

Por el contrario, el impuesto sobre sociedades volvió a registrar tasas negativas (-10,4%), incluso superiores a las del año anterior. En este caso, las devoluciones a las empresas fueron sensiblemente mayores que las de 2014. Como resultado de ambas evoluciones contrapuestas, el conjunto de los impuestos directos obtuvo una variación del 1,6%, que no es muy diferente a las conseguidas en los ejercicios anteriores.

Por su parte, la recaudación por IVA encadenó su tercer año consecutivo de crecimiento, pero a un ritmo muy inferior al de 2014, a pesar de la fortaleza con la que aumentó el consumo de las familias. En concreto, pasó de un 13,2% a un modesto 2,5%. Parte de esa moderación en la recaudación se justifica por el fuerte abaratamiento de los precios del petróleo, que tuvo una incidencia importante en la recaudación de este impuesto.

Finalmente, la recaudación por impuestos especiales de fabricación creció un 0,9%, precisamente el mismo crecimiento que registró durante 2014. A este incremento sólo contribuyeron los hidrocarburos, que se beneficiaron de la tendencia positiva del consumo de gasolinas y gasóleos. El resto de productos, entre los que cabe destacar por su mayor peso recaudatorio el impuesto especial sobre labores del tabaco y el que grava el consumo de electricidad, registraron tasas negativas. En el caso del primero, la elevación de los tipos impositivos redujo la recaudación, mientras que en el segundo, fue consecuencia del aumento de las exenciones. Con todo ello, el conjunto de los impuestos indirectos incrementó su recaudación un 2,1%, un porcentaje que se encuentra sensiblemente por debajo de las tasas alcanzadas en los dos periodos anteriores.

Sector Financiero

En 2015 aumentó moderadamente la tensión en los mercados financieros internacionales. La creciente disparidad de las políticas monetarias de los principales bancos centrales; la debilidad de algunas economías emergentes; la caída de los precios de las materias primas; las negociaciones con Grecia en la zona del euro y los episodios de tensión geopolítica contribuyeron a generar incertidumbre. No obstante, el sistema financiero internacional siguió apoyándose en la liquidez existente y confió en el poder de los bancos centrales y las políticas monetarias para encarrilar las economías.

En concreto, el Banco Central Europeo (BCE), como respuesta a la debilidad del crecimiento económico y al riesgo de deflación del área, mantuvo su tipo de interés de referencia en el 0,05% e intensificó su tono expansivo por medio de medidas no convencionales. Así, en enero puso en marcha un programa de expansión cuantitativa (QE), que supuso una importante inyección de liquidez en el mercado (60.000 millones de euros durante 19 meses, que posteriormente, en diciembre amplió en seis meses más) con la que se pretendía impulsar la recuperación del crédito en la economía real. El objetivo es que con la compra de bonos a gran escala, sus rentabilidades, ya bajas en ese momento, descendiesen aún más y disminuiría el incentivo para los inversores, que podrían plantearse dirigir su dinero hacia otras inversiones más rentables. Como consecuencia de la intervención del Banco Central Europeo (BCE), más de la mitad de los 19 países de la moneda única pudieron emitir deuda con vencimiento hasta dos años con tipos de interés negativos.

TIPOS DE INTERVENCIÓN

	99-02	03-06	07-10	2011	2012	2013	2014	2015
Banco Central Europeo	3,40	2,40	2,10	1,0	0,75	0,25	0,05	0,05
Reserva Federal	3,75	3,18	1,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Banco de Japón	0,30	0,20	0,30	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Banco de Inglaterra	4,90	4,50	2,10	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Banco Popular de China	---	---	6,1	6,56	6,00	6,00	5,60	4,35
Banco de la India	---	6,63	6,30	8,50	8,00	7,75	8,00	6,75
Banco Central de Brasil	---	16,4	11,25	11,00	7,25	10,00	11,75	14,25

Fuente: Banco Central Europeo (BCE), Agencia Reuters y Banco de España.

La Reserva Federal, a la vista de los datos económicos que mostraban que el crecimiento y el empleo de Estados Unidos eran suficientemente robustos, y que el riesgo de la baja inflación era solo transitorio, decidió en su reunión de diciembre subir un cuarto de punto su tipo de referencia, hasta un rango entre el 0,25% y el 0,50%. La etapa de compras de activos financieros finalizó ya en 2014, pero la economía estadounidense llevaba desde 2008 con el precio del dinero casi en cero. Con este incremento, la Fed puso fin a una era de estímulos monetarios sin precedentes. El Banco de Japón, por su parte, con la intención de lograr una inflación interanual estable del orden del 2,0%, mantuvo intacta su política monetaria ultraexpansiva y los tipos de interés en el 0,0%. A la vista de la baja evolución del IPC (0,8%),

en enero de 2016 el Banco de Japón redujo su tipo de intervención hasta el -0,1%, el primer movimiento de los tipos de interés desde octubre de 2010. El Banco de Inglaterra, por último, evitó cualquier cambio en su política monetaria y mantuvo los tipos de referencia en el 0,5%, y su programa de compra de deuda en 375.000 millones de libras.

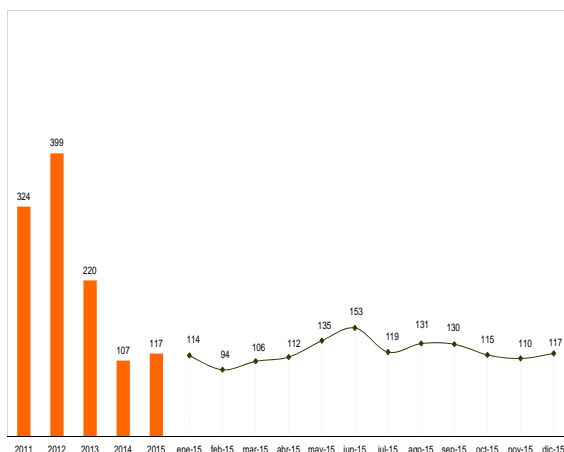
Entre los países emergentes las actuaciones de los bancos centrales también fueron muy heterogéneas. En concreto, el Banco Popular de China realizó seis recortes de su tipo de intervención y aprobó varias reducciones del coeficiente de caja para dinamizar la economía del país. En India y Brasil fueron las presiones inflacionistas, o la falta de ellas, las que condicionaron la actividad de sus bancos centrales. En concreto, mientras que en la India la contención de la inflación permitió que se produjeran cuatro reducciones de su tipo de referencia (del 8,0% al 6,75%), en Brasil, la fuerte escalada de los precios forzó al gobierno a incrementar la tasa de referencia del país hasta el 14,25%, su mayor nivel en 9 años.

En junio de 2015, ante la incertidumbre económica generada por la paralización de los acuerdos de negociación para un nuevo programa de rescate del país heleno, se temió que Grecia pudiera abandonar el euro (Grexit). En julio, tras presentar el gobierno griego una nueva batería de reformas y de recortes mucho más exigentes, el Eurogrupo dio el visto bueno al tercer rescate. No obstante, la falta de acuerdo del principio y el miedo a un posible Grexit tensó los mercados de deuda y, ante el temor de los inversores a un posible contagio, las primas de riesgo de los países de la periferia europea crecieron. De hecho, en España, el riesgo país pasó de caer por debajo de 90 puntos básicos en marzo a superar los 160 en algunos momentos del mes de julio, lo que supuso que el tipo de interés de los bonos a 10 años pasase de niveles históricamente bajos (1,14%), a repuntar hasta el 2,42%, máximo desde agosto de 2014.

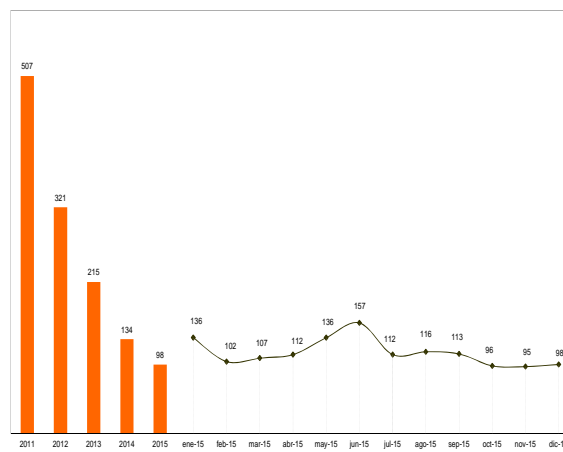
El mismo movimiento se produjo en el resto de la deuda europea, con mayor o menor intensidad. Incluso en la que no estaba vinculada al programa del BCE. De hecho, el bono británico a 10 años pasó del 1,5% del mes de marzo a superar con claridad los dos puntos porcentuales. Tras la firma del acuerdo, el riesgo país volvió a reducirse, y en la mayoría de países, se situó por debajo de los niveles cotizados a principios de 2015. España fue la excepción. La ausencia de Gobierno por un lado y la posición secesionista catalana por el otro no acabaron de convencer a los inversores, y perjudicó el nivel de reducción de la prima de riesgo

Diferencial con el *Bund* alemán
Puntos básicos

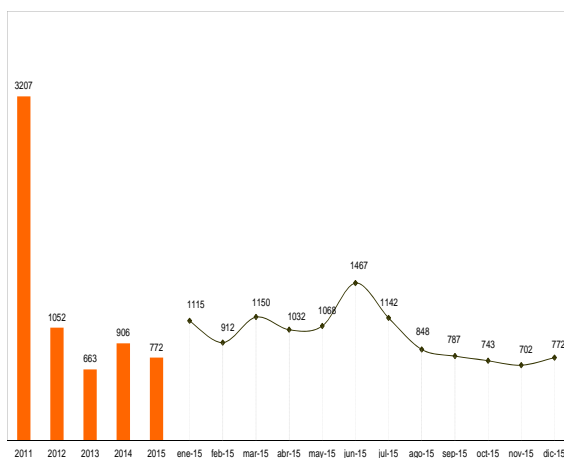
España



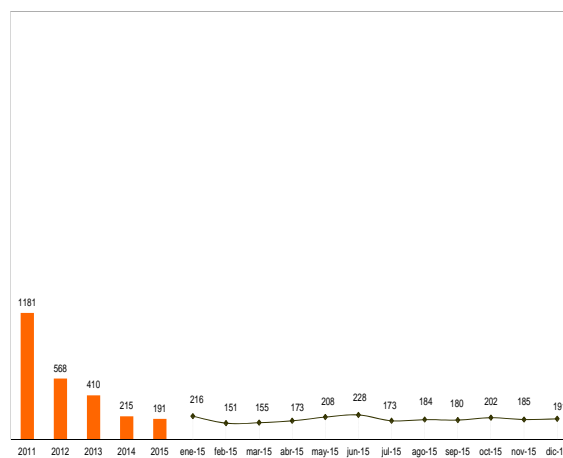
Italia



Grecia



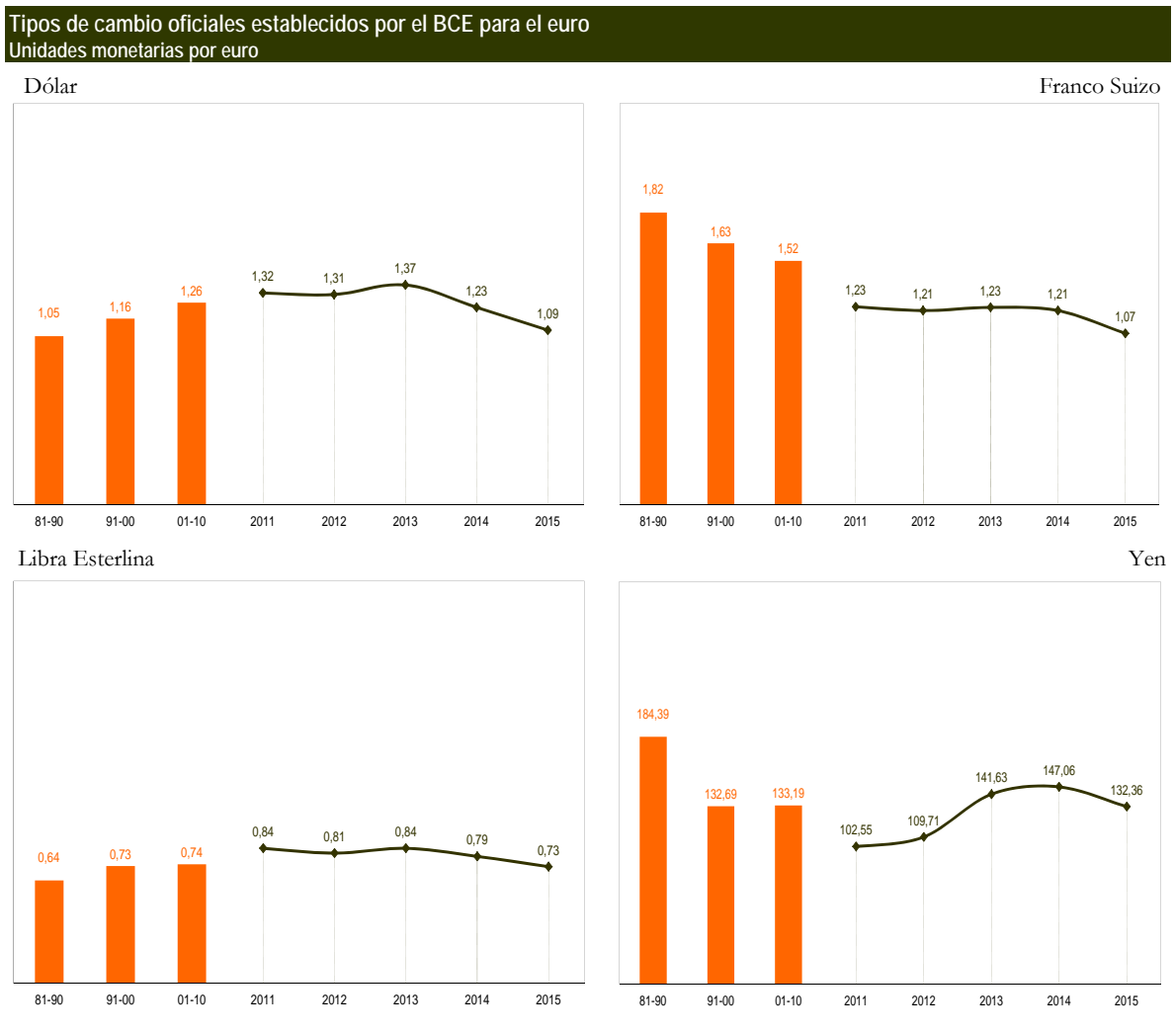
Portugal



Fuente: Banco de España.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de los 38 principales socios comerciales, se depreció más de un 3,0% en términos interanuales. La moneda única comenzó el año con una considerable pérdida de valor, tendencia que estabilizó en el segundo trimestre del año, aunque registró episodios ocasionales de volatilidad relacionados con la crisis griega. En los meses de verano, la mayor aversión al riesgo derivada de la incertidumbre relacionada con la falta de ritmo de los países emergentes supuso una nueva apreciación del euro, que no logró consolidarse, ya que volvió a depreciarse a finales de

año ante la mayor divergencia en la orientación de la política monetaria del otro lado del Atlántico, derivada de la subida de tipos de la Fed. Como resultado de todos estos movimientos, el euro se debilitó notablemente frente al dólar (-11%), la libra esterlina (-5,9%) y el yen japonés (-10,3%). Incluso frente al franco suizo, una vez abandonado por parte del Banco Nacional de Suiza el tope máximo impuesto a su moneda de 1,20 francos por euro.

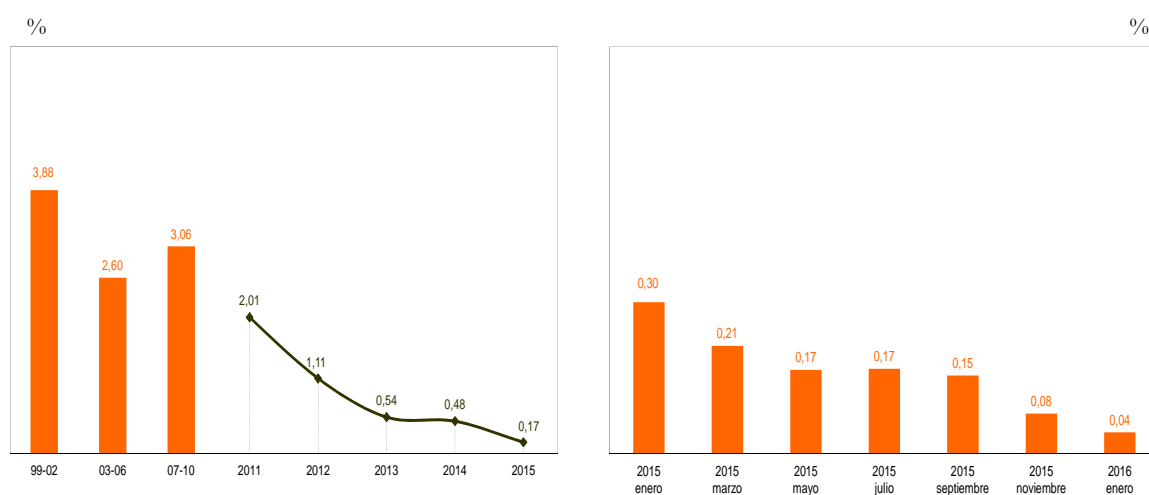


Fuente: Banco de España.

La Bolsa española, tras dos años consecutivos al alza, se desmarcó del resto de mercados, que terminaron 2015 con caídas menores a la del Ibex o, en muchos casos, con subidas. Así, las bolsas europeas obtuvieron en 2015 rentabilidades mayoritariamente positivas, impulsadas en gran parte por la política monetaria expansiva del BCE. Destacaron las revalorizaciones de las bolsas de Irlanda (33,5%), Italia (12,6%) y Portugal (18,6%). En terreno negativo se situaron los parques de Suiza (-1,8%), Reino Unido (-4,9%), Grecia (-23,6%), tras permanecer cerrado en los meses de verano, y España (-7,2%). En concreto, el Ibex 35 despidió 2015 con el peor balance desde 2011, cuando acumuló pérdidas del 13,1%, y es que las cotizaciones de las mayores empresas españolas vivieron un año que fue de más a menos debido a las incertidumbres económicas y las tensiones geopolíticas.

En EE UU, tras seis años de subidas continuadas en el que fue el mayor periodo alcista desde la II Guerra Mundial, los mercados estadounidenses acusaron el cambio de sesgo de la política monetaria y el menor pulso de la economía mundial, con lo que sus principales índices cerraron 2015 con rentabilidades ligeramente negativas. En concreto, el índice S&P 500 cayó un 0,7%, mientras que el Dow Jones lo hizo un 2,2%. Por el contrario, el Nasdaq 100, de mercado componente tecnológico se incrementó un 8,4%, lo que le devuelve a sus niveles máximos alcanzados en los momentos previos al estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000.

Evolución del Euribor a 1 año



Fuente: Asociación Hipotecaria Española.

El tono expansivo mantenido por el BCE a lo largo de 2015 se trasladó al mercado interbancario, que volvió a reducir los tipos de interés. Concretamente, el Euribor a un año cerró 2015 con un recorte del 80%, la mayor caída de la última década. El índice comenzó 2015 en el 0,298% y fue cayendo hasta el 0,059%. Si bien el balance general arroja una importante caída del tipo de interés a lo largo de 2015, el Euribor experimentó leves repuntes en los meses de agosto, por las dudas sobre el crecimiento de China y la depreciación del yuan, y diciembre.

En 2015, el incremento de la confianza de los consumidores, el descenso general de los tipos de interés y la mejora de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda desbloquearon el ahorro acumulado por los vascos e incrementaron sus solicitudes de financiación. Por otro lado, el aumento de las existencias y del capital circulante, la relajación de los criterios de concesión de préstamos y, en menor medida, el crecimiento de las inversiones en capital fijo animaron a las empresas a demandar crédito. Este incremento de solicitudes de crédito, el aumento de la competencia entre entidades, la mejora de las expectativas sobre la actividad económica y la mayor solvencia de ciertos sectores y empresas impulsaron la concesión de crédito privado.

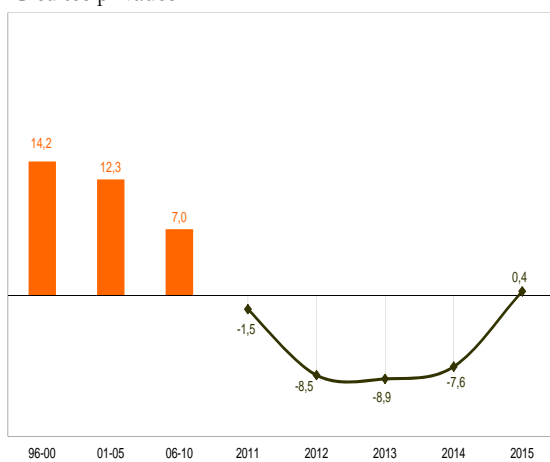
Como resultado, los créditos al sector privado crecieron un 0,4%, y obtuvieron el primer avance positivo desde 2010. Esta tasa supuso que el apalancamiento del sector privado se cifrase en 63.400,3 millones de euros. Pese a esta mejora, la evolución del crédito privado se mantiene lejos de los crecimientos a dos dígitos registrados antes de la crisis económica, reflejo, en parte, de la situación económica, pese a su mejora, y del saneamiento de los balances bancarios.

El año 2015 será recordado por los ahorradores por haber continuado la tendencia de su antecesor, con un lento pero imparable descenso de la rentabilidad de los productos de ahorro. Con el tipo de interés del BCE congelado desde septiembre de 2014 en un 0,05 % (el mínimo jamás alcanzado), una facilidad de depósito negativa (-0,20%) y una limitación de los extratipos por parte del Banco de España, era de esperar que los depósitos a plazo volviesen a contraerse. En concreto, en 2015 cayeron un 12,0%, lo que supone que el total acumulado destinado a los depósitos privados a plazo ascendiera a algo más de 30.000 millones de euros, dato que supone la vuelta a los niveles contabilizados en el primer semestre de 2007. Ante la falta de atractivo de los depósitos a plazo, las entidades financieras impulsaron las cuentas remuneradas, que permiten una mayor disponibilidad del dinero a unas condiciones similares a las ofrecidas por el plazo. Como consecuencia de todo ello, los depósitos a la vista y de ahorro

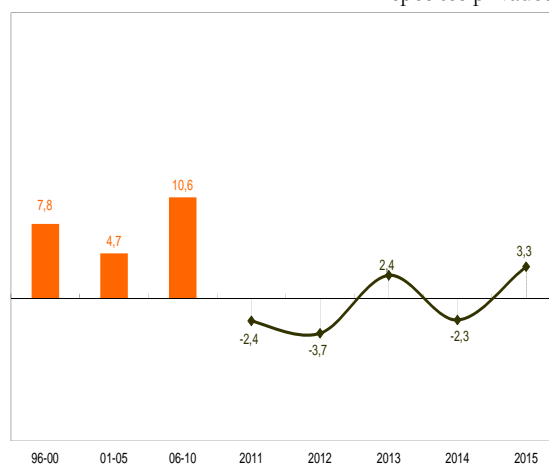
crecieron con fuerza, compensando la contracción de los depósitos a plazo y arrojando un balance positivo de los depósitos privados en su conjunto, del 3,3%.

Evolución de los créditos y los depósitos Tasas de variación interanual

Créditos privados



Depósitos privados



Fuente: Banco de España.