



**F**●**OCUS**

*Boletín Trimestral de  
Coyuntura Económica*

*Nº2 / Enero / 2016*

—

## *Índice*

|   |    |
|---|----|
| Resumen ejecutivo.....  | 3  |
| Escenario global.....   | 5  |
| Débil crecimiento mundial.....  | 5  |
| Perspectivas de crecimiento de la economía<br>española.....                                     | 6  |
| Demanda y producción.....   | 7  |
| Agregados de demanda nacional.....  | 8  |
| Demanda externa.....  | 9  |
| Actividad productiva.....   | 10 |
| Precios.....  | 10 |
| Mercado laboral.....  | 10 |
| Balanza de pagos.....   | 12 |
| Sector público.....   | 13 |
| Escenario 2015-2016: crecimiento sostenido ...  | 14 |
| Cuadro de previsiones anuales de la economía<br>española y contabilidad trimestral nacional ... | 16 |
| Demanda.....  | 17 |
| Oferta.....   | 17 |

# BOLETÍN TRIMESTRAL DE COYUNTURA ECONÓMICA.

## *Resumen ejecutivo.*

La economía mundial crecerá probablemente en 2016 de manera desigual y decepcionante. El escaso crecimiento del 3% estimado para 2015, es fruto del parón en el comercio mundial y de la restricción financiera a la que deberán hacer frente numerosas economías emergentes, que hará también más difícil que la economía española pueda mantener su actual tasa de crecimiento.

A pesar de todo, la economía española mantiene un fuerte ritmo de crecimiento anualizado del 3,2%, al crecer un 0,8% en el tercer trimestre de 2015, trimestre en el que el gasto en consumo final (tanto público como especialmente privado) ha sido el principal motor de crecimiento.

En términos interanuales, la demanda interna (+3,9%) es la principal responsable de la subida del PIB, impulsada por el fuerte crecimiento del gasto en consumo privado (+3,4%) y de la inversión en bienes de equipo (+10,6%). Las exportaciones, por su parte, registran un comportamiento razonable en el tercer trimestre, a tenor del brusco debilitamiento del comercio internacional. Ahora bien, su crecimiento (5,6%) no logra superar al de las importaciones (7,7%), lo que implica que la aportación del saldo exterior al crecimiento del PIB sea negativa en el tercer trimestre. El reducido precio del petróleo debería permitir a la economía española, no obstante, cerrar el año con un superávit en la balanza de pagos.

Mirando hacia adelante, la actividad en nuestro país debería seguir beneficiándose de la caída del crudo, de la debilidad del euro, de los bajos tipos de interés, y de la bajada de impuestos. Esperamos un crecimiento del PIB en el cuarto trimestre del 0,8% y nuestra previsión de crecimiento para 2015 se eleva al 3,2%, principalmente por la inercia y fortaleza que se observa en el consumo privado.

En cualquier caso, conviene evitar exceso de complacencia porque el meritorio comportamiento de la economía española en 2015 se apoya en el crecimiento de la demanda interna y en el aumento del gasto y del empleo público, lo cual no es sostenible. Aún es mucho lo que queda por hacer para mejorar nuestro crecimiento potencial, preservar la cohesión social y garantizar la sostenibilidad a largo plazo de nuestras finanzas públicas.

Tampoco conviene olvidar que lo que soporta, en parte, el crecimiento de la economía española son las compras de deuda del Banco Central Europeo. Sin ellas la prima de riesgo sería más elevada y con ello más probable el débil crecimiento o la ausencia del mismo.

En 2016, se continuará creando empleo a buen ritmo, en parte gracias a la mayor flexibilidad introducida por la reforma laboral, pero el elevado desempleo mantendrá los aumentos de salarios contenidos. Por tanto, esperamos que la recuperación de la demanda interna se apoye en el mayor número de ocupados, y no en un aumento significativo del salario por trabajador. Así, se mantendrán las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años.

Sin embargo, no debe olvidarse que la mejora de los costes laborales unitarios respecto a los socios comerciales no debe darse por completada y terminada, sino que es imprescindible seguir llevando a cabo reformas estructurales para mantener la posición competitiva internacional. España está obligada a continuar mejorando el superávit exterior para reducir la deuda externa. Para ello es necesario controlar los costes laborales unitarios frente a los de nuestros competidores, lo cual no es incompatible con una demanda interior dinámica, puesto que dicha expansión no debe venir del crecimiento del salario unitario mientras que no seamos más productivos, sino del conjunto de la masa salarial conforme más trabajadores se incorporen al mercado de trabajo.

Del mismo modo, cualquier estrategia en materia de política económica para España pasa por reducir la vulnerabilidad financiera como consecuencia de la elevada posición deudora internacional. Para reducirla a niveles sostenibles es indispensable seguir ganando competitividad y ampliar el superávit por cuenta corriente. En este sentido, cabe destacar la mejora de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) en el segundo trimestre de 2015, que cayó hasta el 92,6% del PIB. Si bien los efectos valoración pueden jugar a favor de la mejora de la PIIN en trimestres venideros, la reducción sostenida de la vulnerabilidad exterior pasa irreversiblemente por el mantenimiento de un superávit por cuenta corriente. Las reformas estructurales deben continuar de manera que se consigan reducciones de la prima riesgo incluso si la política monetaria deviene menos favorable.

La confianza de los inversores internacionales en la capacidad de crecimiento de la economía española es crucial en un país con deuda elevada, pues hace posible atraer capital e inversiones extranjeras necesarias. En este sentido, un riesgo en clave interna que puede afectar a la evolución de la actividad económica es la incertidumbre política y la falta de un gobierno estable pues puede dificultar la adopción de las numerosas reformas económicas de calado, aún muy necesarias, así como desviarnos de la senda de consecución de la estabilidad presupuestaria.

En este sentido la inversión de las empresas ya ha perdido fuerza en el segundo semestre de 2015, y será la más afectada hasta que no se resuelva la ingobernabilidad. Esto explica que la creación de empleo haya perdido intensidad y justifica una desaceleración del consumo en 2016. Las exportaciones de servicios no turísticos crecieron, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2015 el doble que las exportaciones de bienes (9,1% frente a 4,1%), si bien el conjunto de las exportaciones dejó de crecer en comparación con el trimestre anterior, especialmente por el peor comportamiento de las exportaciones de bienes. Las exportaciones de bienes de la eurozona se pararon en seco en el tercer trimestre, lo que ha contagiado a España. Los coches y el agroalimentario mantienen su dinamismo pero el resto de sectores sufren la debilidad del comercio mundial. La ligera caída inter-trimestral de las exportaciones de bienes explica, en parte, el hecho de que la inversión de las empresas haya perdido intensidad desde el verano. Los datos ya conocidos del cuarto trimestre adelantan un nuevo crecimiento de las exportaciones en la recta final del año en torno al 3% anualizado.

Si todos los factores que han contribuido al crecimiento en 2015 (caída de tipos de interés, depreciación del tipo de cambio, rebaja fiscal) pierden fuerza en 2016 como esperamos, el crecimiento del PIB en 2016 será más moderado, pudiendo alcanzar el 2,6%. El precio del crudo es el único que, de seguir bajando, podría contribuir de manera favorable al crecimiento en 2016.

**La tasa de paro, nuestro principal desequilibrio macroeconómico y la principal preocupación de los españoles, podría situarse a finales de 2016 en el 20%** Ello se traducirá en la creación de cerca de 900.000 puestos de trabajo en los dos últimos años. En los próximos trimestres la tasa de creación de empleo ralentizará su crecimiento y volverá a niveles más sostenibles, en torno al 2%.

Por lo que se refiere a los precios de consumo, esperamos muy leves subidas de los precios en los próximos meses, suponiendo una estabilización del precio del petróleo y un mercado interior dinámico que crea empleo. En 2015 los precios cerraron, en el avance del INE de diciembre en el 0%, lo que representa una caída media del 0,5% en 2015.

La recuperación no está exenta de riesgos. En el ámbito internacional y en clave positiva una nueva bajada de los precios del petróleo y una recuperación intensa del comercio mundial y de la inversión europea. En clave negativa, una poco probable intensa subida del petróleo que se traduzca en inestabilidad financiera y subidas de la prima de riesgo. Una inestabilidad financiera que también podría venir provocada por un aterrizaje de la economía China más brusco de lo esperado y una depreciación de la moneda intensa ante fuertes salidas de capital que se convierta en mecanismo de transmisión deflacionario para las economías avanzadas.

A escala interna, la incertidumbre política y el retraso de reformas económicas urgentes junto con un ajuste fiscal adicional exigido por Bruselas, caso de no cumplirse el objetivo de déficit público para 2015, podrían afectar al crecimiento del PIB en la segunda mitad del año y en 2017.

## **Escenario global.**

### **Débil crecimiento mundial**

El año 2016 comenzó con revisiones a la baja de previsiones del crecimiento mundial de los organismos internacionales. El PIB mundial creció en 2015 próximo al 3%, casi la mitad de su crecimiento antes de la Gran Recesión y el pinchazo de la burbuja de crédito internacional. La principal causa es el frenazo del comercio mundial que ha pasado de crecimientos del 8% en 2007 a crecer por debajo del 3% en 2015.

El consumo en EEUU crece un 3%, su promedio histórico, y cerró el año 2015 con fuerte crecimiento del empleo. Por lo tanto, las perspectivas para 2016 del consumo estadounidense se mantienen. En China y la India el consumo crece próximo al 10%. El problema está en Japón y Europa, donde el consumo sigue débil. Y ahora países productores de materias primas, especialmente en Latinoamérica.

Pero la principal debilidad de la economía mundial es la inversión. La Gran Recesión fue una crisis de deuda provocada por sobreinversión y burbujas generalizadas. La tasa de inversión en las economías desarrolladas en 2015 fue 2 puntos de PIB inferior a la de 2007. Como es lógico, con el crédito restringido tras la crisis bancaria, el crecimiento viene de incorporar más empleo y reducir la tasa de paro y mejorar la

eficiencia o lo que el economista Adam Smith llamaba división del trabajo.

Lo que no es lógico es que la tasa de inversión sobre el PIB de las economías desarrolladas disminuyera en 2015. El parón del comercio mundial, genera exceso de capacidad y deflación. Los precios manufactureros mundiales, excluyendo energía y materias primas, cayeron un 7% en 2015, caída similar a la de 2008 y a la de 1998 durante la crisis asiática. EEUU y Reino Unido con dólar y libra fuerte han sido los más perjudicados. Y la reducción de márgenes de las empresas ayuda a explicar la debilidad de la inversión privada que no se ha visto compensada por la inversión pública.

Pero el mayor problema en 2015 lo padecieron los países emergentes y especialmente los productores de materias primas. El exceso de capacidad exige ajustes y cierre de fábricas y explotaciones mineras y de petróleo. Pero la producción aún no se ha ajustado y eso explica la deflación. El mayor problema por tamaño es en China. Las tasas de inversión de los últimos años no son sostenibles y hay dudas razonables sobre el 7% que según el gobierno chino crece la economía. Y hay dudas también sobre la morosidad y la solvencia de su sistema bancario.

Europa es el área del mundo con menor tasa de inversión, 4 puntos de PIB por debajo de 2007 y que continuó cayendo en 2015. Japón tuvo una tasa de inversión en 2015 del 22% del PIB, 3 puntos más que la de la Eurozona.

La política monetaria mundial dejó de ser extremadamente expansiva en 2015. La Fed (Reserva Federal) comenzó a subir los tipos y el dólar se apreció 5% en 2015 contra sus socios comerciales en términos reales. A pesar de la caída de los precios del petróleo, EEUU aumentó su déficit exterior, lo cual mantiene el impulso. Y el BCE y el Banco de Japón mantuvieron sus compras de deuda.

El principal componente de inestabilidad financiera proviene de países emergentes que padecen fuga de capitales y reducen significativamente sus reservas de divisas. Esas reservas se sustituyen por crédito interno para evitar una recesión, China ha perdido 700.000 millones de dólares en reservas desde 2014.

Pero en clave de mercados financieros supone un fuerte componente de restricción crediticia ya que esas reservas estaban invertidas en activos financieros. Menores expectativas de crecimiento

mundial y mayor restricción crediticia ayudan a explicar el aumento de la aversión al riesgo de los inversores internacionales y las caídas generalizadas de precios de las acciones y de los bonos con riesgo, especialmente corporativos.

En una crisis de deuda y trampa de liquidez la política monetaria es necesaria para mantener la estabilidad financiera pero ineficaz para reactivar la inversión y el empleo. La clave a corto plazo es la política fiscal. En 2015 el déficit público de las economías desarrolladas se redujo. Las economías emergentes registraron un fuerte aumento del déficit hasta 4,5% del PIB, el mayor desde 1999 que comienza la serie histórica del FMI.

En 2016 la restricción financiera y la fuga de capitales obligarán a varios emergentes, Brasil, Arabia Saudí, Argentina, etcétera a recortar déficit. Por lo tanto o hay planes de estímulos en países desarrollados o la política fiscal mundial será restrictiva. El estímulo debería ser en países con superávit exterior, principalmente Europa y China que debería mantener su esfuerzo de inversión pública.

En conclusión, el escenario mundial comienza 2016 con la misma incertidumbre que en 2015. De momento no se vislumbran cambios en la política económica que permitan un aumento del comercio mundial y pongan las bases para relajar la tensión en los mercados financieros y reducir la restricción de crédito mundial. Por lo tanto, el escenario central sigue siendo un crecimiento mundial débil. Y los riesgos son a la baja.

### ***Perspectivas de crecimiento de la economía española.***

La fase expansiva de la economía española que se inició hace algo más de dos años se prolongó en el tercer trimestre de 2015 y continuará a buen ritmo en el último trimestre del año. **La tasa de crecimiento del PIB inter-trimestral del 0,8% del tercer trimestre se mantendrá en el cuarto trimestre para cerrar el año 2015 con una tasa de crecimiento del 3,2% interanual.**

La ligera desaceleración del PIB observada en la segunda parte del año no altera, en cualquier caso, el escenario central de mantenimiento del crecimiento notable del PIB a lo largo de los próximos trimestres.

Prueba de ello es el buen dato de afiliaciones a la Seguridad Social de diciembre que permite cerrar 2015 con un aumento interanual en las afiliaciones del 3,2%, positivo no sólo en su crecimiento sino también en su extensión y que afectó de manera notable tanto a la industria manufacturera como a la construcción y al sector servicios.

**La inercia del consumo privado es muy fuerte, por lo que seguirá siendo motor de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre.** La caída del paro, la contención de precios, las facilidades de crédito y la mayor confianza de los hogares facilitan el consumo por parte de las familias.

**El peor comportamiento del componente de la demanda de inversión en el tercer trimestre es probable que se mantenga en trimestres venideros y será el más afectado por la ingobernabilidad.** Un gobierno estable coadyuvaría a que la inversión empresarial siguiese experimentando un crecimiento robusto, impulsada por la fortaleza de la demanda final, las condiciones financieras favorables y la necesidad de renovar y ampliar el capital existente.

**Las exportaciones ya no se comportan tan bien y el debilitamiento del comercio internacional afecta a las ventas en el exterior de las empresas españolas, especialmente fuera de la Unión Europea, estancadas en términos interanuales en el tercer trimestre.** En global su crecimiento no logra superar al de las importaciones, lo que implica que la aportación del saldo exterior al crecimiento del PIB sea negativa. Las importaciones, por su parte, continuarían mostrando un notable vigor, en línea con la demanda final.

No obstante, la economía española es capaz de mantener la capacidad de financiación gracias a la caída de los precios del petróleo, la mejora de la balanza de rentas (como resultado de la disminución del nivel de los tipos de interés) y a un incremento del saldo de las transferencias de capital. La ralentización suave del crecimiento mundial y la débil expansión, aunque probablemente mejorado en la segunda mitad del año, de nuestros principales socios comerciales europeos, no debería provocar un cambio negativo significativo en las previsiones de crecimiento a corto plazo, ya que lo anterior podría compensarse por el estímulo interno proveniente de un barril de petróleo en el entorno de los 40\$ y por el adelanto de la rebaja fiscal.

**Además, en relación al cuarto trimestre del año, la mayor parte de los indicadores apuntan a un crecimiento fuerte aunque probablemente algo menos intenso de la actividad económica.** El empleo creció de forma significativa en noviembre y diciembre; la producción industrial fue mejor de lo previsto; los datos de turismo fueron muy buenos; las exportaciones mejoraron levemente en general; el repunte del índice PMI, y las ventas minoristas fuertes en octubre son todos datos que invitan al optimismo.

Del mismo modo que la recuperación de la demanda inmobiliaria, que se refleja en el dinamismo en transacciones y aceleración en el precio de la vivienda, advierten de la nueva etapa que vive el sector de la construcción e inmobiliario, reflejado en una demanda de permisos de construcción por encima de lo previsto. Finalmente, la mejora de la confianza de los consumidores y el fuerte ritmo de crecimiento de las ventas de turismos superando el millón de unidades auguran un buen comportamiento del PIB en el cuarto trimestre.

Por lo que se refiere a los precios, **el avance del INE registró que los precios al consumo en diciembre cerraron el año en el 0%, lo que llevaría a una caída media de los precios en 2015 del -0,5%.** El comportamiento de la inflación a corto plazo está muy influenciado por las caídas observadas hace un año en el precio de esta materia prima.

**La ratio de deuda de las AAPP sobre el PIB se situó en septiembre en el 99,3%, nivel similar al de finales de 2014.** El objetivo oficial para 2015 es el 99,7% del PIB. Las elevadas necesidades aún de financiación de las AAPP impulsan hacia arriba la ratio de deuda, pero este efecto se compensa con el crecimiento nominal del PIB. Y, la mejora de las condiciones de financiación está contribuyendo a mitigar el efecto de la elevada deuda sobre los gastos financieros, que en porcentaje del PIB han caído en torno a 0,2 puntos porcentuales en los nueve primeros meses del año, desde el 3,5% hasta alrededor del 3,3% del PIB.

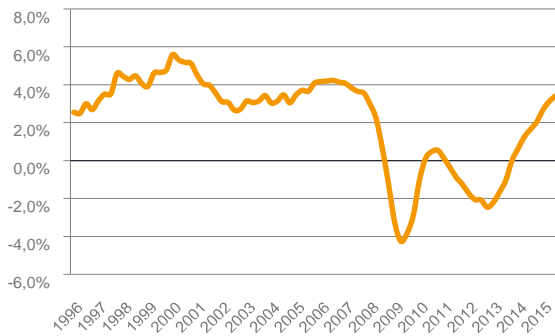
**En los próximos trimestres, los fundamentos de la economía española justifican la consolidación de la recuperación económica a lo largo de 2015 y 2016. Así, la actividad económica crecerá en torno al 3,2% en 2015 y al 2,6% en 2016,** una velocidad de crucero que permitirá acumular hasta el final del periodo una creación neta de empleo en torno a 900.000 personas y reducir la tasa de paro hasta cerca del 20%.

En el escenario económico internacional, se espera un crecimiento de la economía global en 2015 ligeramente inferior al registrado en 2014, y muy incierto para 2016, debido a los riesgos evidentes de las economías emergentes, especialmente ante las previsibles nuevas subidas de tipos de la Reserva Federal en 2016, si bien para la economía europea implicará aumentos del PIB en torno al 1,5% en 2015 y al 1,8% en 2016. El crecimiento de la zona euro en el cuarto trimestre del 0,4% del PIB según el índice adelantado Markit, es el mayor crecimiento en cuatro años. Este aspecto, junto con la diversificación geográfica y el mantenimiento de la ganancia de competitividad acumulada, sustentada en la devaluación interna y en la política monetaria más expansiva en la zona euro, deberían contribuir, al menos, a evitar caídas en las ventas al exterior.

### ***Demanda y producción***

Según los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral, publicados por el INE, **la economía española acumula su noveno trimestre de crecimiento consecutivo y crece a una tasa trimestral anualizada del 3,2%.** El PIB real, corregido de calendario y estacionalidad, registró en el tercer trimestre de 2015 un crecimiento inter-trimestral del 0,8%, inferior en dos décimas al del trimestre anterior y superior al de las economías de nuestro entorno, al quedar el crecimiento inter-trimestral en la zona euro en el 0,3%. En términos interanuales, el PIB creció en el tercer trimestre un 3,4%, dos décimas más que en el segundo trimestre.

**Gráfico 1. PIB (variación interanual en %)**



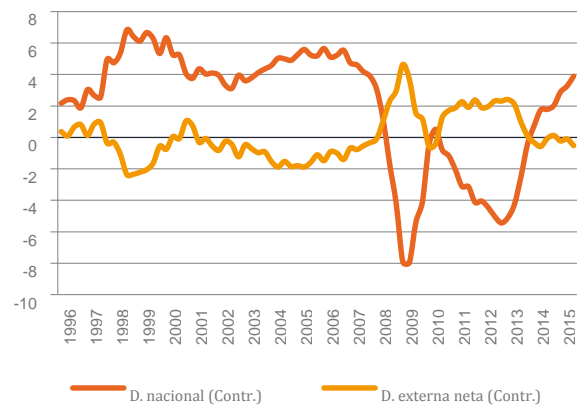
Fuente: Contabilidad Nacional Trimestral

En relación a la composición del PIB, **el tercer trimestre presenta un patrón de crecimiento algo más desequilibrado que el segundo trimestre**. Mientras que la demanda interna mejora en cinco décimas su aportación al crecimiento interanual, hasta el 3,9%, impulsada por la creación de empleo y la mayor renta disponible, la demanda externa detrae cuatro décimas más que en el segundo trimestre, hasta un aportación negativa de cinco décimas al crecimiento del PIB, movida fundamentalmente por las menores ganancias de competitividad y la propia fortaleza del crecimiento interno, y ello en un contexto especialmente favorable de precios del crudo muy bajos. La tasa de crecimiento inter-trimestral proyecta un crecimiento anualizado de las exportaciones del 11% frente al 15,8% de las importaciones, ampliando la aportación negativa al crecimiento del PIB. La mejora de 1,3 puntos porcentuales del crecimiento inter-trimestral de las exportaciones no compensa la variación trimestral de 2,4 puntos de las importaciones.

Los indicadores globales de actividad confirman el dinamismo de la demanda nacional en el tercer trimestre de 2015. Las ventas de las Grandes Empresas no financieras (por encima de seis millones de euros de facturación), medidas a población constante, deflactadas y corregidas de calendario, crecieron en octubre un 3,5% respecto al mismo mes del año anterior. Por lo que se refiere al periodo enero-octubre de 2015, el crecimiento medio fue del 5,4% interanual. Las exportaciones de este grupo de empresas, por su parte, mostraron un parón en las exportaciones en el tercer trimestre (-0,92%) en comparación con los datos del trimestre anterior, mientras que las ventas interiores crecieron un 1,14%, lo que refuerza la tendencia observada en los datos de contabilidad nacional de que la economía española creció en el tercer trimestre por el impulso de la demanda interna.

En términos interanuales las exportaciones crecieron en octubre un 5,8% (por debajo del crecimiento del 7,6% registrado en el tercer trimestre), impulsadas especialmente por las ventas a la Unión Europea (UE), que crecen un 9% en octubre, frente a las dirigidas fuera de la UE que crecen un 2,1%.

**Gráfico 2. Demanda nacional y externa (Contribución al crecimiento)**



Fuente: INE.

El empleo asalariado de las grandes empresas, aproximado por los perceptores de rendimientos del trabajo, se aceleró nuevamente. En octubre el crecimiento anual observado fue del 2,9%, ligeramente por debajo del promedio desde comienzos de año (3,1%). Por lo que se refiere al rendimiento bruto medio, en octubre aumentó un 1,1%, más que en los meses anteriores (0,6% en el acumulado del año), influido en parte por la recuperación, en algunas empresas públicas, de otra parte de la paga extra que los empleados perdieron en 2012.

### **Agregados de demanda nacional**

Entre los componentes de la demanda nacional **destaca el dinamismo observado del consumo privado y de la inversión en bienes de equipo con un crecimiento interanual del 3,4 y del 10,6%** respectivamente, subiendo en términos inter-trimestrales el consumo (pasa de crecer al 0,9% a hacerlo al 1%) y bajando la inversión en bienes de equipo (pasa de crecer al 3,6% a hacerlo al 2,3%). **El gasto en consumo final de los hogares, en volumen, aumentó seis décimas interanual hasta el 3,5%, la tasa más elevada observada desde el último trimestre de 2006.**



La favorable evolución del consumo privado se explica a partir de la creación de empleo, la moderación de precios y la mejora en el acceso y las condiciones de la financiación. Esta última, unida a la mejora en las expectativas empresariales sobre el comportamiento esperado de la economía, ha ayudado también al crecimiento de la formación bruta de capital, especialmente en su componente de inversión en equipo.

**El consumo público, por su parte, aumentó un 3% interanual en el tercer trimestre de 2015.** En términos inter-trimestrales, el gasto en consumo de las Administraciones Públicas se aceleró hasta el 0,9%, frente al crecimiento del 0,7% del segundo trimestre.

### **Demanda externa**

**El sector exterior, por su parte, no fue capaz en el tercer trimestre de reducir su aportación negativa al PIB en términos interanuales.** La demanda externa neta detrajo cinco décimas a la variación del PIB, tres décimas más que en el periodo precedente, **debido a una desaceleración de las exportaciones** (seis décimas, hasta el 5,6%) **y una aceleración del crecimiento de las importaciones** (siete décimas, hasta el 7,7%). En términos inter-trimestrales ello se tradujo en una contribución una décima superior de la demanda nacional al crecimiento del PIB en el tercer trimestre y en una aportación de la demanda externa tres décimas inferior, resultado de un avance inter-trimestral de las importaciones de bienes y servicios en volumen (4%) superior al de las exportaciones (2,8%).

Según la Contabilidad Nacional, **las exportaciones de bienes y servicios volvieron a acelerarse en el tercer trimestre** (+2,8% frente al 1,4% del segundo trimestre), recuperando la senda ascendente observada en los meses centrales del pasado ejercicio e interrumpida en el cuarto trimestre 2014. Esta favorable evolución, especialmente de la rama de los servicios, se explica, en gran medida, por la ganancia competitividad-precio, capaz de más que compensar la moderada evolución de la actividad de los principales socios comerciales y en las economías emergentes. Con la excepción de Francia, nuestros principales socios comerciales vieron ralentizarse su tasa de crecimiento en el tercer trimestre respecto al trimestre anterior. Es el caso de Alemania e Italia (una décima hasta el 0,3% y el 0,2% respectivamente), Reino Unido (dos décimas

hasta el 0,5%) o EEUU (medio punto, hasta el 0,5%).

Según cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral, **las exportaciones de bienes** en volumen aumentaron en el tercer trimestre un 1,5% inter-trimestral (2,2% en el segundo), enlazando tres trimestres en positivo, a pesar de la desaceleración experimentada por el comercio mundial de bienes en el periodo (1,5% frente al 3,3% de 2014, según el *Central Planning Bureau* de Holanda). En términos interanuales, las exportaciones de bienes moderaron su tasa de crecimiento 1,6 puntos respecto a la del segundo trimestre, hasta el 4,1%.

Por lo que se refiere a las exportaciones de servicios, el gasto real en consumo final de los no residentes en el territorio económico del país, aumentó en el tercer trimestre un 0,8% en términos inter-trimestrales y un 3,3% en términos interanuales (0,7% y 2,8% en el segundo trimestre, respectivamente). Las exportaciones de servicios no turísticos, por su parte, repuntaron hasta anotar una tasa inter-trimestral del 9,2% tras el descenso del -0,9% del segundo trimestre. Según la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios del INE, referida al segundo trimestre de 2015, los servicios más dinámicos fueron los de mantenimiento y reparación (+26,2%), seguros y pensiones (+22,9%), servicios empresariales (21,4%), construcción (17%) y transporte (12,6%).

**Las importaciones de bienes y servicios, por su parte, crecieron en el tercer trimestre de 2015 un 4% en términos reales y en tasa inter-trimestral, 2,4 puntos más que en el segundo trimestre.** El aumento de las importaciones de servicios más que duplicó el aumento en las importaciones de bienes (8,1% frente a 3,2%), ambas tasas muy por encima de lo observado en el segundo trimestre (1% y 1,7%). En tasa interanual, las importaciones de bienes y servicios crecieron un 7,7% debido a un aumento del 7,1% de las importaciones de bienes y del 11,1% de las de servicios.

Por áreas geográficas, en el tercer trimestre se desaceleraron algo más de cuatro puntos las importaciones en volumen procedentes de la Unión Europea (7,1% en tasa interanual) y se aceleraron casi cinco puntos las procedentes del resto del mundo (7,1%). El efecto combinado de todo lo anterior se saldó en el tercer trimestre de 2015 con un **superávit de la balanza de bienes y servicios del 3,9% del PIB trimestral**, dos décimas menos que un año antes, al coincidir un

déficit de bienes similar al de un año antes (una caída del 2,6% del PIB) con un menor superávit de servicios (6,5% del PIB, dos décimas inferior al registrado en el mismo periodo de 2014). Dentro de los servicios, el superávit de otros servicios (2,3% del PIB) registró un porcentaje similar al del tercer trimestre de 2014 mientras que el superávit de los ingresos netos de turismo (4,2% del PIB) disminuyó dos décimas.

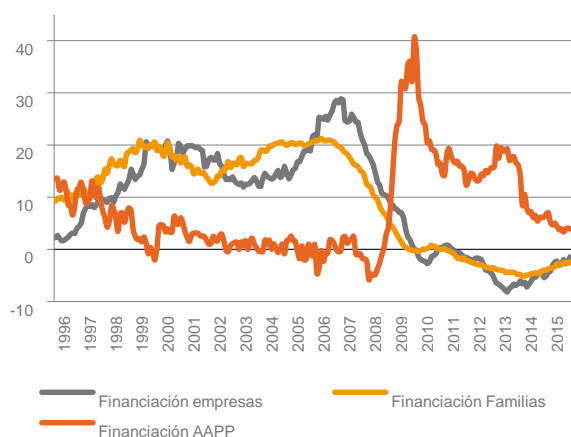
### Actividad productiva

Desde la perspectiva de la oferta, el **Valor Añadido Bruto (VAB) de todos los sectores creció en tasa inter-trimestral en el tercer trimestre**. Según los datos de la Contabilidad Trimestral del INE, el del sector agrícola se aceleró 1,2 puntos, hasta el 2,6%; el de la industria moderó su ritmo de avance 0,9 puntos, hasta el 0,5%; el de la construcción pasó de no crecer en el segundo trimestre a hacerlo 1,7 puntos en el tercer trimestre; y el de los servicios se desaceleró tres décimas, hasta el 0,8%.

En términos interanuales, registraron avances en el ritmo de crecimiento los VAB de todos los sectores, excepto el de la construcción, cuya tasa interanual se reduce cuatro décimas, hasta el 5,5%. En el sector agrícola el VAB se acelera 1,5 puntos, hasta el 3,6%; el VAB de la industria tres décimas, hasta el 4%; y el de servicios dos décimas, hasta el 3,2%.

En relación a la financiación a la actividad productiva, el gráfico 3 muestra la evolución de la tasa de variación de la financiación para los distintos agentes productivos. El crédito a empresas y familias ralentiza su ritmo de caída, lo cual favorece la actividad productiva, pero sigue disminuyendo en términos interanuales.

**Gráfico 3. Financiación. Tasa variación interanual**



Fuente: Banco de España.

*La favorable evolución del consumo privado se explica a partir de la creación de empleo, la moderación de precios y la mejora en el acceso y las condiciones de financiación*

### Precios

La inflación española, estimada el indicador adelantado del Índice de Precios de Consumo (IPC), situó su variación anual en el 0,0% en diciembre, tres décimas superior a la registrada en noviembre.

En noviembre, el IPC aumentó un 0,4% respecto al mes previo, medio punto más que en el mismo mes del pasado año. Su tasa interanual se incrementó cuatro décimas, hasta el -0,3%. El menor descenso de los precios respondió, fundamentalmente, a los productos energéticos y, en menor medida, a los bienes industriales no energéticos.

La inflación subyacente, que excluye elementos más volátiles del IPC General, alimentación no elaborada y energía, prolongó la tendencia ascendente iniciada a principios de año, aumentando una décima en noviembre, hasta el 1%.

Entre los factores que han impulsado ligeramente la inflación subyacente destacan la depreciación del euro al encarecer nuestras importaciones (especialmente las de materias primas), el dinamismo del consumo privado, la ligera recuperación de los Costes Laborales Unitarios (CLU), el aumento de la utilización de la capacidad productiva y el contexto general de mejora de la actividad económica.

### Mercado laboral

En el tercer trimestre del año, el paro siguió reduciéndose a buen ritmo y el empleo continuó el comportamiento expansivo, según los datos facilitados por la Encuesta de Población Activa (EPA) y de empleo equivalente a tiempo completo de la CNTR (Contabilidad Nacional Trimestral). La tendencia de mejora del mercado laboral prosigue en el cuarto trimestre del año, según las cifras de afiliaciones a la Seguridad Social y de paro registrado del Servicio Estatal Público de Empleo en los meses de octubre y noviembre.

El empleo creció a un ritmo interanual del 3,1%, el más elevado desde el tercer trimestre de 2007. Según la EPA del tercer trimestre de 2015, el empleo de la economía española aumentó en 182.200 personas en dicho periodo, frente a una subida de 150.000 en el mismo trimestre de 2014. La población ocupada ascendió a 18.048.700 personas, un 1% superior a la del segundo trimestre. Si corregimos las series de estacionalidad, la tasa de variación sería del 0,6%, inferior en cuatro décimas a la del trimestre. La creación de empleo continúa en el tercer trimestre pero con menor fuerza.

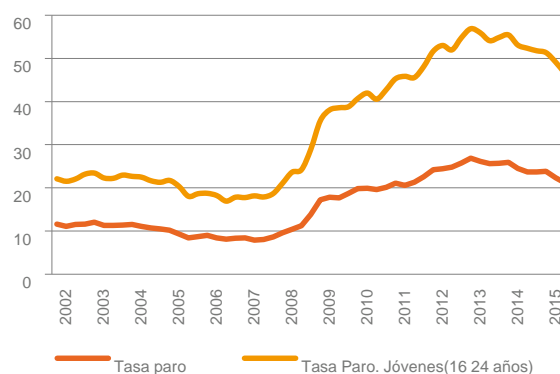
Si nos fijamos en los datos de la CNTR, el empleo, con series desestacionalizadas y corregidas de calendario, se aceleró una décima en el tercer trimestre, hasta el 3,1%, lo que se tradujo en la creación de 512.000 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en el último año. Ello, unido al crecimiento del 3,4% del PIB real hizo que la tasa interanual de la productividad aparente del trabajo se mantuviese en el 0,2%.

Atendiendo a las distintas ramas de actividad, el aumento trimestral de la ocupación se concentró, principalmente en el sector servicios, aumentando en 210.000 personas y, en menor medida, en la industria, con la creación de 13.100 empleos. En agricultura la ocupación cayó en 30.900 empleos y en construcción en 10.300. En la comparativa interanual, el aumento del empleo fue generalizado en todos los grandes sectores, concentrándose principalmente en los sectores no agrarios, con avances de 349.400 (2,6%) en servicios, 91.800 (3,8%) en industria y 60.100 (5,9%) en construcción. Por su parte, el sector agrícola incrementó en 43.400 el número de trabajadores (6,5%).

En la comparativa interanual con el tercer trimestre de 2014, el empleo aumentó en 544.700 personas, el 3,1% interanual, tasa una décima superior a la del segundo trimestre y la más elevada desde el tercer trimestre de 2007.

El mercado de trabajo sigue ofreciendo datos positivos, se sigue creando empleo y la tasa de desempleo en el tercer trimestre se situó en el 21,2% de la población activa (gráfico 4), según la EPA, el mejor registro desde finales de 2010. La tasa de paro juvenil disminuyó por sexto trimestre consecutivo, situándose en el 46,6% de los jóvenes entre 16 y 24 años. El total de parados se situó por debajo de los cinco millones (4.850.800), cifra inferior en 576.900 a la de un año antes, lo que supone una caída anual del 10,6%. Con cifras desestacionalizadas, la variación inter-trimestral del número de parados fue del -3,9%, frente al -2,9% del trimestre anterior, acumulando el paro diez trimestres consecutivos de caídas.

**Gráfico 4. Tasa paro. Porcentaje población activa**



Fuente: INE

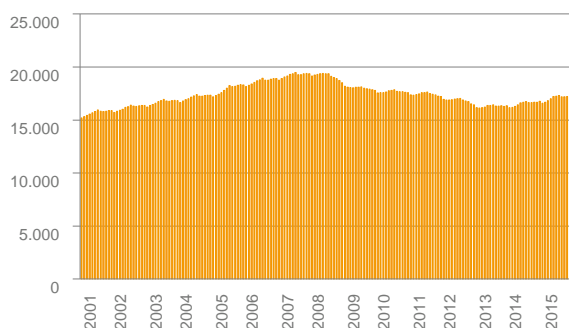
La población activa disminuyó en 116.000 personas en el tercer trimestre, hasta situarse en 22.899.500 y respecto a hace un año se redujo en 32.200 personas, el - 0,1% frente al aumento del 0,2% del trimestre anterior. La menor población activa en el trimestre responde a la reducción de la tasa de actividad, tres décimas, hasta el 59,5% y a la minoración de la población en edad de trabajar en 9.800 personas.

Según los indicadores de costes laborales nominales disponibles, se observa una ligera recuperación, frente al estancamiento o caída registrada en los últimos ejercicios.

La remuneración por asalariado, según cifras de la CNTR, registró un avance interanual del 0,3% en el tercer trimestre de 2015, frente al 0,2% observado en el trimestre previo. En los nueve primeros meses de 2015 anota un avance interanual del 0,4%, frente al retroceso del 0,6% de 2014. La evolución de la remuneración por asalariado, junto al comportamiento de la productividad aparente del trabajo, explican la práctica estabilización de los CLU en el tercer trimestre (0,1%). Los CLU registran tasas positivas en construcción y servicios, mientras que en industria y agricultura muestran tasas negativas, lo que debería estar favoreciendo las exportaciones en estos sectores.

El elevado dinamismo del mercado laboral continuó en el cuarto trimestre, a juzgar por los datos de afiliaciones a la seguridad social (gráfico 5). Con 1.620 más afiliados en noviembre, la cifra total de afiliados asciende a 17.223.086. Con cifras desestacionalizadas, se produjo un aumento intermensual de 59.600 afiliados y se observa un aumento en 527.335 personas con respecto al año anterior.

**Gráfico 5. Afiliados Seguridad Social (media mensual). Miles**



Fuente: Seguridad Social.

**Balanza de pagos**

Según los datos disponibles de Balanza de Pagos, **en los primeros nueve meses de 2015 la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior de 13.157 millones de euros (1,6% PIB)**, frente a una capacidad de financiación de 5.786 millones en el mismo periodo del año anterior.

**La mejora en la capacidad de financiación de la economía española se explica por la ampliación del superávit de bienes y servicios y por la moderación del déficit de rentas primarias y secundarias, así como por el aumento del superávit de capital.** La balanza por cuenta corriente acumuló un superávit de 8.194 millones de euros (1% del PIB), frente al superávit de 2.143 millones (0,3% del PIB) alcanzado en los nueve primeros meses de 2014.

Desde el otro lado del balance, la balanza financiera registró salidas netas de capital por valor de 14.988 millones de euros, un 14% inferior a las de un año antes, debido a que el aumento de la posición neta deudora del Banco de España, por importe de 23.654 millones de euros, no fue suficiente para compensar las salidas netas de capital, excluido el Banco de España, de 38.641 millones

Por lo que se refiere a la balanza por cuenta corriente, los intercambios con el exterior de bienes y servicios entre enero y septiembre de 2015 dieron lugar a un superávit de 21.879 millones de euros, superior en un 8,1% al registrado en el mismo periodo del año anterior. En términos nominales, las exportaciones aumentaron un 6,4% interanual y las importaciones un 6,3%, tasas superiores en 4,8 y 0,9 puntos a las del mismo periodo de 2014, respectivamente.

Atendiendo a los datos de Aduanas, la economía española se benefició en los primeros nueve meses de 2015 de una caída del precio del petróleo, medido en euros, del 38,2%, lo que permitió reducir el déficit comercial de bienes energéticos en un 30,2%. Por el contrario, el superávit de la balanza no energética se redujo notablemente en el mismo periodo. El resultado final fue una disminución del 1,1% del déficit comercial. La mejora en la relación real de intercambio en un 2,8% también contribuyó a la reducción del déficit comercial

De igual modo, la balanza de servicios turísticos acumuló en los primeros nueve meses del año un superávit de 28.444 millones de euros, si bien ligeramente inferior (1,2%) a la del mismo periodo de 2014. Ello se explica por un aumento de los ingresos por turismo (3,1% interanual) inferior al anotado por los pagos (15,6%).

El gasto realizado por los turistas extranjeros, según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), aumentó hasta septiembre un 6,3% en tasa interanual (7,2% en los nueve primeros meses de 2014) y las entradas de turistas, indicador de la evolución del turismo en términos reales, crecieron un 3,8%, 3,5 puntos porcentuales menos que en el mismo periodo del pasado año.

La balanza de rentas primarias y secundarias, por su parte, acumuló en los primeros nueve meses de 2015 un déficit de 13.690 millones de euros, un 24,3% inferior al observado en el mismo periodo de 2014, resultado de un aumento del 5,2% de los ingresos y de una caída del 3,8% de los pagos. La balanza de capital, por su parte, generó en los nueve primeros meses del año un superávit de 4.963 millones de euros, ampliando el del año anterior en un 36,2%.

Por lo que se refiere a la cuenta financiera, en los nueve primeros meses de 2015 se registraron salidas netas de capital por valor de 14.988 millones de euros, frente a unas salidas de 17.429 millones del mismo periodo de 2014. Si excluimos el Banco de España, entre enero y septiembre se observaron salidas netas de capital por valor de 38.641 millones de euros (4,8% PIB), más del doble que las salidas netas de un año antes.

Ello se explica por un elevado crecimiento del saldo positivo (inversiones) en las operaciones de activo y un descenso en el de las de pasivo.

La variación neta de pasivos generó hasta septiembre entradas netas de capital (inversiones) por valor de 69.021 millones de euros, superiores en un 2,2% a las entradas netas registradas un año antes. Se recupera por tanto la inversión del exterior en España, si bien con mayor presencia la inversión de carácter más especulativo (inversión en cartera, +162%) que la inversión directa (-50,3%)

La recuperación de la inversión de España en el exterior, por su parte, se mantiene. La variación de activos frente al exterior, excluido el Banco de España, acumuló en los nueve primeros meses de 2015 salidas netas de capital (inversiones) por valor de 107.666 millones de euros, un 27,9% mayores a las observadas en 2014, siendo el aumento de la inversión en cartera superior a la inversión directa (51,3% frente a 20%).

Por último, la posición deudora neta del Banco de España frente al Eurosistema aumentó en los nueve primeros meses de 2015, generando una disminución de activos de 23.654 millones de euros. Por el contrario, la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) disminuyó su saldo deudor en el primer semestre de 2015, un 2,8% interanual, hasta alcanzar 980 mil millones de euros. Esta mejora se debe a la capacidad de financiación de la economía española registrada en este periodo y a un efecto valoración positivo. **La PIIN deudora representó el 92,5% del PIB en el primer semestre de 2015, 5 puntos porcentuales menos que un año antes.** Por su parte, la deuda externa bruta disminuyó en el segundo trimestre de 2015 respecto al primer trimestre, si bien creció un 4,9% en términos interanuales, alcanzando un nivel de 1.793 miles de millones de euros (169,2% del PIB).

### **Sector público**

El déficit consolidado de las Administraciones Públicas, sin las Corporaciones Locales, se situó en el 3,46% del PIB hasta septiembre. La ejecución presupuestaria del Estado hasta octubre de 2015 se cerró con un déficit, en términos de Contabilidad nacional, de 23.393 millones de euros (2,17% del PIB), inferior en un 22,7% al acumulado hasta octubre de 2014.

El Banco de España publicó los datos de Deuda del conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP), según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), hasta septiembre de 2015. Según este organismo, la Deuda PDE de las AAPP alcanzó en dicho periodo la cifra de 1.062.472 millones de euros, un 4,1% superior a la registrada en el mismo periodo del año anterior.

*Nuestras previsiones apuntan a un crecimiento anual para 2015 del 3,2%.*

El sector público cerró 2014 con un déficit del 5,7% del PIB, con un leve desvío respecto al objetivo (5,5%). **El objetivo de déficit para 2015 (4,2%) implica un esfuerzo de reducción de 1,5 p.p. aunque la mejora significativa del ciclo económico va ayudar, es posible que no se logre dicho objetivo.** La reducción prevista del déficit de la Administración Central (de siete décimas, hasta el 2,2% del PIB) se apoya en un cuadro macro favorable, que contempla un crecimiento previsto del 3% en 2016. La Agencia Independiente de Responsabilidad Fiscal, en un informe reciente, concluía que el escenario económico es plausible y que presenta riesgos equilibrados, aunque señala las posibles dificultades para ejecutar la rigurosa política de contención del gasto público que se desprende de las previsiones de consumo público realizadas por el Gobierno. Según el INE, el déficit público acumulado entre septiembre de 2014 y 2015 se sitúa en el 5,5% del PIB y debería preocupar su aumento en el tercer trimestre como consecuencia de la bajada del IRPF y el aumento del consumo público. Ello explica, en parte, el fuerte aumento del empleo y del consumo así como la aportación negativa del sector exterior.

### ***Escenario 2015-2016: crecimiento sostenido***

Tras un primer semestre de fuerte crecimiento, la segunda mitad del año podría registrar una ligera desaceleración de la actividad. Con todo, estimamos que el crecimiento alcanzará el 3,2%.

Con sendos **crecimientos del PIB estimados del 3,2% y del 2,6%, se espera que la fase de expansión de la actividad económica de la economía española se prolongue en el tramo final de 2015 y a lo largo de 2016.**

**Esta desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB en 2016 vendría asociada a una moderación del avance de la demanda nacional.** El empleo conservaría un elevado dinamismo (la creación neta de empleo podría alcanzar las 900.000 personas entre los dos años y situar la tasa de paro cerca del 20% a finales de 2016), si bien asimilaría su ritmo de avance a la evolución del PIB.

**Por lo que respecta a los precios, se prevé que la inflación, medida a partir del IPC, empiece a registrar tasas ligeramente positivas en los primeros meses de 2016.** Este repunte de la inflación vendría motivado tanto por la gradual desaparición en las tasas interanuales de los efectos de las caídas pasadas del precio del petróleo como por la aceleración de los precios internos, como consecuencia de la disminución del exceso de capacidad instalada en la economía y de la depreciación del tipo de cambio. En cualquier caso, dicha aceleración debería ser modesta en un contexto de avance muy moderado de los costes salariales. Un aterrizaje más brusco de lo esperado de las economías emergentes con posibles episodios de impago de la deuda podría impactar negativamente sobre los precios del petróleo, lo que introduciría elementos deflacionistas a nivel internacional, si bien un elemento moderador de dichos riesgos es la ampliación de las medidas de política monetaria adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE).

**El crecimiento estimado para 2016 del PIB se sigue apoyando en el empuje de la demanda interna, sustentada por la fuerte inercia del consumo y el menor ritmo de crecimiento de la demanda de inversión.** Se estima para la demanda interna una contribución al avance del producto algo inferior a 2015 (del 2,9%), en tanto que la demanda exterior neta tendría una aportación ligeramente menos negativa que en 2015 (-0,3%), resultado del buen comportamiento esperado de las exportaciones y de una fortaleza algo menor de las importaciones.

La inversión en maquinaria y equipo, que sorprendió al alza en el segundo trimestre, seguirá contribuyendo al crecimiento en el cuarto trimestre de 2015 y en 2016, aunque con menor intensidad, como ya ha sucedido en el tercer trimestre. **Esta pérdida de fuerza en la inversión de las empresas se notará aún más hasta que no se resuelva la ingobernabilidad del país.** La inestabilidad política afectará al menos durante el primer trimestre, dado que, a día de hoy, no se puede descartar que finalmente sea necesario repetir las elecciones generales. La desaceleración de la inversión de las empresas explica que la creación de empleo pierda intensidad y justifica la desaceleración del consumo prevista para 2016.

No debemos olvidar la importancia de que las empresas inviertan, pues si aumenta la producción y la instalación de bienes de equipo también aumentará el crecimiento económico presente y futuro, pues se trata de un elemento clave del aumento de la capacidad productiva de un país y una señal de que los empresarios auguran expectativas favorables sobre el futuro de la economía.

**Pese a la menor demanda de inversión y la ligera ralentización de la creación de empleo, se espera que el consumo de los hogares mantenga un elevado dinamismo**, impulsado principalmente por la evolución favorable del empleo y por el mantenimiento del impacto expansivo sobre la renta disponible de la caída del precio del petróleo, la reducción de los tipos de interés y de la imposición directa y la devolución de la paga extra de los empleados públicos. Estos factores irían perdiendo fuerza a lo largo de 2016 (con la excepción posiblemente del precio del petróleo, que podría seguir cayendo), lo que impulsará a una cierta moderación del consumo final de los hogares conforme avance el año hasta el 2,8% previsto para 2016.

**El consumo público y la construcción, que han crecido de manera notable en los primeros nueve meses de 2015 ralentizarán su crecimiento en 2016.** El nuevo Gobierno tendrá, probablemente, que recortar la desviación de déficit, por lo que la construcción y el consumo público estarán más débiles.

Respecto al sector inmobiliario, la mayor demanda inmobiliaria y la mejora de las condiciones de financiación podrían prolongar la actual recuperación de la inversión residencial, como refleja el repunte de las iniciaciones de vivienda, si bien a niveles muy alejados de los vividos durante la burbuja inmobiliaria.

Las exportaciones seguirán creciendo por la recuperación europea y la depreciación de la moneda única, a lo que habría que añadir los diferenciales favorables de inflación de la economía española con respecto a sus principales competidores.

No obstante, **el moderado crecimiento de la zona euro esperado y la ralentización del crecimiento en numerosas economías emergentes, algunas incluso en profunda recesión, junto con la apreciación del euro respecto a algunas monedas auguran crecimientos de las exportaciones más pausados en 2016.** Estimamos, por tanto, un crecimiento del 3,9% de las exportaciones para 2016. Las importaciones, por su parte, también crecerán holgadamente empujadas por el fuerte crecimiento del PIB y se prevé que su tasa interanual se sitúe un punto por encima del crecimiento de las exportaciones, en el 4,9%.

En este marco se contempla un escenario de capacidad financiera de la economía española para 2016, con un superávit por cuenta corriente que podría alcanzar el 0,8% del PIB, ligeramente inferior al del 2015, dado que el viento de cola en forma de menor coste de la energía ralentizará su contribución favorable, si bien se espera que las laxas condiciones financieras favorezcan un menor déficit de rentas.

**El escenario anteriormente descrito consolida la recuperación económica en España y augura un crecimiento entre fuerte y moderado del PIB para 2016, pero conviene recordar que la recuperación no está libre de riesgos.** A nivel externo, las incertidumbres geopolíticas podrían volver a ser una amenaza. Además persiste un elevado grado de incertidumbre acerca de la senda de recuperación de las economías emergentes, en un marco de tensionamiento gradual de la política monetaria en Estados Unidos que podría desencadenar un endurecimiento en las condiciones de financiación de algunas de estas economías. Y ello, sin olvidar, que no se puede descartar un aterrizaje brusco de China.

En el caso de las economías emergentes en Latinoamérica, y aunque los vínculos comerciales de la economía española con la región son moderados, dado que nuestras exportaciones de bienes y servicios representan alrededor de 7,2% del total, la inversión directa es muy importante, Alrededor de 1 de cada 3 euros de inversión directa de España en el exterior se localiza en Latinoamérica, generando en 2014 la región 35% de los ingresos por rentas de inversión que España recibió del resto del mundo.

De ámbito interno, un posible agotamiento en el proceso de aplicación de las imprescindibles reformas estructurales podría afectar negativamente las expectativas de crecimiento e incidir negativamente en las decisiones corrientes de consumo e inversión. La falta de gobierno o de un gobierno estable también podría retrasar la necesidad de corregir eventuales desviaciones en la ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas, cuyo cumplimiento es esencial para preservar la confianza de los agentes y, en cualquier caso, si se hace necesario implementar mayores reducciones de gasto, ello podría comportar efectos negativos sobre la actividad a corto plazo. La cuestión catalana añade mayor incertidumbre política en 2016.

**La economía dispone una oportunidad única para afrontar reformas políticas y económicas inaplazables.** No debemos olvidar que lo que soporta, en parte, el crecimiento de la economía española son las compras de deuda del Banco Central Europeo. Sin ellas la prima de riesgo sería más elevada y con ello más probable el débil crecimiento o la ausencia del mismo.

El momento de las reformas es ya, ahora, cuando todos los vientos soplan a favor (bajo precio del crudo, economía más competitiva, compra de deuda por parte del BCE y óptimas condiciones financieras y cambiarias, saneamiento del sector financiero casi culminado) y nos permiten ganar el tiempo necesario para poner en marcha las reformas estructurales tan necesarias, que no por ello menos difíciles.

Las reformas del nuevo gobierno deberían ir orientadas a modernizar España desde la meritocracia y la rendición de cuentas, abriendo todos los caminos necesarios en aras a la libre competencia en los mercados, las instituciones independientes e inclusivas y la mejora del capital humano y poniendo especial atención en el mercado de trabajo (contrato único indefinido, movilización de los parados mediante políticas activas de empleo, incentivos a las empresas que reduzcan la temporalidad, empleabilidad), en las finanzas públicas (donde un sistema ineficiente y fuente de incertidumbre e inestabilidad política nos aboca a una enorme vulnerabilidad financiera en forma de un 100% de deuda pública en porcentaje sobre el PIB) y en la cohesión social. **España y Europa se enfrentan al reto de conseguir que el crecimiento sea sostenido y sostenible.**

### **Cuadro de previsiones anuales de la economía española y contabilidad trimestral nacional**

**Cuadro 1. PREVISIONES ANUALES**

*% variación media anual, salvo indicación en contrario*

|  | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|------|------|------|
| PIB real   | 1,4  | 3,2  | 2,6  |
| Consumo final hogares  | 2,4  | 3,1  | 2,8  |
| Consumo final AAPP   | 0,0  | 2,7  | 2,1  |
| Formación Bruta de Capital Fijo                                | 4,8  | 6,3  | 4,6  |
| - Maquinaria y bienes de equipo (1)                            | 10,7 | 9,5  | 5,4  |
| - Construcción   | -1,3 | 5,5  | 4,0  |
| Variación. existencias (contribución al crec. del PIB en p.p.) | 0,2  | 0,0  | 0,0  |
| Demanda nacional   | 1,4  | 3,6  | 2,9  |
| Exportaciones de bienes y servicios                            | 5,1  | 5,9  | 3,9  |
| Importaciones de bienes y servicios                            | 6,4  | 7,6  | 4,9  |
| Producción Industrial (IPI)                                    | 1,2  | -    | -    |
| IPC (media anual)  | -0,2 | -    | -    |



|  |      |      |      |
|--|------|------|------|
| Costes laborales por asalariado (2)  | -0,2 | 0,3  | 0,2  |
| Empleo (Contabilidad Nacional) (3)   | 1,2  | 3,0  | 2,1  |
| Tasa de paro (EPA, % población activa)   | 24,4 | 22,2 | 20,5 |
| Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (4)                                     | 0,1  | 1,3  | 0,8  |
| Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. <b>excluyendo ayudas a ent. financieras</b> (% PIB) | -    | -5,1 | -4,5 |

(1) Incluye FBCF en material de transporte y en otra maquinaria y bienes de equipo. (2) Remuneración media por asalariado equivalente a tiempo completo. Comprende salarios brutos percibidos por los asalariados y cotizaciones a la Seguridad Social. (3) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. (4) Según estimaciones del Banco de España.

**Cuadro 2. Contabilidad Nacional Trimestral**

(Variación en %, volumen encadenado de referencia 2010, datos corregidos de efectos estacionales y de calendario)

|                                    |             |            | Interanual |            |            |       |        | Intertrimestral |       |        |
|------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------|--------|-----------------|-------|--------|
|                                    | 2013        | 2014       | III-14     | IV-14      | I-15       | II-15 | III-15 | I-15            | II-15 | III-15 |
| <b><i>Demanda</i></b>              |             |            |            |            |            |       |        |                 |       |        |
| Gasto en consumo final             | -2,4        | 1,8        | 2,1        | 2,4        | 2,6        | 2,9   | 3,3    | 1,0             | 0,9   | 1,0    |
| * Consumo privado                  | -2,3        | 2,4        | 2,7        | 3,3        | 3,5        | 3,5   | 3,4    | 0,7             | 1,0   | 1,0    |
| * Consumo público                  | -2,9        | 0,1        | 0,3        | -0,5       | 1,3        | 2,1   | 3,0    | 1,7             | 0,4   | 0,9    |
| Formación bruta de capital fijo    | -3,8        | 3,4        | 3,9        | 5,1        | 6,0        | 6,1   | 6,5    | 1,4             | 2,0   | 1,1    |
| * Bienes de equipo                 | 5,6         | 12,2       | 10,2       | 10,3       | 9,4        | 9,2   | 10,6   | 1,6             | 3,2   | 2,3    |
| * Construcción                     | -9,2        | -1,5       | 0,1        | 2,4        | 4,9        | 5,1   | 5,5    | 1,6             | 1,4   | 0,6    |
| Variación de existencias           | 0,0         | 0,2        | 0,3        | -0,1       | -0,1       | -0,1  | 0      | -0,1            | -0,1  | 0      |
| Demanda nacional (contr. Crec PIB) | -2,7        | 2,2        | 2,6        | 2,7        | 3,0        | 3,3   | 3,9    | 0,9             | 1,2   | 1,1    |
| Exportaciones de B y S             | 4,3         | 4,2        | 4,5        | 4,7        | 5,7        | 6,0   | 5,6    | 0,4             | 1,6   | 2,8    |
| * Exportaciones de bienes          | 5,7         | 4,5        | 5,5        | 5,3        | 3,4        | 5,0   | 4,1    | -0,6            | 1,7   | 1,5    |
| * Exportaciones de servicios       | 0,9         | 3,3        | 2,4        | 3,4        | 11,2       | 8,2   | 9,1    | 2,6             | 1,5   | 1,8    |
| Importaciones de B y S             | -0,5        | 7,6        | 8,6        | 7,7        | 7,4        | 7,2   | 7,7    | 0,4             | 2,3   | 4,0    |
| * Importaciones de bienes          | 0,4         | 7,8        | 8,7        | 7,5        | 6,8        | 8,0   | 7,1    | 1,0             | 2,7   | 3,2    |
| * Importaciones de servicios       | -4,7        | 7,0        | 7,8        | 8,7        | 10,4       | 3,2   | 11,1   | -2,7            | 0,3   | 8,1    |
| Demanda externa neta               | 1,4         | -0,8       | -1,0       | -0,7       | -0,3       | -0,2  | -0,5   | 0,0             | -0,2  | -0,3   |
| <b><i>Oferta</i></b>               |             |            |            |            |            |       |        |                 |       |        |
| Agricultura                        | 15,6        | 3,3        | 5,3        | -3,4       | -2,6       | 2,2   | 3,6    | 0,5             | 2,8   | 2,6    |
| Industria                          | -1,8        | 1,5        | 1,5        | 2,1        | 2,7        | 3,5   | 4,0    | 1,9             | 1,4   | 0,5    |
| * Manufacturera                    | -1,1        | 2,3        | 2,3        | 3,0        | 2,8        | 3,8   | 4,5    | 1,4             | 1,6   | 1      |
| Construcción                       | 8,1         | -1,2       | 0,0        | 3,4        | 5,8        | 5,8   | 5,5    | 1,4             | 0,8   | 1,7    |
| Servicios                          | -1,0        | 1,6        | 1,7        | 2,3        | 2,6        | 3,0   | 3,2    | 0,6             | 0,8   | 0,8    |
| <b>PIB pm</b>                      | <b>-1,2</b> | <b>1,4</b> | <b>1,6</b> | <b>2</b>   | <b>2,7</b> | 2,7   | 3,4    | 0,9             | 1,0   | 0,8    |
| <b>PIB nominal</b>                 | <b>-0,6</b> | <b>0,9</b> | <b>1,4</b> | <b>1,4</b> | <b>3,2</b> | 3,7   | 4,2    | 1,6             | 1,2   | 1,1    |

FOCUS

axesor { Primera Agencia  
conocer para decidir. de Rating española }

902 10 10 33  
www.axesor.es  
bcomunicacion@axesor.es