones comerciales bilaterales de España con la economía británica generan un superávit próximo al 1,5 % del PIB.

Por el lado financiero, la exposición de España a Reino Unido, aunque relevante, es, como en el caso del comercio, también algo inferior a la del promedio del área del euro, con la excepción de las inversiones directas (véase gráfico 3). En 2015, los activos y pasivos exteriores frente a ese país representaron el 11 % y el 8 % del total, respectivamente [un 15 % y un 20 % del PIB, de modo que España mantiene una Posición de Inversión Internacional (PII) deudora neta con dicho país del 5 % del PIB<sup>1</sup>]. Atendiendo al tipo de moneda, la mayor parte del activo y, sobre todo, del pasivo está denominada en euros, siendo la posición neta en libras ligeramente acreedora.

Entre los activos de España en Reino Unido, sobresalen las inversiones directas —un 8 % del PIB— (véase gráfico 4)<sup>2</sup>. En concreto, ese país constituye el primer destino de la inversión extranjera directa (IED) española, seguido por Estados Unidos y Brasil. Como ya se ha señalado, la IED española se concentra en los sectores financieros y de telecomunicaciones. Las otras inversiones (esto es, depósitos, préstamos y *repos*, fundamentalmente) alcanzan el 4 % del PIB, lo que refleja, en gran medida, las inversiones de las entidades financieras españolas en el sistema bancario británico, materializadas en depósitos y otros instrumentos de deuda. Las inversiones en títulos de inversión de cartera son muy reducidas, concentrándose en la renta fija.

A diferencia del activo, las inversiones británicas en España son más heterogéneas. En este caso, tienen un mayor peso relativo los títulos de inversión de cartera —preferentemente en renta fija— (un 7 % del PIB, de acuerdo con el criterio de inversor final proporcionado por el FMI) y de otra inversión (también un 7 % del PIB, pero en este caso de acuerdo con el criterio de primera contrapartida), en consonancia con la importancia de la ciudad de Londres como centro financiero internacional (véase gráfico 5). Finalmente, según los datos de Coordinated Direct Investment Survey (CDIS), la presencia de Reino Unido en el capital de las empresas españolas es reducida. Concretamente, las inversiones directas de ese país en España representaban en el año 2014 el

- 1 En todo caso, cabe destacar que algunos pasivos se contabilizan según la primera contrapartida conocida, que no tiene por qué coincidir con el país del tenedor final de los mismos, por lo que esta cifra puede diferir de la real.
- 2 La mayor parte de los activos de IED (algo más del 80 % del total) se materializa en forma de acciones y participaciones en el capital.

2% del PIB<sup>3</sup>. Al margen de los activos financieros, cabe destacar el elevado peso de las inversiones inmobiliarias británicas en España. Según los datos del Centro de Información Estadística del

Notariado (CIEN), los ciudadanos de esa nacionalidad son los compradores con mayor peso sobre el total de adquisiciones por parte de extranjeros. En concreto, sus inversiones supusieron en 2015 el 4% del total de las compraventas de viviendas, existiendo zonas geográficas donde la segunda residencia tiene un peso elevado (en particular, la costa mediterránea y los archipiélagos canario y balear), en los que ese porcentaje es muy superior (véase gráfico 6).

3 Según los datos del Registro de Inversiones Exteriores, la industria tabaquera y las telecomunicaciones fueron el destino más importante de las inversiones directas británicas (22% y 21% del total, respectivamente, en 2013).

Gráfico 1  
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS. 2015

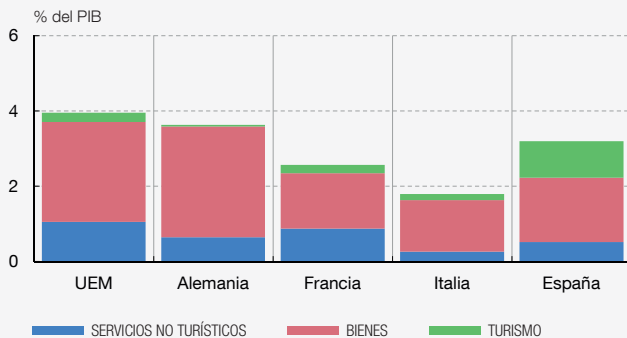


Gráfico 2  
TURISTAS EXTRANJEROS EN ESPAÑA POR NACIONALIDAD

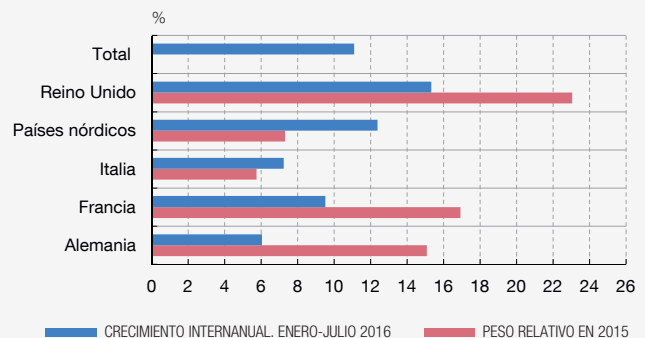


Gráfico 3  
INVERSIÓN DIRECTA Y DE CARTERA CON EL REINO UNIDO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL. Datos según el criterio del inversor final (FMI)

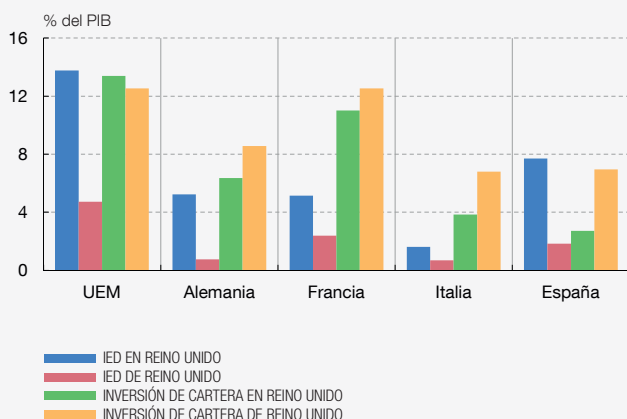


Gráfico 4  
ACTIVOS EXTERIORES ESPAÑOLES EN EL REINO UNIDO. Datos de la PII de 2015

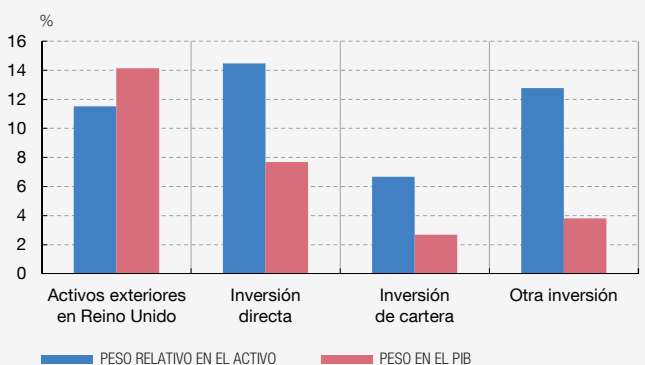


Gráfico 5  
PASIVOS EXTERIORES. Datos de la PII de 2015

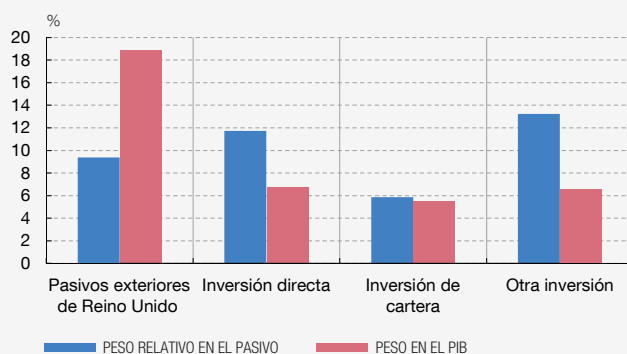
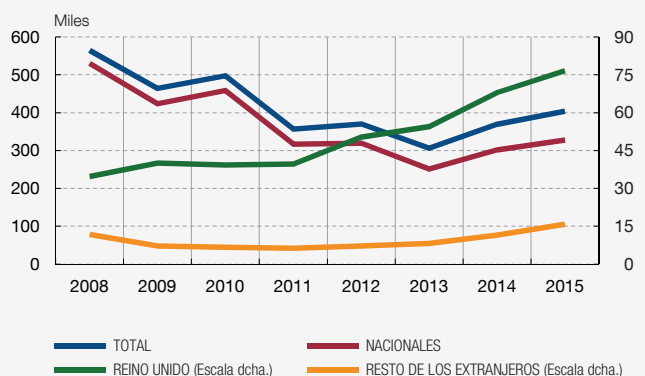


Gráfico 6  
COMPRAS DE VIVIENDA SEGÚN NACIONALIDAD



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

En suma, el grado de exposición de la economía española a la británica no difiere excesivamente del observado en el resto de las principales economías del área del euro. No obstante, existen algunos ámbitos concretos, que incluyen el turismo receptor, la prestación de servicios no turísticos, la inversión directa de España

en algunos sectores de la economía británica (entre los que destacan el financiero y el de las telecomunicaciones) y la segunda vivienda, en los cuales el grado de sensibilidad de la economía española a los desarrollos en Reino Unido es comparativamente más elevado.

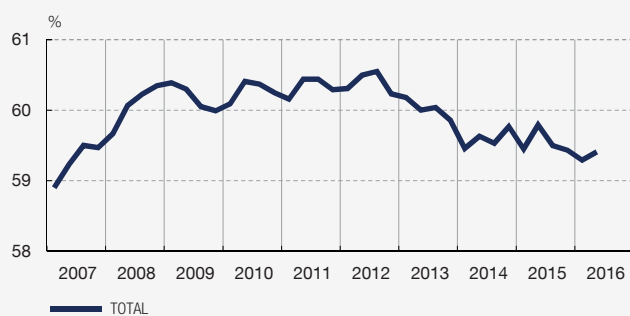
---

Desde la segunda mitad del 2013, cuando comenzó el proceso de recuperación económica, la tasa de actividad de la economía española ha prolongado la senda descendente que se inició a mediados de 2012, cuando alcanzó un máximo del 60,5%. En las fases bajistas del ciclo económico resulta habitual que la tasa de actividad experimente disminuciones. Ello se suele atribuir al denominado «efecto desánimo», consistente en que, a medida que aumentan la tasa y la duración media del desempleo, los parados se desaniman y dejan de buscar trabajo, abandonando la fuerza laboral. Este efec-

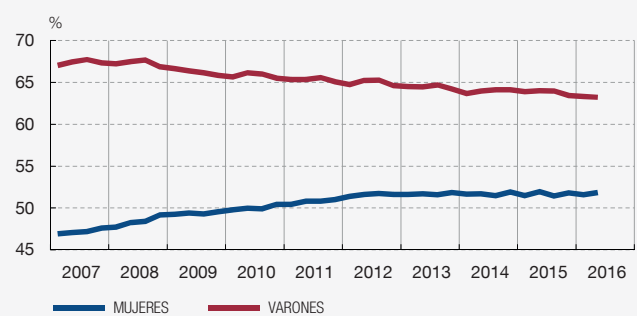
to suele revertir al mejorar el ciclo, de modo que los aumentos de ocupación tienden a estar acompañados por incrementos en la oferta laboral. Sin embargo, en el caso de la actual fase de recuperación económica de la economía española, la tasa de actividad ha prolongado su senda descendente previa, con una reducción de algo más de medio punto desde el inicio del proceso de creación de empleo, hasta situarse en el 59,4%. Esta dinámica ha sido particularmente llamativa en el grupo poblacional de los varones nacionales (véase gráfico 1), que, desde la segunda mitad de 2013, han acumulado

Gráfico 1  
TASAS DE ACTIVIDAD OBSERVADAS E INACTIVOS ESTUDIANTES, POR EDAD

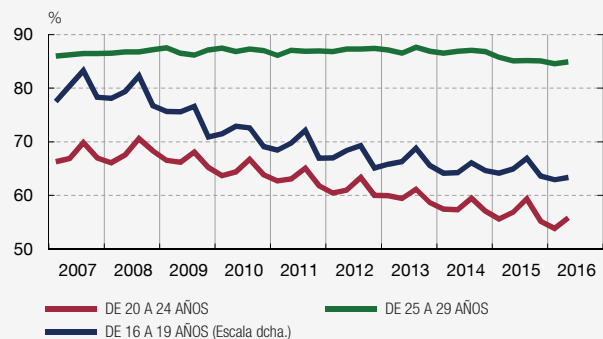
1 TASA DE ACTIVIDAD AGREGADA (a)



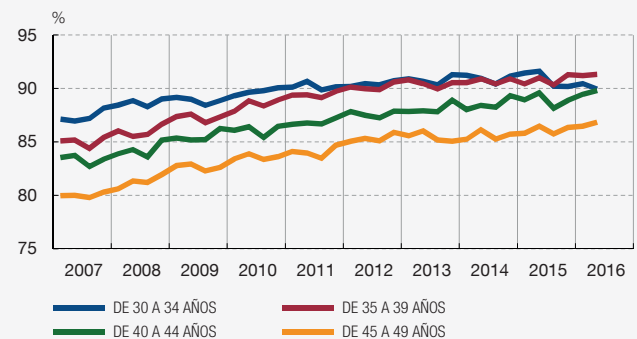
2 TASA DE ACTIVIDAD DE POBLACIÓN NACIONAL, POR SEXO (a)



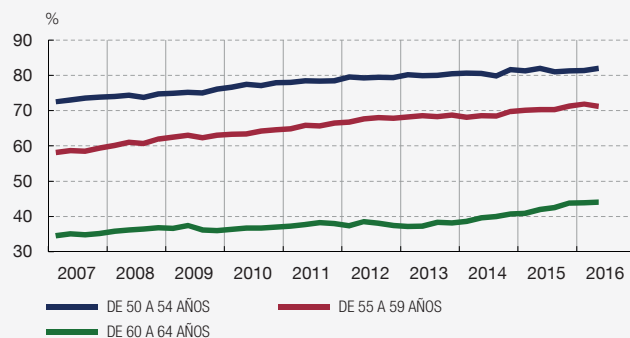
3 TASA DE ACTIVIDAD POR EDAD: JÓVENES



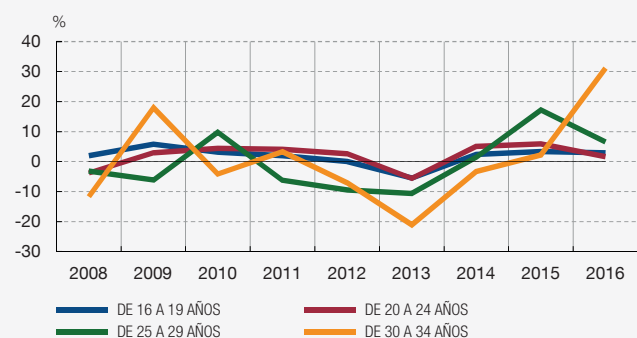
4 TASA DE ACTIVIDAD POR EDAD: EDADES INTERMEDIAS



5 TASA DE ACTIVIDAD POR EDAD: MAYORES



6 INACTIVOS - ESTUDIANTES. TASAS DE VARIACIÓN (b)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (EPA).

a Población de 16 o más años.

b El dato de 2016 es la tasa de variación interanual del primer semestre.

una caída de 1,3 pp, pese a ser un colectivo cuya participación en el mercado laboral muestra, por lo general, una elevada correlación con el ciclo<sup>1</sup>. Por su parte, también hay que resaltar la estabilidad exhibida por la participación de las mujeres nacionales, que ha oscilado en el entorno del 51,7 % durante el mencionado período, tras más de cuatro décadas de subidas continuadas motivadas por la incorporación de la mujer al mercado laboral<sup>2</sup>. Este recuadro profundiza en las causas que están detrás de estos desarrollos de la tasa de actividad, para tratar de determinar su carácter permanente o transitorio y poder así calibrar la conveniencia de proyectar estas tendencias a lo largo del horizonte de previsión.

Por grupos de edad, hay que destacar que las caídas de la participación del colectivo de nacionalidad española se han concentrado en los colectivos jóvenes (de entre 16 y 24 años), aunque recientemente también han afectado ligeramente a los activos comprendidos entre 25 y 34 años (véase gráfico 1.3). Un elemento que podría explicar esta dinámica es el hecho de que, como consecuencia de la escasez de demanda de trabajo para los colectivos de menor formación<sup>3</sup>, la población más joven esté, o bien retornando al sistema educativo ante la escasez de oportunidades laborales, o bien aplazando su entrada en el mercado de trabajo para mejorar su capital humano (alargando, por tanto, su período formativo). El gráfico 1.6 recoge la evolución del total de jóvenes inactivos que se encuentran estudiando —tanto formación reglada como no reglada—. En general, se observa que se ha producido un repunte del número de inactivos que estudian desde la segunda mitad de 2013, particularmente entre las personas en el tramo

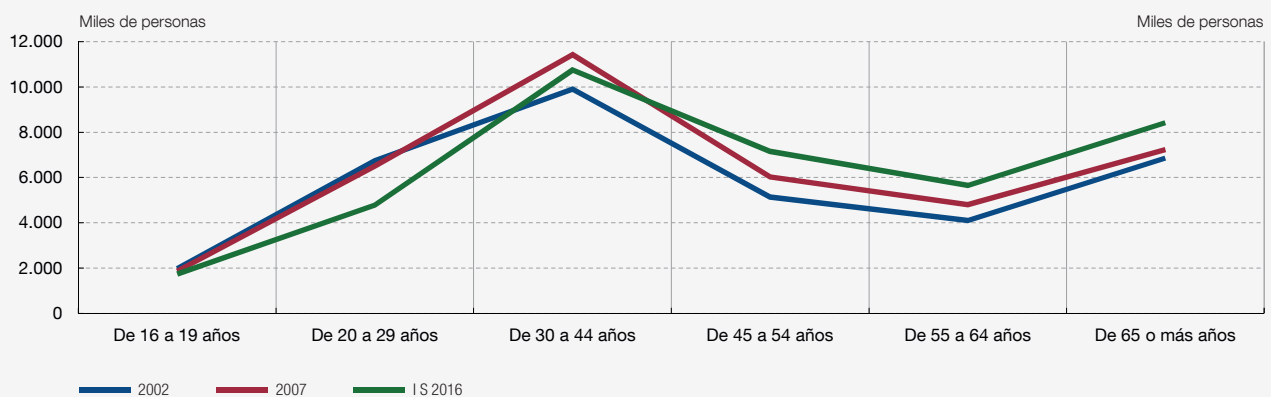
de edad de entre 25 y 34 años, colectivo en el que es menos frecuente que no se participe laboralmente por estar estudiando. Si se atiende al tipo de estudios realizados, destaca el incremento de los estudiantes en secundaria general y en educación superior<sup>4</sup>. Por el contrario, se puede observar que las restantes edades presentan una tendencia creciente en su actividad (véanse gráficos 1.4 y 1.5). El hecho de que la menor participación de los jóvenes en el mercado de trabajo esté vinculada a la adquisición de un mayor capital humano, que tendría un cierto carácter cíclico en la medida en que está ligada a las oportunidades laborales existentes en cada momento, comportaría en todo caso efectos beneficiosos a medio plazo no solo porque se mejora la calidad del factor trabajo, sino también porque la población con más formación presenta mayores tasas de actividad a lo largo de su ciclo vital.

Por otra parte, un elemento crucial para explicar la reciente atonía de la participación laboral es el proceso de envejecimiento poblacional, en un contexto en que la tasa de actividad se define a partir del número de individuos cuya edad supera los 16 años, de modo que la definición incluye a los mayores de 64 años, entre los cuales las tasas de actividad son extremadamente reducidas<sup>5</sup>. En efecto, como se observa en el gráfico 2, en los últimos 15 años han ganado peso los colectivos de mayor edad, que son los que presentan una menor tasa de actividad. Asimismo, este proceso se ha intensificado en los últimos años, período en el que el tramo de trabajadores de más de 64 años ha ganado mucho peso: en concreto, más de 2 pp en los últimos seis años<sup>6</sup>. Para evaluar el potencial impacto del envejecimiento sobre la tasa de actividad agregada se ha

- 1 Véase Montero y Regil (2015), *La tasa de actividad en España: resistencia cíclica, determinantes y perspectivas futuras*, Documentos Ocasionales, n.º 1502, Banco de España.
- 2 La evolución del colectivo de activos extranjeros, que suponen en torno a un 12 % del total de activos, también fue coherente con la mencionada atonía de la oferta laboral. La tasa de actividad de las mujeres extranjeras se recortó cerca de 2 pp y la de los varones 1 pp.
- 3 Véase Izquierdo, Puente y Font (2013), «Evolución del desajuste educativo entre la oferta y la demanda de trabajo en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

- 4 No se detecta un patrón claro en la evolución de los estudiantes en programas no reglados (programas no formales de formación personal y profesional).
- 5 La tasa de actividad del colectivo de entre 65 y 69 años apenas supera el 5 %, mientras que para los mayores de 70 ronda el 0,6 %.
- 6 Esta dinámica demográfica coincide con la llegada a las edades de jubilación de la generación de la posguerra, período en el que se produjo un repunte de la natalidad, al tiempo que siguen entrando en edad de trabajar las cohortes con unas tasas de fecundidad muy bajas (los nacidos en los noventa).

Gráfico 2  
POBLACIÓN POR GRUPOS DE EDAD EN 2002, 2007 Y 2016



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (EPA).

elaborado una senda contrafactual de la tasa de actividad que resulta de fijar el peso de cada grupo de edad en la población en su nivel de 2007 y aplicar la evolución de las tasas de actividad de cada uno de ellos. De este modo, se obtiene cuál habría sido la tasa agregada de participación si no hubiese variado la estructura poblacional por edades desde 2007. Como se puede apreciar en el gráfico 3.1, la tasa de actividad de la población mayor de 16 años habría sido cerca de 2 pp más alta de haberse mantenido la estructura poblacional de 2007, lo que representaría un impacto muy significativo. Este efecto es similar al estimado para la economía de Estados Unidos en varios trabajos recientes, como, por ejemplo, el de Aaronson *et al.* (2014)<sup>7</sup>, quienes encuentran que en torno a 1,5 pp de la caída de la tasa de participación entre 2007 y 2014 se explican por el fenómeno del envejecimiento poblacional.

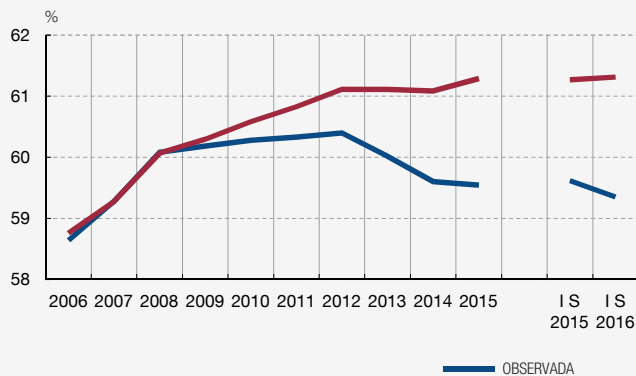
El impacto aparente del envejecimiento poblacional sobre la tasa de actividad es significativamente menor cuando aquella se mide no sobre la población mayor de 16 años, sino solo sobre la población de entre 16 y 64 años (véase gráfico 3.2), dado que, como se señaló anteriormente, las tasas de participación de las personas mayores de 64 años son muy reducidas, debido al acceso generalizado a la jubilación de este grupo poblacional. De hecho, para esta definición de tasa de actividad, el efecto del envejecimiento poblacional es prácticamente nulo, siendo simplemente el resultado de que, para ciertos propósitos, la definición habitual de la tasa de actividad puede no ser la más apropiada.

De cara al potencial impacto futuro del proceso de envejecimiento, los gráficos 3.3 y 3.4 recogen los resultados de un ejercicio de proyección de la participación laboral similar al mencionado anteriormente, pero en este caso consistente en fijar las tasas de actividad por grupos poblacionales en su nivel de 2016 y variar los pesos poblacionales futuros según las proyecciones de población

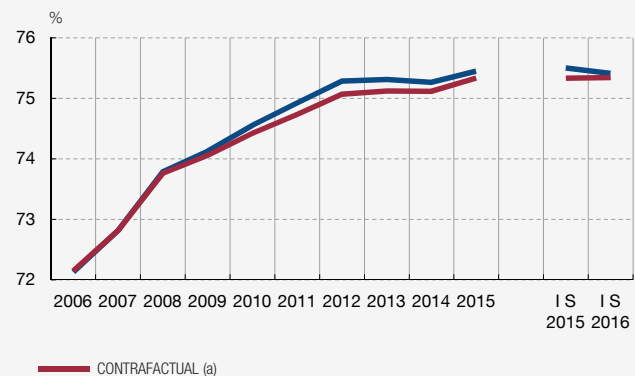
7 Aaronson, Cajner, Fallick, Galbis-Reig, Smith y Wascher (2014), «Labor force participation: recent developments and future prospects», *Brookings Papers on Economic Activity*, otoño de 2014.

Gráfico 3  
TASAS DE ACTIVIDAD: OBSERVADAS Y CONTRAFACTUALES, Y PROYECCIONES

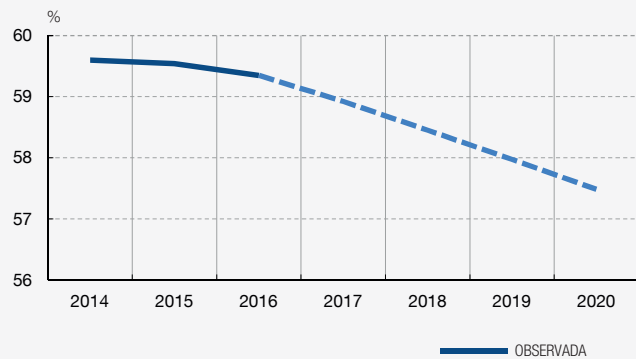
1 TASA DE ACTIVIDAD PARA MAYORES DE 16 AÑOS



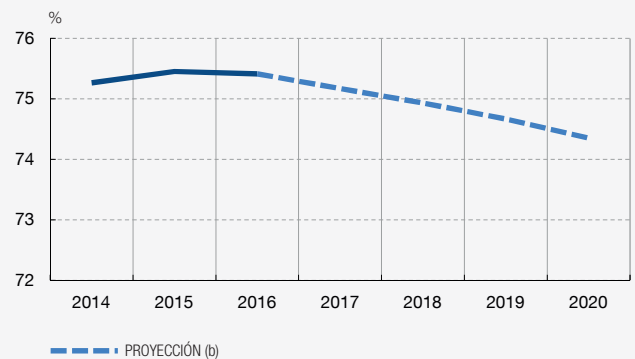
2 TASA DE ACTIVIDAD ENTRE 16 Y 64 AÑOS



3 PROYECCIÓN DE LA TASA DE ACTIVIDAD PARA MAYORES DE 16 AÑOS



4 PROYECCIÓN DE LA TASA DE ACTIVIDAD ENTRE 16 Y 64 AÑOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasa de actividad fijando los pesos de cada grupo poblacional en su nivel de 2007.
- b Tasa de actividad agregada, calculada fijando la tasa de actividad de cada grupo de edad en su nivel de 2016 y agregando con las proyecciones de población del INE para el período 2017-2020.



del INE hasta el año 2020<sup>8</sup>. Como se puede observar, la tasa de actividad calculada con la población mayor de 16 años arrojaría un descenso adicional de unos 2 pp entre 2016 y 2020, motivado por los cambios en la estructura demográfica derivados del enve-

---

<sup>8</sup> Se utilizan las proyecciones de población publicadas por el INE en octubre de 2014.

jecimiento, mientras que la medida basada en la población de entre 16 y 64 años apuntaría a una disminución de 1 pp. La importancia cuantitativa de este fenómeno demográfico en el pasado y su previsible persistencia futura obligan a tener en cuenta este factor en el ejercicio de proyecciones, reduciendo de forma mecánica las tasas de actividad y de desempleo proyectadas hasta el momento.

---

### 2.1 El contexto exterior al área del euro

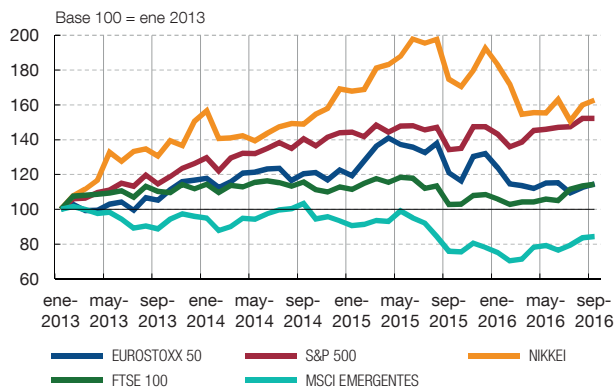
El arranque del tercer trimestre de 2016 en el contexto exterior al área del euro vino marcado por el resultado del referéndum celebrado el 23 de junio en Reino Unido sobre su permanencia en la UE, que, inesperadamente, fue favorable a su salida. Este resultado desencadenó una reacción negativa inmediata en los mercados financieros internacionales, con un importante aumento de la volatilidad y un incremento generalizado en la aversión al riesgo, materializado en una huida hacia valores de calidad. La respuesta de los bancos centrales, especialmente la del Banco de Inglaterra, contribuyó a la reversión de estos movimientos y a la relativa estabilidad de los mercados financieros en las semanas posteriores. Los datos de Contabilidad Nacional para el segundo trimestre reflejaron un crecimiento algo más elevado de la economía mundial, que, a tenor de la información preliminar disponible, se habría prolongado en el tercero. A pesar de ello, las previsiones de crecimiento del consenso de analistas apenas se vieron afectadas, salvo las revisiones a la baja en el caso de Estados Unidos en 2016 (por la debilidad registrada en el primer semestre) y en el de Reino Unido en 2017. Las tasas de inflación permanecieron en valores reducidos en las economías avanzadas y empezaron a moderarse en América Latina, al mitigarse los factores climáticos que afectaban a la oferta de algunos alimentos.

Tras la reacción adversa inicial al resultado del referéndum en Reino Unido, los mercados financieros internacionales retomaron rápidamente la tendencia favorable previa, en un entorno de liquidez abundante y bajos tipos de interés. Los diferenciales soberanos en mercados emergentes y los de los bonos corporativos de alto rendimiento de Estados Unidos se redujeron de forma continuada, reflejando el dinamismo de la demanda de activos de mayor riesgo. Los indicadores de volatilidad, especialmente de tipo de cambio, que se incrementaron considerablemente alrededor del referéndum británico, se corrigieron totalmente en los meses de julio y agosto. En las últimas semanas, la evolución de los mercados ha mostrado bastante estabilidad, si bien se aprecia una marcada sensibilidad a noticias sobre el tono esperado de la política monetaria en las principales economías avanzadas. Así, la volatilidad implícita de los bonos del Tesoro americanos y la del mercado de renta variable estadounidense repuntaron en las primeras semanas de septiembre ante la incertidumbre sobre la fecha de la próxima subida de tipos por la Reserva Federal. En los mercados cambiarios, el yen se apreció frente al dólar y la libra se mantuvo lejos de sus niveles anteriores al referéndum.

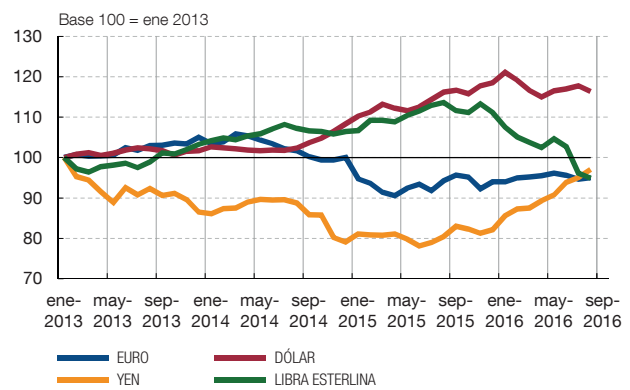
Por su parte, los precios de las materias primas se mantuvieron, en general, relativamente estables, con un repunte de los precios de los metales compensado por la caída de los de los alimentos. El precio del petróleo, tras una primera fase descendente en que llegó a caer un 18 % respecto al comienzo del trimestre, volvió a aumentar posteriormente ante las expectativas de que, a finales de septiembre, se alcance un acuerdo en el seno de la OPEP, con la participación de Irán, que limitaría la oferta global. Como resultado, a fecha de cierre de este Informe, el barril de Brent cotiza próximo a los 50 dólares, nivel similar al del inicio del trimestre.

La evolución de la actividad en las economías avanzadas de fuera del área del euro presentó un patrón heterogéneo en el segundo trimestre de 2016. En Estados Unidos, el PIB creció a una tasa intertrimestral anualizada del 1,2 % en el segundo trimestre, por debajo de lo esperado, tras haber registrado un avance débil (0,8 %) en el primero. Este escaso dinamismo se ha reflejado en una rebaja de sus previsiones de crecimiento para 2016.

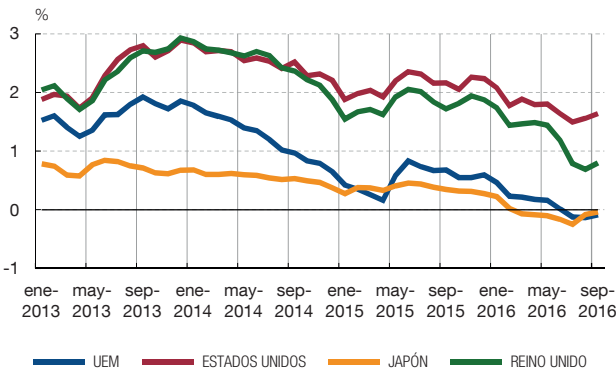
1 ÍNDICES BURSÁTILES



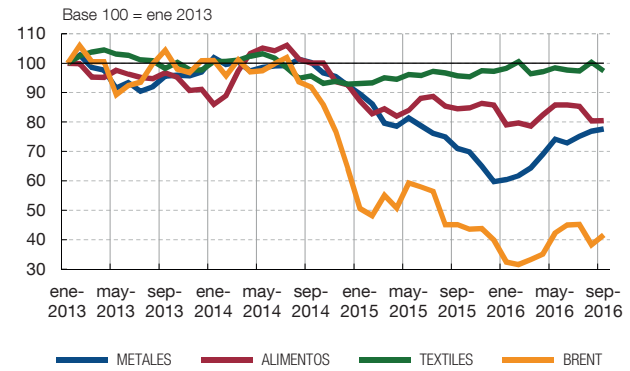
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



4 MATERIAS PRIMAS

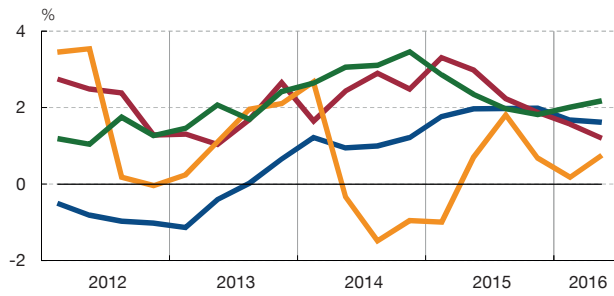


FUENTES: Datastream y Banco de España.

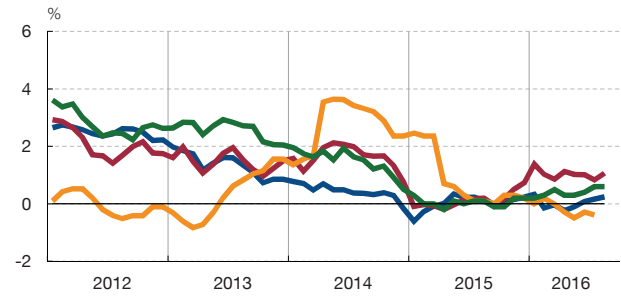
a Rendimientos de la deuda pública a diez años.

En Reino Unido, el crecimiento del PIB del segundo trimestre sorprendió al alza con un aumento de dos décimas (0,6 % intertrimestral). Sin embargo, tras el resultado de la consulta, los analistas han rebajado sus previsiones para 2016 y, sobre todo, 2017, ampliándose el rango de los pronósticos, como reflejo de la elevada incertidumbre sobre el desarrollo del proceso de salida de Reino Unido de la UE (véase recuadro 3 para un análisis del impacto potencial de la salida de Reino Unido de la UE sobre la economía británica y sus repercusiones sobre la economía global). El PIB de Japón sorprendió a la baja, al aumentar solo un 0,7 % intertrimestral anualizado en el segundo trimestre de 2016 (frente al 2,1 % del primer trimestre). Por su parte, las tasas de inflación en las economías avanzadas permanecieron en niveles reducidos, con la excepción de Estados Unidos, donde el componente subyacente se situó en el 2,3 % en agosto, una décima más que en julio. El Banco de Inglaterra reaccionó con rapidez al resultado del referéndum, anunciando una intensificación de la orientación expansiva de la política monetaria, que llevó a cabo en agosto, cuando redujo el tipo oficial hasta el 0,25 %, introdujo un programa de préstamo a plazo (*Term Funding Scheme*) y elevó las compras de activos, incluyendo un nuevo programa de compra de bonos privados. La Reserva Federal mantuvo sin cambios el tono de su política monetaria, si bien, de acuerdo con las nuevas proyecciones de los miembros del FOMC, el ciclo de subidas del tipo oficial sería aún más lento de lo que anticipaban en junio. Finalmente, el Banco de Japón introdujo cambios importantes en su estrategia de

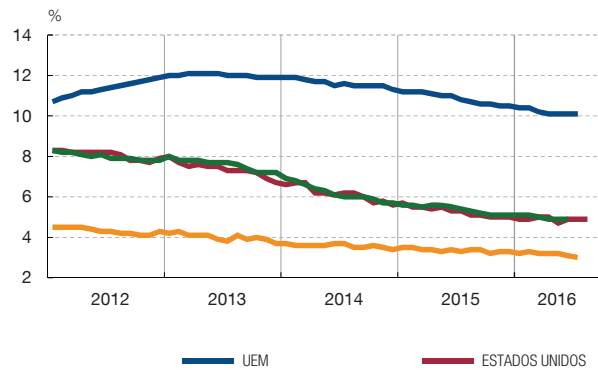
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



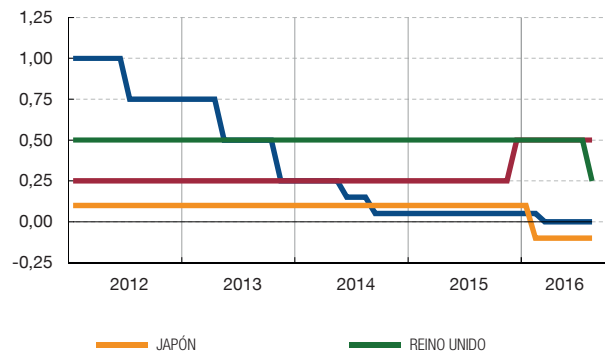
2 INFLACIÓN  
Tasa interanual



3 TASA DE PARO (a)



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



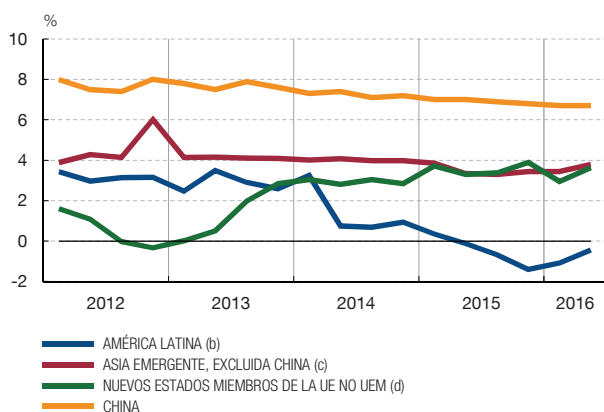
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

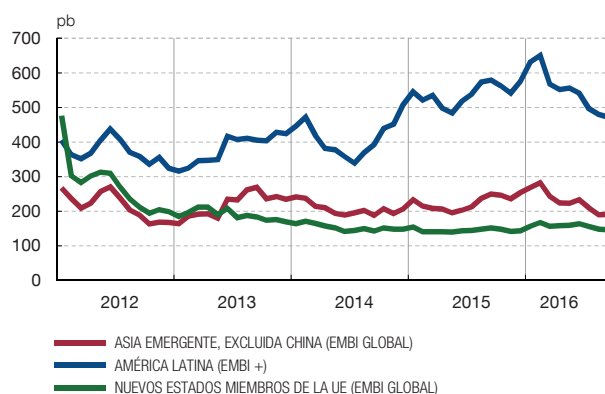
política monetaria tras el reciente proceso de evaluación de sus programas. En concreto, la nueva estrategia se basa en dos pilares: QQE con control de la pendiente de la curva de rendimientos y compromiso de superación del objetivo de inflación (*inflation overshooting*), que implica expandir la base monetaria hasta que la inflación supere el objetivo (2%) y se mantenga por encima de él de forma estable.

Entre las economías emergentes, en China, las medidas de apoyo gubernamentales ayudaron a mantener el crecimiento estable en el 6,7%, mientras que la India se desaceleró. Excluyendo estos dos países, el PIB de Asia emergente repuntó en el segundo trimestre desde el 3,9% hasta el 4,2%. Los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro mostraron un significativo fortalecimiento de su actividad en el segundo trimestre, con un avance intertrimestral del PIB del 1%, frente al 0,3% del primero. En Turquía, el fallido intento de golpe de Estado de julio añadió incertidumbre e incrementó los riesgos a la baja en una economía afectada por los sucesivos atentados terroristas que vienen perjudicando al turismo, una de sus principales fuentes de ingresos. En América Latina, en los países de la Alianza del Pacífico (México, Chile, Colombia y Perú) se observó un menor crecimiento interanual en el segundo trimestre, al igual que en Argentina, donde la desaceleración fue más intensa. En cambio, en Brasil la intensidad de la caída del PIB se moderó hasta el -3,8%, frente al -5,4% del trimestre previo. El efecto del fenómeno climático El Niño sobre los precios de los alimentos ha comenzado a revertir, lo que ha permitido que las tasas de inflación de Chile y Perú vuelvan al rango objetivo fijado por sus bancos centrales. En este contexto,

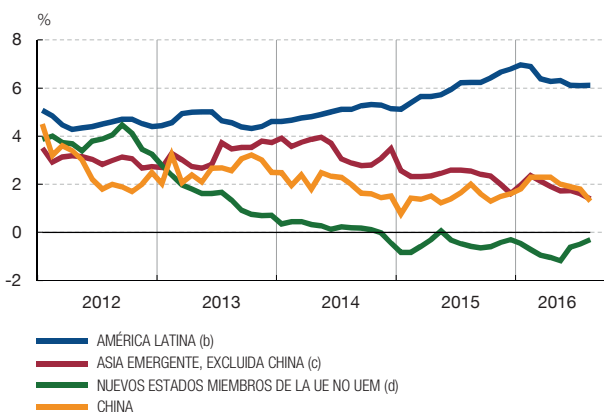
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



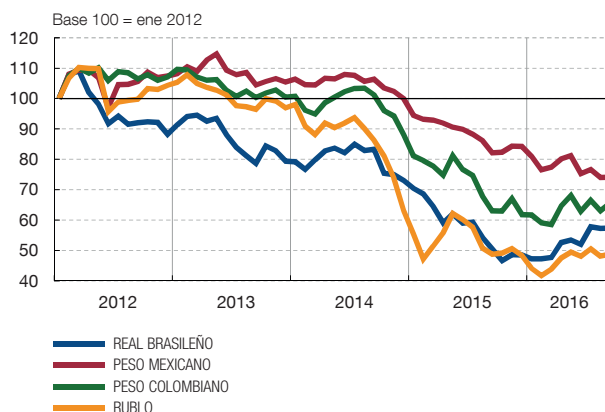
2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



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.

en Colombia, el Banco de la República interrumpió el ciclo de política monetaria restrictiva que había comenzado en septiembre de 2015. Por su parte, el banco central de Argentina continuó reduciendo el tipo de intervención, en línea con la progresiva disminución de las expectativas de inflación. Finalmente, en Brasil, el nuevo Gobierno ha presentado una ley de contención del gasto público a medio plazo y varias medidas para afrontar el desequilibrio de las cuentas fiscales, que están pendientes de aprobación por el Parlamento.

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

El BCE publicó a comienzos de septiembre un nuevo ejercicio de proyecciones macroeconómicas en el que mantuvo prácticamente inalteradas las previsiones de crecimiento e inflación para el período 2016-2018, constatando la continuidad de la actual etapa de crecimiento estable pero moderado y una senda de inflación creciente, aunque aún alejada de la referencia del 2% a finales del horizonte de previsión. No obstante, la incertidumbre sobre el impacto macroeconómico a medio plazo de la eventual salida del Reino Unido de la UE es muy

	2014	2015				2016		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	0,4	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,4	0,6	0,3	0,5	0,6	0,5	0,1	
Variación de existencias	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,1	-0,1	-0,2	
Demanda exterior neta	0,1	0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,4	
Otros indicadores								
Tasa de paro	11,5	11,2	11,0	10,7	10,5	10,3	10,1	10,1
IAPC (tasa interanual)	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,2
IPSEBENE (tasa interanual)	0,7	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	0,8	0,8

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

a. Información disponible hasta el día 23 de septiembre de 2016.

elevada y persisten numerosos elementos de riesgo en el entorno geopolítico. De hecho, las cifras más recientes de la contabilidad nacional del área arrojan dudas sobre la capacidad de la inversión para asumir el liderazgo en el crecimiento, en un entorno de cierta debilidad del comercio mundial y de agotamiento de los recientes impulsos positivos sobre la demanda asociados a la caída del precio del petróleo y a la pasada depreciación del euro.

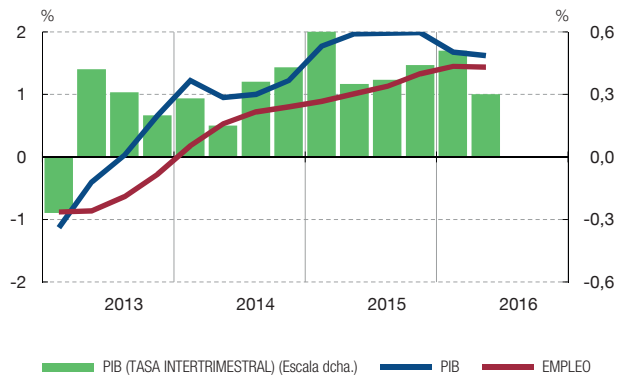
Con esta información, el Consejo de Gobierno del BCE de principios de septiembre mantuvo el tono expansivo de la política monetaria y reiteró su intención de mantener los tipos de referencia en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado, al igual que el ritmo de compras mensuales de activos hasta marzo de 2017, o una fecha posterior, si fuera necesario. El Consejo de Gobierno comunicó, además, que se ha encargado a los comités relevantes que evalúen las posibles opciones existentes para garantizar la correcta ejecución del programa de compras de activos.

#### EVOLUCIÓN ECONÓMICA

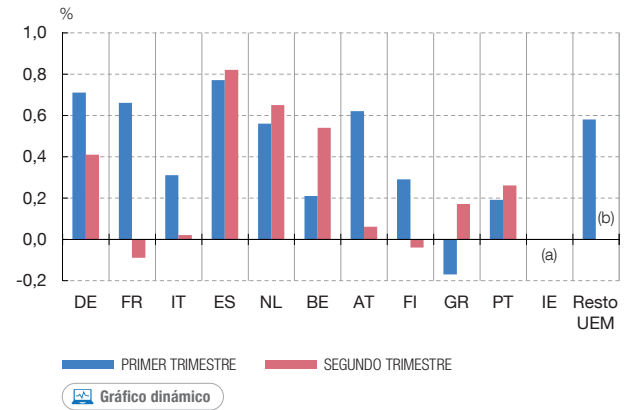
Tras la sorpresa positiva del primer trimestre del año, el crecimiento del producto en el área del euro se redujo tres décimas, hasta el 0,3 % intertrimestral, en el segundo trimestre, retomando la senda de crecimiento moderado que mantuvo el año anterior (véase cuadro 2). El avance de la actividad continuó apoyándose en el consumo, tanto público como privado, aunque ambos registraron una ralentización notable. Asimismo, a pesar de los niveles históricamente altos del grado de utilización de la capacidad productiva, la inversión interrumpió la recuperación que se había observado en los trimestres precedentes. Por el contrario, la contribución del sector exterior al crecimiento fue muy elevada, debido tanto al repunte de las exportaciones, que se vieron favorecidas por la depreciación del euro, como al reducido avance de las importaciones. Por países, el comportamiento fue muy heterogéneo. Así, entre las economías más grandes del área, España mantuvo un elevado ritmo de crecimiento, mientras que la economía alemana moderó su avance, lastrada por el fuerte retroceso de la inversión. Por su parte, el avance de la actividad fue prácticamente nulo tanto en Francia como en Italia.

La información coyuntural relativa al tercer trimestre, en su mayoría basada todavía en indicadores cualitativos, sugiere una prolongación de la actual senda de crecimiento moderado (véase gráfico 5). Por el lado de la demanda, a pesar del avance de las ventas minoristas en julio, el deterioro de la confianza de los consumidores a lo largo del trimestre

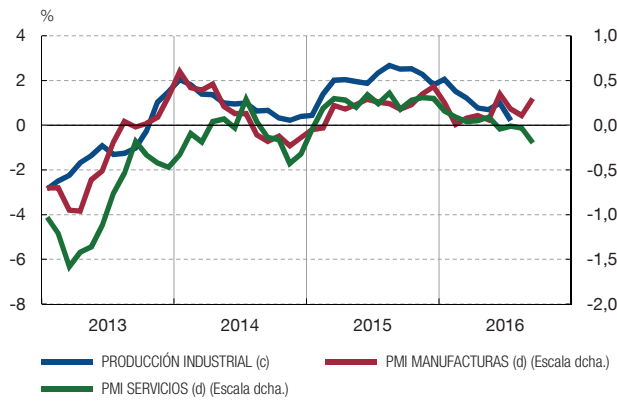
1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasa interanual



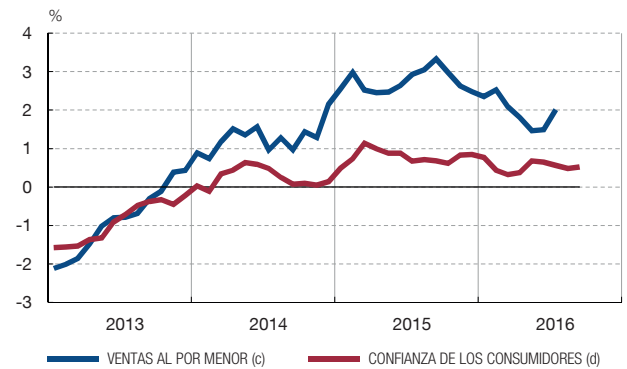
2 PIB POR PAÍSES  
Tasa intertrimestral



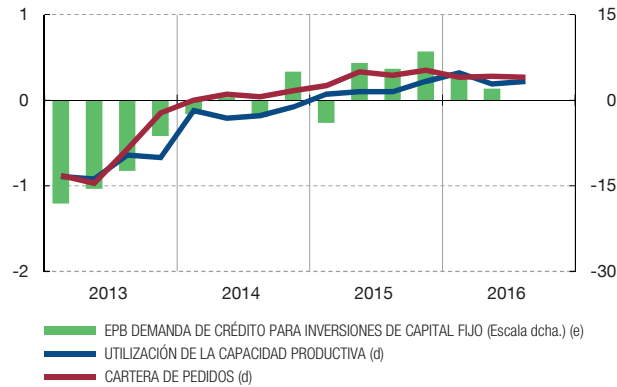
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



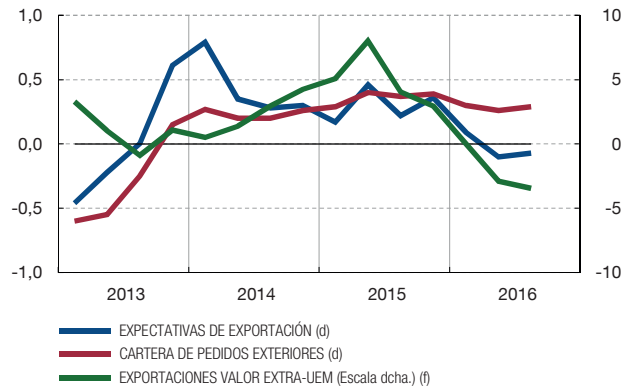
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

- a Datos no disponibles.
- b Dato no disponible para el segundo 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  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- f Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

Descargar



	2016		2017	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (septiembre de 2016)	1,7	0,2	1,6	1,2
Comisión Europea (julio de 2016) (a)	1,5-1,6	0,2-0,2	1,3-1,5	1,1-1,4
Fondo Monetario Internacional (julio de 2016)	1,6	—	1,4	—
OCDE (junio de 2016)	1,6	0,2	1,7	1,2
<i>Consensus Forecast</i> (septiembre de 2016)	1,5	0,2	1,3	1,3
Eurobarómetro (septiembre de 2016)	1,5	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 Económico.

a Cifras contenidas en el informe *The Economic Outlook after the UK Referendum: A First Assessment for the Euro Area and the EU*. El rango representa la evolución estimada para cada variable en los dos escenarios contemplados en el informe: adverso y favorable.

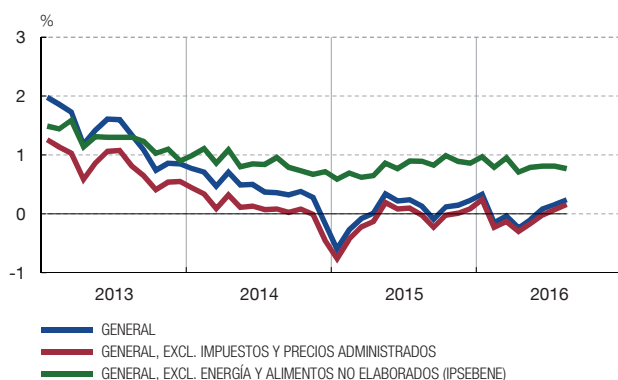
adelanta un menor vigor del consumo privado, en línea con la caída de las matriculaciones de automóviles en julio y agosto. De igual forma, el notable retroceso de la valoración de la cartera de pedidos en agosto confirmaría la fragilidad de la recuperación de la inversión en un entorno de creciente incertidumbre. En lo referente a la demanda exterior, tanto las expectativas de exportación como la valoración de la cartera de pedidos de exportación mantuvieron, en promedio, los mismos registros que en el trimestre anterior, apoyados en una relativa estabilidad del tipo de cambio.

Por el lado de la oferta, tanto los indicadores de confianza empresarial que elabora la Comisión Europea (CE) como las encuestas realizadas a los directores de compras registraron, en el promedio del trimestre, sendos retrocesos en los servicios, mientras que en la industria se mantuvieron estables. Por su parte, la producción industrial retrocedió también en julio, si bien este indicador se está mostrando particularmente volátil en los últimos meses. Paralelamente, las encuestas de la CE sobre expectativas de creación de empleo han continuado evolucionando de forma positiva, aunque la tasa de paro se mantuvo en el 10,1 % en julio.

Más a medio plazo, el resultado del referéndum en Reino Unido ha tenido de momento un efecto limitado sobre las perspectivas económicas del área del euro. La caída de los tipos de interés a largo plazo y la resistencia que han mostrado los mercados financieros tras la reacción inicial han compensado en buena medida el deterioro previsible de la demanda externa procedente de un socio tan relevante. Así, el BCE apenas ha modificado sus últimas proyecciones, publicadas a comienzos de septiembre, respecto a las realizadas a comienzos de junio, de modo que continúa previendo una estabilización del crecimiento del PIB, que ahora cifra en el 1,7 % para 2016 y el 1,6 % para 2017 y 2018 (véase cuadro 3). No obstante, en este escenario subsisten riesgos a la baja asociados a la incertidumbre acerca de la relación futura entre Reino Unido y la UE y a diversos factores de naturaleza geopolítica. Por otro lado, los efectos de la caída del precio del petróleo, que en el pasado reciente constituyeron un elemento crucial a la hora de impulsar la demanda del área del euro, comienzan a agotarse y el comercio mundial mantiene un pulso débil.

En el ámbito de los precios, la inflación retomó un valor positivo a partir del mes de junio, apoyada en la aceleración del componente de alimentos y en la menor contracción del componente energético respecto a meses anteriores. Así, el IAPC se aceleró en julio y en agosto hasta crecer un 0,2 %. En cambio, la inflación subyacente se mantuvo estable en torno

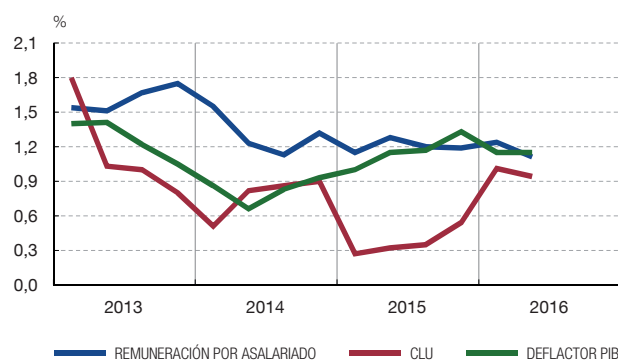
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



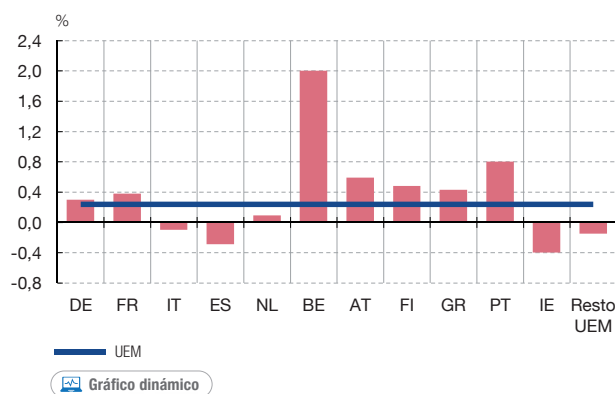
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL  
Agosto de 2016



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

[Descargar](#)

al 0,8%. El escaso vigor de la actividad, la estabilidad de los precios de los bienes intermedios y la dinámica salarial contenida sugieren que la ausencia de presiones inflacionistas persistirá en los próximos trimestres. En este sentido, las últimas proyecciones del BCE anticipan un repunte de la tasa de inflación desde el 0,2% en que se situaría en promedio en 2016 hasta el 1,2% y 1,6% en 2017 y 2018, respectivamente. Esta aceleración vendría apoyada inicialmente en la desaparición de los efectos del abaratamiento de los precios del petróleo y, posteriormente, en la absorción paulatina del exceso de capacidad productiva.

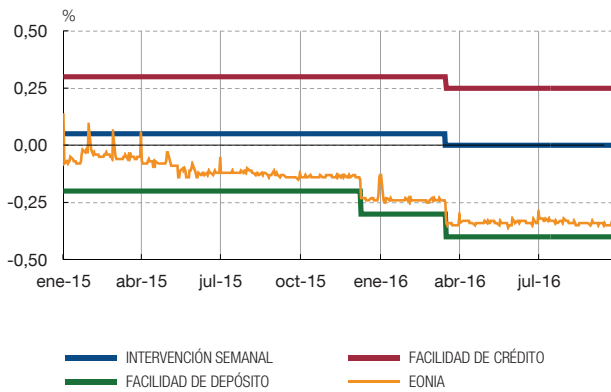
Las cifras sobre la ejecución de las cuentas públicas anticipan que la evolución de los tipos de interés y la mejoría cíclica permitirán continuar en 2016 el proceso de reducción progresiva del déficit presupuestario en la zona del euro. Al mismo tiempo, se estima que la política fiscal está manteniendo un tono neutral o ligeramente expansivo en el conjunto del área, si bien existen grandes diferencias por países. En Alemania, la contribución positiva de la política fiscal al crecimiento está siendo menor de lo previsto inicialmente, mientras que en Italia y en España la política fiscal mantiene un tono expansivo. Los borradores presupuestarios que los países deben presentar a la CE antes del 15 de octubre,

en el marco del Semestre Europeo, permitirán aquilatar con mayor detalle la evolución de la política fiscal en 2016 y las perspectivas para 2017. En el marco de los procedimientos previstos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Consejo Europeo concluyó a mediados de julio que España y Portugal no habían acometido acciones efectivas para corregir sus déficits públicos excesivos en los plazos acordados —2015, en el caso de Portugal, y 2016, en el de España—. El Consejo también aprobó la propuesta de la CE de no imponerles sanciones a estos países, decisión que se sustentó en los elevados esfuerzos de reforma estructural y de consolidación fiscal que han llevado a cabo en los años recientes y en el compromiso de mantener ambos en el futuro. Al mismo tiempo, el Consejo decidió atrasar los plazos exigidos para la corrección del déficit —hasta 2018 para España y hasta 2016 en el caso de Portugal— y notificó a los dos Estados miembros la necesidad de adoptar acciones efectivas para cumplir con dichos plazos antes del 15 de octubre.

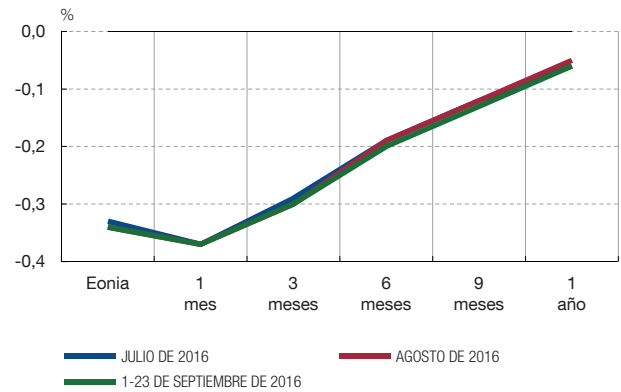
Como se ha señalado, el referéndum sobre la permanencia de Reino Unido en la UE dio lugar inicialmente a un incremento significativo de la volatilidad y a un deterioro notable de las cotizaciones bursátiles. Las acciones bancarias se vieron especialmente afectadas por este episodio, al agudizarse las expectativas de deterioro de la rentabilidad del sector ante un eventual empeoramiento del escenario de crecimiento, circunstancia a la que se añadían en algunos países otros elementos de naturaleza idiosincrásica, como los altos niveles de préstamos fallidos, en el caso de Italia, o las dudas sobre la situación patrimonial de algunas entidades portuguesas. Tras la reacción inicial de huida hacia los activos considerados como refugio, la situación de los mercados financieros se fue normalizando a medida que avanzaba el trimestre; por su parte, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores determinó una recuperación de las cotizaciones bursátiles. Aunque la mejoría se extendió también al sector bancario, la vulnerabilidad del sector siguió evidenciándose a lo largo del trimestre por la reproducción de nuevos episodios puntuales de inestabilidad, como el que tuvo lugar en torno a la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia a finales de julio por parte de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en sus siglas en inglés) —a pesar de confirmar las expectativas favorables en cuanto a la solvencia de las entidades— o más recientemente ante las noticias de potenciales costes de litigación de algunas entidades. Así, el EUROSTOXX 50 cerró el trimestre un 5,9 % por encima de los valores de finales de junio, aminorando la pérdida acumulada en el año hasta un 7,2 %. Por su parte, el índice de bancos repuntó un 12,8 % a lo largo del verano y acumula una pérdida desde enero del 26,5 %.

Tras conocerse el resultado del referéndum se observó asimismo un desplazamiento a la baja de toda la estructura temporal de tipos de interés, que afectó de modo particular a los plazos más largos (véase gráfico 7.3). Así, hasta los primeros días de septiembre, la rentabilidad de la deuda pública de la UEM se redujo en unos 50 pb, y los diferenciales de los bonos soberanos a diez años con respecto al bono alemán, que se mantuvo en niveles negativos, continuaron retrocediendo en la mayor parte de los países, con la excepción de Grecia y Portugal. Esta tendencia revertió parcialmente tras la reunión del 8 de septiembre del Consejo de Gobierno del BCE, en la que este no introdujo modificaciones en las medidas de estímulo monetario. No obstante, el Consejo decidió comunicar que ha encargado a los comités relevantes la valoración de las opciones que aseguren la correcta ejecución del programa de compra de activos, que está previsto que se prolongue hasta marzo de 2017, o una fecha posterior si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que observe un ajuste sostenido de la tasa de inflación hacia una senda que sea compatible con la referencia del 2 %. A la espera del resultado de dicho análisis, el Consejo decidió mantener inalterados los actuales parámetros del programa, así como los tipos de interés oficiales, reiterando que se mantendrían en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado.

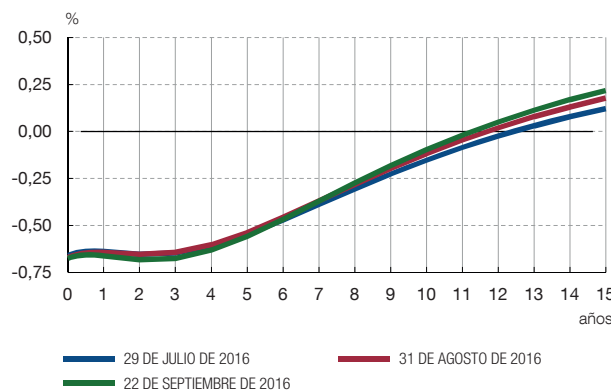
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



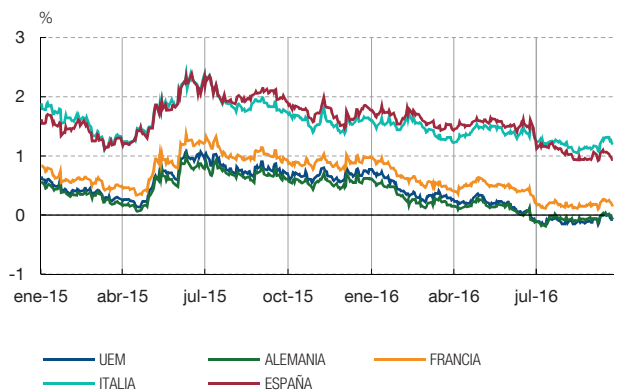
2 MERCADO INTERBANCARIO  
Media mensual



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



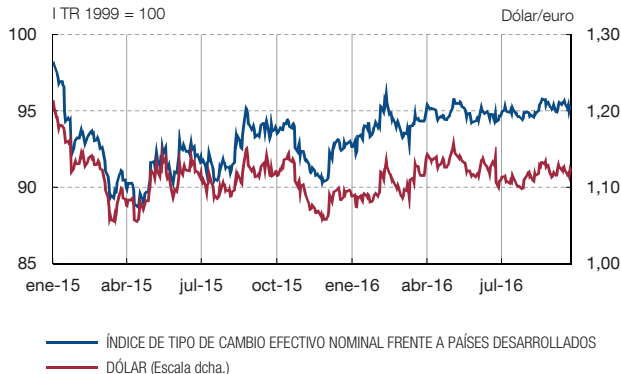
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



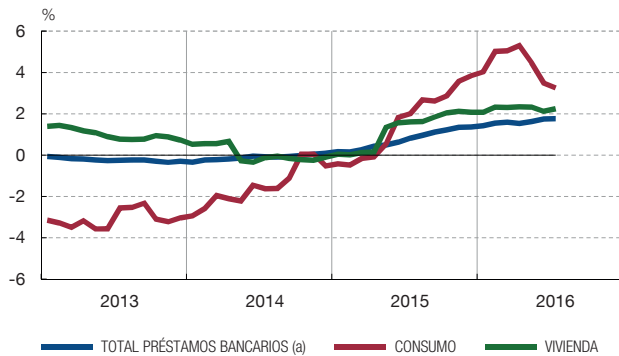
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En los mercados de divisas, el euro continuó a lo largo del trimestre la tendencia apreciativa frente a la libra, un 4,6 %, aunque a un ritmo mucho más moderado que el registrado a finales de junio, mientras que revertía la depreciación frente al dólar que se produjo en los días inmediatamente posteriores al referéndum británico, cotizando a fecha de cierre del Boletín en los 1,12 dólares por euro. Con todo, el tipo de cambio efectivo nominal se apreció un 0,6 % desde finales de junio.

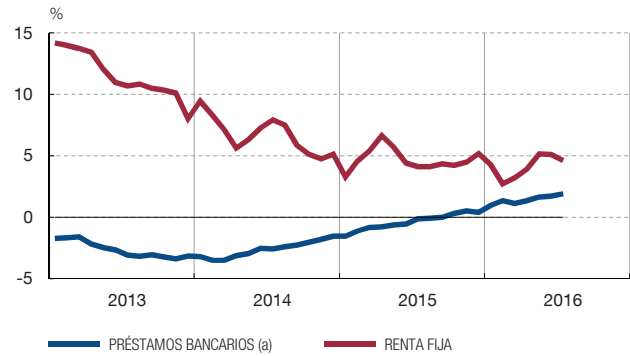
## 1 HOGARES

Tasas de variación interanual



## 2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

Por último, el crédito bancario al sector privado mantuvo su senda de recuperación gradual, con una aceleración de los préstamos al sector privado de dos décimas, hasta el 1,7% interanual, en julio. El avance de los préstamos a hogares se mantuvo estable en el 1,8%, mientras que el de las empresas no financieras aumentó dos décimas, hasta el 1,9%. Como se ilustra en el recuadro 4, la financiación de las empresas se vio impulsada también por el estímulo que ha supuesto la puesta en marcha del nuevo programa de compra de bonos corporativos del BCE sobre las emisiones de renta fija. En cuanto a los agregados monetarios, la tasa interanual de M3 se desaceleró ligeramente en julio, pero se mantuvo en los valores algo por debajo del 5% que persisten desde el segundo trimestre de 2015, a pesar de la tendencia de moderación de M1 (efectivo más depósitos).

### 3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB continuó expandiéndose en el segundo trimestre a una tasa del 0,8 %, similar a la registrada en los tres trimestres precedentes (véase gráfico 9). El avance del producto en este período se sustentó principalmente en la demanda externa, con una contribución positiva de 0,6 pp, mientras que la aportación de la demanda interna se moderó hasta los 0,2 pp, debido al menor dinamismo del consumo privado y la formación bruta de capital y a la contribución negativa del consumo público. En tasa interanual, el PIB creció un 3,2 %, dos décimas menos que en el primer trimestre del año en curso, mientras que el empleo atemperó su ritmo de avance en tres décimas, hasta el 2,9 %.

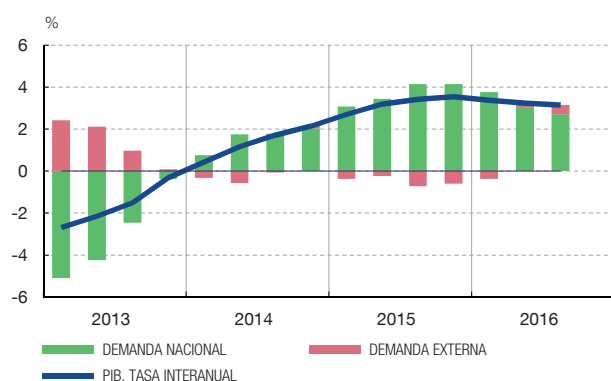
De acuerdo con la información coyuntural más reciente, el PIB habría prolongado su trayectoria expansiva en el tercer trimestre, en el que habría crecido a un ritmo ligeramente inferior al del trimestre precedente, en el entorno del 0,7 %. El avance del producto en el período más reciente se sustentaría en la demanda nacional. En la vertiente externa, por el contrario, los indicadores disponibles, todavía muy incompletos, dejan entrever que la contribución de la demanda exterior neta sería inferior a la observada en el segundo trimestre. Por último, el empleo habría proseguido en el tercer trimestre su pauta de notable dinamismo, manteniendo su avance intertrimestral en el 0,6 %.

Los precios de consumo han moderado su ritmo de contracción en la parte transcurrida del trimestre como resultado de la moderación en el descenso de los precios energéticos y, en menor medida, del mayor crecimiento de los precios de los servicios, los bienes industriales no energéticos y los alimentos no elaborados. De este modo, la aceleración del IPSEBENE ha sido menos intensa que la del indicador general. En concreto, las tasas de variación del IPSEBENE y del IPC se incrementaron entre junio y agosto en tres y en siete décimas, respectivamente, hasta el 0,9 % y el -0,1 %.

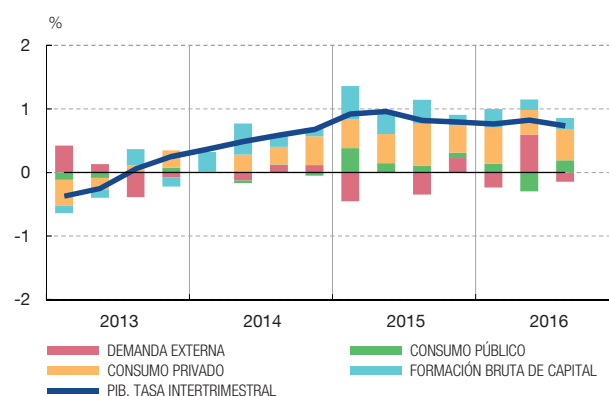
En línea con lo observado en el resto de la UEM, en los mercados financieros nacionales se ha producido una rápida recuperación de los precios negociados tras el episodio de tensiones registrado a finales de junio después de conocerse el resultado del referéndum de Reino Unido. Esta evolución ha venido acompañada, además, de un descenso de las volatilidades. De este modo, a fecha de cierre de este informe, el IBEX 35 había avanzado un 8,1 % en la parte transcurrida del trimestre, revalorización superior a la del EUROSTOXX 50 (5,8 %), situándose en niveles similares a los alcanzados el día de la celebración de la consulta británica (véase gráfico 10). La recuperación ha sido especialmente intensa en el caso de los valores de las entidades bancarias, cuyas cotizaciones bursátiles experimentaron un descenso más acusado tras conocerse los resultados de dicha consulta. En los mercados de deuda pública, la caída de la rentabilidad del bono español a diez años (unos 30 pb, hasta el 0,9 %), junto con el repunte de la del bono alemán al mismo plazo, se ha traducido en una reducción apreciable en el diferencial entre ambas referencias, de casi 35 pb, hasta los 103 pb. Asimismo, se ha producido un descenso generalizado de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por las sociedades financieras y, en menor medida, no financieras. Por último, los tipos de interés en los mercados interbancarios apenas han variado, por lo que el euríbor a doce meses permanece en niveles cercanos a cero (-0,05 %).

Durante los últimos meses, los tipos de interés de los préstamos bancarios a hogares y sociedades han permanecido en niveles reducidos. La persistencia de unas condiciones de

1 APORTACIONES AL CRECIMIENTO ANUAL



2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL



[Gráfico dinámico](#)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

[Descargar](#)

financiación favorables propició nuevos incrementos en el volumen de nuevas operaciones crediticias en la mayoría de los segmentos, si bien los ritmos de avance fueron menores que en trimestres anteriores, como reflejo de las elevadas cifras registradas un año antes. El volumen de nuevos préstamos a sociedades de cuantía superior al millón de euros, utilizados fundamentalmente por grandes empresas, siguió descendiendo, en parte como consecuencia de la mayor preferencia relativa de estas compañías por financiarse con valores negociables de deuda, en detrimento del crédito bancario. La mayor apelación al mercado por parte de las sociedades no financieras se está produciendo en un contexto de abaratamiento del coste relativo de las emisiones de renta fija, que se ha visto impulsado por la ampliación del programa de compra de activos del BCE a instrumentos de deuda emitidos por sociedades no financieras. En términos de saldos vivos, las caídas interanuales del crédito a familias y empresas se moderaron durante los últimos meses. Por último, la información más reciente de la posición patrimonial de hogares y sociedades, correspondiente al segundo trimestre, evidencia una continuidad de la mejoría observada durante los últimos trimestres.

### 3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

La información disponible apunta a la prolongación de la fortaleza en el crecimiento del gasto en consumo de los hogares en el tercer trimestre del año, en un contexto en el que prosigue la creación sostenida de empleo y se mantiene el tono holgado de las condiciones financieras. En concreto, el consumo privado habría podido crecer un 0,9 % en el periodo julio-septiembre, tasa dos décimas superior a la observada en el trimestre precedente. Así, la información cuantitativa más reciente ha mostrado una evolución favorable en líneas generales, destacando el ligero aumento en el ritmo de crecimiento de los afiliados y, con datos hasta julio, del índice del comercio al por menor, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses (véase gráfico 11). Por su parte, los indicadores cualitativos registraron en el promedio de julio-agosto un comportamiento algo dispar. En efecto, mientras que el indicador de confianza del comercio minorista mejoró ligeramente, los índices de confianza de los consumidores y los servicios y el PMI de bienes de consumo experimentaron cierto empeoramiento. Por su parte, el PMI de servicios apenas varió.

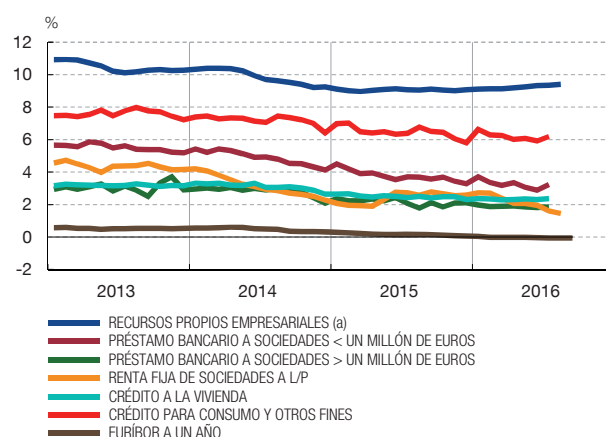
La inversión residencial habría retornado a su senda de mejora en el tercer trimestre, con un crecimiento intertrimestral en el entorno del 1,2 %, tras el leve retroceso observado en



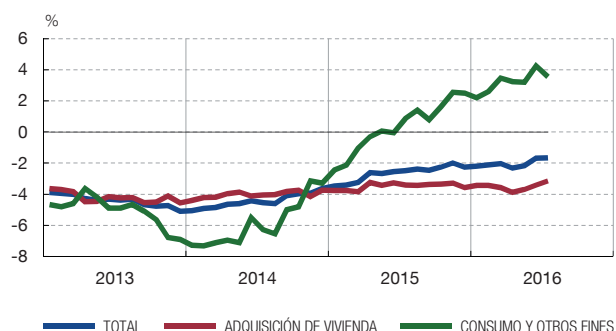
1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



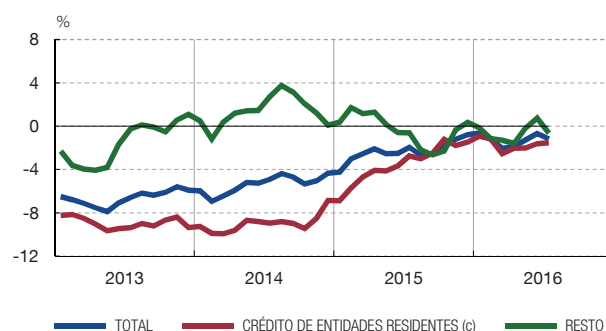
2 COSTE DE FINANCIACIÓN



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.

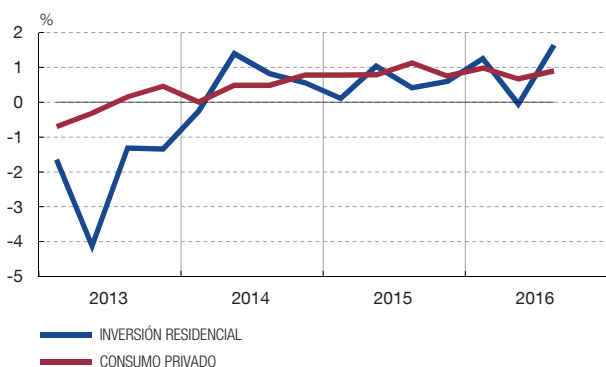
c Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.



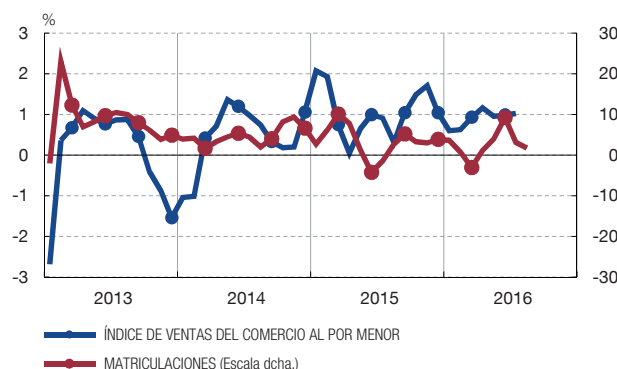
el período abril-junio, en un contexto de elevado dinamismo de los visados de obra nueva. Por el lado de la demanda, las transacciones de vivienda recogidas en la estadística notarial ascendieron en el período enero-julio a una cifra media mensual cercana a las 38.000 operaciones, resultando en un avance del 11,8 % 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 (algo más del 15 % del total) como en las adquisiciones por parte de residentes españoles. Por su parte, los precios de la vivienda libre aumentaron en el segundo trimestre de 2016, según los datos publicados por el INE, un 3,9 % interanual, lo que se tradujo en un avance del 1,8 % respecto al trimestre anterior (véase gráfico 11.4).

Entre marzo y julio, los tipos de interés medios aplicados a las nuevas operaciones de crédito a los hogares para compra de vivienda y para consumo y otros fines apenas variaron, situándose en julio en el 2,4 % y el 6,2 %, respectivamente (véase gráfico 10). Por su parte, de acuerdo con los resultados de la edición de julio de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), las entidades volvieron a relajar ligeramente los criterios de concesión de préstamos a las familias en el segundo trimestre del año, tanto para

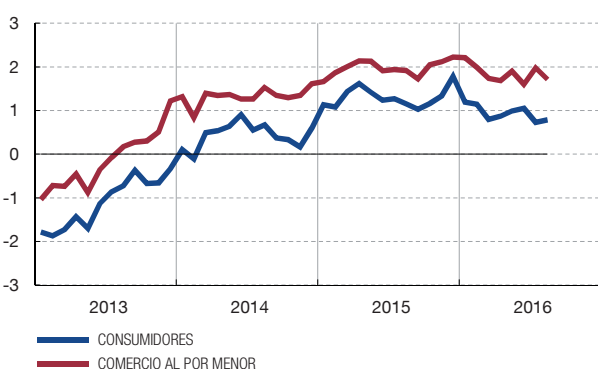
1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



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.

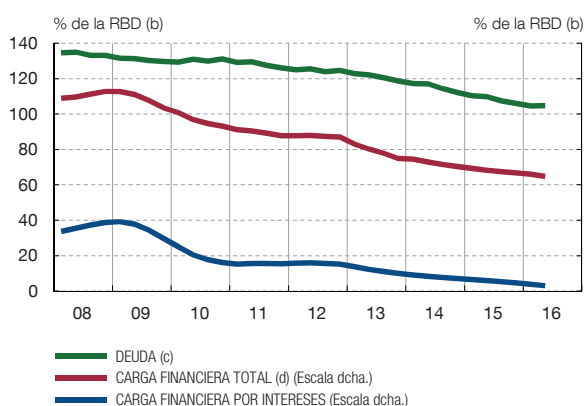
- a Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador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



adquisición de vivienda como para consumo y otros fines, y también suavizaron las condiciones generales que aplicaron a los créditos concedidos a este sector (en especial, los márgenes ordinarios), como respuesta, principalmente, al incremento de las presiones competitivas. Asimismo, la demanda de financiación para adquisición de vivienda se habría reducido ligeramente, mientras que la destinada a consumo y otros fines se habría mantenido sin cambios.

Las condiciones de financiación favorables propiciaron que los volúmenes de nuevas operaciones de crédito a hogares, tanto para adquisición de vivienda como para consumo y otros fines, continuaran avanzando hasta julio, aunque a unas tasas interanuales inferiores a las observadas en meses previos. Asimismo, en términos de saldos vivos, el ritmo de retroceso interanual del crédito a hogares se moderó en 0,3 pp, hasta situarse en el 1,7 % (véase gráfico 10). Esta evolución fue resultado de una menor caída de los préstamos para compra de vivienda, que pasó del 3,6 % en marzo al 3,1 % en julio, y de un crecimiento algo mayor de la financiación al consumo y otros fines (del 3,6 %, una décima más que en marzo).

## 1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



## 2 RIQUEZA

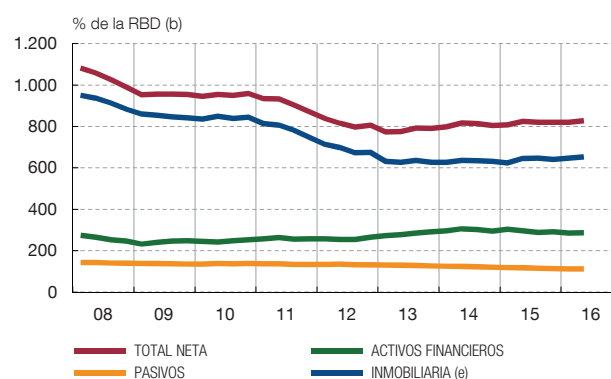


Gráfico dinámico

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El último dato de cada serie es una estimación.
- b Datos acumulados de cuatro trimestres.
- c Incluye crédito bancario y crédito 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

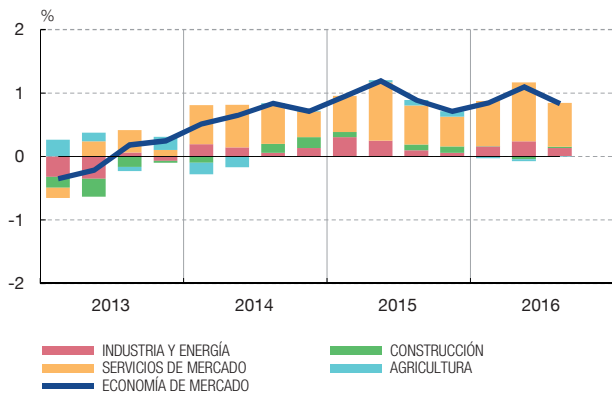
De acuerdo con la última información disponible, la ratio de endeudamiento de los hogares apenas varió en el segundo trimestre, como resultado de incrementos de cuantía similar de los pasivos y las rentas del sector (véase gráfico 12). En todo caso, hay que tener en cuenta que el aumento de los pasivos se debe a factores estacionales, ya que en términos desestacionalizados la deuda del sector siguió contrayéndose. Esta evolución, unida a la ligera reducción del coste medio de la deuda, se tradujo en un nuevo descenso de la carga financiera. Por otro lado, la riqueza neta de los hogares habría aumentado ligeramente, debido al incremento del valor de sus activos financieros y no financieros (estos últimos por la revalorización de su patrimonio inmobiliario).

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

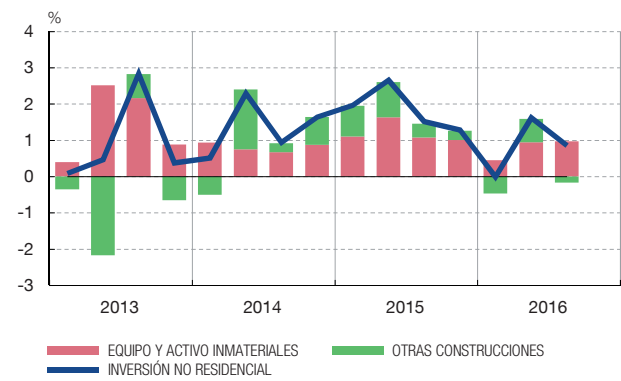
El tono expansivo de la actividad empresarial se habría moderado durante el tercer trimestre del año, con un avance del valor añadido de la economía de mercado algo inferior al registrado en el trimestre previo. Atendiendo al desglose por ramas productivas, esta atenuación en el impulso de la actividad en el tercer trimestre estaría ligada a todas las ramas de mercado, excepto la de construcción (véase gráfico 13).

En cuanto a la rama de industria y energía, la información más reciente señalaría una ligera suavización en el dinamismo de la actividad de este sector en el tercer trimestre. En particular, el índice PMI de manufacturas volvió a desacelerarse en el bimestre julio-agosto, a pesar del repunte en agosto de las carteras de pedidos, especialmente interiores. Por su parte, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea empeoró en ese período. Los indicadores cuantitativos, con datos hasta julio, apuntan asimismo a un menor avance del índice de producción industrial energético, al tiempo que el correspondiente a las ramas no energéticas intensificaba su descenso en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses (véase gráfico 13). Con todo, el empleo en las ramas industriales continuó mostrando un tono positivo hasta agosto, según se desprende de las cifras de afiliados a la Seguridad Social en este sector.

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



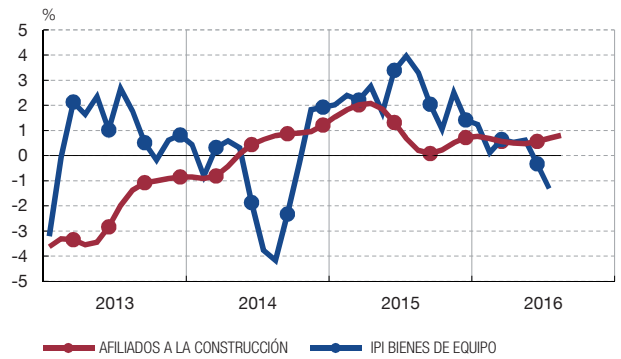
2 INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)  
Tasas intertrimestrales y contribuciones



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](#)

A su vez, la información relativa a los servicios de mercado señala, en su conjunto, una moderación en el ritmo de avance de la actividad de esta rama. Entre los indicadores cualitativos, tanto el PMI de servicios como el correspondiente indicador de confianza de la Comisión Europea permanecieron en el bimestre julio-agosto algo por debajo de su media del segundo trimestre. Entre los indicadores cuantitativos, las ventas de las grandes empresas de la Agencia Tributaria se desaceleraron, en términos de la tasa de variación móvil de tres meses construida con datos hasta julio, mientras que el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS) creció a un ritmo similar al observado en junio, como resultado fundamentalmente de una actividad algo más dinámica en las ramas de comercio y hostelería, que compensó cierto debilitamiento en el resto. Por último, los afiliados a la Seguridad Social en las ramas de los servicios mostraron una tasa de crecimiento estable.

El valor añadido de las empresas del sector de la construcción habría repuntado en el tercer trimestre del año, tras el descenso registrado en el trimestre previo. Entre los indicadores contemporáneos, los referidos a los consumos intermedios moderaron su caída, a la vez que el número de afiliados a la Seguridad Social aumentaba a mayor ritmo que en trimestres anteriores. Por tipo de obra, la información más reciente relativa a la concesión

de visados de vivienda nueva apuntaría a una continuación de la mejora en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil seguiría mostrando una notable debilidad. En conjunto, esta información indicaría que la mejora de la actividad constructora en el tercer trimestre se habría debido al componente residencial.

En línea con la evolución favorable en el conjunto de la actividad empresarial, la inversión en bienes de equipo habría mantenido, de acuerdo con la información disponible, un tono positivo en el tercer trimestre del año, con un crecimiento intertrimestral similar al del período abril-junio. Así, entre los indicadores cualitativos, la cartera de pedidos del exterior de bienes de equipo mejoró en julio y en agosto, y el PMI de este tipo de bienes prosiguió su senda expansiva. Por su parte, la evolución reciente de los indicadores de carácter cuantitativo ha sido heterogénea. De este modo, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses, las matriculaciones de vehículos de carga aumentaron en agosto ligeramente, mientras que las importaciones y el IPI de este tipo de bienes mostraron en julio un cierto debilitamiento (véase gráfico 13).

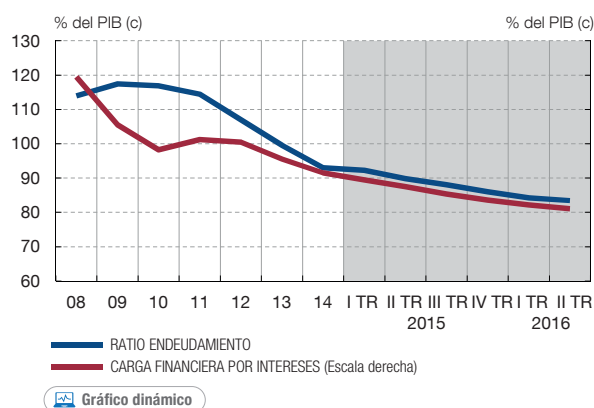
Con respecto a las condiciones financieras aplicables a las empresas, los tipos de interés medios de las nuevas operaciones crediticias a las empresas apenas variaron, tanto en las de importes inferiores a un millón de euros, segmento en el que se concentran los préstamos a las pymes, como en las de mayor cuantía, situándose en julio en el 3,2 % y el 1,9 %, respectivamente (véase gráfico 10). En cuanto al resto de las fuentes de financiación, el coste de los recursos propios aumentó entre marzo y agosto en 29 pb; el de las emisiones de pagarés descendió 7 pb, y el de la renta fija a largo plazo se redujo 94 pb, descenso que se vio favorecido por la inclusión de la deuda corporativa en el programa de compra de activos del BCE.

De acuerdo con los resultados de la EPB de julio, los criterios de aprobación de préstamos a sociedades permanecieron, en general, sin cambios en el segundo trimestre del año, mientras que las condiciones que aplicaron las entidades a las nuevas operaciones se relajaron (especialmente, los márgenes ordinarios), como consecuencia de la mayor competencia. En cuanto a la demanda, las entidades observaron un incremento de las peticiones de financiación por parte de las pequeñas y medianas empresas y una disminución de las realizadas por parte de compañías de mayor dimensión.

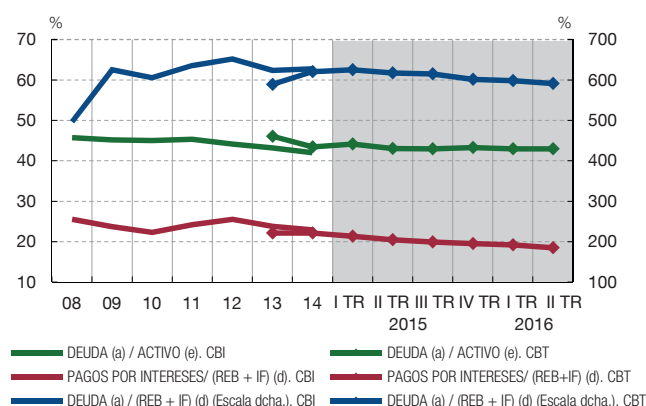
En línea con esta evolución, el volumen de nuevas operaciones por importe superior al millón de euros descendió entre marzo y julio en comparación con el mismo período del año anterior, mientras que el de las de menor cuantía, donde se concentran los préstamos concedidos a las pymes, siguió aumentando, excepto en julio, mes en que la tasa interanual negativa se debió a un efecto base, pues la cifra del mismo mes de 2015 fue inusualmente elevada (véase gráfico 6). En términos de saldos vivos, el ritmo de contracción de los préstamos concedidos por las entidades residentes al sector empresarial se moderó, situándose en el 1,5 % en julio, frente al 2,5 % de marzo (véase gráfico 10). El desglose por finalidades, disponible hasta el segundo trimestre, muestra que las mayores caídas interanuales continuaron observándose en la construcción y los servicios inmobiliarios, con ritmos de contracción en torno al 10 %. La tasa de avance del crédito a la industria se redujo 0,3 pp, situándose en el 0,4 %, mientras que el ritmo de descenso de los préstamos a los servicios no inmobiliarios se moderó 0,6 pp, hasta el 2,6 %.

El descenso de la actividad crediticia en el segmento de préstamos superiores al millón de euros puede estar ligado, al menos en parte, a la mayor preferencia de las empresas de mayor dimensión por captar fondos en los mercados, en un contexto en el que se ha

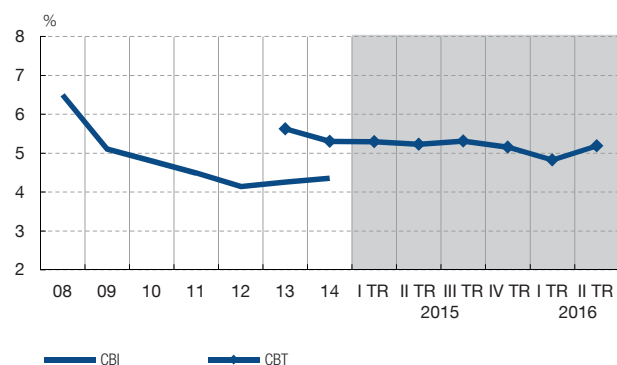
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



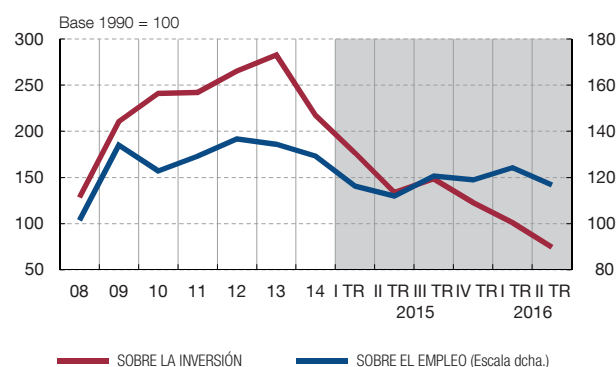
2 ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



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 mayor (menor) presión financiera que la del año base.

Descargar

reducido su coste en comparación con el de la financiación bancaria. Así, entre abril y julio repuntaron las emisiones netas de valores de renta fija realizadas por las sociedades no financieras y sus filiales residentes y no residentes. De este modo, el saldo de valores de renta fija pasó a expandirse a un ritmo interanual del 4,3 % en julio, frente al retroceso del 0,3 % de marzo.

Finalmente, la posición patrimonial de las sociedades no financieras habría continuado fortaleciéndose en el segundo trimestre del año. En concreto, la ratio de endeudamiento se habría reducido ligeramente, como resultado del crecimiento del PIB y, en menor medida, de la disminución de la deuda (véase gráfico 14). Estos factores, unidos al descenso del coste medio de los pasivos exigibles, habrían favorecido un nuevo descenso de la carga financiera del sector. Asimismo, para el conjunto de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral, los beneficios ordinarios aumentaron durante el primer semestre de 2016 en comparación con el mismo período de 2015, lo que

permitió que los niveles de rentabilidad agregados fueran similares o ligeramente superiores a los del ejercicio previo, y que estos indicadores aumentaran en un número creciente de empresas y en la mayoría de los sectores<sup>1</sup>. Esta evolución, junto con la caída de los pasivos exigibles y de los gastos financieros, llevó a una reducción de las ratios de endeudamiento y carga financiera. Como resultado de estos desarrollos, el indicador sintético de presión financiera sobre la inversión descendió en este período, mientras que el relativo a la presión financiera sobre el empleo no registró cambios apreciables.

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

A partir de la información disponible, referida únicamente al mes de julio, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre habría sido menor que la observada en el segundo trimestre, en un contexto de mayor desaceleración de las exportaciones que de las importaciones. En términos interanuales, las transacciones comerciales con el exterior también habrían atenuado su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, aunque en menor medida (véase gráfico 15).

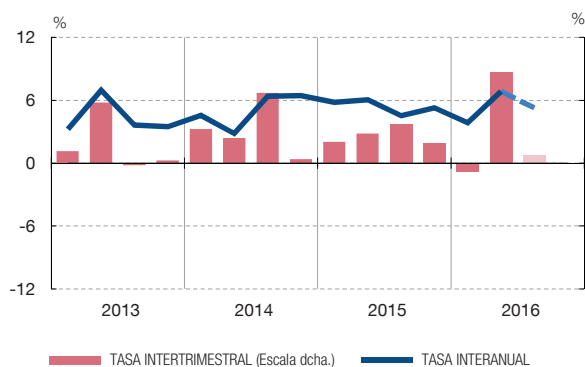
Los datos de Aduanas correspondientes al mes de julio arrojaron descensos interanuales notables de los flujos de comercio exterior de bienes, que probablemente responden a factores de naturaleza predominantemente transitoria, que incluyen, sobre todo, la habitual volatilidad de estos datos en los meses de verano, relacionada con los efectos calendario, junto con otros adicionales, como el efecto base del elevado crecimiento del mismo período de 2015 o la huelga de servicios de transporte en Francia. Las exportaciones cayeron en julio un 7,6 % interanual, en contraste con los avances del 4,2 % en junio y del 7,1 % en el conjunto del segundo trimestre. El debilitamiento, generalizado por tipo de bienes, fue más intenso en las rúbricas que habían crecido más en el período precedente, como es el caso de los bienes de equipo y de consumo duradero. Por áreas geográficas, los ritmos de caída de las ventas a la UE y al resto del mundo fueron similares. En la vertiente importadora, el retroceso fue del 9 %, tras los aumentos del 2,5 % y del 7,3 % en junio y en el conjunto del segundo trimestre, respectivamente. Por grupos de productos, la desaceleración fue asimismo generalizada, afectando en mayor medida a las compras de bienes no energéticos y, dentro de estas, a las de bienes de consumo duradero y de equipo.

El turismo receptor habría mantenido un tono de elevada fortaleza en el tercer trimestre, de acuerdo con los indicadores disponibles referidos hasta agosto, beneficiado por la redistribución de flujos turísticos relacionada con el recrudescimiento de la inestabilidad geopolítica en algunas áreas geográficas. En concreto, las pernoctaciones hoteleras y las entradas de turistas extranjeros mantuvieron un elevado ritmo de crecimiento interanual. Asimismo, el gasto nominal de los turistas habría mantenido la senda de firmeza observada en meses anteriores.

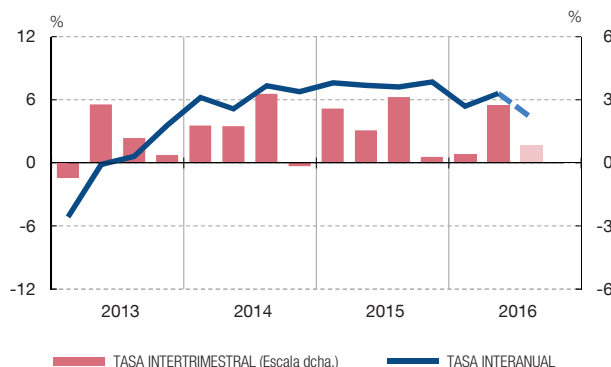
La economía española siguió ampliando su capacidad de financiación en el período más reciente. En concreto, el saldo positivo de la balanza de pagos se situó en el período de doce meses que finalizó en junio en el 2,4 % del PIB (cuatro décimas más que en el conjunto de 2015). Esta ampliación se explica, sobre todo, 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. Por su parte, aunque las llegadas de turistas extranjeros alcanzaron máximos históricos, ello no se tradujo en una mejora del saldo turístico debido al repunte del gasto en turismo exterior de los residentes españoles.

<sup>1</sup> Véase el artículo «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2016», <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/descargar/16/Sep/Fich/be1609-art2.pdf>, en este mismo Boletín.

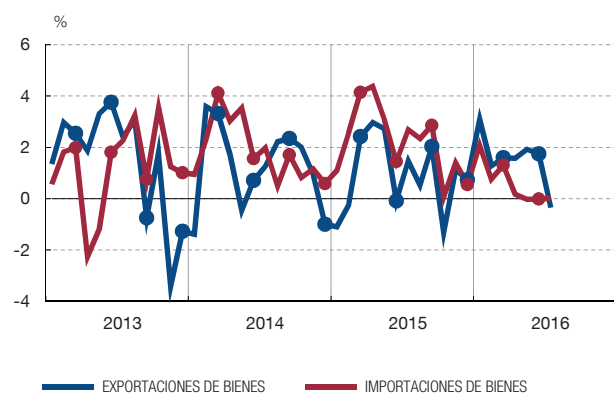
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



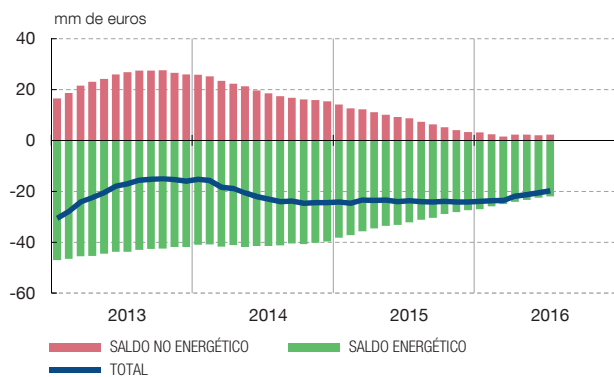
3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



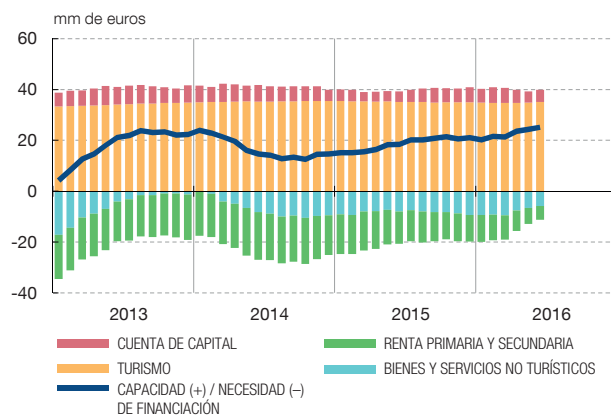
4 INDICADORES DE TURISMO (c)



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



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



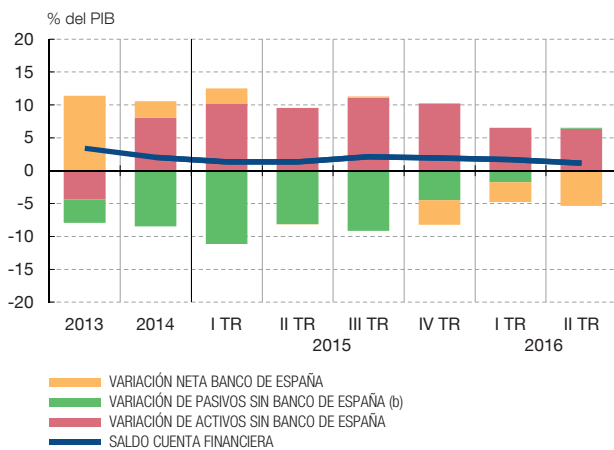
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.
- c Tasas de 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*.

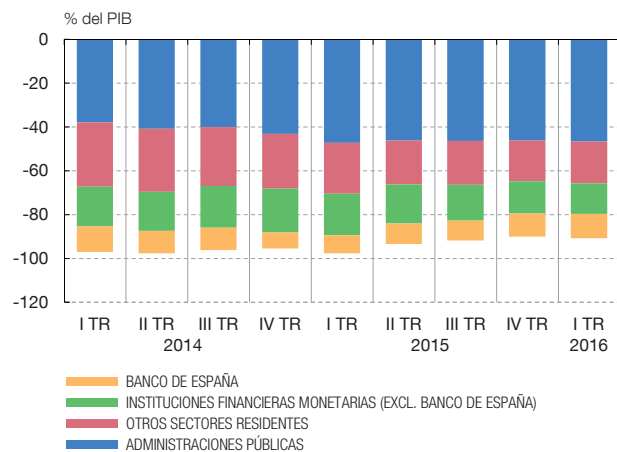
 Descargar



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

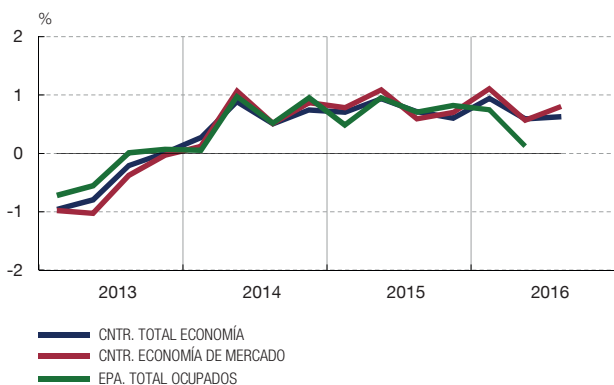
La información sobre los flujos financieros con el exterior, excluyendo los asociados con el Banco de España, muestra que en el segundo trimestre de 2016 los residentes redujeron sus pasivos con el resto del mundo por un importe de unos 8,7 mm de euros, al tiempo que incrementaron sus activos internacionales por un importe de unos 29,5 mm de euros. De este modo, el flujo neto (esto es, la diferencia entre la variación de los activos y la de los pasivos) de estas transacciones volvió a ser positivo, pauta que siguió estando condicionada tanto por la provisión de liquidez generada por las políticas monetarias no convencionales del Eurosistema<sup>2</sup> como por el desendeudamiento del sector privado. De hecho, el saldo de las operaciones financieras con el exterior fue otra vez superior a la capacidad de financiación que presentó el país en este período, lo que se reflejó en un nuevo aumento de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo, fundamentalmente por el aumento de los pasivos netos frente al Eurosistema.

En términos acumulados de doce meses, las operaciones financieras netas con el resto del mundo (excluyendo el Banco de España) también presentaron un saldo positivo, por un importe equivalente al 6,5 % del PIB (véase gráfico 16), como resultado, fundamentalmente, de la inversión de los residentes en el exterior. Los inversores extranjeros, por su parte, redujeron marginalmente sus tenencias de instrumentos emitidos por residentes. Por otra parte, la información más reciente sobre la posición de inversión internacional muestra un aumento del saldo deudor del país de 15 mm de euros durante el primer trimestre del año en curso, hasta alcanzar el 90,9 % del PIB, 0,7 pp más que a finales de 2015. A este aumento del saldo deudor contribuyeron tanto las transacciones financieras netas acumuladas en el período (en 3,1 mm) como, en mayor medida, los otros flujos, que incluyen los cambios de valoración (en 11,8 mm). El desglose por sectores evidencia una

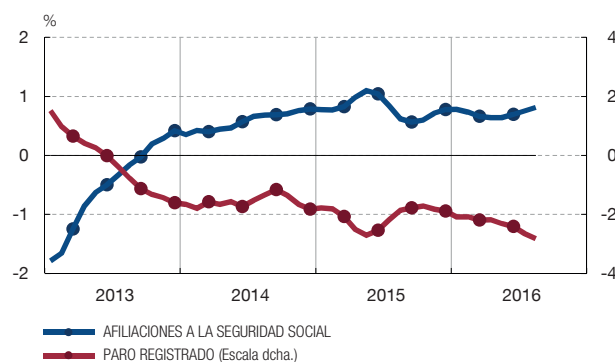
<sup>2</sup> Para más detalles sobre el efecto del programa de compra de activos del Eurosistema sobre los flujos financieros con el resto del mundo, véase «Las medidas de expansión cuantitativa del Eurosistema y la Cuenta Financiera», *Boletín Económico*, abril de 2016, Banco de España.

1 EMPLEO

Tasas intertrimestrales (a)

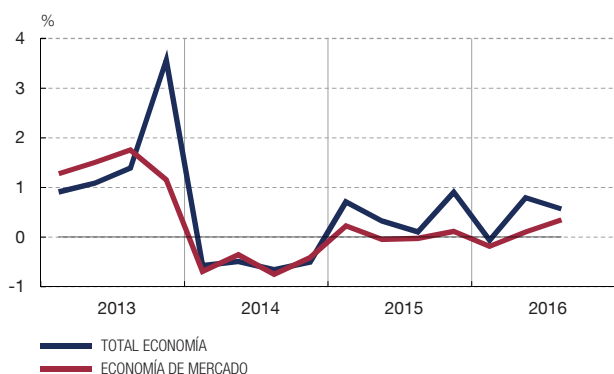


2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



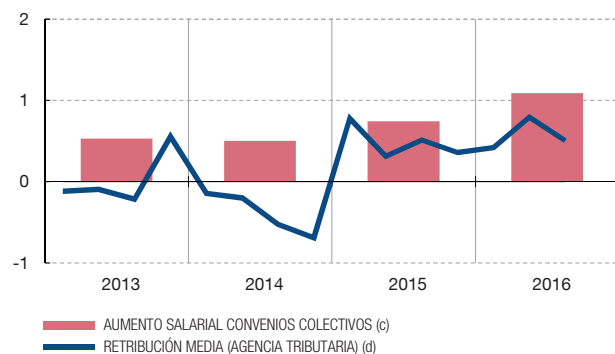
3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO

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 agosto de 2016. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de julio de 2016.

Descargar

prolongación de la trayectoria descendente del endeudamiento exterior neto del sector privado, hasta el 33,1 % del PIB, que es consistente con el proceso de desendeudamiento en el que se encuentra inmerso. En cambio, se incrementó el endeudamiento neto del resto de los sectores.

3.4 El mercado de trabajo

El empleo habría prolongado en el tercer trimestre el tono positivo de los meses precedentes. Con información hasta agosto, el número de afiliados a la Seguridad Social habría crecido un 0,8 % en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses, una décima más que en junio. Por ramas de actividad, este aumento en la afiliación se debió al repunte en la construcción, la agricultura y las actividades de servicios de no mercado, mientras que tanto la industria como los servicios de mercado mantuvieron un dinamismo similar al del período anterior. En conjunto, esta información sería consistente con un crecimiento del empleo en el tercer trimestre, en términos de la CNTR, en el entorno del 0,6 %, tasa similar a la alcanzada un trimestre antes (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

En cuanto al paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), durante los meses de julio y agosto se intensificó el ritmo de descenso respecto al trimestre previo, lo que dio lugar a una caída interanual del 9,1 % en el último de esos dos meses. A su vez, los contratos registrados en el SEPE repuntaron hasta alcanzar un crecimiento interanual del 16,3 % en el mismo mes. Esta aceleración fue especialmente notable en aquellos contratos de carácter indefinido, que crecieron a un ritmo del 30,9 % con respecto al mismo período de 2015 y elevaron su peso sobre el total hasta el 7,2 %, 0,8 pp más que hace un año. Por su parte, los contratos de carácter temporal continuaron mostrando un dinamismo elevado (con un crecimiento interanual del 15,3 %).

En cuanto a los salarios, la información relativa a la evolución de la negociación colectiva hasta agosto señala un incremento interanual de las tarifas salariales del 1,1 % para 2016, tres décimas por encima del aumento observado en el conjunto de 2015. Los convenios cerrados hasta agosto engloban a más de seis millones de trabajadores<sup>3</sup>. El aumento observado en las tarifas salariales coincide con el acordado en los convenios plurianuales firmados en años anteriores —que afectan al 83 % de los asalariados—, y es ligeramente superior al incremento negociado en los convenios de nueva firma (1 % hasta agosto). En todo caso, el avance de las tarifas negociadas continúa situándose por debajo del límite superior del 1,5 % establecido en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva de junio de 2015. A su vez, la retribución bruta media en las grandes empresas aumentó un 0,5 % interanual en julio, moderándose respecto al segundo trimestre, cuyo dato estaba influido, en cierta medida, por la recuperación de una parte de la paga extra de 2012 en las empresas públicas<sup>4</sup>. Este pago —que afectaba además a los trabajadores de las AAPP— también podría explicar parte del repunte observado en el segundo trimestre de la remuneración por asalariado en el total de la economía, según la CNTR. En la economía de mercado, la remuneración por asalariado mantuvo en ese período la tónica de moderación de los últimos años (0,1 % interanual). Para el tercer trimestre, se espera que la remuneración en la economía de mercado se acelere suavemente, al contrario de lo que podría ocurrir en el total de la economía (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

### 3.5 La evolución de los precios

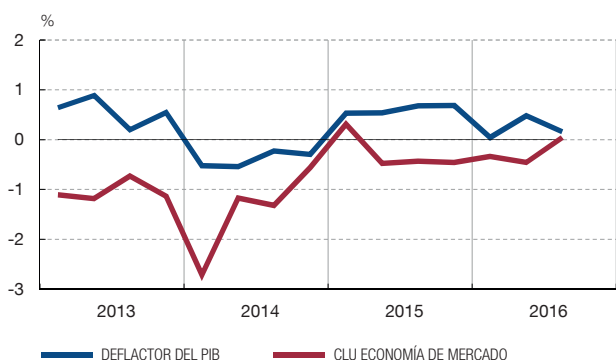
En el tercer trimestre de 2016, se estima que el deflactor de las importaciones descenderá en términos interanuales a un ritmo menor que en el trimestre anterior, en línea con el aumento del precio del crudo en los mercados internacionales. Por su parte, los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, habrían suavizado el avance del segundo trimestre (véase gráfico 18).

El IPC ha moderado en los últimos meses su ritmo de descenso interanual, alcanzando una variación del -0,1 % en agosto, frente al -0,8 % en junio, evolución que ha estado muy condicionada por la menor caída de los precios de los bienes energéticos (véase gráfico 18). La aceleración ha sido menos intensa en términos del IPSEBENE, cuya tasa de variación aumentó en tres décimas en ese período, hasta el 0,9 %. La evolución de la inflación subyacente respondió a un mayor incremento de los precios de los servicios, cuya tasa interanual pasó del 0,7 % en junio al 1,1 % en agosto, motivado, en parte, por el repunte de los precios relacionados con el turismo. Al mismo tiempo, los precios de consumo

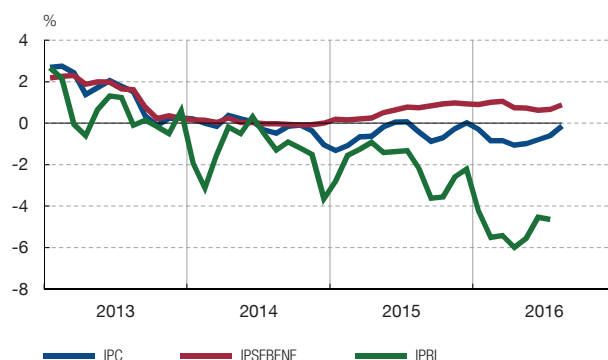
3 En enero de 2016, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social introdujo un cambio metodológico en la estadística de convenios que afecta a la comparativa con respecto a 2015. Para mayor detalle, véase esta misma sección del *Boletín Económico* del Banco de España correspondiente a junio de 2016.

4 En 2012, el Gobierno decretó la supresión de la paga extra de diciembre de los empleados de las AAPP, medida que también afectó a los trabajadores de diversas empresas públicas. Posteriormente, el Gobierno aprobó la recuperación de dicha paga en varias etapas, con dos abonos el pasado año (cada uno de ellos, de una cuarta parte del total), y uno más (del 50 % restante) a lo largo del primer semestre de 2016.

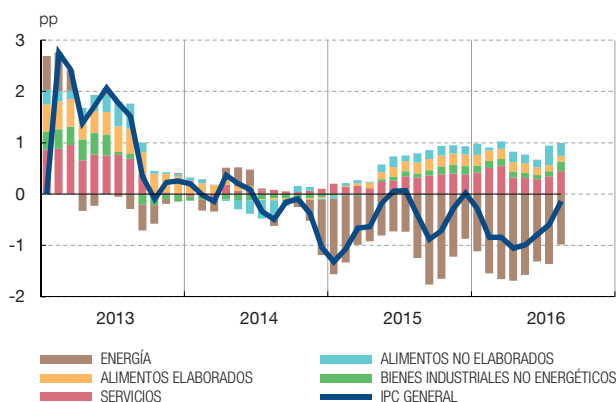
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



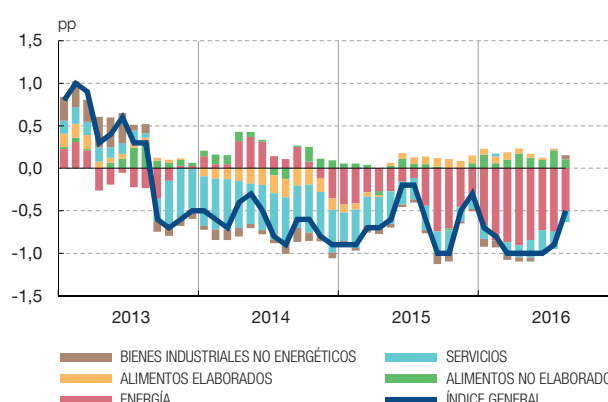
2 INDICADORES DE PRECIOS  
Tasas interanuales



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 interanuales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

[Descargar](#)

de los bienes industriales no energéticos incrementaron en cuatro décimas su ritmo de crecimiento, hasta una tasa del 0,7 % en agosto, mientras que los precios de los alimentos elaborados moderaron en tres décimas su tasa interanual, hasta el 0,7 %, en un contexto de reducidos avances de los precios de producción nacional de este tipo de bienes y de moderados descensos de sus precios de importación.

Por su parte, los componentes más volátiles han registrado aumentos más reseñables en sus tasas de variación interanual. En concreto, los precios de los bienes energéticos moderaron su ritmo de descenso en 2,6 pp entre junio y agosto, hasta una tasa del -9,1 %. Esta evolución refleja caídas en los precios de los combustibles inferiores a las del pasado año y aumentos en el precio de la electricidad, mientras que el precio del gas ha seguido una trayectoria descendente. El IPC de alimentos no elaborados ha aumentado 1,4 pp su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 3,7 % en agosto.

Entre junio y agosto, la tasa de variación interanual del IAPC en España y el área del euro aumentó en seis y una décima, hasta situarse en el -0,3 % y en el 0,2 %, respectivamente. Con ello, el diferencial de inflación, favorable a España, se estrechó en cinco décimas, hasta -0,5 pp. La reducción de esta brecha obedeció fundamentalmente a la acaecida en

el componente energético y, en menor medida, a la del IPSEBENE (cuyo diferencial favorable a España se redujo en una décima, situándose en  $-0,1$  pp). Entre los componentes del IPSEBENE, se estrechó el diferencial favorable a España correspondiente a los servicios, y el de los bienes industriales no energéticos cambió de signo, haciéndose positivo por primera vez desde agosto de 2013. Por su parte, el diferencial de los alimentos elaborados se tornó nulo, tras registrar valores positivos desde mayo de 2015.

23.9.2016.

