

REGE CAROLO III  
ANNO  
MDEGLXXVIII

INFORME SEGUNDO SEMESTRE

# ESPAÑA

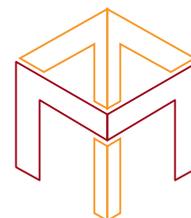
**JULIO- DICIEMBRE 2015**

Por: Ángel Martín Oro

Asistente de investigación: Gabriel Colominas

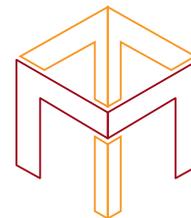
[trends.ufm.edu](http://trends.ufm.edu)

**2015 ESP S2**



# Índice

Resumen ejecutivo	3
Introducción	6
Actividad económica y empleo	7
1. PIB y actividad	7
2. Empleo	9
3. Tendencias en actividad económica y empleo	11
Inflación y precios	12
1. Agregados monetarios	12
2. Índice de precios al consumidor	13
3. Índice de precios industriales	15
4. Precios de activos financieros	16
5. Tendencias en la evolución de precios	17
Crédito	18
1. Crédito total extendido por el sistema bancario	18
2. Crédito a las empresas	19
3. Crédito a las familias	20
a- Distribución del crédito a las familias	21
4. Tendencias en la extensión del crédito	22
Composición cualitativa del crédito	23
1. Indicadores del descalce de los plazos	23
a. Pendiente media de la curva de rendimientos	23
b. <i>Spread</i> curva de rendimientos corto vs. largo plazo	24
2. Tendencias en la composición cualitativa del crédito	25
Sector público	27
1. Déficit y deuda sobre PIB	27
2. Tendencias del sector público	28
Sector exterior	29
1. Balanza por cuenta corriente	29
2. Posición financiera internacional	31
3. Balanza financiera	32



# Resumen ejecutivo

## El IBEX 35 no es la economía española

- El segundo semestre del 2015 habría cerrado con una ligera desaceleración respecto al primero, registrando tasas de crecimiento del 0.8% intertrimestral, tanto en el tercero como en el cuarto trimestre. La cifra promedio para el año se estima en el 3.2%.
- Pese a la desaceleración de la economía global y las turbulencias de los mercados financieros en verano, la economía española apenas ha notado el impacto, y ha tenido un crecimiento sólido en el cuarto trimestre.
- El crecimiento del empleo y la caída del paro se mantienen a buen ritmo en el segundo semestre del año.
- Los indicadores adelantados cierran el año en positivo. El indicador de “clima económico” —resumen del estado de confianza de los agentes económicos— ha marcado en diciembre los niveles máximos en quince años.
- Los próximos meses nos brindarán información en torno al impacto de las elecciones generales y la incertidumbre generada sobre la confianza de los agentes. Los primeros datos disponibles señalan un descenso de la confianza empresarial.
- Las tasas de variación del IPC subyacente mantienen su tendencia alcista, situándose en el 0.94% anual. La tasa de variación del IPC general abandonó el terreno negativo en diciembre, a medida que el impacto de la caída del petróleo se va difuminando en comparación con el año anterior.
- El diferencial en la inflación de precios al consumo de España respecto a la eurozona sigue apoyando las ganancias de competitividad en España, frente a lo que fue la norma en el anterior ciclo expansivo.
- El IBEX 35 ha cerrado el 2015 con un mal comportamiento, tanto en términos absolutos (-7% / -3.55% incluyendo dividendos) como en relación con los índices europeos. La particular composición del índice y la importante

exposición de algunos de sus principales valores a Latinoamérica (Brasil), más que factores políticos o macroeconómicos nacionales, estarían detrás de este comportamiento.

- La rentabilidad de la deuda a diez años y la prima de riesgo han mostrado cierta estabilidad, pese al repunte del segundo trimestre.
- Los últimos datos del total de activos del sector bancario muestran un pequeño repunte, que podría indicar que el final del desapalancamiento de la banca está próximo. La tasa de crecimiento interanual de la financiación total a los sectores no financieros volvió a ser positiva, y es la mayor desde noviembre del 2013.
- En términos de *stock*, el crédito —tanto a empresas como a hogares— continúa en fase de contracción, aunque a tasas cada vez más bajas.
- La pendiente media de la curva de rendimientos muestra cierta estabilidad en los últimos meses del 2015, desde el repunte del segundo trimestre, que rompió con la tendencia de aplanamiento que se repetía desde principios del 2013.
- Otra señal positiva proviene de la reducción acelerada del porcentaje de activos de dudoso cobro respecto al total de activos de las entidades de crédito. Esta tasa ha caído desde el máximo de 6.7% en diciembre del 2013 a 5.1% en noviembre del 2015. No obstante, recordemos que a comienzos del 2007 este porcentaje apenas era del 0.5%.
- El déficit público de las AAPP en el 2015, de mantenerse un comportamiento de los ingresos y gastos públicos en el último trimestre del año similar al del tercero, podría situarse más cerca del 5% que del objetivo del gobierno del 4.2%.
- El gasto en intereses de la deuda sobre el total de ingresos públicos se ha reducido desde el 9%, en el tercer trimestre del 2014, hasta el 8.15%, en el mismo periodo del 2015.
- El tipo de interés medio total de la deuda en circulación del Estado sigue en descenso, pasando del 3.5%, en que cerró el 2014, al 3.17% de diciembre del 2015. Pero debe notarse que de noviembre a diciembre se ha producido el primer repunte, mes a mes, del tipo desde abril del 2013, y el mayor desde el 2012.
- El superávit de la cuenta corriente mejoró en los últimos meses hasta octubre, principalmente por la fuerte reducción del déficit energético y la balanza de rentas.

- Los ingresos por turismo mantienen su crecimiento estable de los últimos años. En contraste, el gasto de los españoles en el extranjero por turismo ha registrado un fuerte crecimiento en los dos últimos veranos, reflejo de la mejora económica y de la mayor confianza inspirada.
- El comportamiento de las exportaciones españolas revela el dinamismo de los mercados europeos frente a los problemas en algunos mercados como el de Rusia y Brasil.
- Pese al gran impacto negativo de Brasil sobre grandes cotizadas españolas, tan solo el 1.1% de las exportaciones totales españolas tuvieron a Brasil como destino. Las exportaciones a China siguen creciendo (7.5% anual), pero la exposición es reducida (del 1.8% sobre el total).
- En el último año —hasta el tercer trimestre del 2015—la deuda externa bruta aumentó en cerca de 80,000 millones de euros, hasta el 169.25% sobre el PIB. El sector principalmente responsable de este aumento fue el de las Administraciones Públicas.
- En los nueve primeros meses del 2015 destacamos la reducción de las entradas netas, en concepto de inversión extranjera directa.

# Introducción

La economía española ha mantenido un crecimiento sólido durante el segundo semestre del 2015, pese a las turbulencias financieras del verano o la desaceleración del crecimiento global. Los impulsos externos han venido del ahorro energético, derivado de los bajos precios del petróleo y el descenso en los costes de financiación.

En clave nacional, lo más destacable del entorno es la incertidumbre política, dados los resultados de las elecciones generales del 20 de diciembre. Todavía es pronto para identificar con precisión su impacto sobre las decisiones de los agentes económicos. Si es cierto que hemos identificado un descenso en la inversión extranjera directa en España, preferimos ser cautos al hacer este análisis.

Por el momento, con los datos de que disponemos y que mostraremos a continuación en nuestro informe, la economía española mantiene un tono positivo —matizado por las sombras de la incertidumbre política—, con un crecimiento estable en términos anuales alrededor del 3%. Con todo, no deben pasarse por alto los riesgos y vulnerabilidades que enfrenta. Y más, si somos conscientes de que el actual entorno favorable de costes de financiación a la baja y el petróleo muy barato no durarán siempre.

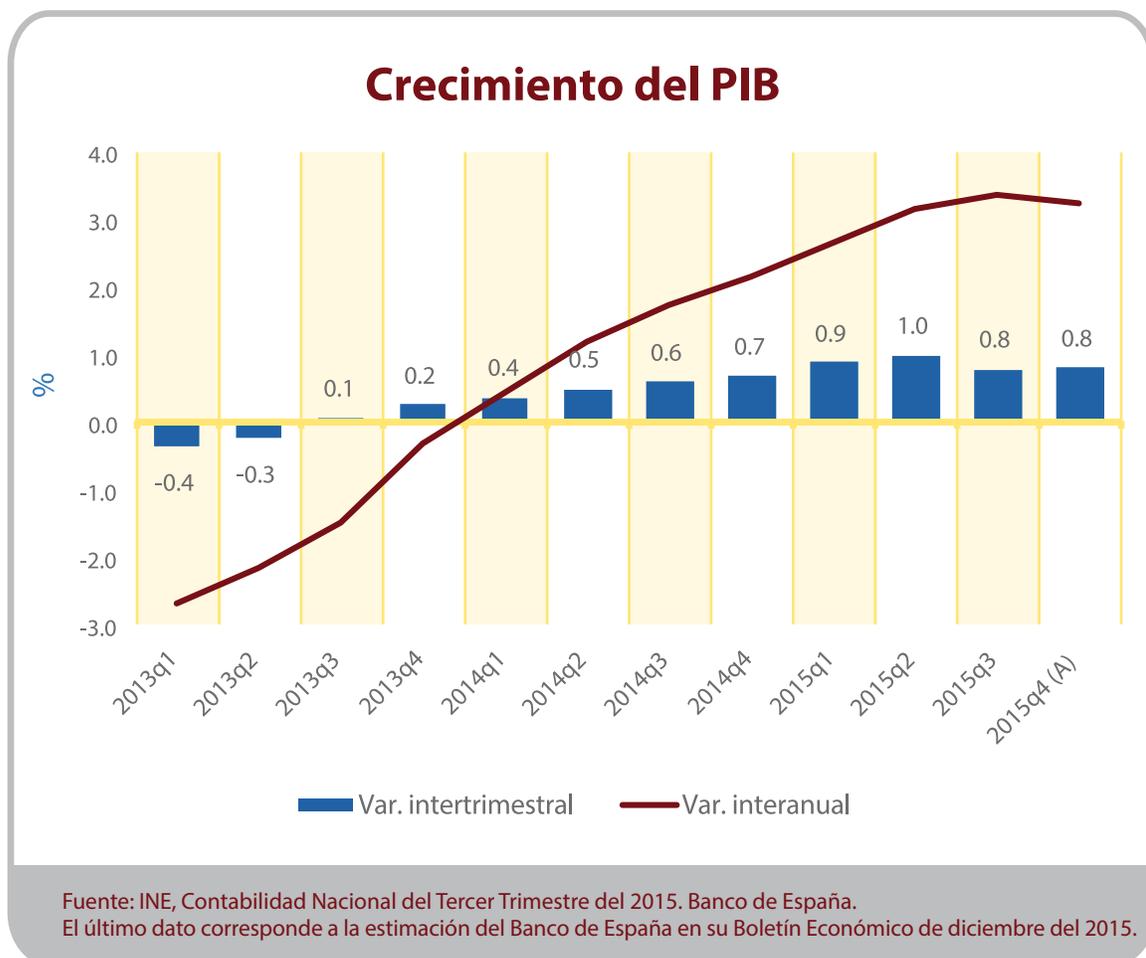
# Actividad económica y empleo

## 1. PIB y actividad

La economía española mantiene un sólido crecimiento, pese a una ligera desaceleración en los dos últimos trimestres del año. Se estima que el 2015 cierre con una tasa de crecimiento promedio del 3.2% anual.

En el tercer trimestre destacó la fortaleza del consumo, tanto privado como público, y la ralentización de la inversión. La demanda nacional tuvo una contribución más positiva que en el anterior trimestre, compensada por una aportación más negativa del sector exterior.

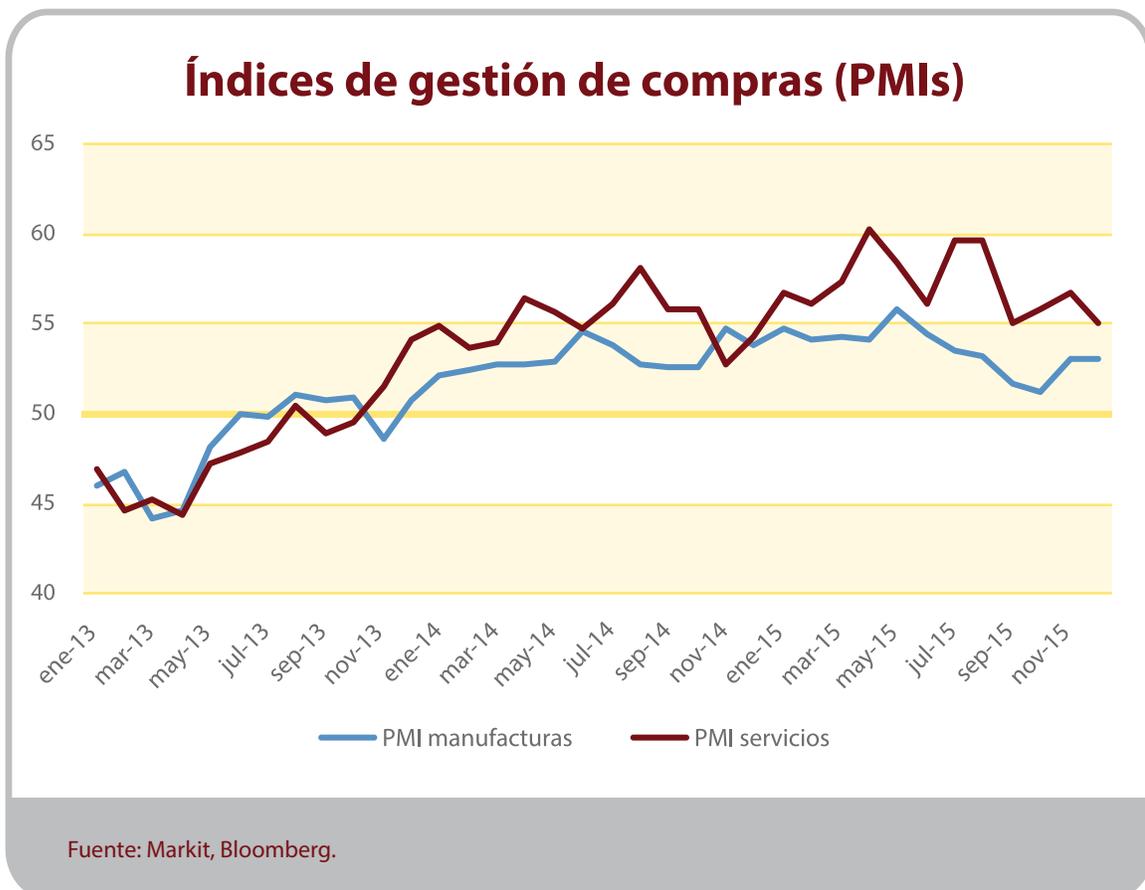
- Crecimiento PIB intertrimestral (3T 2015): 0.8% (1% 2T 2015)
- Crecimiento PIB interanual (3T 2015): 3.4% (3.2% 2T 2015)



Los PMI continúan manifestando expansión, tanto en manufacturas como en servicios. Los últimos dos meses del año han visto un repunte del ritmo de crecimiento de la producción y los nuevos pedidos del sector manufacturero. En el sector servicios, el crecimiento continuó siendo sólido, si bien se ha moderado respecto a los meses más dinámicos del 2015.

Debe tenerse en cuenta que son los servicios los que marcan la pauta de la evolución macroeconómica, dado que su peso sobre el PIB español es del 75%. El sector industrial apenas representa alrededor del 17% del PIB.

- PMI manufacturas en diciembre: 53 (noviembre: 53.1)
- PMI servicios en diciembre: 55.1 (noviembre: 56.7)

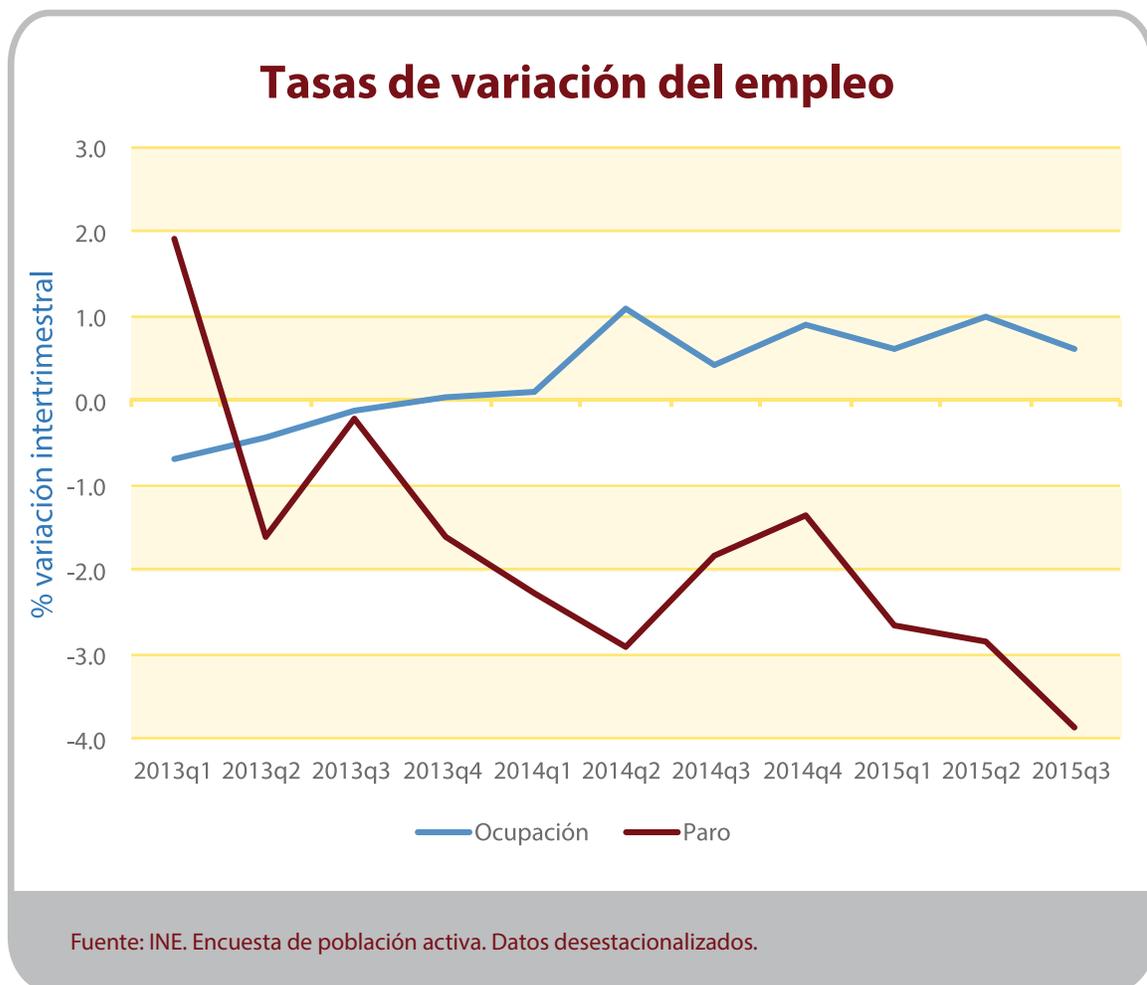


## 2. Empleo

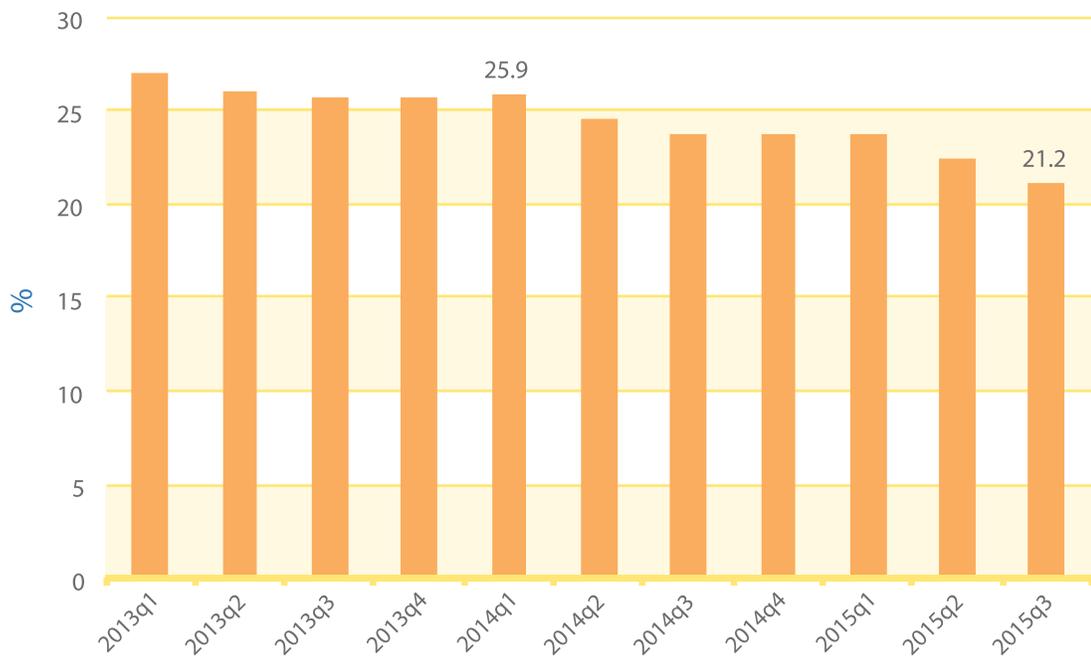
La expansión de la actividad se ha traducido en una mayor creación de empleo y en una reducción del paro en el tercer trimestre. El desempleo ha caído en casi 300,000 personas durante el tercer trimestre del 2015, en comparación con las 200,000 o menos del mismo periodo del 2014.

Los datos sobre afiliados en alta a la Seguridad Social del cuarto trimestre indican un buen comportamiento del empleo en los últimos meses del año, aunque falta la publicación de la EPA correspondiente a este periodo.

- Tasa de desempleo (3T 2015): 21.18% (22.37% 2T 2015).
- Tasa de actividad (3T 2015): 59.5% (59.79% 2T 2015).
- Variación de la ocupación en el tercer trimestre: +182,200 personas (+152,100 en el sector privado).
- Tasa de variación anual de afiliados en alta en la Seguridad Social (4T 2015): 3.3% (2.8% 3T 2015).



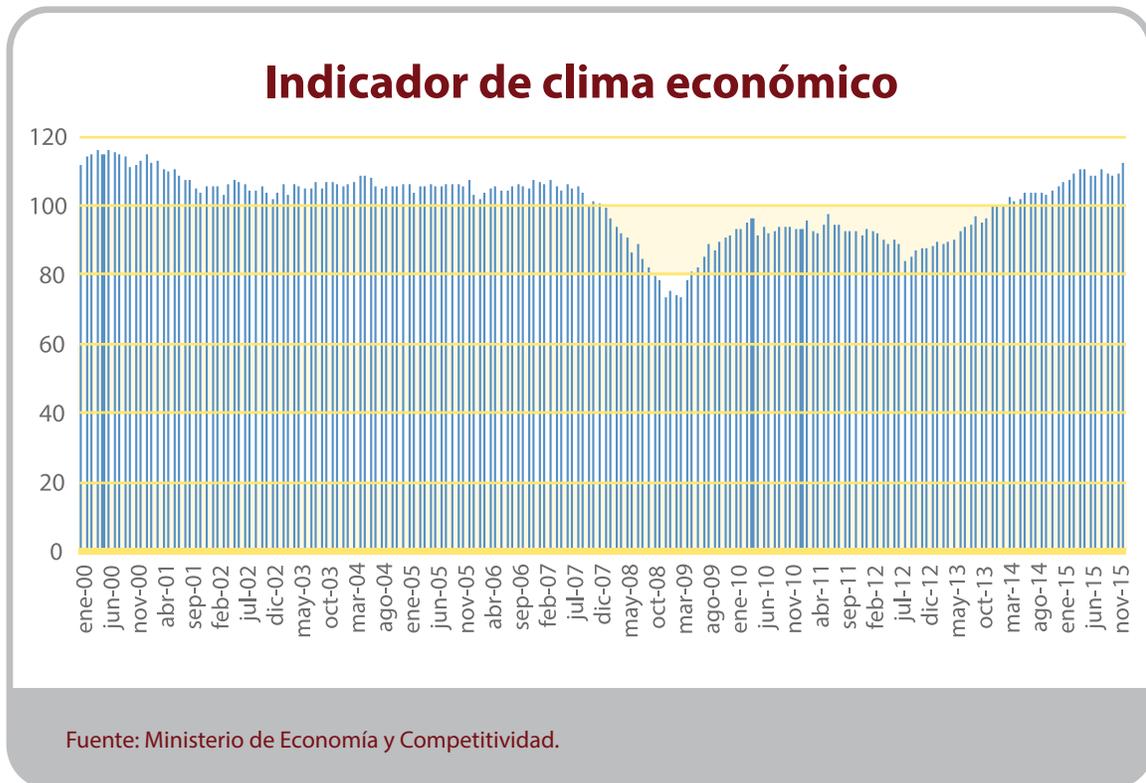
## Tasa de desempleo



Fuente: INE. Encuesta de población activa.

### 3. Tendencias en actividad económica y empleo

Los indicadores adelantados marcan un buen ritmo en los últimos meses del año. El indicador sobre clima económico, en el que se resume el estado de confianza de los agentes económicos, ha cerrado el 2015 en máximos en quince años. Los PMI siguen indicando expansión.



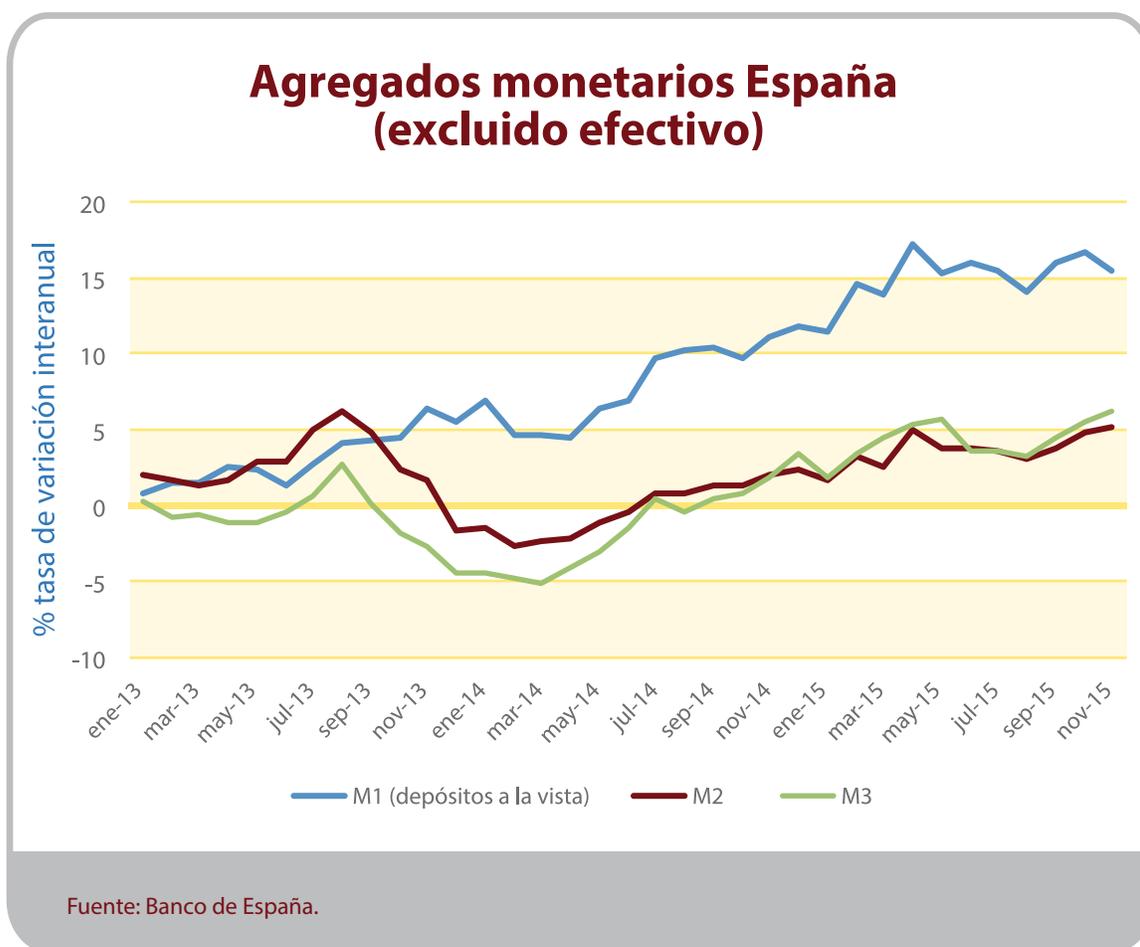
Pero, ya entrados en el 2016, podría dejarse notar el impacto de la incertidumbre global y política. De hecho, esta ha sido señalada por Markit como un factor de la debilidad de la tasa de creación de empleo en el sector manufacturero durante el mes de diciembre (con datos recogidos antes de las elecciones). Y puede ser el principal factor, tras del primer descenso en once trimestres, del Índice de Confianza Empresarial Armonizado en el dato referido al primer trimestre del 2016.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Véase <http://www.ine.es/daco/daco42/ice/ice0116.pdf>

# Inflación y precios

## 1. Agregados monetarios

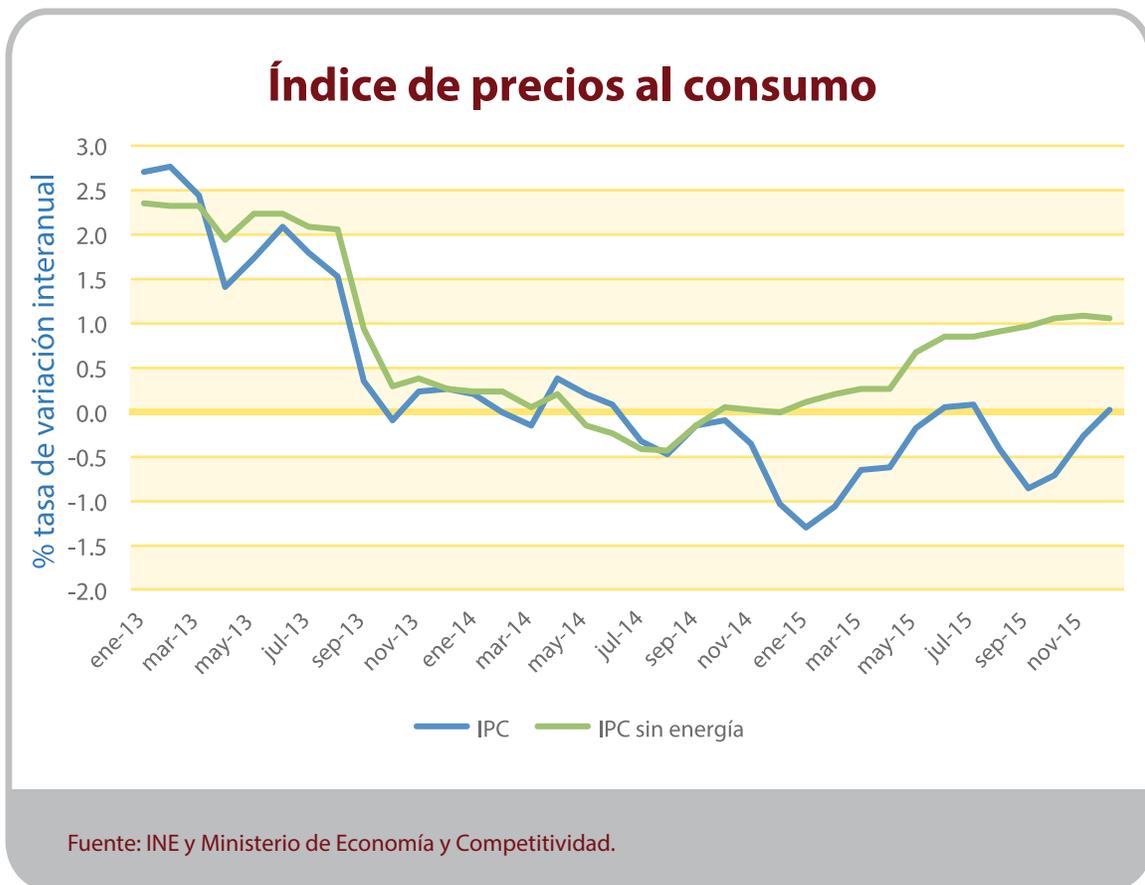
Los agregados monetarios mantienen su dinamismo en la parte final del 2015. Mientras los depósitos a la vista crecen a tasas estables desde el segundo trimestre, los agregados más amplios han experimentado un repunte de crecimiento en los últimos meses.



## 2. Índice de precios al consumidor

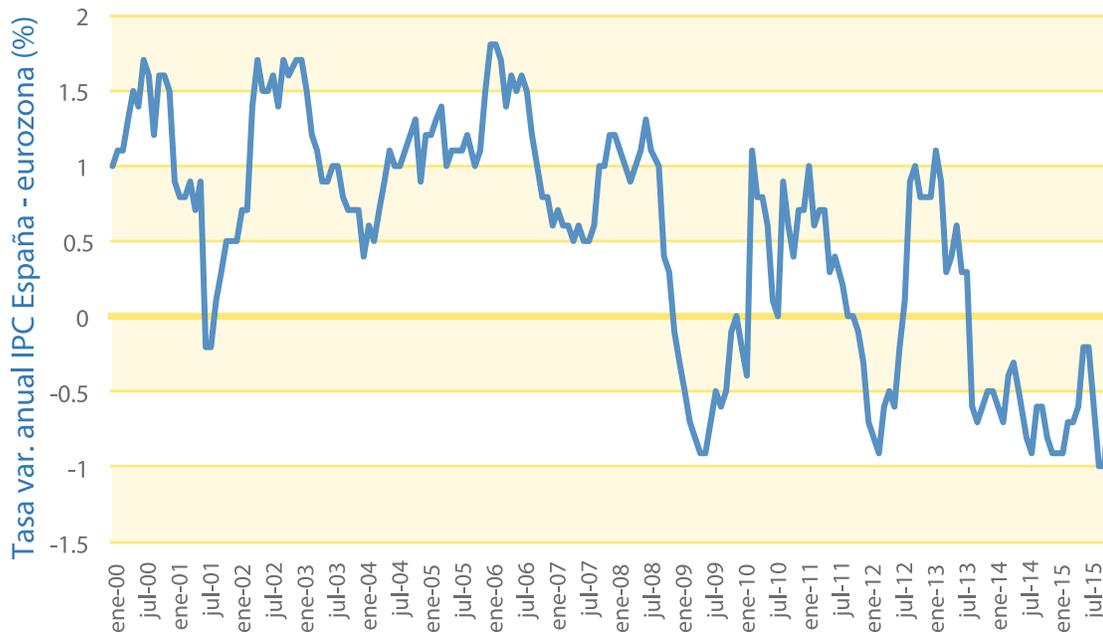
La tasa de variación anual del IPC en diciembre del 2015 se ha dejado del terreno negativo, situándose en el 0.02%. Un repunte desde los mínimos de septiembre (-0.88%). Pese al reciente desplome adicional del petróleo, hay que tener en cuenta que las bases de comparación en las tasas de variación anual son ahora sensiblemente inferiores (el petróleo empezó a caer desde los 100 dólares, en el verano del 2014), factor este que soporta las tasas anuales.

Las tasas de variación del IPC, excluyendo la energía, mantienen su rumbo alcista desde el verano del 2014, pese al descanso en el último mes. Esto es una clara ilustración de la poderosa influencia de los precios energéticos sobre la evolución del IPC general.



En esta edición del informe hemos querido examinar también, con un horizonte temporal amplio, el diferencial de las tasas de variación de los precios al consumo de España frente a la eurozona.

## Diferencial IPC España con la eurozona



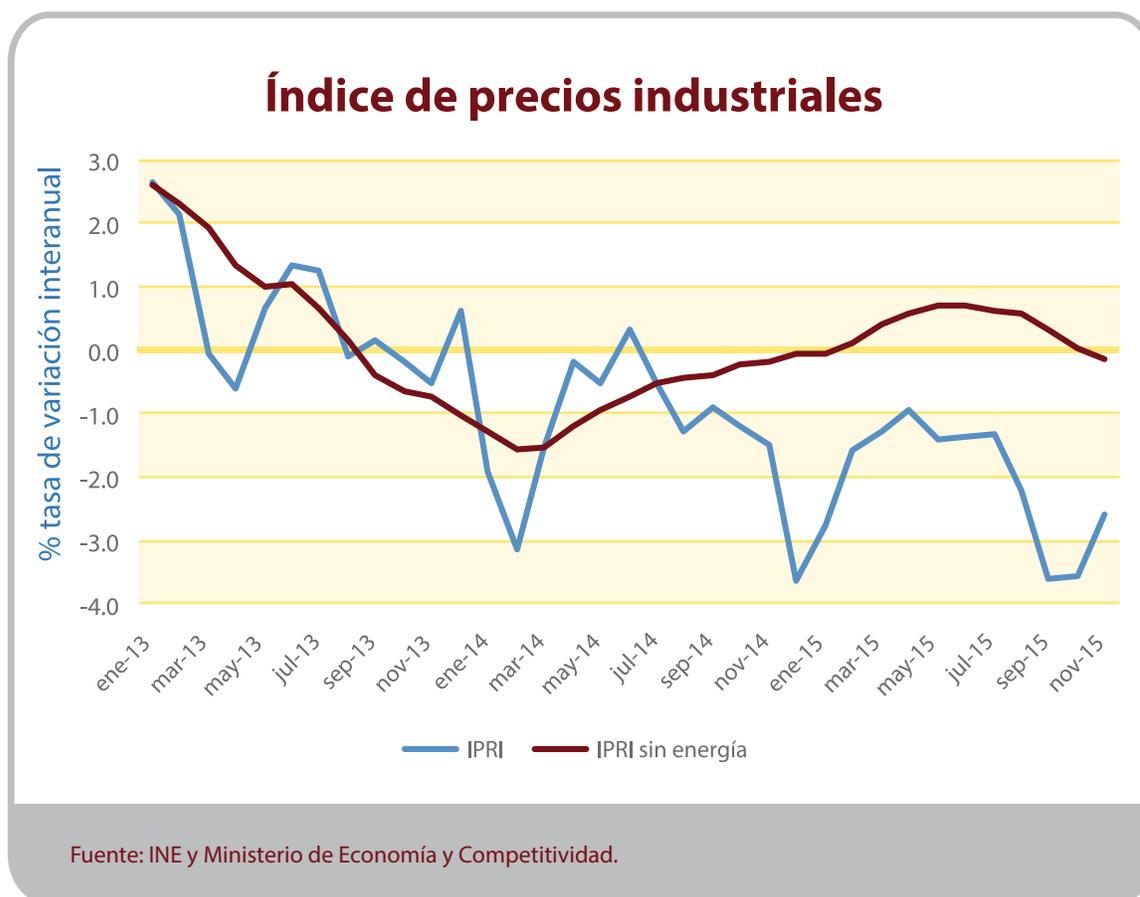
Fuente: Eurostat.

Observamos cómo desde septiembre del 2013 el diferencial en la variación de los precios de España frente a la eurozona se ha mantenido en terreno negativo. Esto es algo muy poco frecuente en la historia reciente, derivado de la mayor necesidad de ajuste relativo de España, y que proporciona ganancias de competitividad frente a los socios de la eurozona.

### 3. Índice de precios industriales

La tasa de variación anual del Índice de Precios Industriales (IPRI) mantiene el signo negativo, como ya es habitual desde el 2014. Su repunte en noviembre se debió a la menor caída de los precios relacionados con la energía: su tasa de variación anual fue del -9.4%, lo que significa cuatro puntos más arriba que la del mes anterior.

En cambio, si excluimos la energía, el IPRI registró en noviembre su primera tasa anual negativa desde enero del 2015. El segmento de bienes intermedios (con tasa del -1.7%, único segmento del IPRI no energético en negativo) ha sido el principal factor que explica su entrada en negativo.

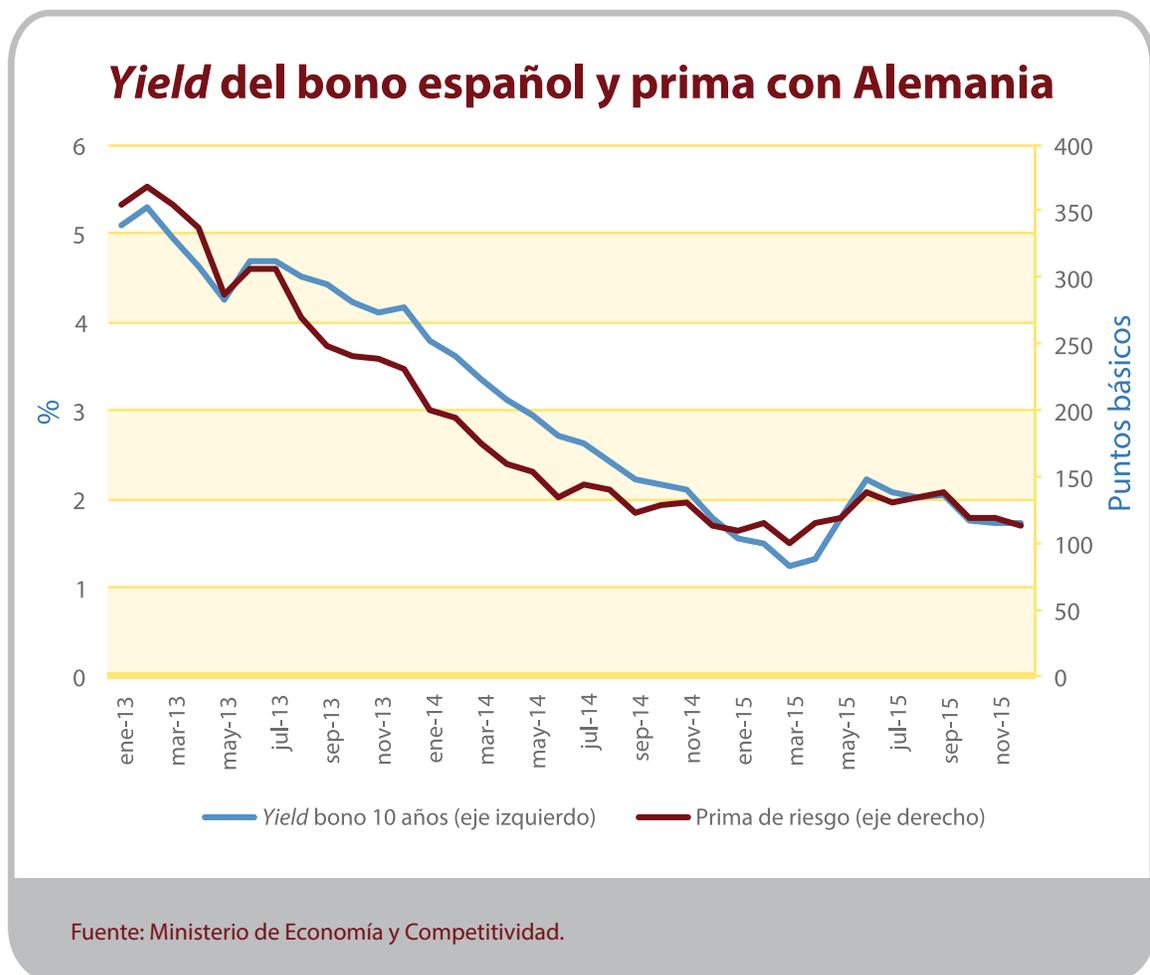


#### 4. Precios de activos financieros

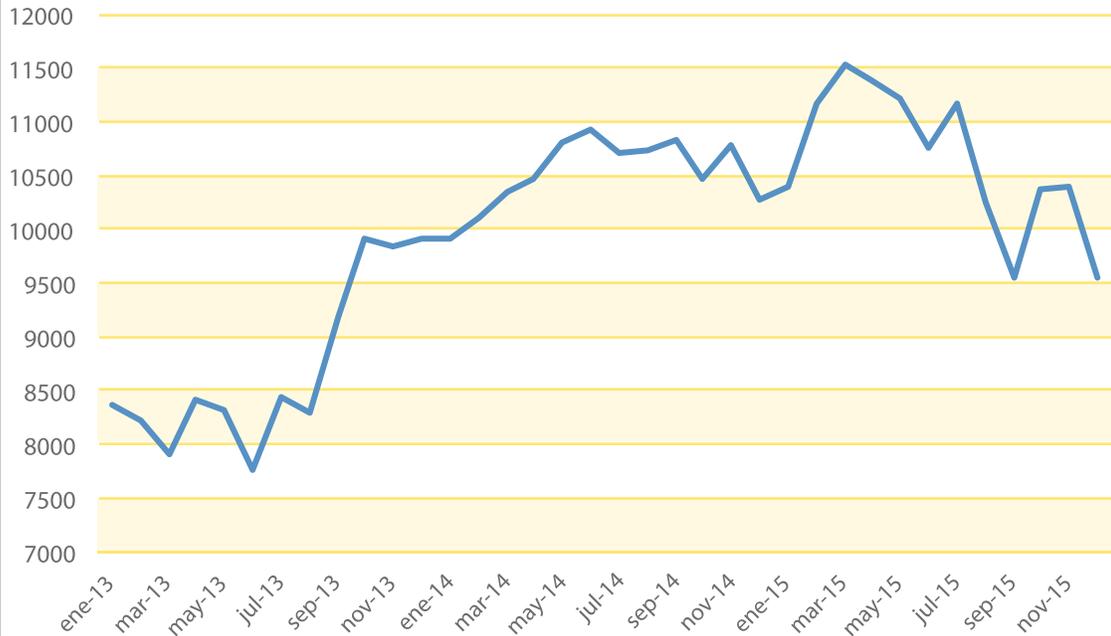
La bolsa española ha continuado moviéndose de forma errática y con fuertes caídas a comienzos del 2016. Tras un rebote después de las turbulencias del verano, el IBEX 35 cerró el 2015 en niveles ligeramente inferiores a los de final del tercer trimestre. La rentabilidad en el año del principal índice ha sido del -7.15% (incluyendo dividendos, fue del -3.55%).

Detrás de este comportamiento, negativo especialmente respecto a los demás índices europeos (el Eurostoxx 50 ascendió un 3.8%), está la importante exposición de algunos de los principales valores del IBEX 35 a Latinoamérica y la composición del índice. Así, otros índices del mercado español de menor capitalización han tenido un desempeño muy superior, con rentabilidades en el 2015 del 13.75% en el IBEX Medium Cap y del 6.4% en el caso del IBEX Small Cap.

En cambio, la rentabilidad del bono a diez años y su diferencial respecto a Alemania han caído levemente desde el verano hasta el cierre del año, pese su repunte después de las elecciones.



## Ibex 35 (datos mensuales)



Fuente: Banco de España.

### 5. Tendencias en la evolución de precios

Los bajos precios del petróleo continúan presionando a la baja los índices de precios de la economía española. Debe tenerse en cuenta que las tasas de variación anual en los últimos meses vienen afectadas por efectos base.

Excluyendo la fuerte influencia de los precios de la energía, observamos una divergencia entre los precios al consumo y los precios industriales.

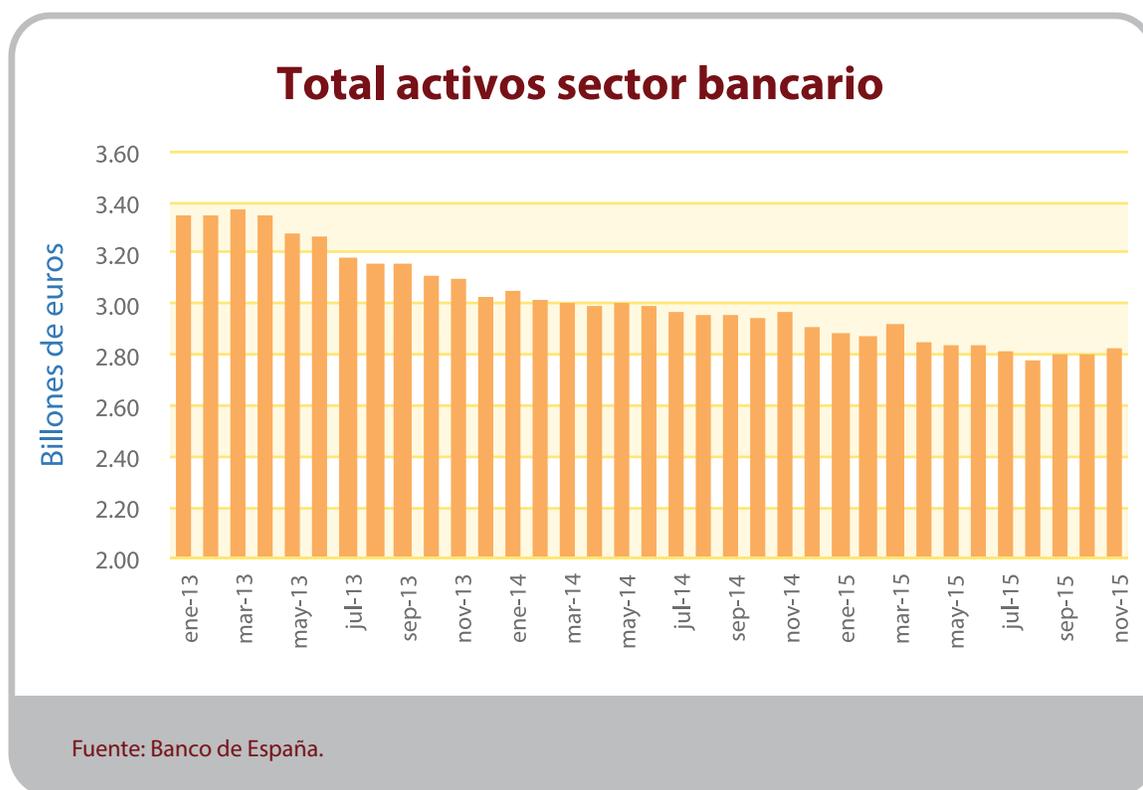
La incertidumbre política no parece haber producido un gran impacto elevando la prima de riesgo o la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo, que, por otra parte, viene apoyada por el programa de compra de activos del BCE. Pero el turbulento comienzo del 2016 sí está empujando al alza la prima de riesgo.

# Crédito

## 1. Crédito total extendido por el sistema bancario

Después de varios años de desapalancamiento y de reducción de balance, podríamos pensar que la banca española está cerca de su suelo, a nivel de activos. En noviembre del 2015, el balance agregado registró los 2.82 billones de euros, mostrando un aumento del 1.3% desde el mínimo de agosto de ese mismo año.

El motivo principal que nos empuja a creer que nos encontramos en la fase última de desapalancamiento es el estado en que se encuentra no solo la propia banca, sino la economía española en su conjunto. Tras años de dificultades, la banca empieza a tener una mejor estructura financiera, lo cual nos lleva directamente a dos afirmaciones: a) la banca está preparada para acompañar el crecimiento de la economía española; y b) el sector está preparado para afrontar una nueva ola de fusiones y adquisiciones, esta vez de una forma más ordenada y coherente con los planes de expansión de los grandes *players* del sector.

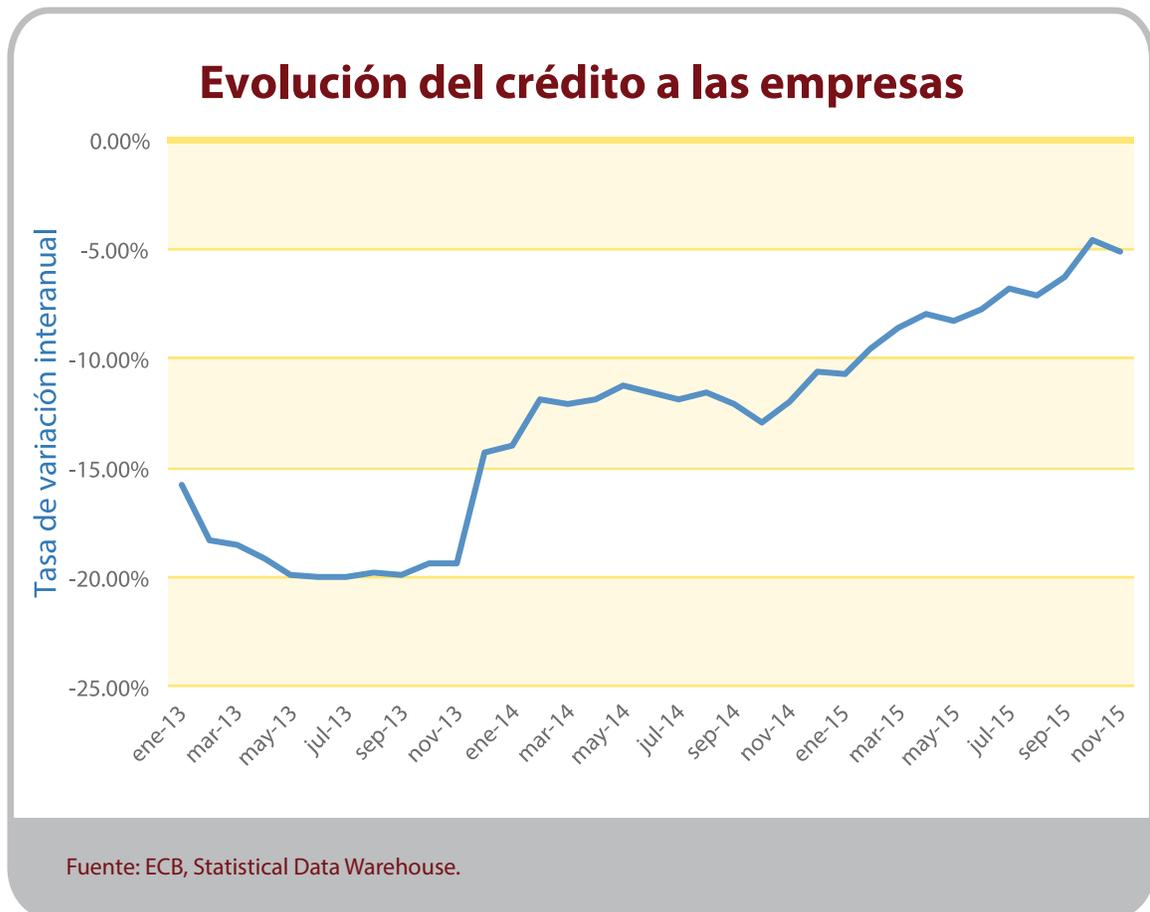


## 2. Crédito a las empresas

Aunque no con el ritmo esperado, el crédito a las empresas sigue reduciéndose a tasas interanuales cada vez menores.

Desde nuestro punto de vista, consideramos que hay indicios de que en los próximos trimestres el crédito a las empresas empezará a presentar tasas de crecimiento interanuales positivas.

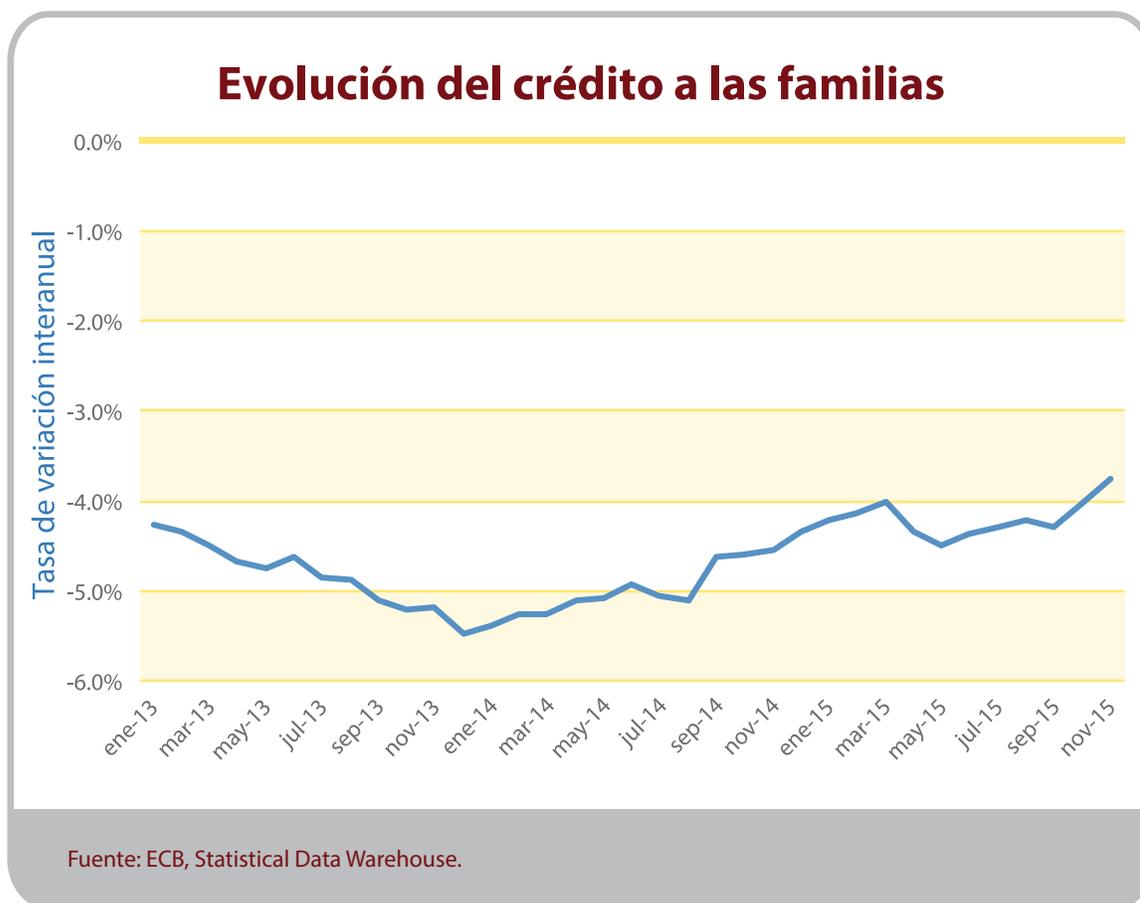
- Crecimiento anual del crédito a empresas (noviembre 2015): -5.06% (-11.92% noviembre 2014).



### 3. Crédito a las familias

Tal y como se mostraba en el anterior informe, el *stock* de crédito a las familias se encuentra todavía en fase de contracción. Pero los datos muestran que podemos estar en un punto de inflexión, si bien tardará en traducirse en tasas interanuales positivas. Así nos lo señala el crecimiento mensual positivo (+0.81%) del último mes de noviembre.

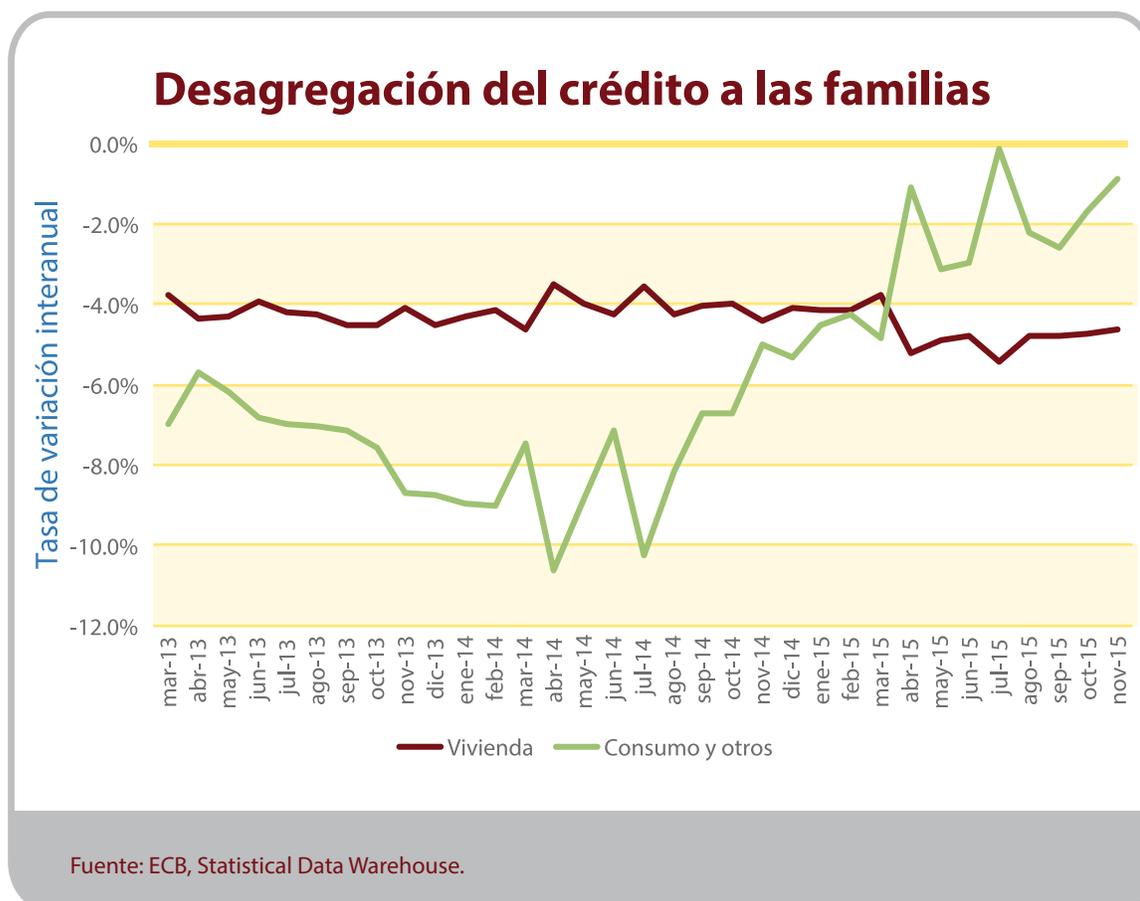
- Crecimiento anual del crédito a las familias (noviembre 2015): -3.76% (-4.54% noviembre 2014).



### a- Distribución del crédito a las familias

Los dos principales componentes del crédito a las familias siguen ampliando sus diferencias. Por un lado, el crédito al consumo se acerca repetidamente, aunque sin llegar a ellas, a tasas de crecimiento positivas, mientras los créditos y préstamos para vivienda no consiguen desmarcarse de la tendencia de los últimos años y siguen reduciéndose a tasas interanuales superiores al 4%.

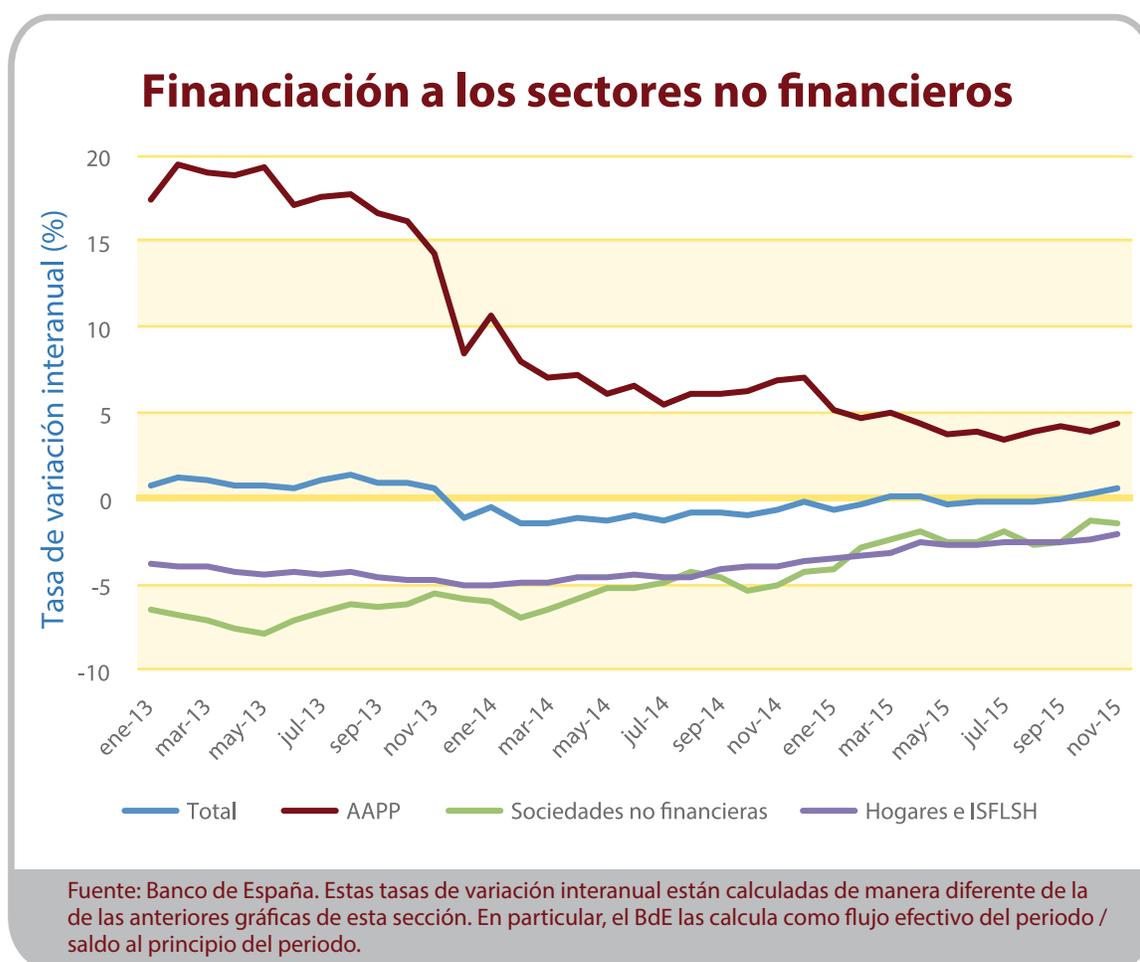
- Crecimiento anual del crédito al consumo y otros (noviembre 2015): -0.86% (-4.99% noviembre 2014).
- Crecimiento anual del crédito a la vivienda (noviembre 2015): -4.60% (-4.41% noviembre 2014).



#### 4. Tendencias en la extensión del crédito

Debe destacarse que la tasa de crecimiento interanual de la financiación total a sectores no financieros ha vuelto a entrar en positivo. Esta es la mayor desde noviembre del 2013 (+0.56% en noviembre del 2015).

Asimismo, nótese el repunte en la tasa interanual de la financiación al sector público, que ha sido del 4.4% en noviembre, frente al mínimo del 3.37% que marcó en julio.



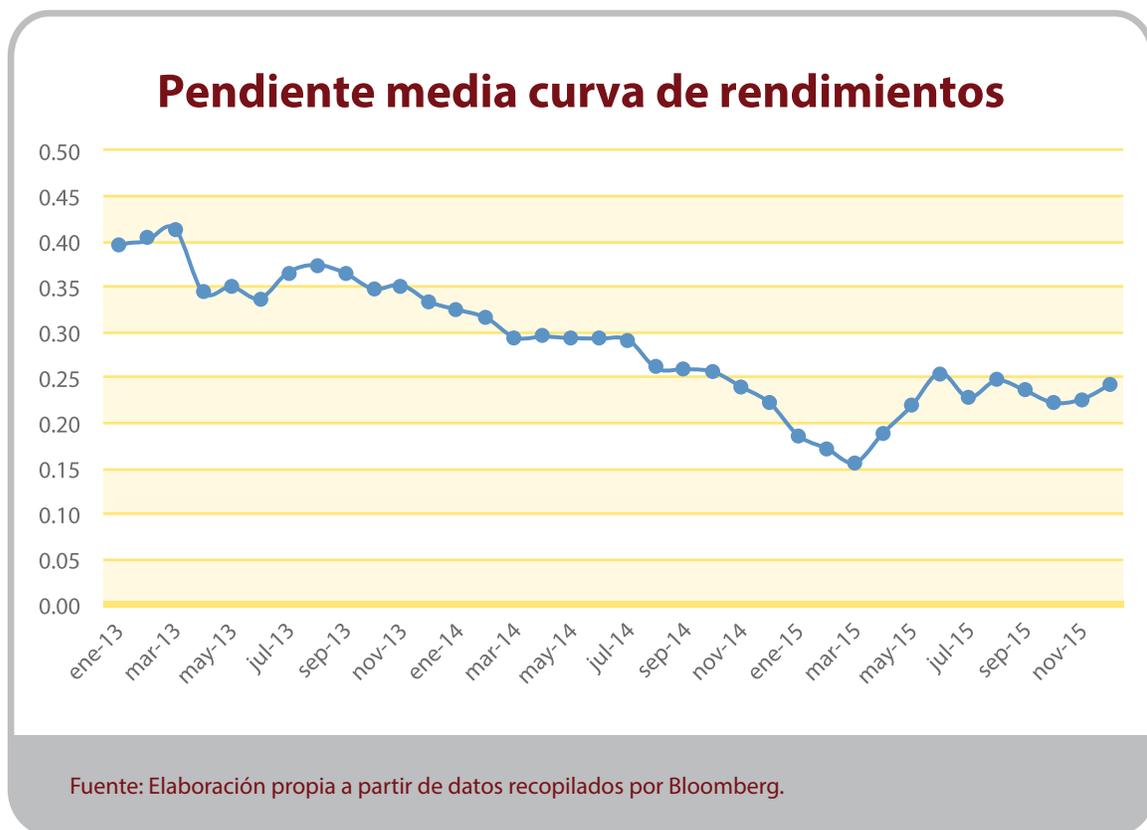
# Composición cualitativa del crédito

## 1. Indicadores del descalce de los plazos

Con estos indicadores se pretende medir la cuantía del descalce de los plazos, centrándose en la variación de la curva de los tipos de interés.

### a. Pendiente media de la curva de rendimientos

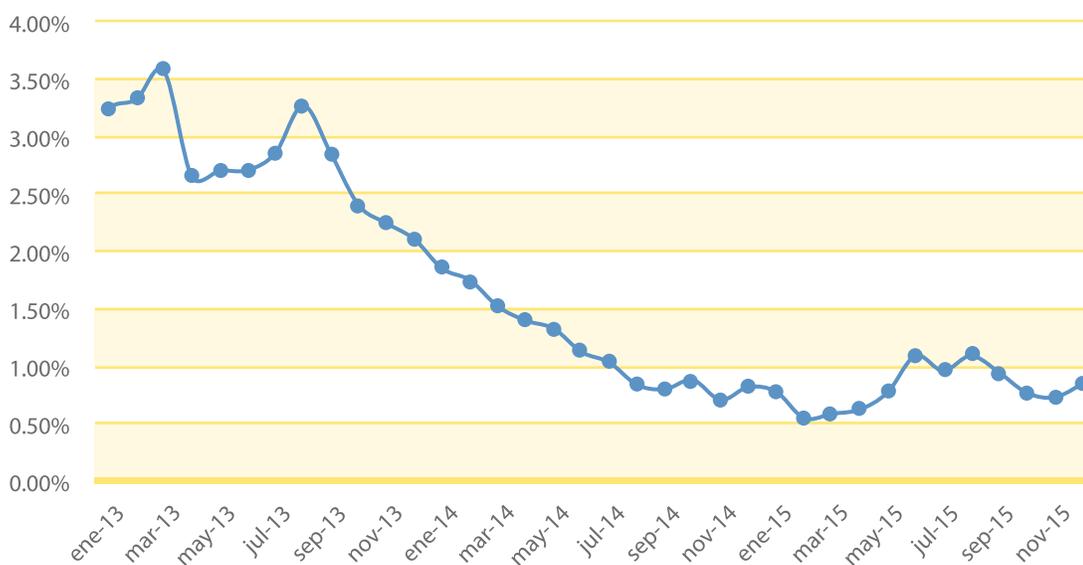
A partir del repunte iniciado en marzo, la pendiente de la curva de rendimientos se ha estabilizado en niveles del tercer trimestre del 2014. El importante aplanamiento que se produjo entre el verano del 2013 y el primer trimestre del 2015 ha dejado paso a cierta estabilidad en los últimos meses.



### b. *Spread* curva de rendimientos corto vs. largo plazo

El *spread* de la curva de rendimientos muestra un comportamiento parecido, pero no tan claro, al de la pendiente de la curva. Los descensos marcados por los tipos de interés en noviembre (llegando a estar a 3 meses al -0.23%) han dado un pequeño giro en diciembre, y la mayor subida de los tipos a cinco años ha hecho que se amplíe el *spread*.

#### **Spread curva de rendimientos corto vs. largo plazo**

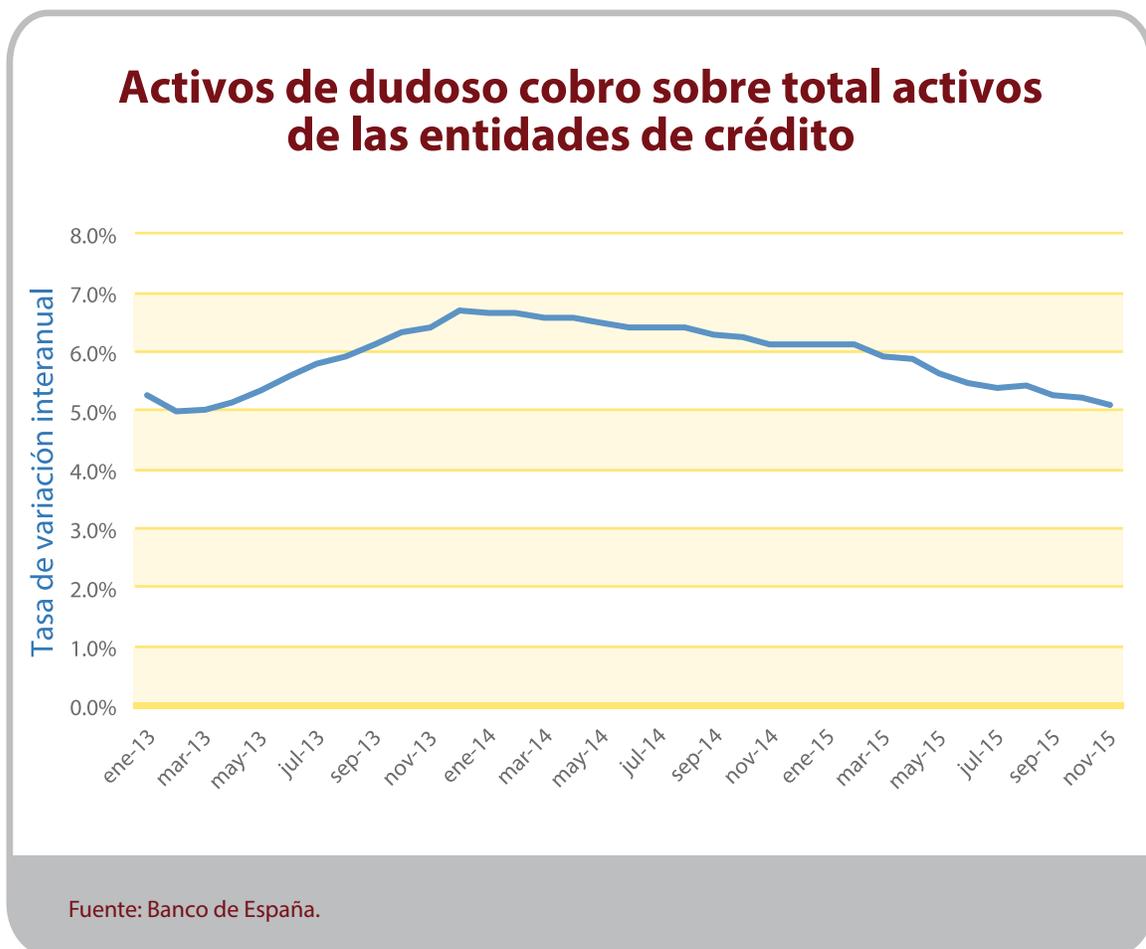


Fuente: Elaboración propia a partir de datos recopilados por Bloomberg.

## 2. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

Las entidades de crédito han tenido que afrontar grandes pérdidas y un deterioro de la calidad de los activos en sus balances. Uno de los elementos clave durante los últimos años ha sido la tasa de morosidad de la banca.

Este indicador es clave para tomarle el pulso a cualquier economía, ya que muestra de forma bastante exacta la solidez de los flujos de caja y los balances del sector privado no financiero. El principal problema es que esta tasa suele ser empujada a la baja, a partir de la aplicación de normas contables que permiten contabilizar como “activos vigentes” activos que deberían contabilizarse como “activos de dudoso cobro”.

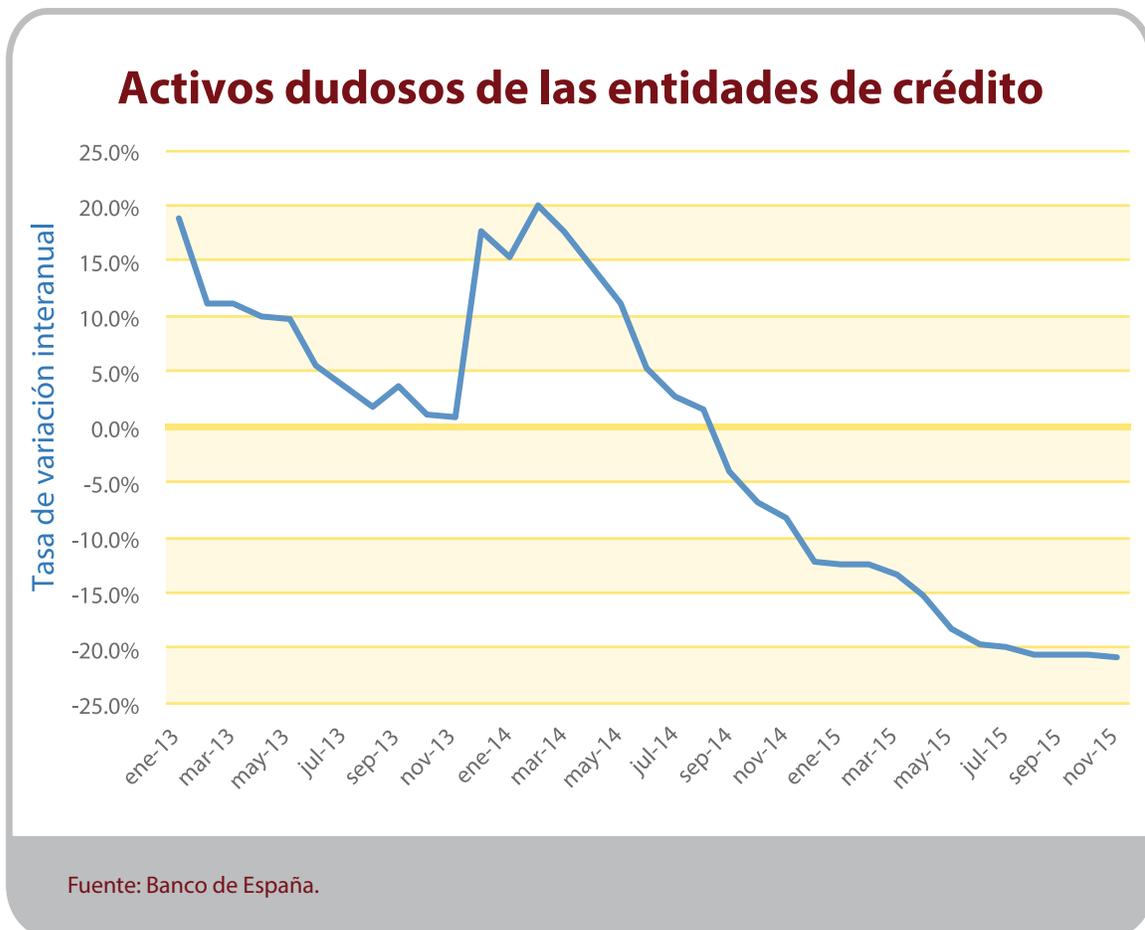


En lugar de usar la tasa de morosidad que mide qué porcentaje de los créditos se han convertido en dudosos, nos hemos decantado por medir qué impacto tienen esos activos sobre el total del balance del sector bancario. Esta ratio, en comparación con el nivel de capital del sector, nos acerca a la capacidad de maniobra del mismo.

La *common equity Tier 1 capital ratio* se situó en junio del 2015 en un 12.2% (fuente: European Banking Authority). En ese momento, el sector bancario entraría en una fase especialmente problemática (ejecución de garantías, renegociaciones de cuotas, ampliaciones de capital, etc.), si el 6.75% se deteriorasen y pasasen a contabilizarse como activos de dudoso cobro. (Ratio de capital CET1 – Tasa de activos dudosos sobre el total).

La evolución del total de los activos dudosos de las entidades de crédito muestra una tendencia muy esperanzadora para la evolución del crédito. El movimiento iniciado a principios del 2014 se ha confirmado durante el 2015, año en que los activos dudosos se han reducido más de lo que lo ha hecho el balance agregado de las entidades de crédito.

- Variación interanual de los activos dudosos de las entidades de crédito (noviembre 2015): -20.9% (-8.2% noviembre 2014).



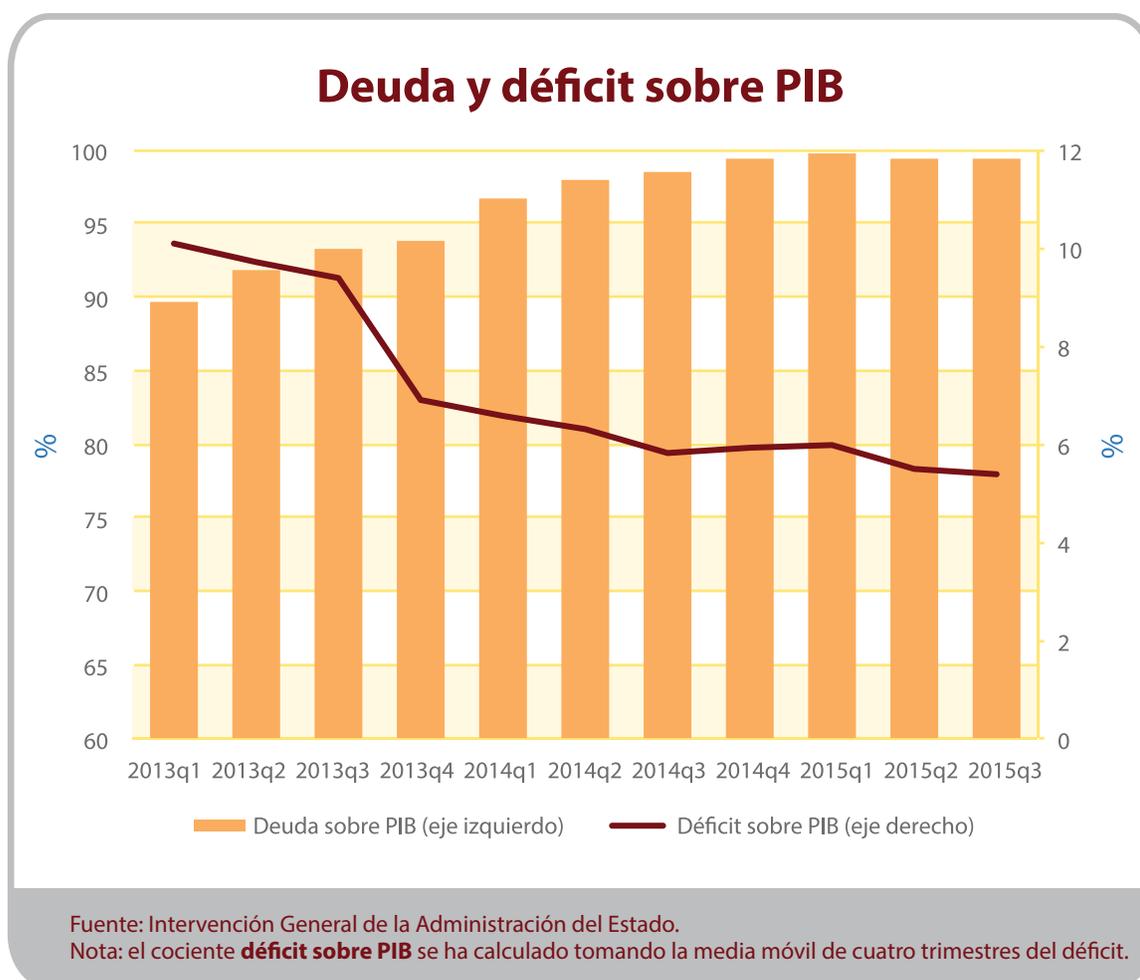
# Sector público

## 1. Déficit y deuda sobre PIB

Hasta el cierre del tercer trimestre del 2015, los ingresos de las Administraciones Públicas han experimentado un aumento superior al de los gastos respecto al mismo periodo del año pasado (3.3% frente a 1.6%).

El déficit, en términos anuales, se ha reducido hasta el 5.36% desde el 5.5% en el anterior trimestre.

- Déficit trimestral sobre PIB (3T 2015): 0.16% (0.27% 3T 2014).
- Déficit acumulado sobre PIB (enero-septiembre 2015): 3.12% (3.65% enero-septiembre 2014).
- Deuda sobre PIB (3T 2015): 99.3% (99.3% 2T 2015).



El gasto en intereses de la deuda sobre el total de ingresos públicos se ha reducido desde el 9% en el tercer trimestre del 2014 hasta el 8.15% en el mismo periodo del 2015.

Esta caída viene provocada por el descenso del coste de financiación. El tipo de interés medio total de la deuda en circulación del Estado sigue en descenso, pasando del 3.5%, en que cerró el 2014, al 3.17% en diciembre del 2015. Pero debe notarse que de noviembre a diciembre se ha producido el primer repunte mes a mes del tipo desde abril del 2013, y el mayor desde el 2012.

## **2. Tendencias del sector público**

El ritmo de reducción sigue siendo insuficiente. Suponiendo para el cierre del 2015 una tasa de crecimiento interanual de los ingresos y gastos idéntica al acumulado entre enero-septiembre, el déficit público cerraría el 2015 en el 5.15%. Una cifra que está muy lejos del compromiso del gobierno del 4.2%, e incluso por encima de la estimación de la Comisión Europea del 4.7%.

Para llegar al objetivo del 4.2%, un ejemplo de escenario hipotético sería que a cierre del 2015 los ingresos hubieran crecido al 4% anual (en lugar del 3.3% del acumulado hasta el tercer trimestre); y los gastos se hubieran mantenido congelados respecto al 2014 (en lugar de crecer al 1.6%, como lo hizo en el tercer trimestre).

Creemos que las hipótesis que llevan a un déficit en torno al 5% son más plausibles que las que llevan a cumplir el objetivo, dado que en el cuarto trimestre no se habría producido una aceleración apreciable en el crecimiento (y por tanto, de los ingresos), ni mucho menos un recorte del gasto público.

# Sector exterior

## 1. Balanza por cuenta corriente<sup>2</sup>

En los últimos meses de los que tenemos datos (hasta octubre) ha aumentado notablemente el superávit de la cuenta corriente. En el acumulado de enero a octubre del 2015, este casi ha triplicado el superávit del mismo periodo el año anterior (10,100 vs. 3,400 millones de euros).

Pero debe tenerse en cuenta que estos datos positivos se deben en buena parte al shock externo del desplome de los precios del petróleo, más que a los méritos del sector productivo español. Esto lo vemos en la reducción del déficit energético, pasando de 33,056 millones de euros, en el acumulado de enero-octubre del 2014 a 22,694 millones en el 2015. Por su parte, el saldo no energético registró en el mismo periodo del 2015 un superávit muy inferior al del año anterior (2,163 vs. 11,961 millones de euros).

Asimismo, la mejora en la cuenta corriente se ha producido no tanto por el aumento en el saldo positivo de la balanza de bienes y servicios, sino por el menor saldo negativo en la balanza de rentas.

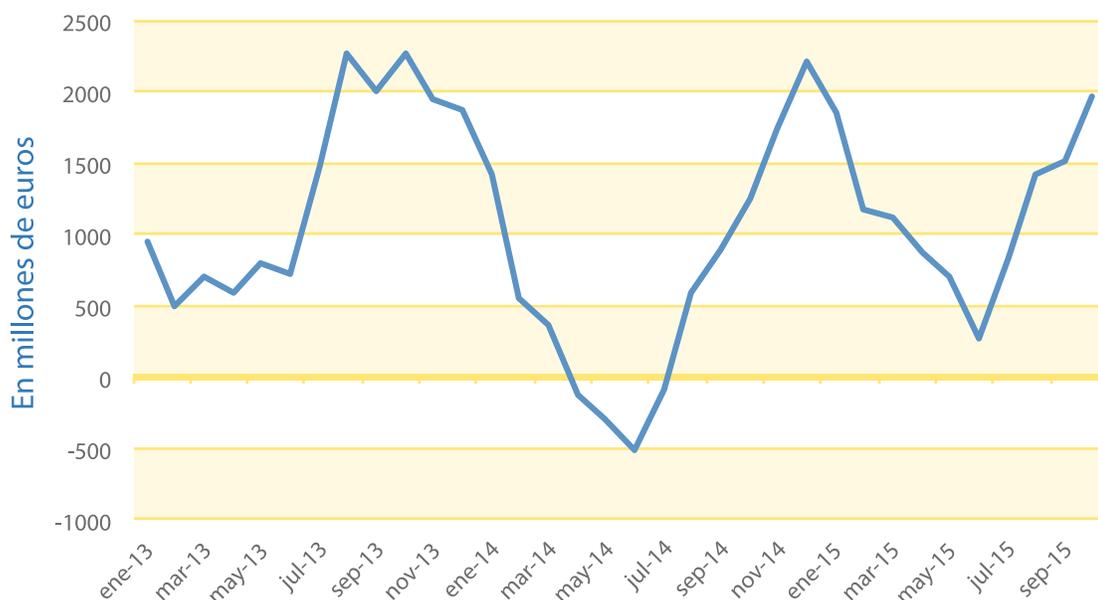
En la subbalanza de servicios hay que destacar el comportamiento del turismo, su principal partida. El menor saldo superavitario del turismo en el tercer trimestre del 2015 frente al del 2014 (-1.4% en tasa anual) es consecuencia de un aumento significativo del gasto de los españoles en sus viajes al extranjero (16.8%), frente a un aumento de los ingresos del 3.1%.

- Saldo de la cuenta corriente sobre el PIB (3T 2015): 2.3% (2% 3T 2014; 1.1% 2T 2015).
- Saldo de la cuenta corriente en los últimos 12 meses (en octubre del 2015): 16,961 millones de euros o 1.6% PIB (6,782 millones de euros o 0.65% PIB, en octubre del 2014).

---

<sup>2</sup> Buena parte de los datos de esta sección, que no tienen como fuente la Balanza de Pagos del Banco de España, provienen del Informe Mensual de Comercio Exterior de octubre del 2015, elaborado por la Secretaría de Estado de Comercio. [http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2015/151221\\_Informe\\_COMEX\\_Octubre\\_2015.pdf](http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/prensa/ficheros/noticias/2015/151221_Informe_COMEX_Octubre_2015.pdf)

## Saldo de la cuenta corriente



Fuente: Banco de España. Los datos son una media móvil de seis meses.

Los datos sobre las exportaciones del acumulado de enero a octubre del 2015 por destino geográfico revelan el dinamismo de los mercados europeos y estadounidense, frente a los problemas en algunas economías emergentes o de Japón. Mientras las exportaciones a la UE crecieron en casi un 6% interanual (representaron el 65% del total; 50.5% en el caso de la eurozona), las destinadas a fuera de la UE apenas aumentaron un 0.2% interanual.

En términos de contribución a la tasa de variación anual de las exportaciones totales (+3.8%), el lastre de Rusia ha sido mayor que el de Brasil<sup>3</sup>, pese a lo que podría parecer si se extrapolara la exposición de *blue chips* del IBEX 35 a la economía española en su conjunto. Así, tan solo el 1.1% de las exportaciones totales españolas tuvieron a Brasil como destino (aun superior al 0.7% de Rusia), lo que ha evitado que la caída en términos anuales de más del 11% tuviera mayor impacto.

En contraste, el primer valor del IBEX 35, Santander (con un 13.5% de peso en el índice al 31 de diciembre del 2015) tiene a Brasil como su segundo mercado más importante en términos de beneficio atribuido ordinario, con el 19% del total, solo

<sup>3</sup> En cambio, las exportaciones a América Latina en su conjunto tuvieron una contribución positiva de 0.5 pp. (y una tasa de crecimiento del 8.3% anual), con México como principal motor.

por detrás de Reino Unido (22%). En el caso de Telefónica (tercer valor, con el 10.5% de peso en el índice), Brasil representa alrededor del 24% del importe neto de la cifra de negocios y los beneficios del grupo<sup>4</sup>.

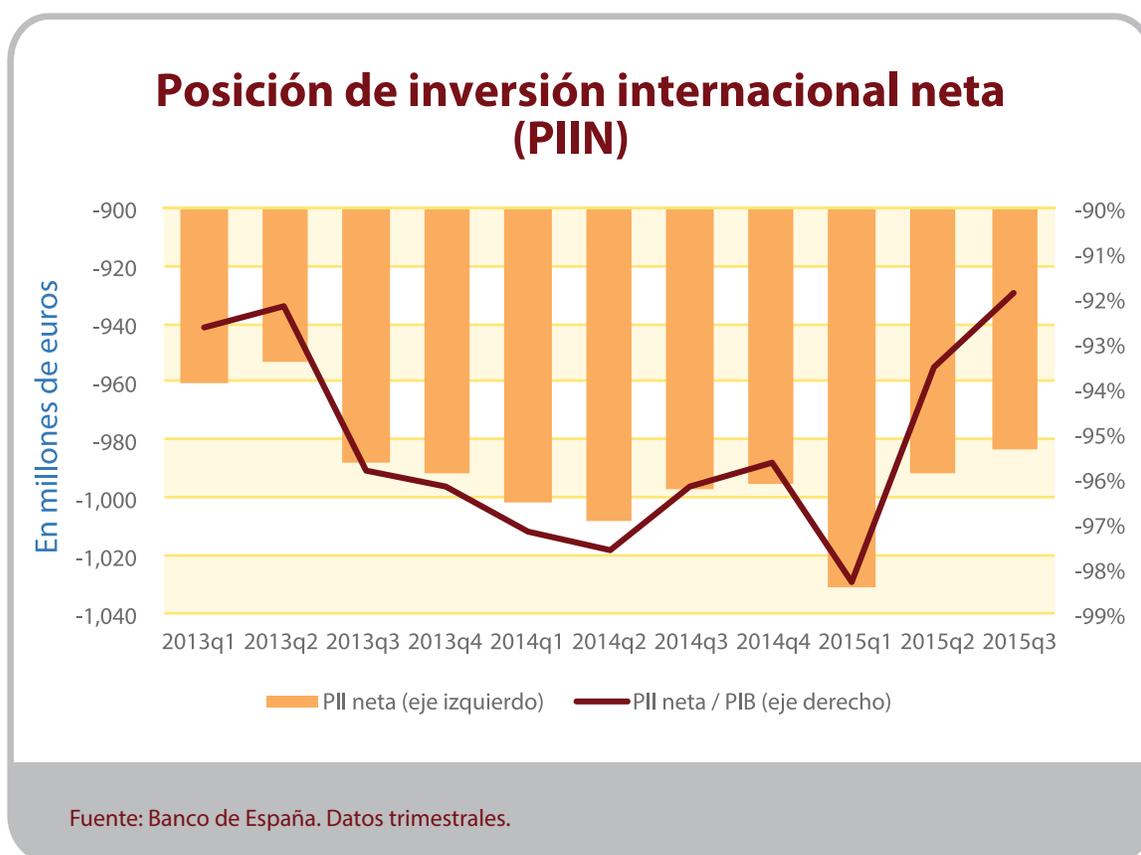
Por su parte, las exportaciones españolas a China representaron el 1.8% del total, creciendo un 7.5% al año, pese a la tan cacareada desaceleración.

## 2. Posición financiera internacional

En el tercer trimestre del 2015 se ha reducido levemente la posición deudora de la economía española respecto al exterior, en relación con el anterior trimestre. Esto se ha producido debido al menor saldo deudor en la categoría de inversión de cartera, solo en parte compensado por el mayor saldo negativo de la posición neta en inversión directa.

Pese a la reducción de los dos últimos trimestres, la magnitud de este indicador nos muestra la fragilidad de la economía española ante nuevos episodios de inestabilidad financiera internacional.

- Posición financiera internacional neta/PIB (3T 2015): -91.92% (-93.55% 2T 2015).



<sup>4</sup> Datos referidos al acumulado de los nueve primeros meses del 2015, tomados de los resultados financieros del tercer trimestre de ambas compañías.

En el último año, hasta el tercer trimestre del 2015, la deuda externa bruta aumentó en cerca de 80,000 millones de euros (del 167.09% al 169.25% sobre el PIB). Principalmente por las Administraciones Públicas, que incrementaron la deuda en casi 74,500 millones, en su mayor parte en títulos de deuda a largo plazo. El Banco de España también contribuyó, con un aumento de algo más de 30,000 millones en concepto de depósitos a corto plazo. El resto de sectores, en cambio, disminuyeron su deuda externa bruta en el mismo periodo.

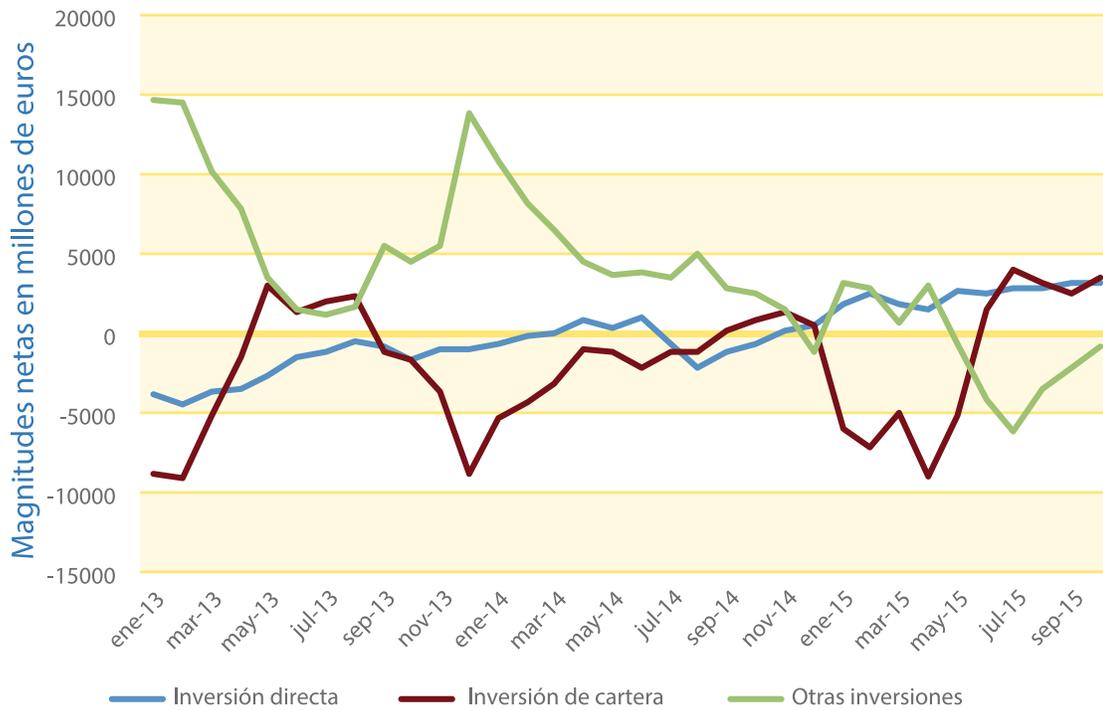
### **3. Balanza financiera**

El reverso de la capacidad de financiación generada por las operaciones no financieras de la economía española (aproximada por el saldo agregado de las cuentas corriente y de capital) fue el de una cuenta financiera positiva (variación neta de activos > variación neta de pasivos).

En concreto, el saldo registró un aumento de los activos netos frente al exterior (salida de fondos de España para financiar operaciones en el exterior) de 10,100 millones de euros en el tercer trimestre del 2015, muy superior a los 1,870 millones del tercer trimestre del año anterior.

Estas salidas netas de la cuenta financiera fueron causadas principalmente por las operaciones en inversión de cartera (5,880 millones de euros, incluido Banco de España) y en inversión directa (4,100).

## Balanza financiera desagregada



Fuente: Banco de España. Los datos son medias móviles en seis meses.  
 Nota: 'Otras inversiones' incluye principalmente préstamos, repos y depósitos.

En los datos del acumulado de los nueve primeros meses del 2015, destacamos las fuertes entradas netas de inversión de cartera dirigidas a financiar a las Administraciones Públicas. Por otra parte, se han reducido notablemente las entradas netas en concepto de inversión extranjera directa, tras dos años de muy buenas y crecientes cifras. La incertidumbre política ha podido ser un factor relevante tras este hecho.

Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.