

1 RASGOS BÁSICOS

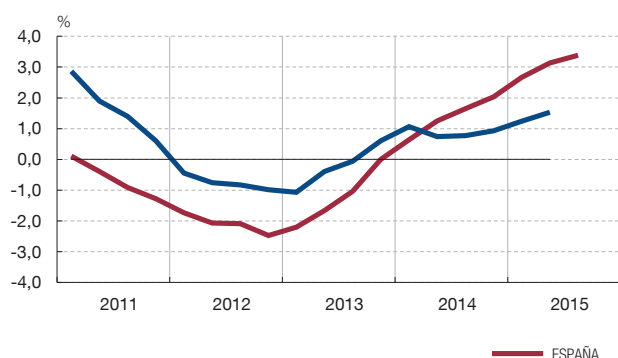
Durante el tercer trimestre, la economía española prolongó su fase de expansión, si bien a un ritmo algo más atenuado que en la primera mitad del ejercicio. Con la información coyuntural disponible, el aumento del PIB en el período julio-septiembre podría cifrarse en un 0,8 %, lo que situaría su tasa de variación interanual en el 3,4 %¹. Como en trimestres anteriores, este avance de la actividad se estaría apoyando en la fortaleza de la demanda interna privada, mientras que la demanda exterior neta mantendría una contribución al producto negativa.

En conjunto, la evolución económica y financiera de los últimos meses, junto con los cambios observados desde junio en los supuestos técnicos utilizados, confirma el escenario de recuperación que anticipó el «Informe trimestral» de junio, con un crecimiento estimado del 3,1 % y del 2,7 % en 2015 y 2016, respectivamente (véase recuadro 1). En los últimos meses se ha producido un empeoramiento del entorno exterior, por los efectos de la desaceleración de China, que ha llevado a revisar a la baja las perspectivas de crecimiento de la economía mundial este año y con mayor intensidad el próximo. Se estima, no obstante, que el previsible debilitamiento de nuestros mercados de exportación en el horizonte de proyección se verá compensado por el nivel más reducido de los precios del petróleo y de las materias primas, la prolongación de la mejoría de las condiciones de financiación y las nuevas medidas de política fiscal que incorpora el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2016, actualmente en tramitación parlamentaria (véase recuadro 2). Desde junio, el grado de incertidumbre en torno a estas proyecciones se ha ampliado y los riesgos de desviación a la baja se han acentuado, debido al deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial.

En el ámbito de la inflación, los descensos recientes del precio de la energía han interrumpido la senda de recuperación del índice general de precios. Tras haber anotado registros positivos en los meses de junio y julio por primera vez en el último año, el IPC disminuyó de nuevo en agosto (un 0,4 %). Este nuevo episodio de desinflación está vinculado a la reciente bajada adicional del precio del crudo en los mercados internacionales. De hecho, la inflación subyacente mantuvo tasas ligeramente superiores a las del trimestre previo, situándose en agosto en el 0,7 %, una décima más que en junio. Como resultado de estos desarrollos, las proyecciones del índice general de precios se han revisado a la baja en comparación con las que se realizaron en junio, si bien los últimos datos no alteran las perspectivas de recuperación gradual de la inflación que comportaban las últimas previsiones. El IPC podría terminar el año con una tasa interanual ligeramente positiva, aunque retrocedería un 0,5 % en el promedio anual. En 2016, la tasa se elevaría hasta el 0,8 %. No obstante, la incertidumbre en torno a estas proyecciones se ha ampliado y los riesgos se inclinan hacia una inflación menor, debido a las dudas sobre las perspectivas económicas a escala mundial y a la evolución futura de los precios del petróleo.

¹ Esta estimación y su descomposición entre demanda interna y externa tienen un carácter algo más preliminar de lo habitual, debido a que no ha sido posible integrar las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Anual (CNAN), publicadas el 15 de septiembre. La no inclusión de esta información obedece a que las series de frecuencia trimestral coherentes con los datos anuales publicados no estarán disponibles hasta el 26 de noviembre. Por otra parte, las estimaciones de avance del PIB que publicará el INE el 30 de octubre se efectuarán a partir de las series de la CNTR coherentes con la actualización de la serie anual. Como se observa en el recuadro 5, esta actualización ha comportado cambios de cierto alcance en el nivel y la composición del PIB a escala anual, que podrían trasladarse a las nuevas series trimestrales, por lo que exige tomar con particular cautela las cifras que se comentan a continuación.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO



ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



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

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

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

CUADRO 1

	2014				2015		
	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	0,3	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0	0,8
Contribución de la demanda nacional (b)	0,6	0,9	0,7	0,5	0,9	1,2	1,1
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,3	-0,4	-0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,3
Tasas de variación interanual							
Empleo	-0,4	1,0	1,7	2,4	2,8	2,9	2,9
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)							
IPC	-0,1	0,1	-0,2	-1,0	-0,7	0,1	-0,4
IPSEBENE	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,6	0,7

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Información disponible hasta el 25 de septiembre de 2015.
- b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.
- c El último dato disponible de los índices de precios de consumo es de agosto de 2015.

A pesar de la creciente volatilidad de los mercados financieros, las condiciones de financiación de la economía española continuaron mejorando en el tercer trimestre, en un contexto en el que la política monetaria del BCE y, en concreto, el programa de compra de activos siguieron desplegando sus efectos sobre el coste de financiación y el crédito bancario. Las AAPP volvieron a financiarse en condiciones favorables y el coste de los préstamos bancarios al sector privado continuó descendiendo hasta julio, lo que facilitó que en términos interanuales el volumen de nuevas operaciones crediticias siguiera aumentando. Esta evolución se trasladó a los saldos del crédito a empresas y familias, que, si bien continuó cayendo, lo hizo a un menor ritmo que en meses anteriores.

La demanda interna privada mantuvo un tono expansivo, si bien los indicadores disponibles apuntan a una leve pérdida de vigor de los distintos componentes del gasto. La expansión del gasto de los hogares (tanto en consumo como en inversión residencial) se

apoyó en el dinamismo de la renta disponible y en la progresiva mejora de los condicionantes financieros. También la inversión empresarial mostró un comportamiento favorable, impulsada por el elevado nivel de la utilización de la capacidad productiva y la mejora en la disponibilidad de crédito, especialmente en el segmento de las pymes. Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta al avance del producto habría sido ligeramente más negativa que en el período abril-junio, pues se estima un crecimiento de las importaciones superior al de las exportaciones, aunque en ambos casos a ritmos inferiores a los del segundo trimestre. Por último, durante el verano el empleo habría atenuado su ritmo de expansión en mayor medida que la del producto, lo que habría dado lugar a un pequeño repunte de la productividad en el tercer trimestre.

Este recuadro presenta la actualización de las proyecciones para la economía española del Servicio de Estudios, para cuya elaboración se ha empleado la información disponible a fecha 21 de septiembre. Frente a las proyecciones precedentes, realizadas en el pasado mes de junio, la presente actualización recoge, como es habitual, los cambios producidos desde entonces en las principales variables (véase cuadro 1)¹. También incorpora algunas piezas de información no disponibles en junio, tales como los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral del segundo trimestre y los de las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales del primero. Sin embargo, no se han integrado las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Anual (CNAN), dadas a conocer el pasado 15 de septiembre, a pesar de que recogen revisiones significativas de los datos anuales del período 2011-2014 (véase recuadro 5). La no inclusión de esta información se debe a que las series de frecuencia trimestral coherentes con los datos anuales publicados no estarán disponibles hasta el 26 de noviembre.

De acuerdo con la actualización realizada, se espera que la fase de expansión de la actividad de la economía española se prolongue en el tramo final de 2015 y a lo largo de 2016. En concreto, se proyecta que el crecimiento medio del PIB alcance el 3,1 % en el presente año y el 2,7 % en el próximo (véase cuadro 2), incrementos coincidentes con los estimados en junio, aunque conllevan

algún cambio en la composición del producto, como se detalla a continuación.

Los supuestos externos comportan algunas novedades relevantes con respecto al ejercicio de proyecciones del anterior «Informe trimestral». En particular, como se detalla en la sección 2 de este Informe, los meses de verano se caracterizaron por un empeoramiento significativo de las perspectivas acerca de la evolución de algunas economías emergentes (lo que se ha traducido en una sustancial revisión a la baja de los ritmos de crecimiento esperados de la demanda de exportaciones españolas con origen en estos mercados). Esta evolución ayuda a explicar, además, algunos desarrollos observados en los mercados internacionales de materias primas y de activos financieros. En concreto, el precio del petróleo ha experimentado una disminución muy pronunciada, tanto en los mercados *spot* como a futuro, y la reducción de los precios de los metales, aunque de inferior magnitud, ha sido también notable. Además, el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y el efecto desinflacionista del abaratamiento del conjunto de materias primas han provocado una disminución generalizada de los tipos de interés a los distintos plazos, más pronunciada en los vencimientos más largos. Finalmente, el tipo de cambio del euro ha registrado una leve apreciación frente al dólar y ha permanecido aproximadamente estable cuando se mide frente a una cesta amplia de monedas. Una novedad adicional entre los supuestos del ejercicio de proyecciones es la incorporación de los efectos de las medidas recogidas en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE), cuyo detalle se desarrolla en el recuadro 2.

En términos globales, la repercusión sobre el avance del PIB de las modificaciones en los supuestos de la proyección es

1 La fecha de cierre de la recogida de información para la elaboración de los supuestos externos es el 21 de septiembre, salvo en el caso de la evolución de los mercados de exportación de España, para la cual se ha empleado la información incluida en las Proyecciones Macroeconómicas de septiembre de 2015, elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro con la información disponible hasta el 12 de agosto.

1 ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2014	Proyección actual		Diferencias con la proyección de junio de 2015	
		2015	2016	2015	2016
Entorno internacional					
Producto mundial	3,4	3,0	3,5	-0,2	-0,3
Mercados mundiales	3,4	2,2	3,9	-0,3	-1,1
Mercados de exportación de España	3,1	3,1	4,1	-0,3	-0,9
Precio del petróleo en dólares (nivel)	98,9	53,6	53,4	-8,2	-14,7
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,3	1,1	1,1	0,0	0,0
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	2,7	1,8	2,3	-0,2	-0,4

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de la elaboración de los supuestos: 21 de septiembre de 2015.

aproximadamente neutral, al verse compensados, a grandes rasgos, el impacto negativo del empeoramiento de los mercados de exportación por los efectos expansivos de los menores precios del petróleo y otras materias primas y del descenso de los costes de financiación y por las nuevas medidas de política fiscal. El conjunto de estos efectos sitúa el crecimiento del PIB, como ya se ha dicho, en tasas medias del 3,1 % y del 2,7 % para 2015 y 2016, respectivamente, cifras iguales a las de la actualización de junio. No obstante, estas proyecciones comportan una revisión a la baja de 0,4 puntos porcentuales (pp) en la aportación prevista del saldo neto exterior en cada uno de los dos años, compensada por otra de la misma magnitud y signo opuesto en la contribución de la demanda nacional, en un entorno de desaceleración de los mercados exteriores a lo largo del horizonte de proyección y de pujanza de las importaciones. De este modo, el avance del producto a lo largo del período de proyección seguirá sustentándose sobre la fortaleza de la demanda nacional, en tanto que la demanda exterior neta ejercerá una moderada contribución negativa en cada uno de los dos años del período de proyección.

Entre los componentes de la demanda nacional, se espera que el consumo de las familias mantenga un elevado dinamismo en el período considerado, sustentado por la favorable evolución del mercado de trabajo y por el avance de la riqueza neta, en un

contexto de modesto aumento de los precios de la vivienda y de prolongación del proceso de desapalancamiento. Además, el gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo seguirá viéndose impulsado por el impacto expansivo sobre la renta disponible de la caída del precio del petróleo, la reducción de la imposición directa y la devolución de la paga extra a los empleados públicos, así como por la materialización de algunas decisiones de gasto que los agentes habían pospuesto durante la crisis². Con todo ello, se espera que el consumo privado crezca un 3,5 % este año, desacelerándose hasta el 2,9 % en 2016, a medida que algunos de los factores previos, de carácter transitorio, comiencen a perder intensidad.

En un contexto de mejora de las condiciones de financiación, se espera una prolongación de la actual recuperación gradual de la inversión residencial, como reflejan el modesto repunte de las iniciaciones de vivienda y el incremento en las cifras de transacciones. La inversión empresarial seguirá registrando ritmos de avance elevados, como consecuencia del mantenimiento de la fortaleza de la demanda final bajo el trasfondo de las mejores condiciones financieras.

2 Véase, a este respecto, el artículo «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», en este mismo *Boletín Económico*.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2014	Proyección actual		Proyección de junio de 2015	
		2015	2016	2015	2016
PIB	1,4	3,1	2,7	3,1	2,7
Consumo privado	2,4	3,5	2,9	3,4	2,3
Consumo público	0,1	1,1	0,3	0,1	0,1
Formación bruta de capital fijo	3,4	6,5	6,6	5,9	6,1
Inversión en bienes de equipo y activos inmateriales	12,2	9,8	9,5	8,8	8,9
Inversión en construcción	-1,5	5,3	4,9	4,8	4,5
Exportación de bienes y servicios	4,2	4,9	5,0	5,1	5,7
Importación de bienes y servicios	7,6	6,3	6,4	5,3	5,9
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,2	3,4	3,0	3,1	2,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,8	-0,3	-0,3	0,0	0,1
PIB nominal	0,9	4,1	3,7	3,3	3,3
Deflactor del PIB	-0,5	0,9	1,0	0,2	0,6
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,5	0,8	-0,2	1,3
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	1,2	2,8	2,5	2,9	2,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,0	1,4	1,2	1,2	1,1

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

a Fecha de cierre de las predicciones: 25 de septiembre de 2015.

b Estas proyecciones se han elaborado con las cifras publicadas por el INE con la Contabilidad Nacional Trimestral del segundo trimestre de 2015. No incorporan, por tanto, la última actualización de la serie contable anual 2011-2014, que se hizo pública el pasado 15 de septiembre.

Por lo que respecta al comercio exterior, se espera que las exportaciones registren ritmos de avance moderados a lo largo del horizonte de proyección, en un contexto en el que la evolución favorable de las ventas al resto del área del euro, como consecuencia de la mejora de estos mercados y de la consecución de ganancias de competitividad adicionales, se verá contrarrestada por la relativa debilidad de las exportaciones destinadas al resto del mundo, aquejadas por la ralentización de estos mercados. En comparación con las proyecciones precedentes, se registra una revisión a la baja de la senda de este componente de la demanda. Las importaciones, por su parte, seguirán mostrando un notable dinamismo, con ritmos de avance ligeramente superiores a los que se preveían en junio, en línea con la fortaleza de la demanda final.

Se espera una capacidad de financiación de la nación algo mayor que la proyectada en junio (del 1,4 % del PIB y del 1,2 % del PIB este año y el próximo, respectivamente), lo que es debido principalmente a la revisión a la baja del déficit de rentas.

El dinamismo de la actividad dará continuidad a la creación de puestos de trabajo, favorecida por la proyectada moderación de los costes laborales. El crecimiento del empleo, ligeramente más atenuado que en las proyecciones anteriores, permitirá que la tasa de paro continúe descendiendo, hasta situarse al final del horizonte de proyección en el entorno del 20 % de la población activa.

Bajo los supuestos del ejercicio, los precios de consumo registrarían tasas de variación negativas casi hasta el final de este año, lo que conduciría a un retroceso del 0,5 % en el promedio anual. El gradual repunte posterior llevaría a una tasa media del 0,8 % en 2016, sin que al final del período de proyección se alcanzaran aún niveles próximos al 2 %. La reducción que los precios del

petróleo registraron en los meses de verano ha comportado una revisión a la baja cercana a 0,5 pp en las proyecciones de precios de consumo para 2016 con respecto a las formuladas en junio. En términos del IPSEBENE, sin embargo, las perspectivas apenas se han visto modificadas, con una aceleración paulatina, aunque moderada, de este indicador, en un contexto de disminución del grado de holgura cíclica en la economía y de continuación de un crecimiento moderado de los costes laborales. Se estima que el deflactor del PIB podría crecer, en promedio, un 0,9 % este año y un 1 % el próximo.

Los riesgos de que la senda del PIB se desvíe de la considerada en el escenario central presentan un balance algo más negativo que hace tres meses, debido fundamentalmente a factores de naturaleza externa. En particular, ha aumentado la probabilidad de que algunas de las principales economías emergentes —entre las que destaca singularmente China— experimenten una desaceleración más acusada. En el ámbito interno, el principal riesgo es la posible incidencia de la incertidumbre acerca del curso de las políticas económicas a medio plazo sobre las decisiones de gasto de los agentes.

En cuanto a las perspectivas inflacionistas, los riesgos de desviación con respecto al escenario central se encuentran moderadamente inclinados a la baja, fundamentalmente como consecuencia de una eventual materialización de escenarios más desfavorables a escala internacional. En sentido contrario, las últimas actuaciones del BCE limitan notablemente cualquier posible riesgo de desanclaje de las expectativas inflacionistas. En cualquier caso, la incertidumbre acerca del comportamiento del componente energético de los precios de consumo continúa siendo muy alta, como consecuencia del elevado grado de volatilidad de los precios del petróleo.

Las últimas cifras publicadas sobre la actuación de las Administraciones Públicas (AAPP) en términos de la Contabilidad Nacional (CN) cubren el período enero-mayo de este año y son relativas a los subsectores de la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social. De acuerdo con esta fuente, el conjunto de estos subsectores registró en el período enero-mayo un déficit del 2,2 % del PIB, dos décimas inferior al del mismo período de 2014. La información más reciente se refiere al Estado, y muestra que en el período enero-julio este registró un déficit del 2,4 % del PIB, lo que supuso una mejora de seis décimas de PIB con respecto al mismo período del año previo. Se dispone también de información hasta julio de la recaudación de los impuestos compartidos por el Estado, las CCAA y las CCLL en términos de contabilidad presupuestaria, que muestra una aceleración con respecto a la tasa acumulada hasta finales del segundo trimestre. Por su parte, la ratio de deuda de las AAPP se cifró en el 97,7 % del PIB a finales de junio, similar a la del cierre de 2014¹.

Por otro lado, debe recordarse que el Gobierno remitió al Parlamento el proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social (PGE) para 2016². La tramitación anticipada del PGE ha llevado a adelantar también, a la primera mitad de septiembre, la remisión a la Comisión Europea del Plan Presupuestario 2016 del conjunto de las AAPP. Este documento es una

pieza fundamental del ciclo presupuestario³, dado que describe la estrategia de política fiscal del conjunto de las AAPP (Estado, Seguridad Social, CCAA y CCLL) y proporciona información sobre la vinculación entre dicha estrategia y los presupuestos de cada una de las AAPP. No obstante, el adelanto en la presentación del PGE ha imposibilitado que el Plan Presupuestario haya podido incorporar la información relativa a las líneas fundamentales de los presupuestos de las CCAA y las CCLL, dado que el plazo que fija la Ley de Estabilidad⁴ para su envío al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas es el 1 de octubre. En lo concerniente a los planes presupuestarios de las CCAA y las CCLL, la información nueva que proporciona el Plan Presupuestario se circunscribe básicamente a las medidas adoptadas en materia de personal contenidas en el PGE para 2016, dado que estas tienen carácter básico y afectan a todos los subsectores de las AAPP, si bien son solo de carácter potestativo.

Los planes actualizados de política fiscal confirman el objetivo de déficit público para el conjunto de las AAPP para 2015 y 2016, en línea con las recomendaciones del Consejo Europeo, en el 4,2 % del PIB y en el 2,8 % del PIB, respectivamente, con lo que en 2016 se cumpliría con el compromiso de salida de la situación de «dé-

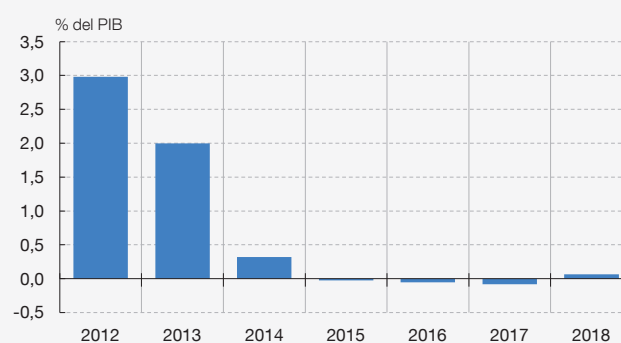
- 1 Estas ratios pueden cambiar como consecuencia del impacto sobre el PIB de las revisiones en la CNA que acaba de publicar el INE (véase recuadro 5).
- 2 Véase a este respecto el discurso de la comparecencia del gobernador del Banco de España ante el Senado en relación con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2016.

- 3 La reciente reforma de la gobernanza de la UEM ha reforzado las competencias de la Comisión Europea en la supervisión de las finanzas públicas de los países del área del euro. Uno de los elementos que se vienen aplicando desde finales de 2013 es la obligación por parte de los Gobiernos de presentar antes del 15 de octubre de cada año los borradores de los presupuestos de las AAPP para su evaluación por parte de la Comisión antes de que estos sean aprobados en los parlamentos nacionales.
- 4 Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.

OBJETIVOS DE SALDO PRESUPUESTARIO (a)

% del PIB, Contabilidad Nacional	2014	2015	2016
Administraciones Públicas (c)	-5,7	-4,2	-2,8
Administración Central y Seguridad Social (c)	-4,6	-3,5	-2,5
Administración Central (c)	-3,5	-2,9	-2,2
Seguridad Social	-1,1	-0,6	-0,3
Comunidades Autónomas	-1,7	-0,7	-0,3
Corporaciones Locales	0,5	0,0	0,0
Deuda de las Administraciones Públicas	97,7	98,7	98,2

VARIACIÓN DEL SALDO ESTRUCTURAL PRIMARIO DE LAS AAPP (b)



FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, y Ministerio de Economía y Competitividad.

- Objetivos para 2015 y 2016 del proyecto de Presupuestos Generales del Estado.
- Plan Presupuestario 2016 (septiembre de 2015) para 2015-2016 y Programa de Estabilidad 2015-2018 (abril de 2015) para 2017-2018.
- Excluye el impacto en 2014 derivado de las operaciones de reestructuración del sistema financiero.

ficit excesivo» (déficit superior al 3 % del PIB, según establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento), tras ocho años de haber superado dicho umbral. Partiendo del escenario macroeconómico que incorpora el PGE, el cumplimiento de estos objetivos implicaría, de acuerdo con las últimas estimaciones oficiales, una variación prácticamente nula del saldo estructural primario de las AAPP en 2015 y 2016, de manera que la orientación de la política presupuestaria pasaría a ser neutral en dicho período, frente al significativo esfuerzo presupuestario realizado en el período 2012-2014 (véase gráfico adjunto). La reducción del déficit de las AAPP en 2016 (de 1,4 pp de PIB) se produciría principalmente por la caída de la ratio de gasto público sobre el PIB (en 1,3 pp del PIB), que se situaría en 2016 en el 40,7 % del PIB, frente al 42,1 % estimado para 2015, mientras que la ratio de ingresos públicos mejoraría marginalmente (algo más de una décima de PIB), hasta alcanzar el 38 % del PIB en 2016. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB se situaría en el 98,7 % y en el 98,2 % del PIB en 2015 y 2016, respectivamente, lo que supondría la primera reducción de la ratio de deuda pública sobre el PIB desde 2007⁵.

En el resto del recuadro se citan las principales medidas de política fiscal definidas en el PGE e incorporadas en el Plan Presupuestario, debido a que su impacto estimado sobre la actividad económica constituye un *input* en la actualización de las proyecciones macroeconómicas que se presentan en este «Informe trimestral». Por el lado de los ingresos, cabe mencionar la reforma fiscal del IRPF y del impuesto sobre sociedades, que entró en vigor el 1 de enero de 2015, diseñada para una implantación gradual en dos fases, 2015 y 2016, así como el posterior adelanto a julio de este año de la segunda fase de la rebaja en el IRPF⁶. Según las estimaciones oficiales, el coste presupuestario de la reforma del IRPF en 2015 y en 2016 se cifra en 3.872 millones y 1.567 millones, res-

pectivamente, mientras que el de la reforma del impuesto sobre sociedades se cuantifica en 87 millones y 2.341 millones, en 2015 y en 2016, respectivamente.

En el ámbito de los gastos, en el apartado de personal se ha aprobado para 2016, por primera vez en los últimos seis años, un aumento salarial, cifrado en el 1 %; se ha presupuestado el abono de la segunda mitad de la paga extraordinaria eliminada en 2012, y se ha incrementado la tasa media de reposición de efectivos en 2016 hasta el 50 % con carácter general (tasa nula en 2015) y hasta el 100 % para los sectores de sanidad, educación, fuerzas del orden y seguridad, entre otros (del 50 % en 2015). Asimismo, el Gobierno ha establecido que en lo que resta de 2015 se abone una cuarta parte adicional de la paga extraordinaria de 2012, así como la recuperación por parte de los empleados públicos de un día de asuntos particulares y varios por antigüedad⁷. En conjunto, el Plan Presupuestario estima que estos cambios normativos conlleven un mayor gasto en la partida de personal de todas las AAPP de 0,27 pp del PIB y de 0,13 pp del PIB en 2015 y en 2016, respectivamente. Con respecto al gasto de la Seguridad Social, destaca la revalorización de las pensiones del 0,25 % en 2016, vinculada a la aplicación de la fórmula de indexación de las pensiones en vigor desde enero de 2014.

Además de estas medidas, los supuestos sobre la política fiscal que han servido de base a las proyecciones macroeconómicas de este «Informe trimestral» incorporan el impacto sobre el gasto en consumo final de las AAPP que se derivaría de la aplicación de un conjunto de reformas en curso, incluyendo la reforma de la Administración Local y la de las AAPP (definidas en el Informe CORA), así como una cierta moderación en el avance de la inversión pública, en línea con las estimaciones oficiales. Asimismo, se supone una moderación de las transferencias y subvenciones, así como el descenso del gasto en prestaciones por desempleo por la dinámica del mercado de trabajo, y de la carga de intereses por las condiciones financieras más favorables.

5 Estas ratios pueden verse afectadas por el impacto sobre el PIB nominal de las revisiones en la CNA que acaba de publicar el INE.

6 Real Decreto-ley 9/2015, de 10 de julio, de medidas urgentes para reducir la carga tributaria soportada por los contribuyentes del impuesto sobre la renta de las personas físicas y otras medidas de carácter económico.

7 Real Decreto-ley 10/2015, de 11 de septiembre, por el que se conceden créditos extraordinarios y suplementos de crédito en el presupuesto del Estado y se adoptan otras medidas en materia de empleo público y de estímulo a la economía.

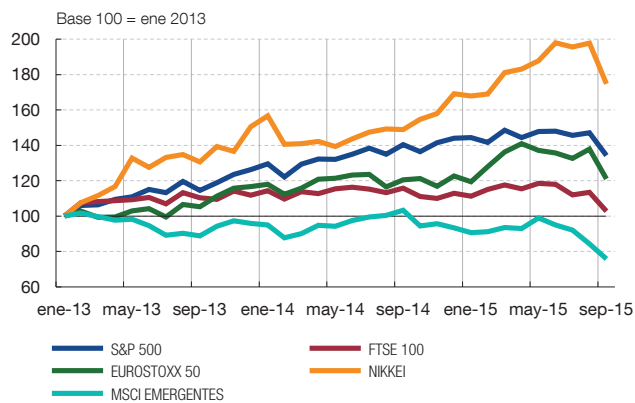
2.1 Entorno exterior del área del euro

Durante los últimos tres meses, la evolución económica internacional ha estado condicionada por el aumento de las turbulencias de los mercados financieros internacionales y, en especial, por la fuerte corrección de la bolsa de China. Las dudas sobre la intensidad de la desaceleración de la economía china, cuya evolución tiene una creciente influencia en la economía mundial (véase recuadro 3), y sobre el momento de inicio y el ritmo del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos han ido configurando un entorno de creciente incertidumbre que ha afectado principalmente a las regiones emergentes. En este contexto, han sido las economías desarrolladas —sobre todo, Estados Unidos y Reino Unido y, en menor medida, la zona del euro y Japón— las que han mostrado un comportamiento más estable, en contraste con la desaceleración experimentada en las economías emergentes, especialmente marcada en América Latina. Por su parte, la inflación continuó mostrando tasas muy reducidas en las economías avanzadas y también en algunas emergentes de Asia y de Europa. Sin embargo, en otras economías emergentes (como Brasil, Rusia y Turquía, que presentan diferentes combinaciones de debilitamiento de la actividad y fuerte depreciación de sus monedas) la inflación presenta niveles elevados y el margen de maniobra de sus políticas monetarias es muy limitado.

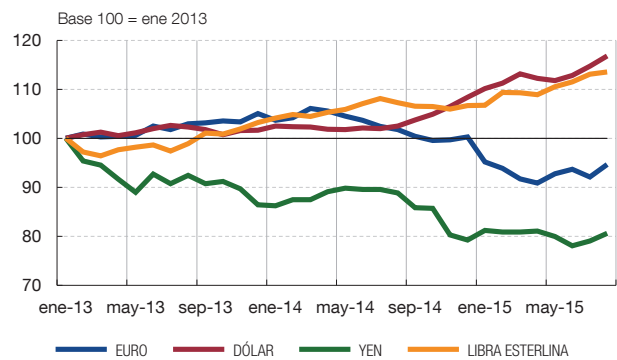
Uno de los acontecimientos más importantes en los mercados financieros internacionales a lo largo del último trimestre fue el doble episodio de corrección de la bolsa de China. Durante el mes de junio se produjo un primer ajuste, que corrigió parte de la fuerte revalorización de la bolsa china ocurrida desde mediados de 2014, en cuyo desarrollo tuvieron un protagonismo especial las medidas adoptadas por las autoridades chinas, pero que tuvo efectos muy limitados en otros mercados. Posteriormente, a mediados de agosto hubo una segunda corrección, que sí tuvo importantes repercusiones en los principales mercados internacionales. La diferencia entre ambos episodios radicó en que la corrección de agosto vino acompañada de dudas sobre la intensidad de la desaceleración y la verdadera situación de la economía china. Algunos indicadores de actividad publicados en julio y agosto fueron más débiles de lo esperado; además, algunas medidas adoptadas por las autoridades (en particular, el cambio en la forma de fijación del tipo de cambio de referencia del *renminbi* —aproximándolo a la cotización de mercado—) fueron mal entendidas por los mercados. Estas circunstancias, unidas al contexto de incertidumbre sobre el momento de comienzo de las subidas de tipos de interés en Estados Unidos (y, al principio del verano, también sobre las negociaciones entre Grecia y sus acreedores), favorecieron un notable aumento de la aversión al riesgo y de la volatilidad.

En particular, en los mercados desarrollados se registraron caídas generalizadas de los tipos a largo plazo de las principales economías consideradas refugio y sustanciales retrocesos de las bolsas. Asimismo, desde finales de junio los mercados financieros emergentes presentan una acusada tendencia negativa y una elevada volatilidad, registrando retrocesos en las bolsas y repuntes de las primas de riesgo. En los mercados cambiarios, el dólar se mantuvo estable frente a las principales divisas de países desarrollados y se apreció significativamente, aunque de forma desigual, frente a las monedas de las economías emergentes: los países con mayores desequilibrios resultaron ser los más afectados. En los mercados de materias primas, el precio del petróleo sorprendió a la baja a la vuelta del verano, situándose el barril de *Brent* por debajo de los 50 dólares (desde niveles ligeramente por encima de 60 dólares a finales de junio), mientras que los precios de los alimentos y, especialmente, de los metales industriales continuaron una senda descendente.

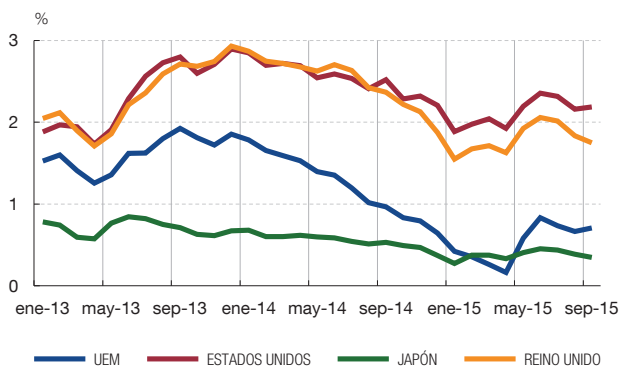
ÍNDICES BURSÁTILES



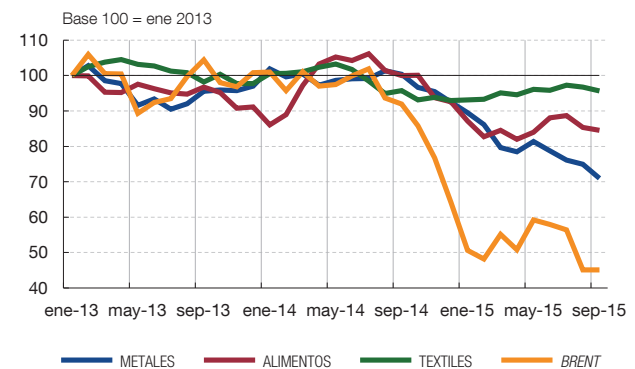
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



MATERIAS PRIMAS



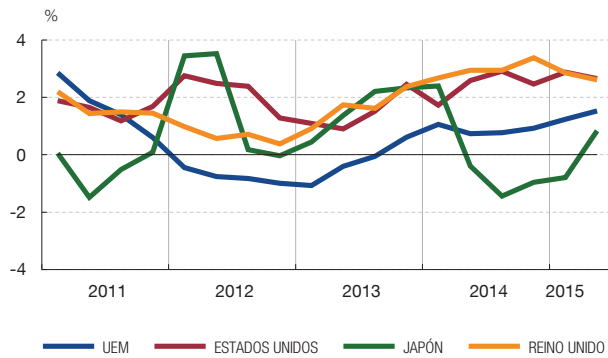
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Rendimientos de la deuda pública a diez años.

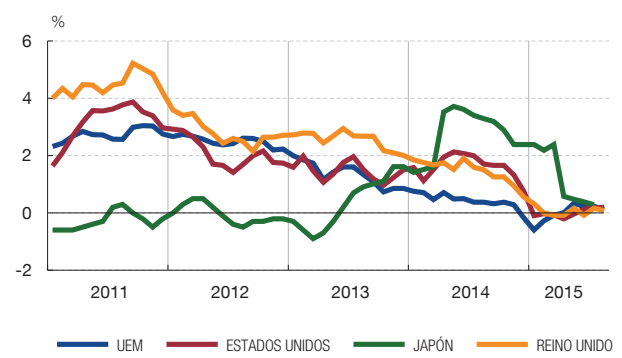
La desaceleración de la economía china también parece haber desempeñado un papel relevante en este comportamiento.

Entre las principales economías avanzadas, Estados Unidos y Reino Unido elevaron su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre. En Estados Unidos, el PIB creció un 3,9 % en el segundo trimestre, en tasa trimestral anualizada, tras la fuerte desaceleración registrada en el primero. Destacaron el mayor dinamismo del consumo privado, la recuperación de la inversión en estructuras y la contribución positiva del sector exterior. Los indicadores coyunturales publicados apuntan a una ralentización moderada de la actividad en el tercer trimestre, aunque el mercado laboral sigue mostrando un comportamiento favorable (la tasa de paro se situó en agosto en el 5,1 %). En Reino Unido, la actividad también ganó dinamismo en el segundo trimestre, con un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,7 % (2,6 % interanual). La contribución positiva de la demanda externa revirtió la del trimestre previo y compensó la desaceleración de la demanda interna. Los indicadores de actividad apuntan a una ligera desaceleración en el tercer trimestre, en consonancia con el mantenimiento de la tasa de paro (5,5 % en julio). A diferencia de las anteriores economías, la actividad en Japón se contrajo en el segundo trimestre (-1,2 % en tasa trimestral anualizada), principalmente por la desaceleración del consumo privado y la aportación negativa del sector exterior. En estas tres economías, la inflación se mantuvo en niveles muy reducidos (en agosto, fue del 0,2 % en Estados Unidos y del 0 % en Reino Unido),

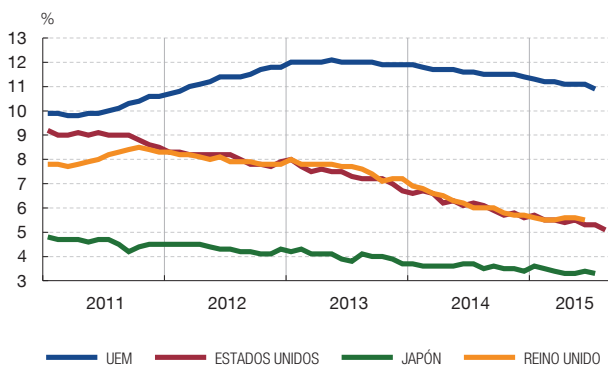
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



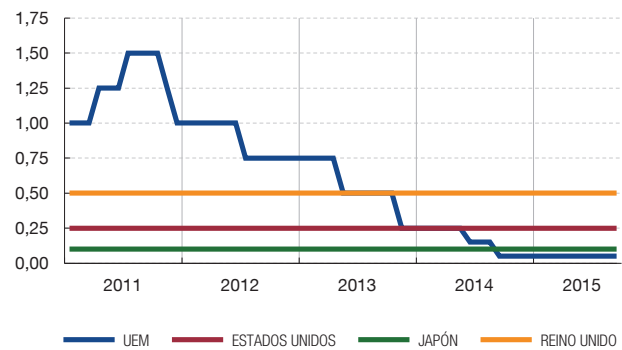
INFLACIÓN
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



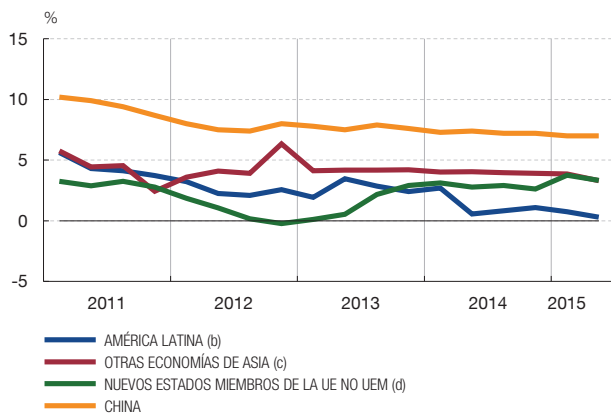
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

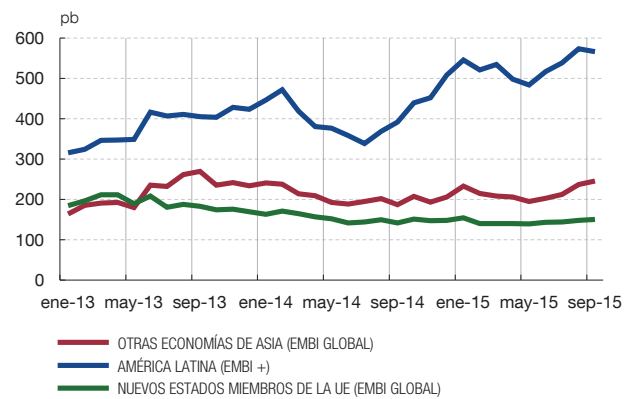
mientras que la inflación subyacente, más elevada, permanece muy por debajo de la referencia de política monetaria en los tres casos. En este contexto, no se produjeron novedades de política monetaria en estas economías. Así, a pesar de que los mercados otorgaban una cierta probabilidad a que la Reserva Federal subiese su tipo oficial en su reunión de septiembre, el aumento no se produjo finalmente. De todas formas, todavía se espera que esta subida se produzca antes de fin de año.

En las áreas emergentes, los indicadores de actividad más recientes apuntan a una pérdida de dinamismo de las economías asiáticas y de forma más pronunciada en América Latina, en contraste con los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, que mantienen ritmos de crecimiento elevados. En América Latina, los datos del PIB del segundo trimestre reflejan una significativa desaceleración, con un crecimiento agregado del PIB del 0,3 % interanual (0,7 % en el primero), marcado a su vez por la profundización de la recesión —más intensa de lo esperado— en Brasil (–1,9 % trimestral). Aunque cada economía del área presenta sus particularidades (por ejemplo, en Brasil el consumo privado registró una caída significativa, fruto del deterioro del mercado laboral y de los salarios reales), un hecho común a todas ellas es la debilidad de la inversión, que lastrará su capacidad de crecimiento futuro. En el conjunto de los cinco países con objetivo de inflación, esta repuntó en julio tres décimas, hasta el 6,4 % interanual, destacando la fuerte subida en Brasil (hasta el 9,6 %, por el ascenso de los precios administrados y los de los alimentos). El banco central de Brasil volvió a elevar el tipo oficial en 50 puntos

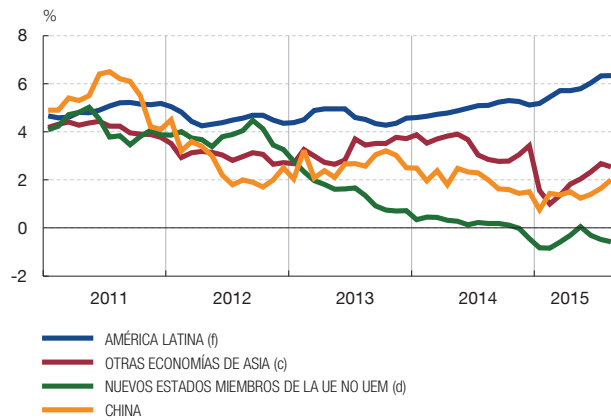
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



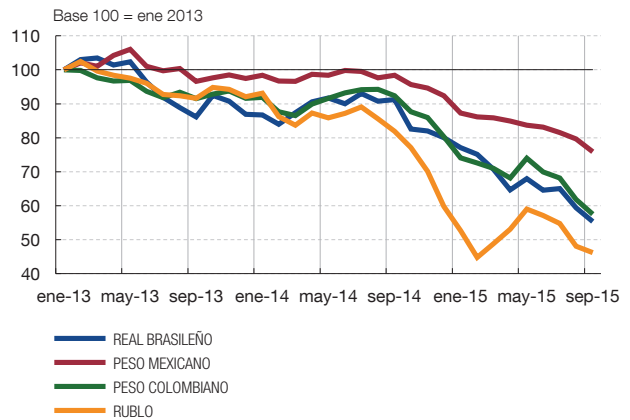
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (g)



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

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

básicos (pb), hasta el 14,25 %, igual que el de Colombia, que lo incrementó 25 pb, hasta el 4,75 %, y el de Perú, que, tras cuatro años sin moverlo, en septiembre lo elevó de forma inesperada en 25 pb, hasta el 3,5 %. Por su parte, el banco central de México aumentó la intervención en los mercados cambiarios. Por último, la agencia S&P rebajó el *rating* de Brasil, situándolo por debajo del grado de inversión, debido a la intensidad de la recesión y a las dificultades experimentadas por el Gobierno para aprobar el programa de ajuste fiscal.

En China, a pesar de que los datos macroeconómicos habían reflejado síntomas de debilidad, el crecimiento del segundo trimestre (un 7 % interanual) sorprendió al alza. China se encuentra inmersa en un proceso de transición hacia un nuevo modelo de crecimiento, más bajo y basado en mayor medida en el avance del consumo y con menores contribuciones de la inversión y de la demanda exterior. Este proceso requiere la introducción de reformas estructurales en ámbitos diversos, cuya gestión es compleja. Aunque a la vez se

	2013	2014				2015		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	0,2	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,2	0,2	0,1	0,4	0,5	0,6	0,2	
Variación de existencias	-0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	
Demanda exterior neta	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,3	
Otros indicadores								
Tasa de paro	11,9	11,8	11,6	11,6	11,5	11,2	11,1	10,9
IAPC (tasa interanual)	0,8	0,5	0,5	0,3	-0,2	-0,1	0,2	0,1
IPSEBENE (tasa interanual)	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,8	0,9

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

a Información disponible hasta el 25 de septiembre de 2015.

están adoptando medidas de estímulo de la demanda para facilitar un ajuste suave, el proceso no va a estar exento de sorpresas. En el agregado de Asia emergente, excluyendo China, el crecimiento interanual del PIB del segundo trimestre se redujo al 5,3 %, en un entorno de menor inflación. Los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro registraron una evolución positiva de la actividad, en un entorno de baja inflación, manteniendo un tono relajado de las políticas monetarias, que se espera que se mantenga en el futuro.

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

El área del euro mantuvo en los trimestres centrales del año la senda de recuperación prevista, aunque a un ritmo inferior al anticipado. A pesar del impulso favorable procedente de la política monetaria, del carácter más neutral de la política fiscal, del abaratamiento del precio del petróleo y de la mejoría del mercado de trabajo, la demanda interna ha seguido registrando crecimientos muy modestos, sostenida únicamente por el avance del consumo privado, mientras que la recuperación de la inversión, que comenzó a atisbarse a principios de 2015, no acaba de materializarse. El deterioro de las perspectivas de crecimiento en China y en otras economías emergentes, que no permite anticipar que el sector exterior pueda compensar a corto plazo la falta de dinamismo de la demanda interna, y la volatilidad reciente de los mercados financieros, que ha compensado parcialmente los efectos favorables del programa de compra de activos sobre las condiciones de financiación de la economía, han aumentado la incertidumbre sobre la evolución económica en los próximos trimestres. Las proyecciones publicadas en septiembre han revisado ligeramente a la baja las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo del área del euro, y apuntan a una agudización de los riesgos a la baja que rodean dichas perspectivas.

En el ámbito de la inflación, la debilidad de la demanda global ha favorecido un nuevo retroceso de los precios de las materias primas, que se ha reflejado en una flexión a la baja de la variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), hasta tasas prácticamente nulas. El descenso de los precios de la energía y la ausencia de tensiones de precios y costes en el ámbito interior sugieren que la inflación se mantendrá en niveles muy moderados en los próximos años, según recoge el último ejercicio de proyecciones del BCE, que recortó las perspectivas de precios para el período 2015-2017 (véase cuadro 3). La evolución desde principios del verano de los indicadores disponibles de expectativas de inflación subraya, además, los riesgos a la baja que rodean dichas perspectivas.

	2015		2016	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (septiembre de 2015)	1,4	0,1	1,7	1,1
Comisión Europea (mayo de 2015)	1,5	0,1	1,9	1,5
Fondo Monetario Internacional (julio de 2015)	1,5	...	1,7	...
OCDE (septiembre de 2015)	1,6	...	1,9	...
<i>Consensus Forecast</i> (septiembre de 2015)	1,4	0,2	1,7	1,2
Eurobarómetro (septiembre de 2015)	1,5	0,2	1,8	1,1

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

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de septiembre, manifestó su actitud vigilante respecto al impacto que los acontecimientos económicos más recientes puedan tener sobre las perspectivas de retorno de la tasa de inflación a una senda más compatible con el objetivo a medio plazo de la política monetaria. El Consejo reafirmó, además, su disposición a hacer uso, en caso necesario, de todos los instrumentos a su alcance y señaló, en particular, la flexibilidad que contiene el actual programa de adquisición de activos en cuanto a tamaño, composición y duración.

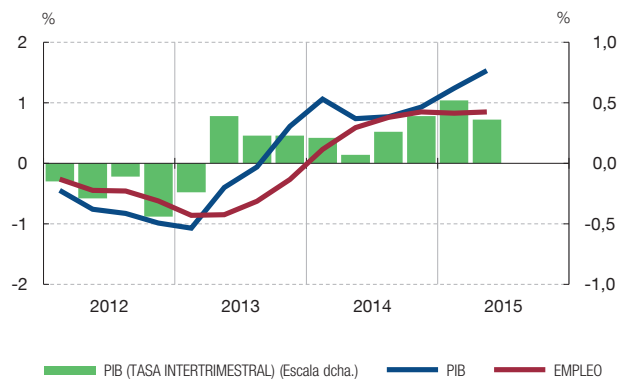
En el área de gobernanza, el acuerdo sobre el tercer programa de asistencia financiera a Grecia, en julio, ha abierto una ventana de oportunidad para que esta economía retome la senda de recuperación que había iniciado en 2014. Para ello es esencial que el Gobierno surgido de las elecciones del pasado 20 de septiembre mantenga su compromiso con el conjunto de reformas acordado. Aunque el contagio de las tensiones a otras economías fue relativamente limitado, la dificultad de las negociaciones volvió a poner de manifiesto la necesidad de completar las bases institucionales de la moneda común, en las líneas propuestas por el Informe de los Cinco Presidentes, que se resume en el recuadro 4.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

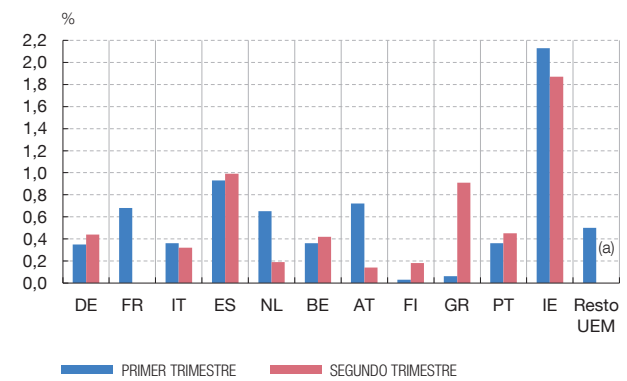
En el segundo trimestre de 2015, el PIB de la zona del euro aumentó un 0,4 % en términos intertrimestrales, una décima menos que en el trimestre anterior. La ralentización del crecimiento se debió a un avance más moderado de la demanda interna, que no fue compensado por la contribución positiva de la demanda externa (véase cuadro 2). Apoyada en la recuperación de la confianza de los hogares, la gradual mejoría del mercado laboral y las condiciones favorables de financiación, la expansión del consumo privado continuó sustentando la recuperación del PIB. Por contra, la formación bruta de capital fijo registró una contracción en este período, tras el crecimiento extraordinario que se apreció en el primer trimestre. Por su parte, el sector exterior contribuyó positivamente en el trimestre a la expansión del producto, tanto por el mayor crecimiento de las exportaciones, apoyadas en la depreciación acumulada por el euro desde mediados de 2014, como por el menor avance de las importaciones, coherente con el impulso más moderado de la demanda interna. Por países, el crecimiento del PIB continuó siendo heterogéneo, destacando entre los de mayor tamaño el elevado crecimiento de España, frente al estancamiento de Francia, mientras que Alemania e Italia mostraron avances similares a los del conjunto del área (véase gráfico 5).

La información coyuntural correspondiente al tercer trimestre de 2015 apunta, en general, a que el ritmo de crecimiento se habría mantenido en registros similares a los del segundo trimestre, aunque cabe señalar que la mayoría de los indicadores se refieren a los meses

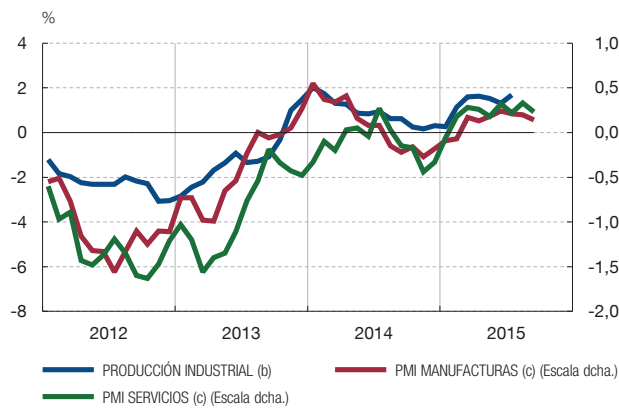
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual



PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral



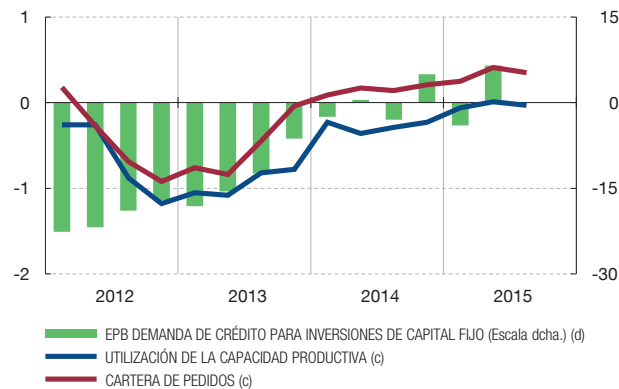
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



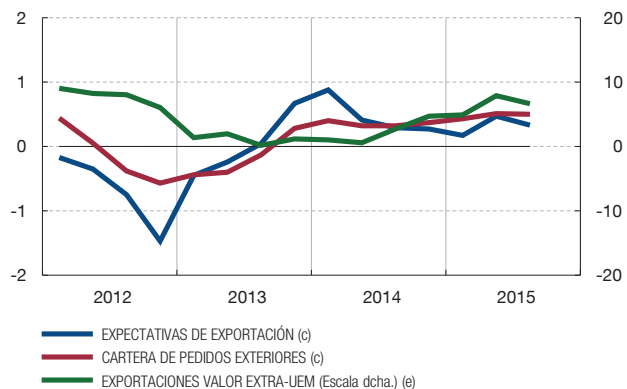
INDICADORES DE CONSUMO



INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

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

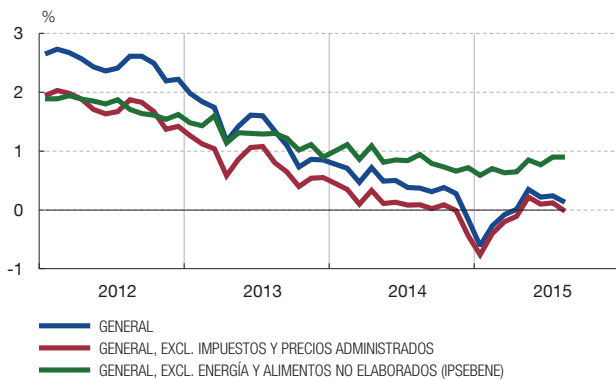
de julio y agosto y, en consecuencia, no recogen todavía los posibles efectos de la desaceleración de las economías emergentes y de los episodios de inestabilidad en los mercados financieros acontecidos en la segunda mitad del trimestre. El consumo privado mantiene un comportamiento favorable, alentado por las reducciones adicionales de la tasa de paro y el incremento de la renta real que se deriva de la contención de la inflación; no obstante, el deterioro de la confianza de los hogares, que en el tercer trimestre se situó en promedio por debajo de los dos anteriores, introduce un elemento de incertidumbre. En el caso de la inversión, aunque la utilización de la capacidad productiva se encuentra por encima de su media histórica, la ausencia de presiones de la demanda final justifica el mantenimiento de un comportamiento muy moderado de este agregado. Finalmente, el deterioro del comercio mundial se ha reflejado en la evolución menos positiva de la cartera de pedidos del exterior.

En definitiva, el área del euro mantiene la senda de modesta recuperación económica, impulsada por múltiples factores, entre los que destacan los efectos positivos sobre la renta real ligados a la caída de los precios de la energía, la mejoría del mercado de trabajo, el impacto favorable de las medidas de expansión cuantitativa sobre las condiciones de financiación y la orientación neutral de la política fiscal tras varios años de consolidación presupuestaria. Pero la creciente incertidumbre y los riesgos asociados al deterioro de las perspectivas económicas de China y de otras economías emergentes y a la volatilidad de los mercados financieros plantean importantes desafíos para la recuperación de la inversión y el avance de las exportaciones en los próximos meses. La mayoría de los organismos internacionales e instituciones privadas han revisado a la baja las perspectivas de crecimiento para el área del euro. Entre los más recientes, el ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre redujo el crecimiento esperado tanto para 2015 (hasta un 1,4 %) como para 2016 y 2017 (hasta el 1,7 % y el 1,8 %, respectivamente), con un recorte significativo de las previsiones de expansión de la demanda externa.

En el ámbito de los precios, la inflación general se moderó en agosto una décima, hasta el 0,1 % interanual, mientras que el avance de los componentes menos variables —el IPSEBENE— se mantuvo constante en el 0,9 % (véase gráfico 6). A un nivel desagregado, cabe destacar la reversión de la tendencia en el componente de energía, que desde junio registra descensos interanuales cada vez mayores, en consonancia con la evolución reciente del precio del petróleo. Por el contrario, los bienes industriales no energéticos registran tasas positivas crecientes, que reflejan los efectos de la pasada depreciación del euro, mientras que los servicios mantienen tasas de inflación moderadas. La caída de los precios de las materias primas y la persistencia de una brecha de producción elevada, que se refleja en un incremento contenido de los costes laborales y de los márgenes empresariales, permiten anticipar un comportamiento muy moderado de la inflación a corto y medio plazo, según apuntan los indicadores de expectativas de inflación disponibles. Por su parte, el ejercicio de proyecciones de septiembre del BCE redujo en dos décimas la previsión de inflación para 2015 (0,1 %) y revisó también a la baja las expectativas para 2016 y 2017 (hasta el 1,1 % y el 1,7 %, respectivamente), debido tanto a los menores precios esperados del petróleo como al menor crecimiento previsto para la demanda.

El ejercicio del BCE contiene también proyecciones para el déficit de las Administraciones Públicas del conjunto del área, que se situaría próximo al 2 % del PIB en 2015, ligeramente por debajo del observado el año anterior. La caída de los pagos por intereses se verá compensada por los recortes en los impuestos directos y en cotizaciones sociales que han llevado a cabo algunos países, de modo que, en términos estructurales, el saldo permanecerá prácticamente estabilizado. Por otra parte, el Consejo Europeo de finales de junio finalizó el Semestre Europeo, que en el ámbito fiscal identificó riesgos de incumplimiento

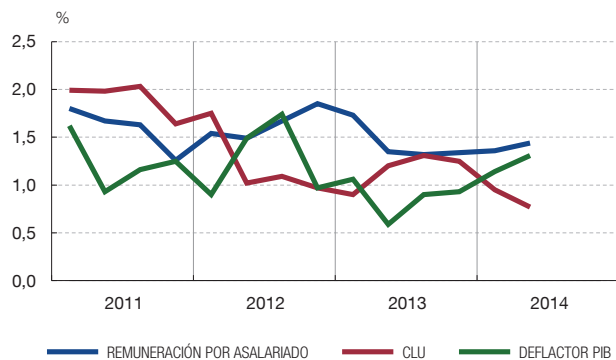
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



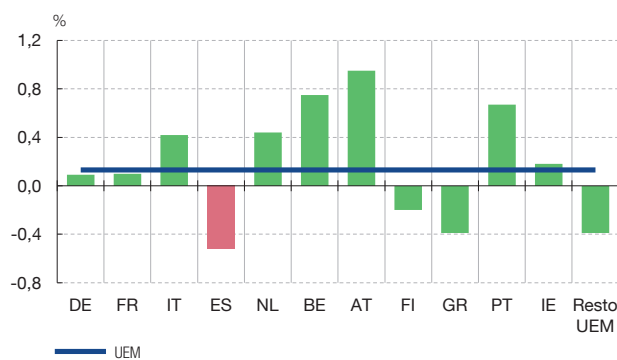
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



SALARIOS Y COSTES



IAPC GENERAL
Agosto de 2015



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

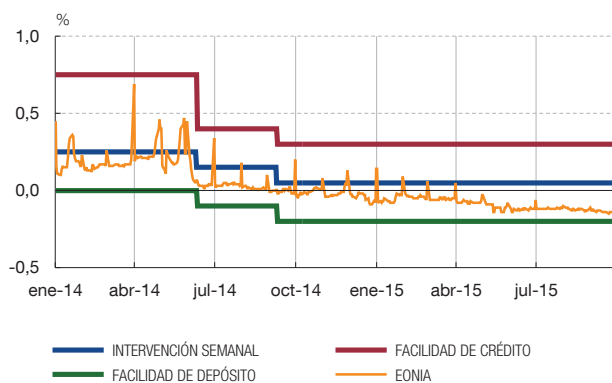
de los compromisos de ajuste del saldo estructural en 12 de los 17 países del área sujetos a examen. Estos riesgos deberán abordarse en los borradores presupuestarios que los países presentarán antes de mediados de octubre, considerando el margen de maniobra existente en algunos países para llevar a cabo una política fiscal más favorecedora del crecimiento e impulsar la inversión.

EVOLUCIÓN FINANCIERA
Y POLÍTICA MONETARIA

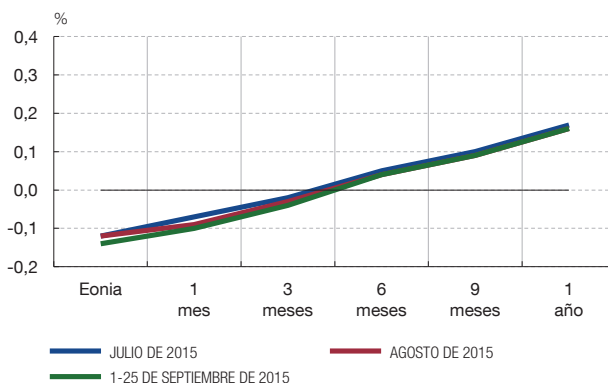
La evolución de los mercados financieros en el tercer trimestre de 2015 estuvo condicionada en la primera parte del verano por la incertidumbre respecto a la situación de Grecia, mientras que en agosto y septiembre predominaron otros factores de carácter externo asociados a las turbulencias experimentadas en los mercados bursátiles de China y su extensión a otras economías emergentes y avanzadas.

En este contexto de turbulencias, los mercados financieros del área del euro registraron un incremento notable de la volatilidad y se produjo una sustancial corrección a la baja de las cotizaciones de renta variable. El EUROSTOXX 50, que se había recuperado de forma notable tras el acuerdo para un tercer programa de asistencia financiera a Grecia, experimentó fuertes caídas hasta finales de agosto, mostrando a fecha de cierre de este Boletín un descenso del 10 % respecto a los niveles de finales de junio. Por su parte, en los mercados de deuda soberana, la rentabilidad del *Bund* alemán a diez años, que normalmente constituye un activo refugio en los episodios de mayor aversión al riesgo, mostró un ligero

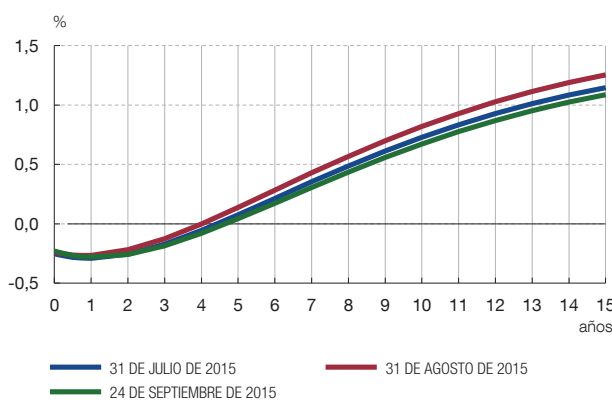
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



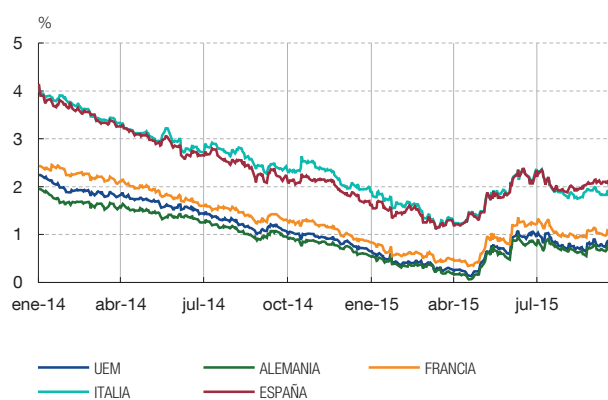
MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual



CURVA CUPÓN CERO (a)



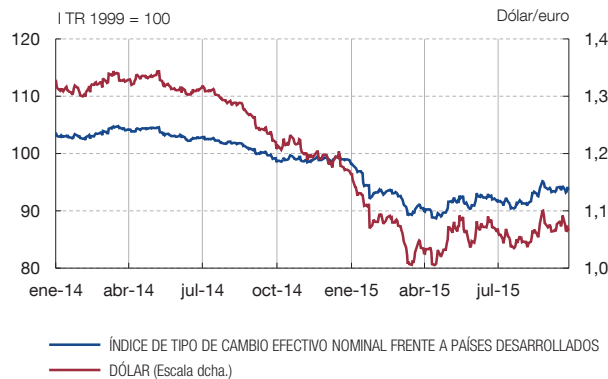
RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO

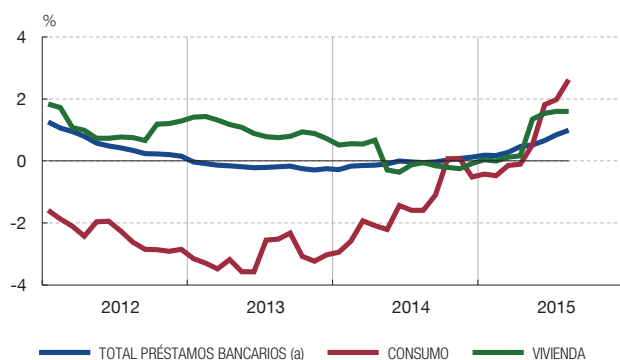
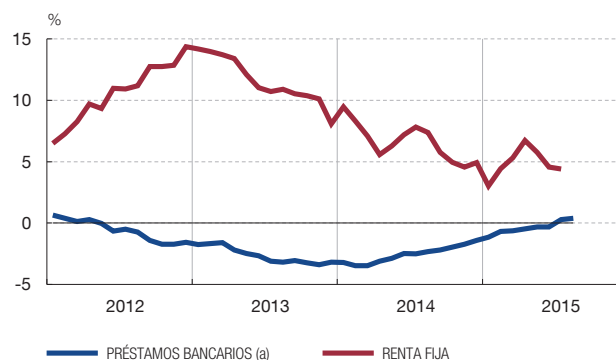


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

descenso. Pese a ello, se apreció una disminución generalizada de los diferenciales de otros soberanos en comparación con los observados a finales de junio, debido al alivio de las tensiones que supuso el acuerdo de un tercer programa de asistencia financiera a Grecia (véase gráfico 7).

En los mercados cambiarios, el euro se apreció en términos efectivos durante el tercer trimestre y, especialmente en agosto, en el contexto de devaluación del yuan y de retraso

HOGARES
Tasas de variación interanualSOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual

FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

en las expectativas de subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. El tipo de cambio frente al dólar cerró el trimestre en torno a 1,11 dólares por euro.

Los desarrollos financieros recientes han amortiguado, en alguna medida, los efectos que la puesta en marcha del programa de compra de activos había tenido sobre las condiciones de financiación de la economía. La alta volatilidad y el aumento de la incertidumbre no permiten, sin embargo, precisar todavía el carácter permanente o puramente transitorio de dicha corrección y, por tanto, la consiguiente oportunidad de iniciar actuaciones adicionales. De este modo, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 3 de septiembre, reafirmó su disposición a utilizar todos los instrumentos a su alcance para lograr que la inflación retorne a una senda compatible con el objetivo de medio plazo. La comunicación del Consejo señaló, en particular, la flexibilidad que posee el actual programa de compra de activos en cuanto a su tamaño, la duración, o el universo de activos adquiribles, y mencionó expresamente la posibilidad de extenderlo más allá de septiembre de 2016. Adicionalmente, el Consejo de Gobierno decidió aumentar el límite de participación del BCE en las distintas emisiones de títulos adquiridos bajo el Programa Extendido de Adquisición de Activos (EAPP, por sus siglas en inglés) del 25 % al 33 %.

La implementación del EAPP del Eurosistema continuó al ritmo previsto, alcanzando las compras el objetivo mensual de alrededor de 60 mm de euros, con un ligero ajuste en agosto para acomodar la menor liquidez que presentan los mercados en ese mes. A fecha de cierre de este Boletín, el saldo de activos relacionado con las adquisiciones del EAPP ascendía a 457 mm de euros, y el balance total del Eurosistema, a 2.602 mm de euros.

En su conjunto, las medidas de política monetaria implementadas desde mediados de 2014 han ejercido también efectos favorables sobre los costes de financiación bancaria, propiciando una recuperación gradual de los flujos de crédito al sector privado. Así, el saldo de préstamos a los hogares aceleró su crecimiento interanual en agosto hasta el 1 %, y el dirigido a sociedades no financieras, hasta el 0,4 % (véase gráfico 8). La encuesta del BCE sobre préstamos bancarios publicada en julio anticipaba la continuación de esta tendencia positiva de cara al tercer trimestre, si bien los desarrollos recientes en los mercados financieros podrían atenuar estas perspectivas.

El extraordinario dinamismo de China en las últimas décadas ha estado sustentado en un modelo de crecimiento que combinaba la industrialización de la economía, favorecida por la apertura al comercio internacional y unos costes laborales reducidos producto del proceso de urbanización, con el desarrollo de la economía de mercado. Las autoridades económicas, conscientes de que el rédito de estos elementos se está agotando, han iniciado un proceso de reequilibrio, con el objetivo de conseguir un crecimiento más sostenible mediante el fomento del consumo privado frente a la inversión, de la demanda interna frente a la externa y de los servicios frente a la industria. La gestión de esta transformación, que conlleva innumerables reformas estructurales, es compleja y afectará en última instancia al crecimiento potencial.

Este proceso puede tener repercusiones a escala internacional, ya que las interrelaciones de la economía de China con el resto del mundo son cada vez más intensas. China es ya la segunda mayor economía mundial, al representar el 13,4 % del PIB global (16,9 % en términos de poder de paridad de compra). La desaceleración de la actividad en China se transmite al resto del mundo a través de varios canales directos, entre los que destacan el comercio internacional y el precio de las materias primas; un tercer canal directo —el financiero— es de menor importancia, dada la limitada apertura de la cuenta financiera. Además, se pueden activar canales indirectos de transmisión —en especial, si la desaceleración de la economía china es inesperada, acentuada y persistente—, como el contagio a través de una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales o el deterioro de la confianza, cuyos efectos pueden ser muy relevantes.

Este recuadro presenta evidencia sobre la relevancia de los canales de transmisión desde China al resto del mundo. Para ello, se recogen las exposiciones directas de otros países frente a China, pero también se incluyen consideraciones de equilibrio general, con objeto de incorporar las interdependencias entre economías y la reacción global de precios y de cantidades. Con el fin de aproximar

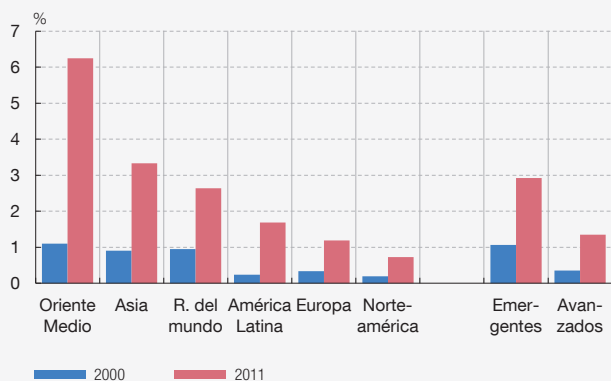
la sensibilidad de cada canal, se realiza una simulación empleando el modelo NiGEM. Debido a la incertidumbre sobre la magnitud de la desaceleración de China, se ha optado por presentar los resultados en términos de elasticidades del crecimiento global a perturbaciones específicas representativas de cada canal. Por tanto, la mera agregación de los canales no debe ser interpretada como una medida de impacto total.

La exposición comercial en términos de valor añadido¹ a China (véase gráfico 1) es particularmente importante en las propias economías de la región asiática, donde el contenido en valor añadido originado en China supuso el 3,3 % del PIB en 2011. Las economías más expuestas son Hong-Kong, Taiwán, Malasia, Corea y Singapur, con exposiciones entre el 6 % y el 11 % del PIB. De hecho, el grado de integración comercial regional en Asia ha crecido más que en otras regiones y China ha desempeñado un papel crucial como centro de ensamblaje, pero también por su creciente demanda de productos de consumo final del resto de Asia. Otras economías para las que la demanda de China es muy relevante son las exportadoras de materias primas, como Brasil, Rusia, Arabia Saudí, Chile, Australia y Suráfrica (entre el 1,6 % y el 6,4 % del PIB). En Japón supone el 2,2 % del PIB, en Alemania un 1,9 %, en Estados Unidos menos del 1 % y para España el 0,5 % del PIB. Las simulaciones de equilibrio general muestran que un menor crecimiento potencial en China de un 1 pp daría lugar a una reducción de 0,31 pp del crecimiento mundial, en promedio entre 2016 y 2018. El impacto en las economías avanzadas sería de un ajuste a la baja del crecimiento del PIB de 0,11 pp, mientras que en las

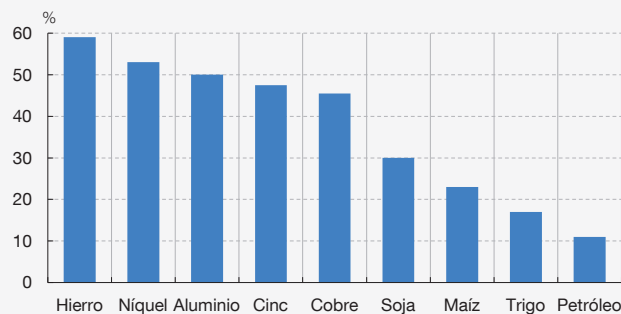
1 Los datos de exportaciones bilaterales tienden a exagerar la importancia de las exposiciones directas entre países, ya que habitualmente incorporan consumos intermedios importados, algo que se ha exacerbado con el auge de las cadenas globales de producción. Las exposiciones en términos de valor añadido permiten excluir el contenido importado en las exportaciones (que representarían demanda de otros países) y determinar la incidencia de la demanda final de cada país.

CHINA: CANAL COMERCIAL Y DE MATERIAS PRIMAS

1 VALOR AÑADIDO GENERADO POR LA DEMANDA FINAL DE CHINA
Porcentaje del valor añadido total



2 DEMANDA DE CHINA EN RELACIÓN CON LA DEMANDA MUNDIAL



FUENTES: OCDE TIVA Database y Morgan Stanley.

economías emergentes ascendería a 0,47 pp, afectando fundamentalmente a otras economías asiáticas, que tienen mayores interrelaciones con China (véase cuadro 1). En cualquier caso, estas simulaciones no tienen en cuenta el cambio en la estructura comercial que resulte del reequilibrio de la economía china.

No obstante, el impacto sobre otras economías puede diferir si se tienen en cuenta los efectos sobre los precios de las materias primas. Dada la importancia de China en los mercados mundiales de materias primas, especialmente en los metales industriales (véase gráfico 2), el menor dinamismo de este país reduciría la demanda de estos productos y, por tanto, sus precios, lo cual deterioraría los términos de intercambio de los países exportadores de materias primas; a ello habría que añadir el impacto contractivo sobre la política fiscal, por la reducción inducida en los ingresos públicos. En el caso de los países importadores de materias primas, ocurriría lo contrario, se abarataría el coste de esas importaciones y, por tanto, aumentaría su renta. La simulación realizada con el modelo NiGEM indica que una reducción permanente de un 10 % de los precios de las materias primas perjudica efectivamente a los países exportadores, pero no de forma homogénea: por ejemplo, en Brasil restaría 0,17 pp al crecimiento en promedio entre 2016 y 2018, y en México, 0,30 pp. Hay que señalar que no se tiene en cuenta el efecto derivado de la caída de los ingresos fiscales, que puede ser muy relevante bajo restricciones de acceso a financiación externa. En el caso de los países importadores, el

efecto en el crecimiento sería positivo, compensando sobradamente el negativo de los exportadores. De esta forma, a escala global, este canal actuaría como un estabilizador automático de la caída de actividad en China.

Como se ha comentado anteriormente, el canal financiero directo actualmente tiene menor relevancia, pues los mercados financieros en China permanecen relativamente cerrados y las posiciones bancarias transfronterizas, a pesar de ser de importancia, según las estadísticas del BIS, suponen un porcentaje pequeño del total para las economías avanzadas con mayor exposición (Reino Unido, 12 %; Japón, 5 %; Estados Unidos, 4 %). No obstante, China es el mayor tenedor de reservas internacionales, que ascendieron a 3,55 billones de dólares en agosto, por lo que cambios en el patrón de acumulación o en su composición podrían incidir sobre los tipos de interés a largo plazo de las divisas de reserva. Además, como se ha mencionado, los efectos indirectos de contagio, a través de una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales o de deterioro de la confianza, serían relevantes, sobre todo si la desaceleración de la economía china es inesperada, acentuada y persistente. Este impacto de equilibrio general se ha simulado a través de una caída generalizada de los índices bursátiles de un 20 % y un aumento de los tipos de interés a largo plazo de 100 pb, todo lo cual resultaría en una reducción del crecimiento mundial de 0,39 pp, en promedio entre 2016 y 2017.

1 REDUCCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB REAL (%) POR LAS SIGUIENTES PERTURBACIONES (a)

	Caída de 1 pp del crecimiento del producto potencial y de la demanda interna de China			Caída del 10 % del precio de las materias primas			Caída del 20 % de las bolsas mundiales y subida de 100 pb de los tipos de interés a largo plazo mundiales		
	Total mundial	Economías avanzadas	Economías emergentes	Total mundial	Economías avanzadas	Economías emergentes	Total mundial	Economías avanzadas	Economías emergentes
2016	-0,33	-0,14	-0,48	0,03	0,15	-0,07	-0,48	-0,67	-0,33
2017	-0,31	-0,10	-0,47	0,23	0,36	0,13	-0,29	-0,34	-0,25
2018	-0,30	-0,09	-0,46	0,34	0,35	0,33	0,38	0,58	0,23
Promedio	-0,31	-0,11	-0,47	0,20	0,29	0,13	-0,13	-0,15	-0,12

FUENTE: Banco de España.

a Desviaciones del crecimiento del PIB real respecto al escenario base. Simulaciones realizadas con el modelo macroeconómico trimestral NiGEM. Las perturbaciones empiezan a incidir en el tercer trimestre de 2015.

El 22 de junio se hizo público el informe *Completando la Unión Económica y Monetaria europea*, conocido como el «Informe de los Cinco Presidentes»¹. Esta publicación, que tiene su más destacado precedente en la anterior de junio de 2012, *Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria*, constituye un nuevo hito en el proceso de reforma de la gobernanza del área del euro que se inició tras el comienzo de la crisis.

A lo largo de estos años, el área del euro, impulsada por la necesidad de hacer frente a situaciones extraordinarias, ha realizado progresos notables en la reforma de su gobernanza en áreas tales como la coordinación de las políticas económicas en el marco del Semestre Europeo o la creación de la Unión Bancaria, con la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión y

del Mecanismo Único de Resolución². Con todo, el Informe de los Cinco Presidentes constata que la UEM descansa todavía en una arquitectura institucional incompleta y que resulta necesario seguir avanzando en una mayor integración económica, financiera, fiscal y política para garantizar su supervivencia a medio y largo plazo. Por un lado, se trata de promover que los Gobiernos adopten políticas económicas sólidas, mejor coordinadas y basadas en reglas mutuamente acordadas que minimicen la incidencia de perturbaciones de carácter asimétrico que puedan afectar a los países miembros. Y, por otro lado, en caso de que se produzcan tales perturbaciones, el Informe plantea una estrategia de respuesta global basada en el desarrollo de instituciones económicas flexibles que faciliten el ajuste de las economías en ausencia de política cambiaria, con instrumentos de mercado que faciliten la mutualización de riesgos y mecanismos de solidaridad entre países en tiempos de crisis.

Con este propósito, el Informe propone un plan de acción en dos etapas. La primera etapa se extiende hasta el 30 de junio de 2017, y en ella el énfasis recae en dos pilares fundamentales. En primer

1 El Informe está rubricado por los presidentes de la Comisión Europea, el Parlamento Europeo, el Eurogrupo, el Banco Central Europeo y la Cumbre del Euro. Esta última es una «formación reducida» del Consejo Europeo, constituida por los jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro, el presidente de la Cumbre del Euro y el presidente de la Comisión Europea, que establece orientaciones estratégicas para las políticas económicas de la zona del euro. El actual presidente de la Cumbre del Euro es Donald Tusk, que es también presidente del Consejo Europeo.

2 Véase el capítulo 2 del *Informe Anual, 2012* del Banco de España.

RECOMENDACIONES DEL INFORME PARA LA PRIMERA ETAPA

Ámbito	Recomendaciones
Unión Económica	Creación de un Sistema de Autoridades para la Competitividad
	Fortalecimiento del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos
	Continuación del proceso de simplificación y reforzamiento del Semestre Europeo
Unión Financiera	Unión Bancaria
	Transposición completa de la Directiva de Resolución y Recuperación Bancaria
	Línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) hasta la entrada en vigor del Fondo Único de Resolución (FUR) el 1 de enero de 2016, y mecanismo puente de financiación hasta que el FUR disponga de recursos
	Lanzamiento de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos: en la primera etapa, como mecanismo de reaseguramiento de los sistemas nacionales
	Relajación del acceso al mecanismo de recapitalización bancaria directa del MEDE
	Mayor armonización de la regulación aplicable a las entidades bancarias del área del euro
	Unión del Mercado de Capitales
	Mayor neutralidad de la imposición de las actividades de inversión y sus rendimientos
	Simplificación de los requisitos para la emisión de valores
	Impulso de los mercados de titulización
Mayor armonización de las prácticas contables y de auditoría	
Progresiva eliminación de las trabas a la inversión transfronteriza	
Unión Fiscal	Aplicación marco de gobernanza existente de forma completa, coherente y transparente
	Creación de un Consejo Consultivo Fiscal: coordinación de organismos nacionales, evaluación pública a escala europea del cumplimiento de objetivos
Unión Política	Mayor participación de los parlamentos nacionales y Europeo, y de los agentes sociales, en el proceso del Semestre Europeo
	Avanzar en la unificación de la representación exterior del área del euro
	Integración en legislación de la Unión Europea de los actuales acuerdos intergubernamentales

FUENTE: Banco de España.

lugar, la disminución de las divergencias estructurales existentes entre los países miembros de la UEM y el logro de una mayor coordinación de las políticas económicas. Por ejemplo, para hacer más efectivas las recomendaciones de política económica se busca fortalecer el brazo correctivo del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos y continuar con el proceso ya iniciado de simplificación y reforzamiento del Semestre Europeo. En el ámbito fiscal, el Informe recomienda que se apliquen en toda su integridad y con mayor transparencia las reglas ya consensuadas (*Two Pack, Six Pack, Fiscal Compact*) y se propone la introducción de un Consejo Consultivo Fiscal independiente a escala europea, que coordinará los organismos nacionales ya existentes (véase cuadro adjunto para mayor detalle de las iniciativas que se contemplan en esta primera etapa).

El segundo pilar reside en la potenciación de los mecanismos que permiten mutualizar riesgos (*risk-sharing*) entre países a través de los mercados financieros, con la culminación de la Unión Bancaria y de la Unión del Mercado de Capitales. Este último aspecto resulta esencial, porque la evidencia empírica revela que en la UEM todavía existe un mayor sesgo nacional de las inversiones frente a otras uniones monetarias o Estados federales, al tiempo que solo unos pocos países concentran la mayor parte de las inversiones transfronterizas dentro de la misma zona del euro, lo que reduce la potencia de los canales de diversificación y distribución de riesgos. La mayor integración financiera que se persigue con la Unión del Mercado de Capitales impulsaría los flujos transfronterizos de capitales, aumentando la diversificación geográfica de las carteras y el acceso de las empresas a fuentes de financiación alterna-

tivas al crédito bancario, lo que redundará en una mayor capacidad de absorción de las perturbaciones asimétricas.

Al culminar esta primera etapa, el Informe trata de garantizar la continuidad del proceso encargando a la Comisión Europea la elaboración de un libro blanco en el que se evalúen los progresos realizados y se detallen los pasos que se habrán de seguir en una segunda etapa.

Esta segunda etapa se prolongará hasta 2025 y en ella se producirían cambios de alcance, que podrían requerir en algunos casos modificaciones en el Tratado de Funcionamiento de la UE y en otros aspectos legales. Los pasos que se deben seguir en esta etapa presentan menor grado de concreción y muchos aspectos se dejan en manos de grupos de trabajo, que deberán hacer propuestas concretas. No obstante, el Informe sí define con claridad los objetivos perseguidos. Así, en el ámbito de la Unión Económica, el proceso de convergencia estructural deberá adquirir en esta etapa un carácter más coercitivo, con el establecimiento de estándares o niveles mínimos comunes que los países deberán cumplir (por ejemplo, en cuanto a niveles de imposición sobre el trabajo) y la evaluación regular de los progresos. El cumplimiento con estas mayores exigencias en el ámbito de las políticas económicas dará acceso a un mecanismo de mutualización fiscal, que, en cualquier caso, no conducirá a transferencias de renta permanentes entre países, ni constituirá un instrumento de gestión de crisis, papel que ya desempeña el Mecanismo Europeo de Estabilidad. Además, el Informe plantea la existencia de un Tesoro del área del euro, que iría asumiendo progresivamente la responsabilidad sobre diferentes aspectos de la política fiscal.

3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

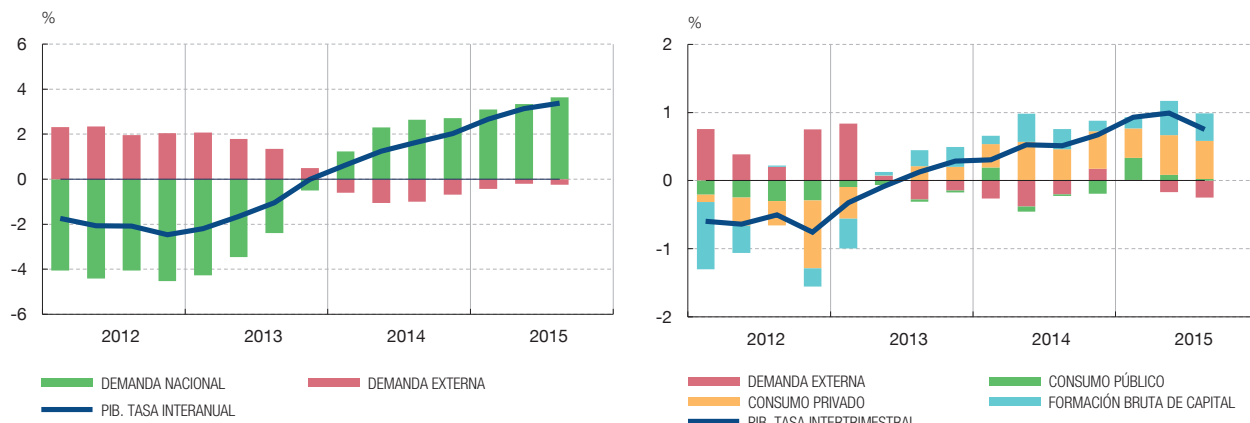
El PIB de la economía española creció, según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), a una tasa intertrimestral del 1 % en el segundo trimestre del año, una décima más que en el período enero-marzo (véase gráfico 9). Esta ligera aceleración del ritmo de avance del producto vino acompañada de una intensificación de la fortaleza de los componentes de la demanda nacional ligados al gasto de los agentes privados, en tanto que los relacionados con el consumo y la inversión públicos moderaron su pujanza y el saldo neto exterior realizó una aportación negativa al crecimiento del PIB, en un contexto de aceleración tanto de las exportaciones como, sobre todo, de las importaciones. En tasa interanual, el crecimiento del producto repuntó cuatro décimas, mientras que el ritmo de variación del empleo solo lo hizo en una (hasta el 3,1 % y el 2,9 %, respectivamente), lo que se tradujo en un moderado aumento en el ritmo de crecimiento de la productividad, hasta el 0,2 %.

La información más reciente acerca de la evolución de la economía apunta a una prolongación de la fase de expansión del producto en el tercer trimestre del año, si bien la tasa de crecimiento intertrimestral podría haber experimentado una cierta contención, hasta el 0,8 %. El avance de la actividad habría seguido sustentándose sobre la fortaleza de la demanda nacional, aunque sus principales rúbricas habrían moderado algo sus ritmos de avance en comparación con el segundo trimestre. El empuje de la demanda nacional se habría visto reflejado en el mantenimiento de un comportamiento expansivo de las importaciones, lo que, aun en un contexto de cierto vigor de las ventas al exterior, se habría traducido en una aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto ligeramente más negativa que la observada en el trimestre anterior. El empleo habría atenuado su ritmo de expansión en mayor medida que el producto, lo que habría dado lugar a una nueva aceleración de la productividad en tasa interanual.

La tasa de variación del IPC acusó, en la segunda mitad del verano, el abaratamiento del petróleo, de modo que en agosto disminuyó hasta el -0,4 %, frente al 0,1 % de junio. El IPSEBENE ha mantenido un ritmo de variación estable en meses recientes, situándose en agosto en el 0,7 %, una décima más que en junio. La evolución de este indicador resulta coherente con la prolongación observada del proceso de moderación salarial y con la interrupción de la tendencia a la depreciación del tipo de cambio del euro frente a las monedas de los principales países desarrollados.

En línea con lo observado en los principales mercados internacionales, durante el tercer trimestre se produjo una caída de las cotizaciones de los valores negociados en las bolsas españolas, que vino acompañada de un repunte de su volatilidad. Como resultado de estos movimientos, el IBEX-35 acumulaba en la fecha de cierre de este Informe un descenso del 11,6 % en relación con los niveles de finales de junio (véase gráfico 10). En el resto de los mercados financieros españoles, los precios presentaron una evolución más estable. En los de deuda pública, la rentabilidad a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo plazo se redujeron durante este período 32 pb y 19 pb, respectivamente, situándose en el 2 % y los 137 pb. En los de renta fija privada, las primas de riesgo repuntaron ligeramente. Y en el interbancario, los tipos de interés apenas variaron (el euríbor a un año se situó en el 0,15 %).

El coste de los préstamos bancarios al sector privado continuó descendiendo entre marzo y julio (últimos datos disponibles), lo que facilitó que, en términos interanuales, el volumen



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

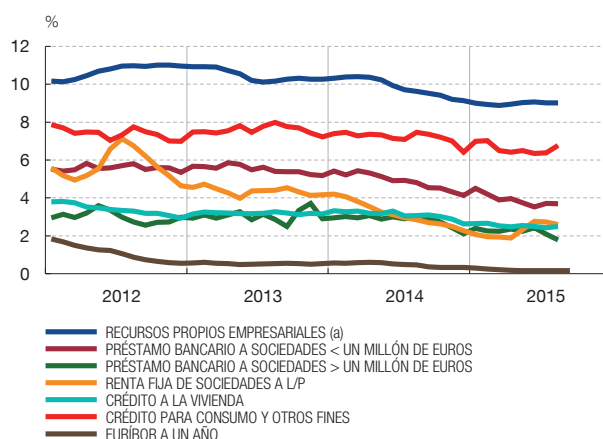
a Series ajustadas de estacionalidad.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

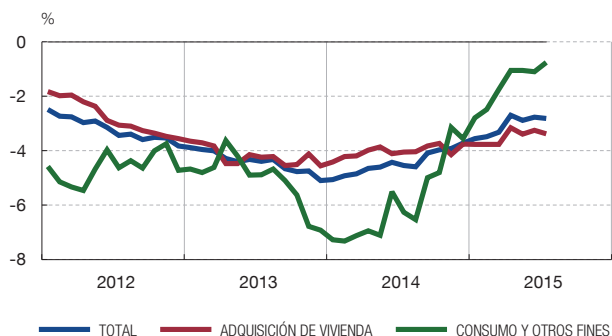
MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



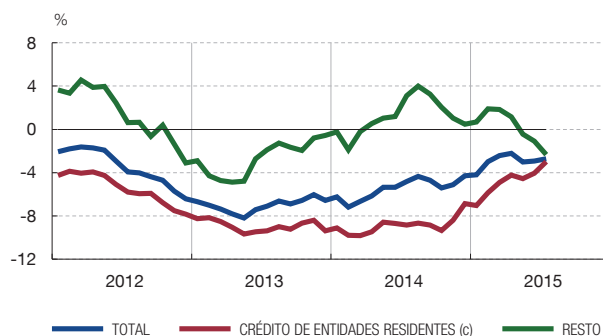
COSTE DE FINANCIACIÓN



CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES (b)



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES (b)



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

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

de las nuevas operaciones crediticias siguiese aumentando. Esta evolución se trasladó al saldo vivo del crédito de empresas y familias, que, aunque continuó cayendo, lo hizo a un menor ritmo que en meses anteriores. No obstante, en el caso de las sociedades no financieras, la tasa de retroceso del total de los recursos ajenos captados por el sector se elevó ligeramente, condicionada por la pérdida de dinamismo de la financiación que no procede de las entidades de crédito residentes. Por otra parte, la información de avance disponible relativa al segundo trimestre de 2015 apunta a que durante este período se habría seguido reforzando la posición patrimonial de los hogares y las sociedades no financieras.

3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

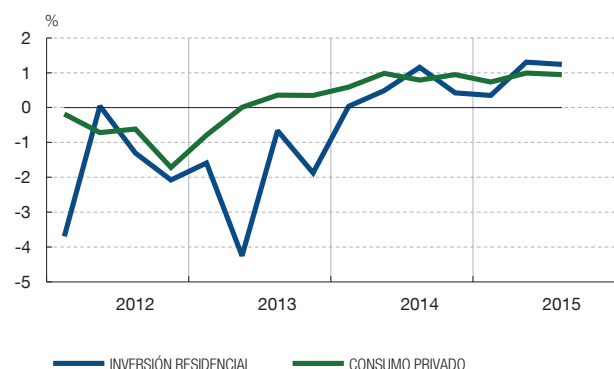
Según la información disponible, el gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo habría mantenido un tono expansivo en el tercer trimestre del año, aunque su avance habría sido algo menos intenso que en el período abril-junio. En concreto, la tasa de crecimiento intertrimestral de este agregado podría cifrarse en el 0,9 %, una décima menos que en el segundo trimestre (véase gráfico 11). Entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de los consumidores interrumpió, en el promedio de julio y agosto, la trayectoria ascendente que venía mostrando, acusando el empeoramiento de las perspectivas futuras acerca del desempleo y de la evolución económica general. De modo análogo, el indicador de confianza del comercio minorista también retrocedió en ese bimestre. Por su parte, los indicadores cuantitativos han mostrado señales dispares en el período más reciente. Por un lado, en el período julio-agosto se produjo un incremento del ritmo de avance de las matriculaciones de vehículos particulares, en parte explicado por el último paquete de ayudas a su adquisición. Por el contrario, con datos hasta julio, se moderó la tasa intertrimestral móvil de tres meses tanto del índice de producción industrial de este tipo de bienes como de sus importaciones.

Los indicadores disponibles apuntan a un mantenimiento de la senda de recuperación de la inversión residencial en el tercer trimestre, con un crecimiento ligeramente inferior al 1,3 % intertrimestral observado en el período abril-junio, en un contexto de mayor dinamismo de los visados de obra nueva residencial. Por su parte, según la estadística notarial, las transacciones de vivienda aumentaron en julio un 10,7 % respecto al mismo período del año anterior, alcanzando un nivel de operaciones cercano a las 40.000 unidades, por encima del promedio mensual del segundo trimestre. El incremento de las ventas de viviendas continúa centrándose en el segmento de las usadas y se observa tanto en las compras de ciudadanos extranjeros como en las adquisiciones por parte de residentes españoles. Los precios de la vivienda libre, según los datos publicados por el INE, aumentaron en el segundo trimestre un 4 % interanual, tras incrementarse un 4,2 % respecto al período enero-marzo (véase panel inferior derecho del gráfico 11).

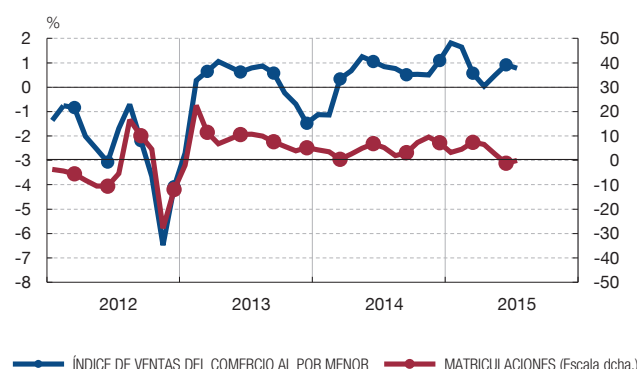
Como en trimestres pasados, la expansión del gasto de los hogares ha ido pareja al dinamismo de la renta real disponible, que se ha visto impulsada por la caída del precio del petróleo y el impacto de medidas de naturaleza fiscal, en un contexto de cierta moderación del ritmo de avance de las rentas laborales.

Un factor adicional de apoyo al gasto de los hogares habría venido dado por la progresiva mejora de los condicionantes financieros. Entre marzo y julio, el tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda descendió 9 pb, hasta el 2,4 %, mientras que el de las destinadas a consumo y otros fines lo hizo en 12 pb, hasta el 6,4 % (véase gráfico 10). La mejora de las condiciones de financiación continuó impulsando la actividad en los mercados crediticios, como reflejan las cifras sobre el volumen de nuevas operaciones, que, respecto al año anterior, se elevaron en este período en

GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



INDICADORES DE CONSUMO (b)



INDICADORES DE CONFIANZA (c)



PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



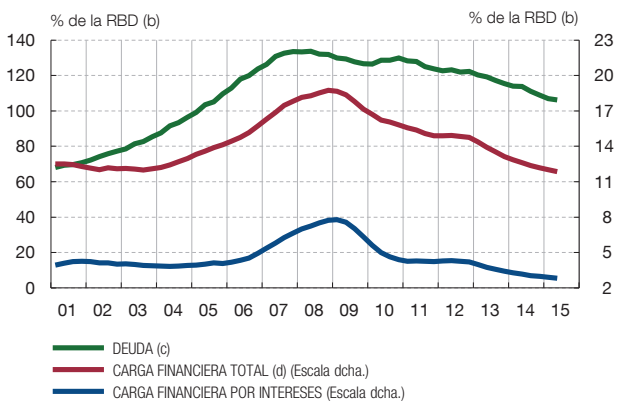
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

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

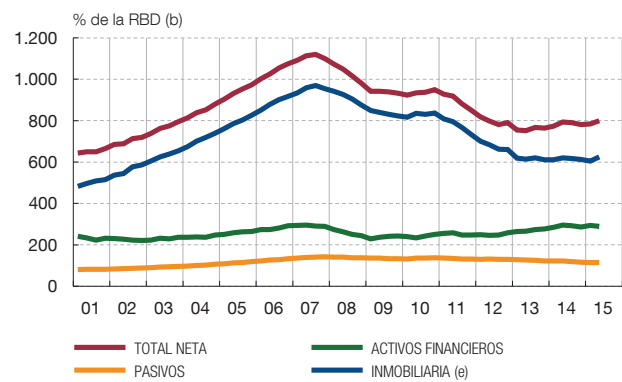
todos los segmentos. Este mayor dinamismo se reflejó en la evolución del saldo de la deuda del sector, cuya tasa de descenso interanual se redujo 0,5 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 2,8 %. Por finalidades, se moderó la caída interanual tanto de los préstamos dedicados a compra de vivienda como, en mayor medida, de los destinados a consumo y otros fines. En línea con estos desarrollos, la edición de julio de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) evidencia que, durante el segundo trimestre, se habría producido un incremento de las peticiones de fondos para consumo y otros fines, que estuvo acompañado de una cierta relajación de los criterios de concesión en ese mismo segmento. En cambio, en la financiación para compra de vivienda, tanto la oferta como la demanda de crédito se habrían mantenido estables.

Respecto a la situación patrimonial de los hogares, la información de avance apunta, en general, a una mejora entre marzo y junio de 2015, prolongándose la tendencia de trimestres anteriores. De esta forma, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) habrían descendido, favorecidas por la expansión de las rentas (los pasivos mostraron escasas variaciones, en términos intertrimestrales) y, en el segundo caso, además, por la reducción del coste medio de la deuda (véase gráfico 12). Por su parte, la riqueza neta de las familias habría aumentado durante el mismo

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



RIQUEZA



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.

período, impulsada por el avance del patrimonio inmobiliario del sector, que habría resultado del incremento de los precios de la vivienda (la riqueza financiera neta, en cambio, apenas varió).

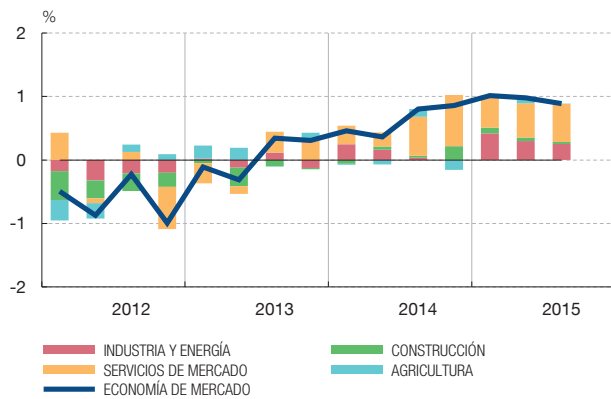
3.2 La actividad de las empresas

La actividad empresarial habría seguido avanzando a un ritmo elevado durante el tercer trimestre, en línea con la evolución de la demanda final y con el mantenimiento de condiciones financieras favorables (véase gráfico 13). No obstante, el valor añadido de la economía de mercado habría moderado ligeramente su ritmo de avance.

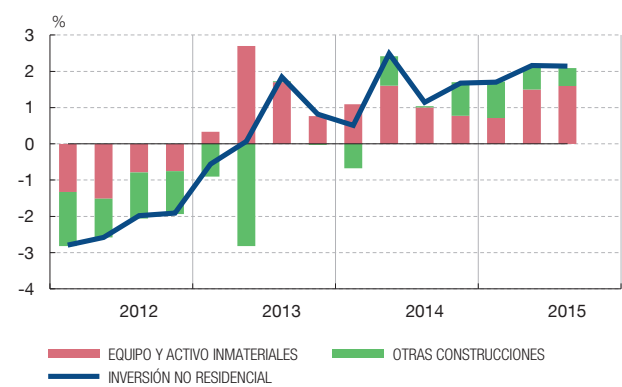
En el caso de la industria, la información cualitativa referida a los meses de julio y agosto muestra señales ambivalentes. Por un lado, las carteras de pedidos mostraron una cierta moderación durante ese período, pero, por otro lado, el índice PMI de actividad manufacturera y el indicador de confianza de la industria de la Comisión Europea mantuvieron la fortaleza del trimestre precedente. Por lo que respecta a la información cuantitativa, el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social mostró un cierto debilitamiento en ese bimestre. Además, la producción industrial no energética se desaceleró en términos de la tasa intertrimestral móvil de tres meses con datos hasta el mes de julio. Esta moderación se concentró en la producción de bienes intermedios y, en menor medida, en la de bienes de equipo. Por el contrario, la producción de bienes energéticos ha presentado un notable dinamismo en el período más reciente, probablemente asociado al aumento de la demanda de consumo eléctrico al inicio del verano como consecuencia de las temperaturas inusualmente elevadas.

Por lo que se refiere a los servicios de mercado, los niveles de los indicadores cualitativos de actividad, cartera de pedidos y empleo experimentaron una cierta disminución en el período julio-agosto, más acusada en el caso de los índices PMI que en los indicadores de la Comisión Europea. Por el contrario, los indicadores cuantitativos presentaron en julio un comportamiento algo más favorable que el observado en el trimestre anterior. En concreto, las ventas de las grandes empresas de las ramas de servicios no financieros mostraron en ese mes un crecimiento algo superior al registrado en el período precedente, en términos de una media móvil de tres meses. Asimismo, el índice de actividad del sector

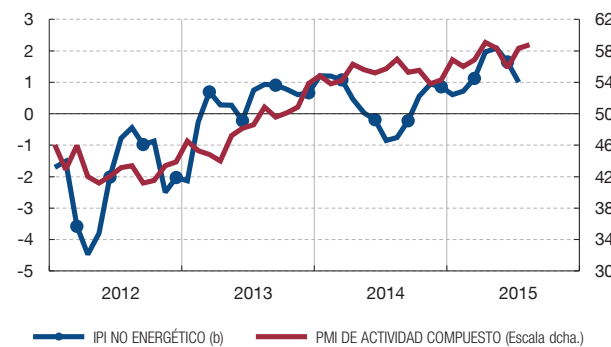
VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



INDICADORES DE ACTIVIDAD



INDICADORES DE INVERSIÓN (b)



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

a Series ajustadas de estacionalidad.

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

servicios (IASS) tuvo un comportamiento favorable en sus principales ramas en el mes de julio, en términos de la serie deflactada y desestacionalizada.

En la construcción, el valor añadido de las empresas del sector habría registrado una cierta desaceleración en el tercer trimestre de 2015. Entre los indicadores contemporáneos, los referidos a los consumos intermedios avanzaron en julio a un menor ritmo que en el trimestre anterior, en tanto que el número de afiliados a la Seguridad Social se estancó en el bimestre julio-agosto, en términos de la serie desestacionalizada. Por tipo de obra, la información más reciente relativa a la concesión de visados de vivienda nueva apunta a una mejora sostenida en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil habría perdido el dinamismo mostrado en trimestres anteriores, lo que indicaría que la desaceleración de la actividad constructora en el tercer trimestre se habría concentrado, en mayor medida, en el componente no residencial.

La pujanza de la demanda final estaría viéndose reflejada en la inversión en bienes de equipo, que, conforme a la información disponible, registraría en el tercer trimestre un crecimiento elevado, similar al del período abril-junio (véase gráfico 13). El nivel de los indicadores cualitativos disminuyó en el promedio de julio y agosto, con retrocesos tanto en el PMI de bienes de equipo como, en menor medida, en la cartera de pedidos exteriores.

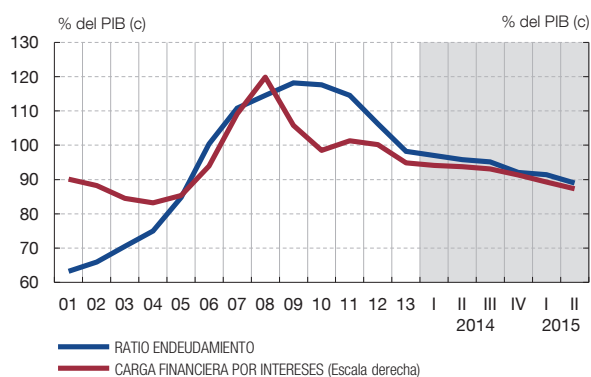
Entre los indicadores de carácter cuantitativo, tanto el IPI como las importaciones de este tipo de bienes mantuvieron en julio un tono de elevada fortaleza en tasa intertrimestral móvil de tres meses, mientras que las matriculaciones de vehículos de carga, con datos hasta agosto, habrían continuado creciendo por debajo de lo que lo hacían en el primer tramo del año.

Al igual que en el caso del gasto de los hogares, las decisiones de las empresas se han desarrollado en unas condiciones de financiación favorables. Entre marzo y julio, el tipo de interés de los nuevos créditos bancarios a sociedades no financieras por importes de hasta un millón de euros, segmento en el que se concentran los préstamos a las pymes, se redujo 18 pb y el de las operaciones de mayor tamaño lo hizo en 15 pb, prolongándose de este modo la pauta descendente de los trimestres anteriores (véase gráfico 10). La información más detallada de estos costes en función del tamaño de las empresas evidencia que estas caídas fueron generalizadas (véase recuadro 6). En cambio, las restantes fuentes de financiación se encarecieron durante los últimos meses. Concretamente, entre marzo y agosto el coste de las emisiones de renta fija a largo plazo subió 66 pb, y el de los recursos propios, 13 pb.

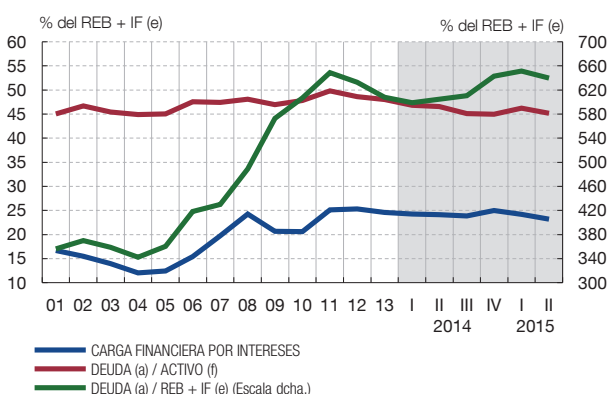
La mejoría en las condiciones de financiación bancaria siguió favoreciendo el incremento interanual del volumen de nuevas operaciones crediticias entre marzo y julio, tanto de aquellas por importes inferiores a un millón de euros como de las de tamaño superior, segmento en el que se concentran los créditos con grandes empresas, y en el que desde mediados de 2012 se habían observado descensos continuados en el nivel de actividad. En línea con esta evolución, el ritmo de caída interanual del saldo de los préstamos concedidos por las entidades residentes al sector empresarial se moderó notablemente en este período (desde el 4,9 % hasta el 3 %). En contraposición, los valores de renta fija y los préstamos del exterior experimentaron un comportamiento menos dinámico que en el primer trimestre, lo que, unido a la evolución descrita previamente para el crédito, podría apuntar a una sustitución entre estas fuentes de financiación en el segmento de sociedades de mayor tamaño, en un contexto de relajación de las condiciones de financiación bancaria en España. Por su parte, los datos más recientes del crédito por finalidades, referidos al segundo trimestre, muestran que el ritmo de descenso de esta fuente de financiación, que sigue siendo más acusado en las ramas vinculadas al sector inmobiliario, se moderó en todas las ramas de actividad y lo hizo con mayor intensidad en la industria, cuyo avance interanual pasó a situarse muy próximo a cero. La ralentización de la disminución del saldo de crédito es coherente con la información micro procedente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España, que revela cómo los procesos de desendeudamiento afectan a una proporción cada vez más reducida de compañías. Esta misma fuente evidencia un nuevo incremento del porcentaje de empresas que solicitaron fondos y los obtuvieron, lo que sugiere que el acceso al crédito ha seguido mejorando. Por otra parte, los resultados de la EPB de junio apuntan a que los factores de demanda también han podido desempeñar un papel importante en el dinamismo reciente de la financiación bancaria a las empresas, ya que las entidades participantes manifestaron que durante el segundo trimestre de 2015 detectaron un incremento de las peticiones de préstamos. En cambio, indicaron que los criterios de concesión de fondos apenas habían variado.

Finalmente, la posición patrimonial del sector de sociedades no financieras habría vuelto a mejorar en el segundo trimestre de 2015, de acuerdo con los datos de avance disponibles. Así, los ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB habrían seguido reduciéndose, favorecidas tanto por el crecimiento del denominador como por el descenso de los recursos ajenos, y en el caso de la carga financiera también como consecuencia

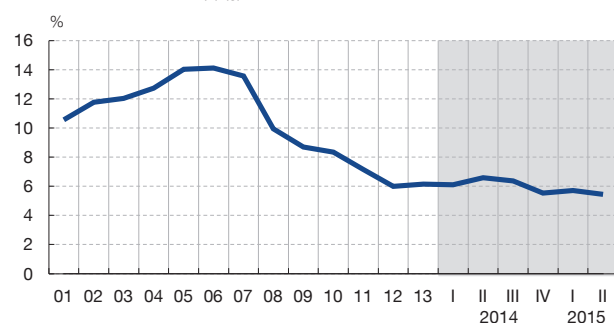
DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES (d)



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



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (d) (h)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

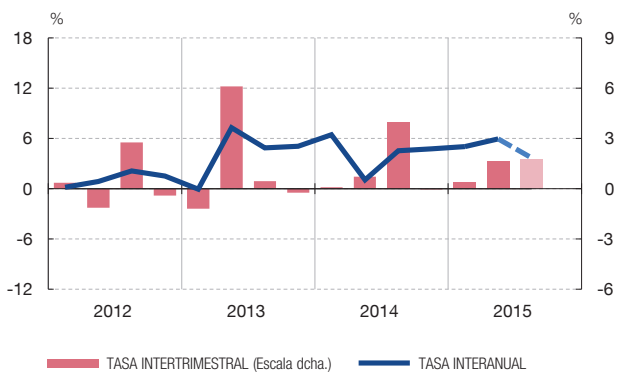
- a Recursos ajenos con coste.
- b El último dato de cada serie es una estimación.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2013 con la información de Central de Balances Anual (CBA). Desde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

de la caída del coste del saldo vivo de la deuda (véase gráfico 14). Para la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral, durante el primer semestre de 2015 se intensificó la tendencia a la recuperación de la actividad productiva y de los resultados. Esta evolución, junto con el leve repunte de los recursos ajenos y el descenso de su coste, se tradujo en un cierto incremento de la ratio agregada de rentabilidad de los recursos propios y en una caída de las ratios de deuda y carga financiera sobre los beneficios ordinarios. Como resultado de todos estos desarrollos, el indicador sintético de presión financiera sobre la inversión volvió a reducirse en el segundo trimestre, lo que sugiere que la situación financiera de las empresas es cada vez más favorable para las decisiones de inversión. El relativo al empleo, que es menos sensible a los cambios en sus determinantes, apenas varió.

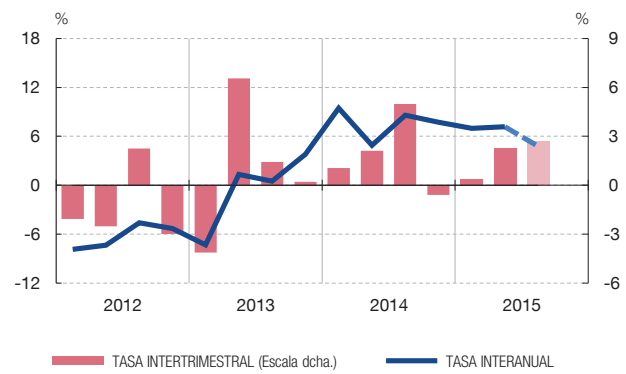
3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

Como ocurriera en el segundo trimestre, la demanda exterior neta habría continuado contribuyendo negativamente al crecimiento intertrimestral del PIB en el período julio-septiembre, a tenor de la información disponible, todavía muy incompleta. En tasa interanual

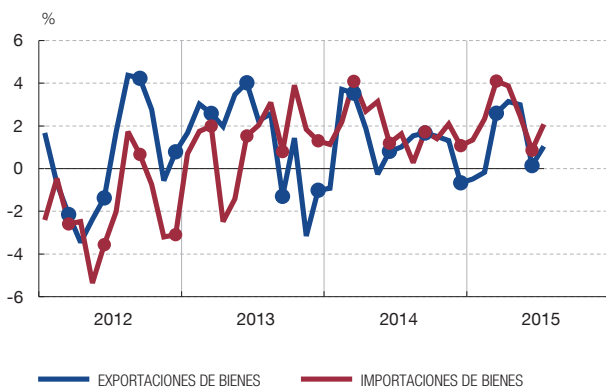
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



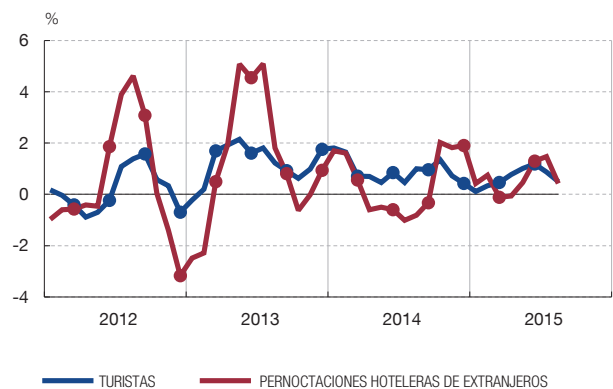
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



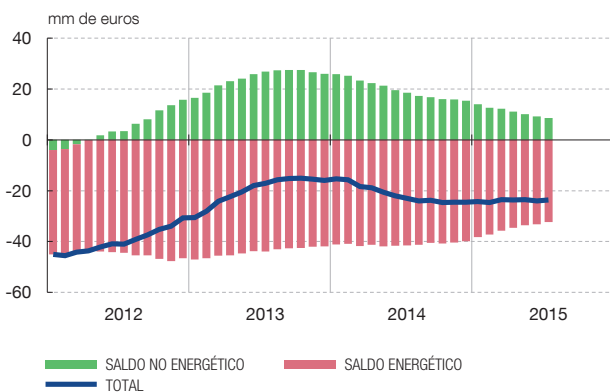
INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



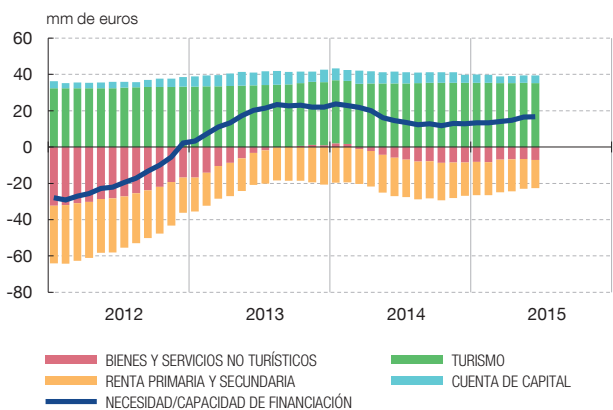
INDICADORES DE TURISMO (c)



COMERCIO EXTERIOR DE BIENES
Cifras acumuladas de los últimos doce meses



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



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

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

(véase gráfico 15), se estima que los flujos comerciales reales con el exterior habrían atenuado su dinamismo, en un contexto externo que se anticipa menos favorable para las exportaciones y en el que la pujanza de las importaciones resulta coherente con la evolución expansiva del gasto de consumidores y empresas.

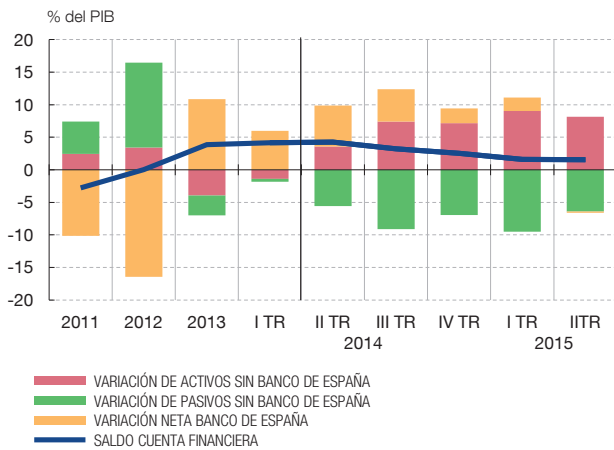
Según los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes no se vieron todavía afectadas por el deterioro del entorno exterior en julio y repuntaron significativamente, al crecer un 6,8 % interanual, frente al 3,9 % registrado en el segundo trimestre. Por grupos de productos, destacó el avance de las exportaciones de bienes de consumo y de equipo. Por áreas geográficas, el aumento de las ventas exteriores continuó apoyándose en las dirigidas a la UE. El comportamiento del turismo habría mantenido un tono favorable en el trimestre en curso, de acuerdo con los indicadores disponibles. En particular, las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras registraron en el promedio de julio y agosto crecimientos interanuales del 4 % y del 4,6 %, respectivamente (frente a las tasas del 3,6 % y del 2,3 % del segundo trimestre de 2015). Finalmente, el gasto nominal de los turistas continuó mostrando un notable dinamismo en julio, apoyado, sobre todo, en el sustancial aumento del número de turistas, aunque también se incrementó el gasto medio diario realizado. Esta información anticiparía un comportamiento favorable de los ingresos en el tercer trimestre. El crecimiento de las importaciones reales de bienes se aceleró igualmente en julio, de nuevo según la información de Aduanas, hasta el 9,5 % interanual (7,5 % en el segundo trimestre). Por grupos de productos, el repunte fue generalizado, con excepción de los energéticos, sobresaliendo el dinamismo de las importaciones de bienes de equipo (en particular, de las de maquinaria y material de transporte) y también de algunos productos industriales intermedios (como los eléctricos, los metálicos y la maquinaria).

En la Balanza de Pagos, las balanzas por cuenta corriente y de capital registraron, según los datos de avance, un saldo conjunto positivo de 3,4 mm de euros, en términos acumulados en el primer semestre de 2015, frente al déficit de 0,4 mm del mismo período de 2014². Esta mejora del saldo se explica, principalmente, por la reducción del déficit de rentas primarias y secundarias. La ampliación del superávit de bienes y servicios también contribuyó en este sentido, aunque en menor medida, ya que la reducción de la factura energética, que reflejó el impacto del descenso del precio del petróleo, se vio contrarrestada en gran parte con la disminución del superávit no energético (véase gráfico 15).

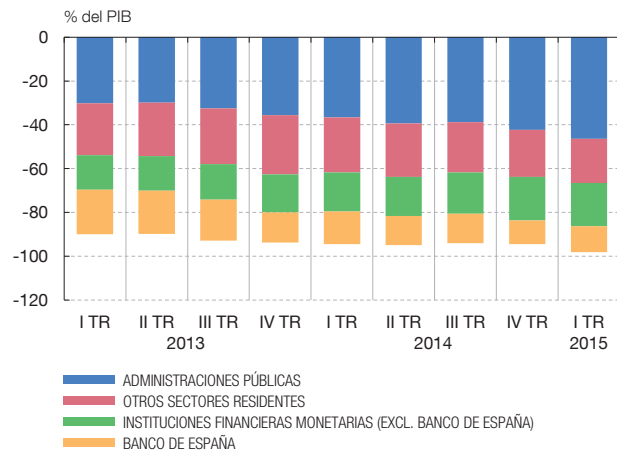
Por lo que hace referencia a los flujos financieros con el resto del mundo, la inversión de los no residentes en la economía española superó los 5,6 mm de euros en el período comprendido entre abril y junio. El grueso de esta entrada de fondos se canalizó a través de la *inversión en cartera* (en concreto, en títulos emitidos por las AAPP). Las *inversiones directas* también registraron un flujo positivo, mientras que, en contraposición, los no residentes deshicieron posiciones en la rúbrica de *otra inversión*. Al mismo tiempo, las tenencias de activos en el exterior de los residentes, excluido el Banco de España, se incrementaron en cerca de 28 mm de euros, impulsadas por las compras netas que se realizaron en forma de *inversiones directas* y *en cartera* (por el contrario, el flujo de la *otra inversión* fue negativo). La salida neta de fondos durante este período fue superior a la capacidad de financiación de la nación, lo que se reflejó en un incremento del saldo deudor del Banco de España frente al exterior. En términos acumulados de doce meses, también se produjo una salida neta de fondos al exterior, ya que los residentes, excluido el Banco de España, realizaron inversiones en el resto del mundo por un importe superior a las compras que los no residentes efectuaron en la economía española (véase gráfico 16). La información más reciente sobre la posición de inversión internacional muestra que la posición deudora de la economía española frente al exterior aumentó en el primer trimestre del año (3,2 pp, hasta el 97,7 % del PIB), como resultado tanto de la necesidad de financiación que presentó la nación como de las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio.

2 Estos datos preliminares pueden ser revisados con la publicación de la Balanza de Pagos el día 30 de este mes.

CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTE: Banco de España.

a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.

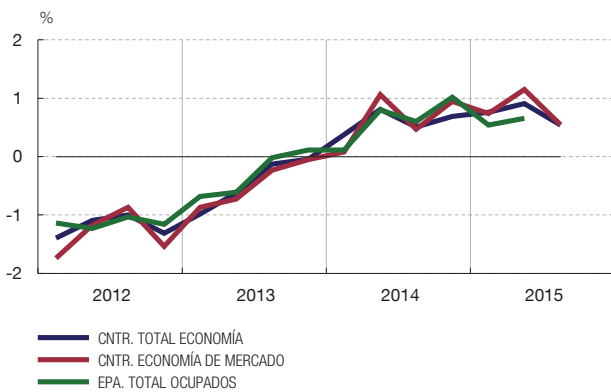
3.4 El mercado de trabajo

Tras el elevado dinamismo de la primera mitad del año, el empleo ha mostrado una cierta moderación en el período julio-agosto, como apunta la evolución observada en el ritmo de crecimiento mensual de las afiliaciones a la Seguridad Social en ese bimestre (véase panel superior derecho del gráfico 17). Esta pauta fue relativamente generalizada por ramas de actividad, aunque más sensible en la agricultura y en la construcción. Según ello, el crecimiento del empleo en el total de la economía podría moderarse en el tercer trimestre, en términos de la CNTR, hasta una tasa en el entorno del 0,5 %, con una evolución similar en el agregado de la economía de mercado.

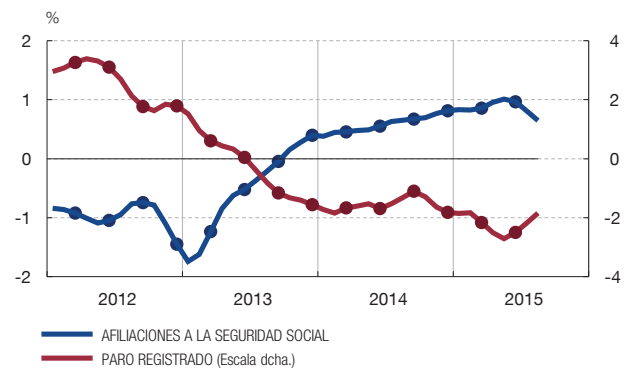
Por su parte, el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) descendió en agosto a un ritmo del 8,1 %, tasa similar a la observada en meses precedentes. También los contratos registrados en el SEPE mantuvieron un crecimiento interanual del 10 %, análogo al de meses anteriores, con incrementos similares de los contratos indefinidos y temporales.

En julio y agosto se observó un considerable avance de la negociación colectiva, con un aumento del número de trabajadores con convenio cerrado para 2015 en aproximadamente 1.800.000, de los cuales dos tercios tienen un convenio firmado en este año. En lo que va de año se han registrado 1.329 convenios, que afectan a 4.760.000 asalariados (cifra superior a la observada en el mismo período de los tres años previos). En promedio, estos acuerdos incorporan un incremento de las tarifas salariales del 0,74 %, en línea con las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, firmado en junio por los agentes sociales, que aconsejaba incrementos salariales de hasta el 1 % este año. Por otro lado, la tasa de variación interanual de la retribución bruta media en las grandes empresas fue del 0,4 % en julio, conservando así al inicio del verano el tono moderado del segundo trimestre, tras el repunte transitorio observado en el primero, probablemente atribuible a la recuperación parcial en las empresas públicas de la paga extra suprimida en 2012. Dado este conjunto de información, se espera que la pauta de moderación de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se mantenga en el tercer trimestre (véase panel inferior izquierdo del gráfico 17).

EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



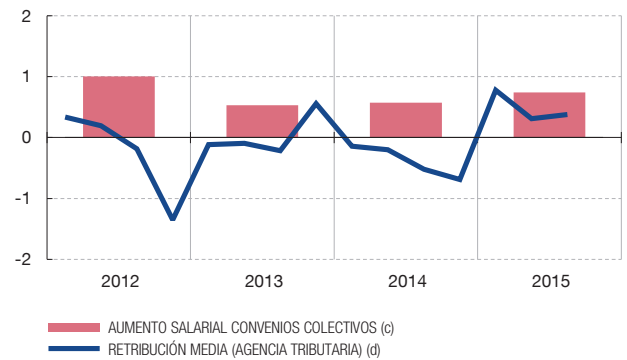
INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales (a)



INDICADORES DE SALARIOS
Tasas interanuales



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

- a Tasas calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR, medido en términos de empleo equivalente.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Con información hasta agosto de 2015. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de julio de 2015.

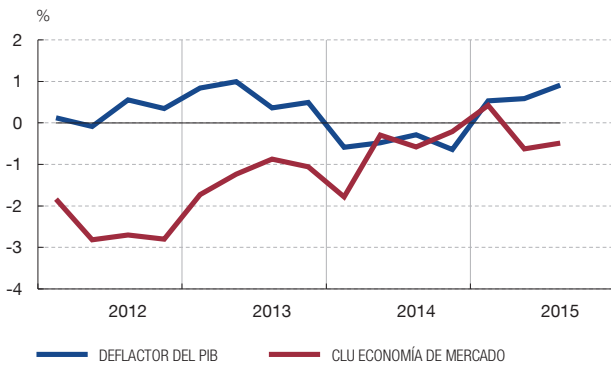
3.5 La evolución de los precios

Según las estimaciones disponibles, el deflactor de la demanda final experimentó un crecimiento modesto en el tercer trimestre, en línea con el observado en el segundo. Ello fue el resultado de los efectos contrapuestos que se derivan de la ralentización del deflactor de las importaciones, que habría acusado el impacto del abaratamiento del crudo en los mercados internacionales, y de la modesta aceleración estimada de los precios de producción, aproximados por el deflactor del PIB (véase panel superior izquierdo del gráfico 18).

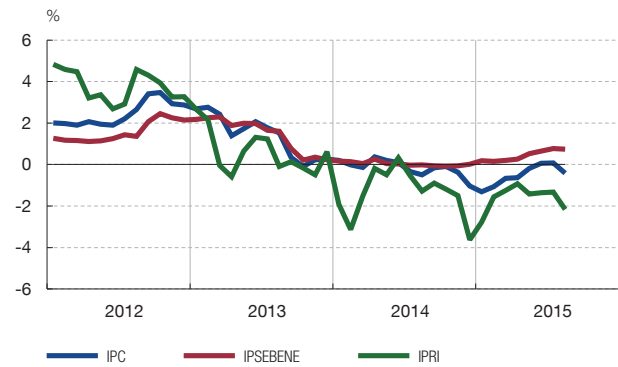
En agosto, el IPC interrumpió la tendencia a la aceleración que había venido mostrando a lo largo del año, volviendo a registrar una tasa de variación negativa —del -0,5 %, frente al 0,1 % de junio y julio— (véase panel superior derecho del gráfico 18). Esta evolución responde a la trayectoria del componente energético, cuyos precios intensificaron su retroceso interanual en agosto en unos 4 pp, hasta el 9,8 %, lo que, de nuevo, reflejó la caída del precio del petróleo.

El IPSEBENE ha mostrado un comportamiento más estable en meses recientes. Su tasa de variación se situó en el 0,7 % en agosto (una décima más que en junio, pero una menos que en julio). En comparación con junio, la leve aceleración observada se explica por los

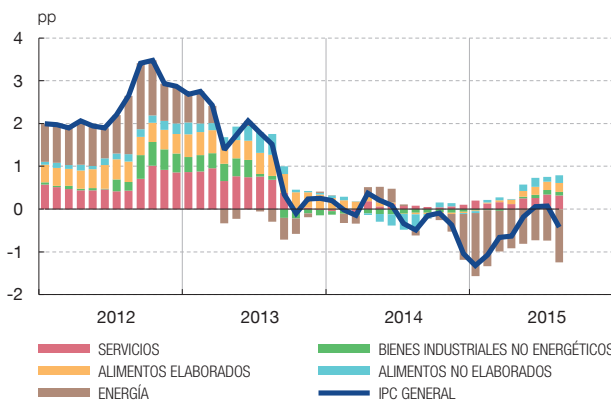
DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



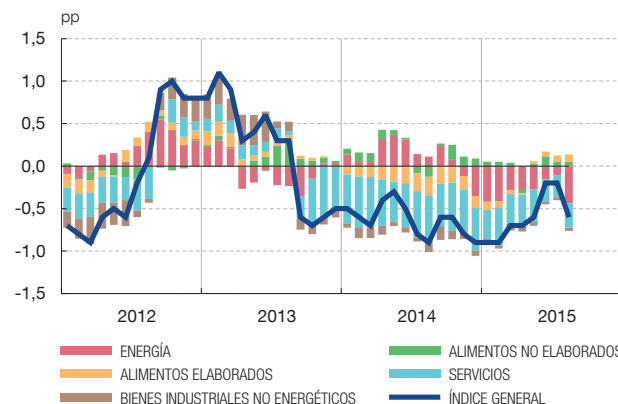
INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales



CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



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

a Tasas interanuales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

mayores incrementos de los precios de los alimentos elaborados y los servicios, cuyas tasas se situaron en agosto en el 1,4 % y en el 0,8 %, respectivamente, en un contexto de expansión del gasto de los hogares, a lo que, en el primer caso, cabe añadir la intensificación del ritmo de avance tanto de los precios de importación de este tipo de bienes como de sus precios de producción nacional. Los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos mantuvieron su tasa de variación en el 0,3 % en agosto, en un contexto en el que las tasas de variación de los correspondientes precios de producción nacional y de importación apenas sufrieron variaciones.

Entre junio y agosto, el ritmo de variación del IAPC de España se redujo 0,5 pp, hasta situarse en el -0,5 % interanual. En el mismo intervalo temporal, la tasa del indicador análogo referido al área del euro disminuyó solamente una décima. Por consiguiente, el diferencial negativo entre la inflación española y la de la UEM se amplió cuatro décimas, hasta -0,6 pp. En términos del IPSEBENE, el diferencial se mantuvo en -0,3 pp. Entre sus componentes, se prolongó la brecha negativa de 0,6 pp entre los crecimientos de los precios de los servicios en España y en el conjunto del área, mientras que el diferencial positivo en los alimentos elaborados se acrecentó dos décimas, hasta 0,8 pp, y el de los bienes industriales no energéticos pasó de -0,1 pp a -0,2 pp.

25.9.2015.

Con periodicidad anual, el INE publica una revisión de las series de la Contabilidad Nacional de los cuatro años precedentes, otorgando carácter definitivo a las estimaciones referidas al ejercicio que, de entre esos cuatro, se encuentra más alejado en el tiempo, mientras que los datos de los tres años posteriores siguen estando sometidos a posibles revisiones futuras. El pasado 15 de septiembre, el INE dio a conocer las series anuales correspondientes a la revisión realizada este año, que afecta al período 2011-2014. Las series trimestrales coherentes con los datos anuales ahora publicados no serán dadas a conocer hasta el 26 de noviembre.

Las cifras publicadas comportan algunas diferencias significativas respecto a los datos previamente disponibles. En concreto, la caída del PIB en cada uno de los tres años comprendidos entre 2011 y 2013 fue, de acuerdo con las nuevas estimaciones, casi 0,5 pp mayor de lo estimado anteriormente (véase cuadro adjunto). Desde el punto de vista de los componentes de demanda, la mayor intensidad de la recesión en ese período se explica, sobre todo, por los

retrocesos más acusados del consumo privado¹. Además, el nivel del PIB nominal se revisa a la baja por efecto del menor crecimiento del PIB real, amplificado por aumentos algo menores de su deflactor.

Aunque en 2014 no se ha revisado el crecimiento estimado del PIB, que sigue siendo del 1,4 %, las modificaciones en las tasas de variación de algunas rúbricas de la demanda han sido significativas, con un mayor dinamismo de las exportaciones, a expensas del consumo privado, y un menor vigor de las importaciones, lo que da como resultado un aumento de 0,6 pp de la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del producto, que sigue siendo negativa.

¹ Además, de la información proporcionada por el INE se deduce que, dentro de la formación bruta de capital, se estima ahora una mayor aportación negativa de la variación de existencias al crecimiento del PIB, mientras que los restantes componentes de la inversión habrían registrado, en conjunto, mayores ritmos de variación.

CONTABILIDAD NACIONAL DE ESPAÑA (BASE 2010): ACTUALIZACIÓN DE LA SERIE CONTABLE 2011-2014

Tasas de variación interanuales en términos de volumen

	2011			2012			2013			2014		
	Actualizada	Anterior	Dif.	Actualizada	Anterior	Dif.	Actualizada	Anterior	Dif.	Actualizada	Anterior	Dif.
PIB	-1,0	-0,6	-0,4	-2,6	-2,1	-0,5	-1,7	-1,2	-0,4	1,4	1,4	0,0
Consumo privado	-2,4	-2,0	-0,3	-3,5	-2,9	-0,6	-3,1	-2,3	-0,8	1,2	2,4	-1,3
Consumo público	-0,3	-0,3	0,0	-4,5	-3,7	-0,8	-2,8	-2,9	0,1	0,0	0,1	-0,1
Formación bruta de capital	-7,2	-6,4	-0,8	-8,1	-8,3	0,2	-3,6	-3,7	0,1	4,8	4,2	0,6
Formación bruta de capital fijo	-6,9	-6,3	-0,6	-7,1	-8,1	1,0	-2,5	-3,8	1,3	3,5	3,4	0,1
Exportación de bienes y servicios	7,4	7,4	0,0	1,1	1,2	-0,1	4,3	4,3	0,0	5,1	4,2	0,9
Importación de bienes y servicios	-0,8	-0,8	0,0	-6,2	-6,3	0,1	-0,3	-0,5	0,2	6,4	7,6	-1,3
Contribución al crecimiento del PIB												
Demanda nacional	-3,1	-2,7	-0,4	-4,7	-4,3	-0,5	-3,1	-2,7	-0,4	1,6	2,2	-0,6
Demanda exterior neta	2,1	2,1	0,0	2,1	2,2	-0,1	1,4	1,4	0,0	-0,2	-0,8	0,6
PIB (nominal)	-1,0	-0,5	-0,4	-2,6	-1,9	-0,7	-1,1	-0,6	-0,5	1,0	0,9	0,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Hasta recientemente, los análisis sobre la estructura y la evolución del mercado de crédito para actividades productivas en función del tamaño de las sociedades se veían dificultados por la ausencia de estadísticas que contuviesen un desglose de la actividad de dicho mercado según la dimensión de las compañías. La estadística sobre tipos de interés, que está disponible desde 2003 y que proporciona un detalle de los flujos de los nuevos préstamos a empresas y de los costes asociados dependiendo de si el volumen de la operación es superior o inferior a un millón de euros, era la principal fuente de información para, aunque de forma imperfecta, realizar este tipo de análisis, sobre la base de la presunción de que las transacciones de un importe inferior a un millón de euros están en mayor medida vinculadas a la financiación a las pymes, y las de cuantía superior, a las grandes empresas. Desde marzo de 2014, sin embargo, se dispone de un nuevo estado de supervisión, que, por primera vez, permite conocer, sin tener que recurrir a aproximaciones, cuál es el saldo de préstamos y el volumen y el tipo de interés de las nuevas operaciones de las empresas de distinto tamaño (microempresas, pequeñas, medianas, grandes¹) y de los empresarios individuales. Esto permite realizar un estudio más preciso de las posibles diferencias en la estructura y en la evolución del mercado de crédito para actividades empresariales en función del tamaño del prestatario. En el presente recuadro se explota esta información con este fin, una vez que se dispone ya de más de un año de datos.

Como se observa en el gráfico 1, en el período comprendido entre abril de 2014 y junio de 2015 la financiación a las empresas grandes suponía, en promedio, en torno al 40 % del total de préstamos destinados a las actividades productivas, porcentaje muy superior al correspondiente a las compañías medianas (22 %) y al de las empresas pequeñas, microempresas y empresarios individuales (14 %, 15 % y 8 %, respectivamente). Por otra parte, la distribución por plazos del saldo de crédito bancario en cada uno de estos estratos evidencia un mayor peso de los fondos a corto plazo en el caso de las grandes compañías: los préstamos que en origen tenían un vencimiento inferior al año suponían, en promedio, un 22,2 % del total de su financiación en el período analizado, cifra muy superior a la que se registra en el resto de segmentos (próxima al 15 % en el caso de las empresas pequeñas y medianas e inferior al 10 % en las microempresas y empresarios individuales) (véase gráfico 2). Hay que tener en cuenta, no obstante, que las sociedades de mayor tamaño tienen, a diferencia de las de menor dimensión, acceso a fuentes de financiación alternativas, tales como los valores de renta fija, en las que los pasivos a largo plazo tienen un peso más elevado (los bonos y las obligaciones supo-

nen el 92 % del saldo total de títulos de renta fija emitidos por las empresas no financieras). Esto podría indicar que las grandes compañías recurren con mayor frecuencia al crédito bancario para financiar circulante, mientras que, comparativamente, utilizan en mayor medida la emisión de valores para cubrir las necesidades ligadas a proyectos de inversión en capital fijo.

En relación con el volumen de las operaciones, el grueso corresponde, en todos los estratos, a los préstamos, que son nuevos para el sistema crediticio (más del 60 % en todos los casos), mientras que las refinanciaciones y reestructuraciones tienen un peso, en general, reducido. El de las renovaciones, por su parte, varía sustancialmente en función del segmento analizado, alcanzando el 27,2 % para las sociedades medianas y apenas el 5 % en los empresarios individuales (véase gráfico 3).

Al analizar la importancia relativa que tienen las operaciones crediticias —i. e., los flujos de financiación— de las grandes empresas sobre el total de préstamos a actividades productivas, se observa que su peso es todavía más pronunciado que en términos del saldo (véase gráfico 1)². Así, estas concentran el 60 % de los nuevos fondos concedidos para financiar actividades productivas, frente a los porcentajes mucho más modestos del resto de segmentos (entre el 10 % y el 15 % para las pymes y el 3 % para los empresarios individuales). Este peso comparativamente mayor que se aprecia cuando se mide la distribución en términos de operaciones se explica por la importancia relativa más elevada que tienen las transacciones a más corto plazo en este segmento, en línea con lo que se observa también con los saldos, lo que genera una mayor rotación de los préstamos en los balances (véase gráfico 4). Así, el 72 % de la nueva financiación concedida a las compañías grandes tiene un vencimiento igual o inferior al año, mientras que en los empresarios individuales esta proporción no alcanza el 30 %. En contraposición, el plazo de devolución de más del 40 % de los préstamos obtenidos por estos últimos es de más de cinco años, mientras que en las sociedades grandes dicho porcentaje es inferior al 10 %.

También se aprecian algunas diferencias en el número de entidades de crédito que proporcionan la financiación a los distintos segmentos de empresas en función de su tamaño. Concretamente, se observa que (véase gráfico 5) el número de instituciones de crédito que, en promedio, han proporcionado préstamos para financiar actividades productivas en el período analizado en este recuadro ha sido superior en el segmento de pymes y empresarios individuales (entre 101 y 116) que en el de grandes sociedades (próximo a 80), cuyas solicitudes, dado su importe medio más elevado, pueden ser más difíciles de cubrir, y por tanto tienden a ser satisfechas por las entidades de mayor dimensión. En línea con este resultado, las proporciones que representan los importes de los préstamos concedidos por las tres y cinco entidades con mayor volumen de

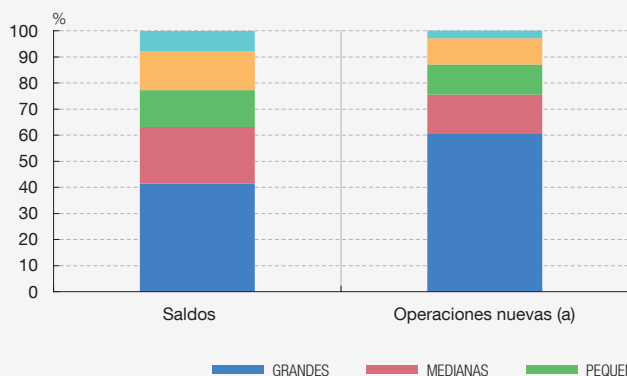
1 La definición de estas categorías se basa en la Recomendación de la Comisión 203/361/CE. De acuerdo con esta, las microempresas son aquellas compañías con un volumen de negocio o de activos de hasta 2 millones de euros, y un número de empleados no superior a 10; para las pequeñas, estos umbrales se sitúan en los 10 millones de euros y los 50 empleados, respectivamente; y en las medianas estos límites alcanzan los 50 millones de euros para la cifra de negocios, los 43 millones para el activo y los 250 empleados. Las grandes empresas son aquellas que no se clasifican en ninguna de las categorías anteriores, de acuerdo con los criterios expuestos.

2 El volumen de operaciones que se considera en este análisis no incorpora las renegociaciones ni las reestructuraciones y refinanciaciones, ya que para estas no se dispone de información sobre su distribución por plazos. En cualquier caso, como se observa en el gráfico 3, su peso en el mercado crediticio es limitado.

CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE CRÉDITO PRODUCTIVO. UN ANÁLISIS EN FUNCIÓN DEL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS

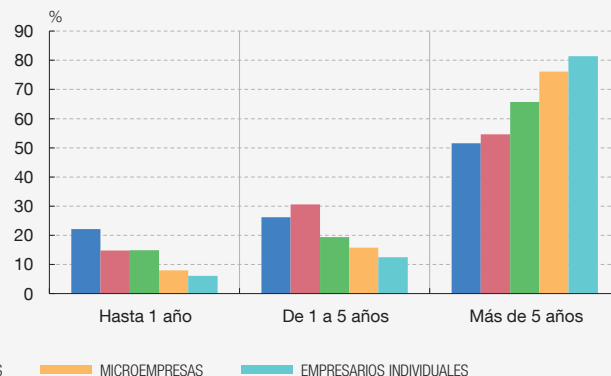
1 DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO

Media de datos mensuales abril 2014-junio 2015



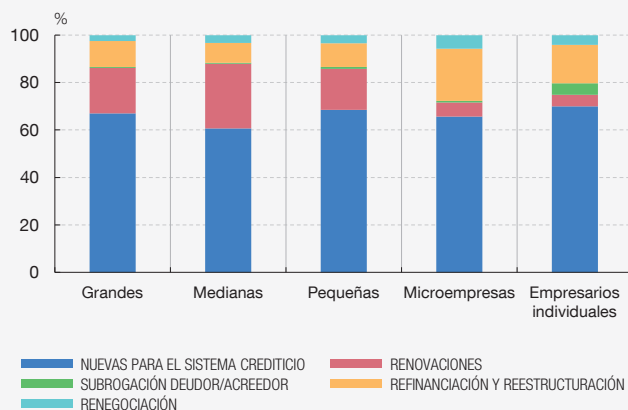
2 DISTRIBUCIÓN POR PLAZOS DEL SALDO DE CRÉDITO

Media de saldos mensuales abril 2014-junio 2015



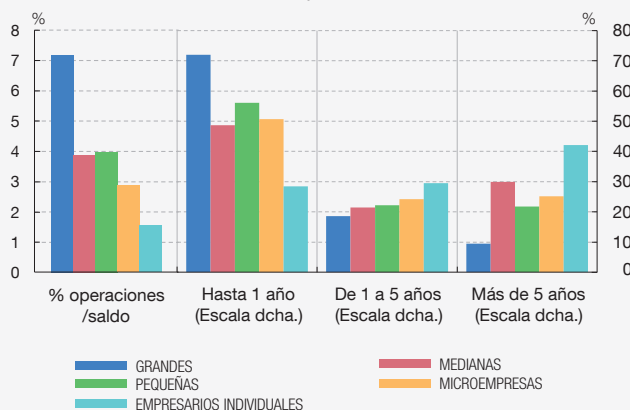
3 DISTRIBUCIÓN DEL VOLUMEN DE NUEVAS OPERACIONES POR TIPOLOGÍA

Media de saldos mensuales abril 2014-junio 2015



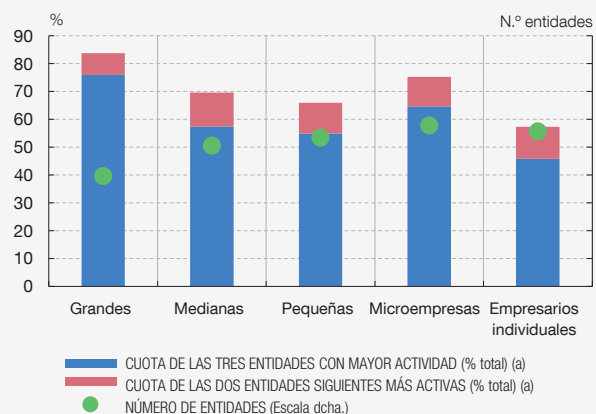
4 ROTACIÓN Y ESTRUCTURA POR PLAZOS ORIGINALES DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS (a)

Media de datos mensuales abril 2014-junio 2015



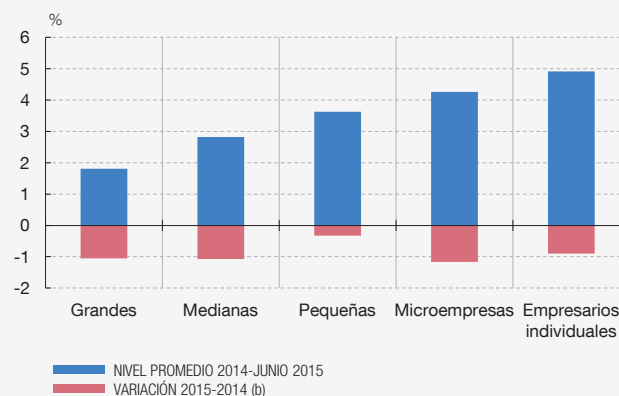
5 NÚMERO DE ENTIDADES CON OPERACIONES E INDICADORES DE CONCENTRACIÓN

Media de datos mensuales abril 2014-junio 2015



6 NIVEL Y EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES DE CRÉDITO (a)

Media de datos mensuales abril 2014-junio 2015



FUENTE: Banco de España.

a Operaciones nuevas para el sistema crediticio, de renovación y de subrogación de deudor o acreedor. No se incluyen refinanciaciones, reestructuraciones ni renegociaciones de deuda.

b Variación junio 2015-abril 2014.

operaciones, que son indicadores generalmente utilizados para medir el grado de concentración de la actividad, son más elevadas en el segmento de grandes compañías que en el resto. Dentro de estos últimos, los niveles de concentración son algo superiores en el de las pymes que en el de los empresarios individuales.

Por último, como puede observarse en el gráfico 6, existe una relación inversa entre los costes de los préstamos³ y el tamaño de la empresa solicitante de fondos, característica que seguramente es un reflejo, principalmente, del mayor riesgo de crédito y la mayor

asimetría de información entre prestamista y prestatario respecto a la calidad crediticia de este último en las operaciones en las que el peticionario es de menor dimensión. Adicionalmente, las divergencias antes comentadas en los plazos medios de las operaciones de las compañías de distinto tamaño también podrían contribuir a explicar este patrón, ya que, en general, las operaciones con plazos más cortos suelen presentar, a igualdad en el resto de características, tipos de interés más reducidos. Por otra parte, el gráfico 6 revela que entre el segundo trimestre de 2014 y junio de 2015 se ha producido una caída generalizada en los tipos de interés aplicados a los nuevos créditos.

³ Aunque en el estado de supervisión que se explota en este recuadro se dispone de información sobre los tipos de interés de los préstamos renegociados, reestructurados y refinanciados, estas operaciones no se han tenido en cuenta a la hora de calcular el coste de financiación, ya

que, dadas sus especiales características, los tipos de interés a los que se negocian pueden no ser representativos de los tipos de mercado.