

En el segundo trimestre de 2014, la recuperación de la economía española continuó afianzándose de manera gradual, en un entorno en el que prosiguió la normalización de las condiciones financieras y la mejoría del empleo y de la confianza. Según la información disponible, se estima que el PIB aumentó un 0,5 % en tasa intertrimestral (frente a un 0,4 % del período enero-marzo). Tras cuatro trimestres consecutivos de avance intertrimestral del producto, la tasa de variación interanual del PIB se habría situado en el 1,1 % (0,5 % en el trimestre precedente). Según estas estimaciones, la recuperación de la actividad en el período reciente habría adquirido un ritmo algo más elevado que el previsto en el «Informe de proyecciones» que publicó el Banco de España el pasado mes de marzo, lo que, unido a la renovación de los supuestos, ha llevado a revisar ligeramente al alza las tasas de crecimiento del PIB previstas para 2014 y 2015. Como se explica en el recuadro 1 de este «Informe trimestral», la actualización de dichas proyecciones apunta a unas tasas de crecimiento del PIB del 1,3 % en 2014 y del 2 % en 2015, una y tres décimas más altas que las proyectadas anteriormente.

Los componentes privados del gasto interno —consumo e inversión empresarial, básicamente— fueron el principal soporte del PIB en el segundo trimestre, prolongando una pauta que se mantiene desde que se iniciara la recuperación a mediados del pasado año, caracterizada por el progresivo fortalecimiento de la demanda interna, que habría crecido en el período abril-junio a una tasa intertrimestral del 0,3 %. A su vez, la aportación de la demanda exterior neta volvió a ser positiva [0,2 puntos porcentuales (pp)], como resultado de la recuperación de las exportaciones en el segundo trimestre, tras el descenso del primero, y de una cierta inflexión de las importaciones respecto a los registros del período enero-marzo, si bien este componente del gasto está sujeto a una mayor variabilidad entre trimestres. Desde la óptica de la oferta, el rasgo más destacado fue el favorable comportamiento del empleo, estimándose un aumento de la ocupación en términos netos, por tercer trimestre consecutivo, que supondría el retorno a una tasa interanual positiva, próxima al 0,4 %, por primera vez en los últimos seis años. Esta evolución del producto y del empleo se habría traducido en un ligero descenso adicional de la tasa de avance de la productividad aparente del trabajo (hasta un 0,7 % interanual), tras los elevados crecimientos registrados desde el inicio de la crisis.

La inflación, medida por la tasa de variación interanual del IPC, repuntó levemente al inicio del trimestre, influida por la mayor contribución del componente energético y, en menor medida, por el efecto de la Semana Santa sobre los precios de los servicios, que este año tuvo lugar en abril. Descontando estos efectos, de magnitud acotada, los precios mostraron en junio un incremento prácticamente nulo (del 0,1 %) en términos del índice general —al igual que el IPSEBENE (0 % en mayo y junio)—, y podrían experimentar alguna desaceleración adicional de carácter transitorio en los meses de verano. El diferencial de inflación con la UEM siguió siendo negativo en junio (en una cuantía de cinco décimas), situación en la que se espera permanezca en lo que resta de ejercicio.

Una vez cancelados los numerosos efectos transitorios que han incidido sobre el perfil de la inflación desde el último trimestre de 2012, la evolución de los precios de consumo en el período más reciente confirma que el entorno de baja inflación tiene causas de naturaleza más duradera, entre las que cabe destacar la trayectoria descendente de los costes laborales por unidad de producto y el exceso de capacidad de la economía en su conjunto,

	2012	2013	2013				2014	
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional								
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria								
Producto interior bruto	-1,6	-1,2	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,5
Consumo privado	-2,8	-2,1	-0,4	0,1	0,5	0,5	0,4	0,4
Formación bruta de capital	-6,9	-5,2	-1,3	-2,1	0,5	0,9	-0,6	1,3
Demanda interna	-4,1	-2,7	-0,3	-0,6	0,5	-0,3	1,0	0,3
Exportaciones	2,1	4,9	-4,5	7,0	0,6	0,8	-0,4	1,7
Importaciones	-5,7	0,4	-4,6	6,1	2,1	-0,6	1,5	1,3
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,5	1,5	0,0	0,4	-0,5	0,5	-0,6	0,2
Tasas de variación interanual								
PIB	-1,6	-1,2	-1,9	-1,6	-1,1	-0,2	0,5	1,1
Empleo	-4,8	-3,4	-4,7	-4,0	-3,3	-1,6	-0,3	0,4
Deflactor del PIB	0,0	0,6	1,2	0,7	0,4	0,2	-0,6	-0,2
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IPC	2,4	1,4	2,4	2,1	0,3	0,3	-0,1	0,1
IPSEBENE	1,6	1,4	2,3	2,0	0,8	0,2	0,0	0,0
IAPC	2,4	1,5	2,6	2,2	0,5	0,3	-0,2	0,0
Diferencial del IAPC frente al área del euro	-0,1	0,2	0,9	0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

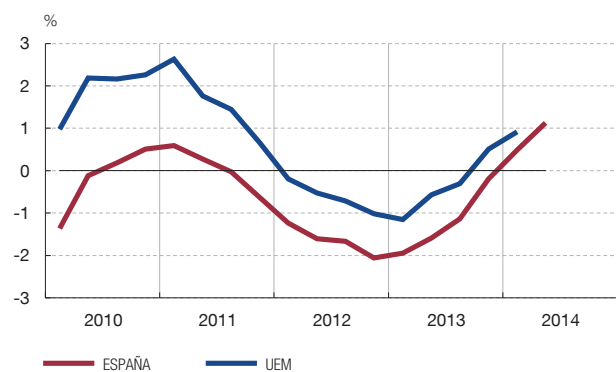
a Información disponible hasta el día 16 de julio de 2014.

b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

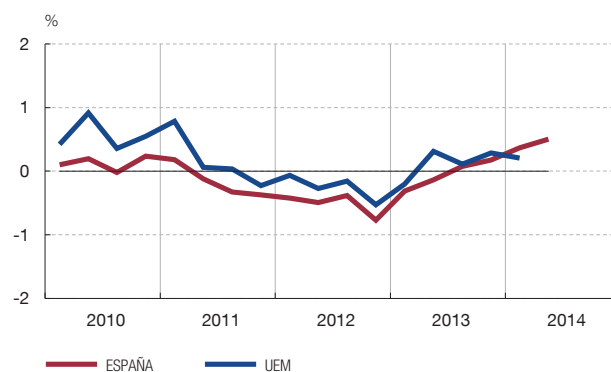
PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)

GRÁFICO 1

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL

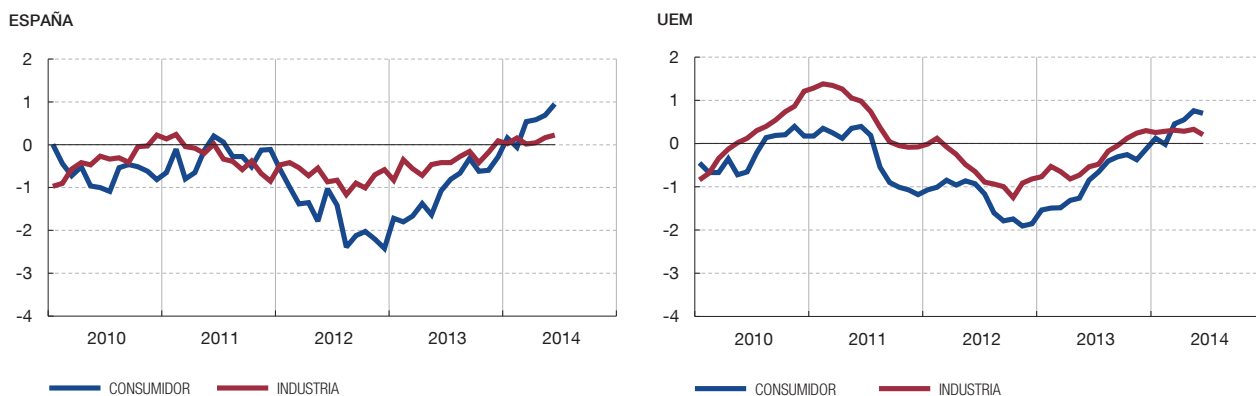


FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

a lo que se suma el efecto moderador que ejerce el tipo de cambio relativamente elevado del euro sobre los precios de consumo.

En el ámbito de las políticas económicas, el Gobierno remitió a la Comisión Europea a finales de abril el Programa Nacional de Reformas, así como la Actualización del Programa de Estabilidad para el período 2013-2017, en el que establece la senda de ajuste presupuestario hasta 2017. Según este, los objetivos de déficit de las AAPP quedarían fijados en el 5,5 % del PIB para este año, tres décimas menor que el contemplado en los Presupuestos



FUENTE: Comisión Europea.

a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

Generales, y en el 4,2 %, 2,8 % y 1,2 %, para 2015, 2016 y 2017, respectivamente. El Consejo Europeo de finales de junio evaluó la estrategia de política económica que contenía ambos documentos y emitió una serie de recomendaciones, según se ilustra en el recuadro 4. Por otra parte, el Gobierno presentó a finales de junio los anteproyectos de ley de reforma tributaria, que afectan, esencialmente, al IRPF y al Impuesto sobre Sociedades, y que incluyen una reducción progresiva de la tributación que se aplicará entre los años 2015 y 2016. El Gobierno estima que la reducción de la carga tributaria tendrá un coste recaudatorio de magnitud similar a la que se incorporó en el Programa de Estabilidad (en torno al 0,6 % del PIB) y un impacto expansivo sobre la actividad en los próximos años que compensará parte de la pérdida de recaudación que comportará la rebaja tributaria. Por último, ya en julio, se aprobó un conjunto de actuaciones de política económica, entre las que cabe destacar las que afectan al mercado laboral (sistema nacional de garantía juvenil), mercado energético y comercio al por menor¹.

En el panorama económico internacional, continuó la recuperación, de carácter desigual, en las economías desarrolladas, mientras que prosiguió la desaceleración de la actividad en la mayoría de áreas emergentes, que fue especialmente acusada en algunos países de América Latina. La inflación permaneció por lo general en niveles moderados, en un contexto de estabilidad de los precios de las materias primas, pese a algún repunte transitorio en el precio del crudo. Las políticas monetarias de los principales bancos centrales mantuvieron un tono marcadamente expansivo, si bien en Reino Unido se dieron las primeras señales de cambio de ciclo monetario. La situación en los mercados financieros mantuvo el tono favorable, con tipos de interés históricamente bajos, niveles de volatilidad muy reducidos y aumentos generalizados en los principales índices bursátiles.

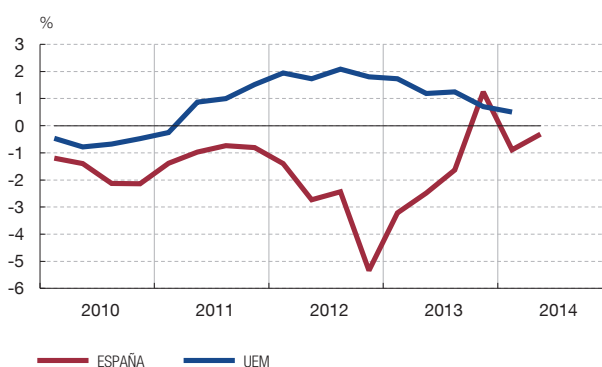
Durante la primera mitad del año la recuperación económica de la zona del euro continuó afianzándose, aunque a un ritmo algo más débil que el esperado. El avance del producto se basó en la reactivación de la demanda interna, que compensó la pérdida de impulso del sector exterior (motivada por la desaceleración de algunas economías emergentes y por un tipo de cambio del euro relativamente apreciado). La tasa de inflación permaneció en niveles muy reducidos durante el segundo trimestre, situándose en mínimos históricos (0,5 % en junio). Por otra parte, las proyecciones disponibles indican que la tasa de inflación de

¹ Real Decreto-ley 8/2014, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas de variación interanual.

b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

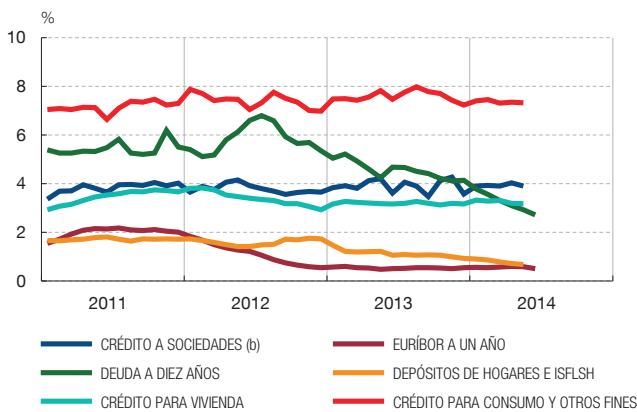
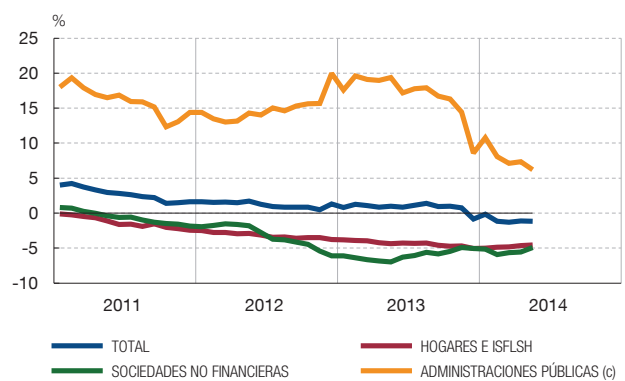
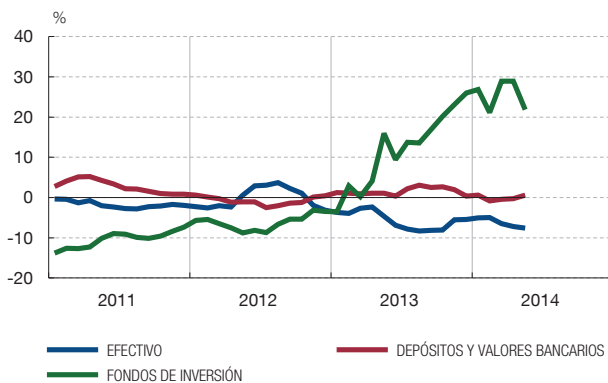
la zona del euro se mantendrá, durante el horizonte previsible, alejada de la referencia del 2 % que, en el medio plazo, marca el objetivo de estabilidad de precios que rige la actuación del BCE.

Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó en junio un amplio paquete de medidas, tanto en el frente convencional como en el no convencional. Las medidas incluyeron la reducción de los tipos de interés oficiales hasta niveles mínimos del 0,15 % para las operaciones principales de financiación, situando en negativo la remuneración de la facilidad de depósito (-0,10 %) por primera vez en la historia del Eurosistema. Estas decisiones vinieron acompañadas de un nuevo programa de Operaciones de Financiación a Largo Plazo (TLTRO, por sus siglas en inglés), con unas características especiales diseñadas explícitamente para potenciar un mayor crecimiento del crédito al sector privado (para mayor detalle, véase recuadro 3). Adicionalmente, se acordó intensificar los trabajos actualmente en marcha para el diseño de un programa de compra de bonos procedentes de la titulización de activos. Finalmente, el Consejo renovó las orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria, indicando que los niveles bajos de tipos de interés se mantendrán durante un período prolongado, dadas las perspectivas de baja inflación existentes y que el sistema de subastas a tipo fijo con adjudicación plena se mantendrá, al menos, hasta finales de 2016.

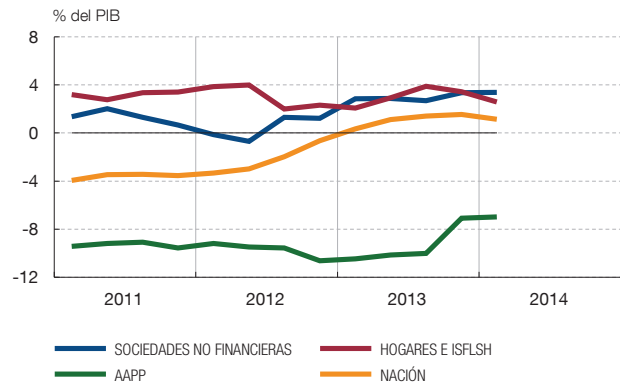
Las medidas de política monetaria se trasladaron a los mercados interbancarios, donde se observaron descensos en los tipos de interés del euríbor de cuantía similar al recorte instrumentado en los tipos oficiales y contribuyeron a que se produjese una cierta depreciación del tipo de cambio del euro que permitió corregir la trayectoria alcista previa, sobre todo frente a las divisas de los principales socios comerciales de la zona del euro.

En España, durante el segundo trimestre continuó la senda de mejoría de las condiciones en los mercados financieros, apoyada en las mejores expectativas económicas y en el efecto de las medidas adoptadas por el BCE. Se produjeron reducciones adicionales en los tipos de interés de la deuda pública española y de sus diferenciales respecto a la referencia alemana [que se situaban, en la fecha de cierre de este informe, en 151 puntos básicos (pb), tras haberse incrementado ligeramente en los últimos días], así como de la rentabilidad y de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado. Por último, los mercados bursátiles prolongaron la trayectoria alcista, lo que

TIPOS DE INTERÉS (a)

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS
Crecimiento interanualACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES
E ISFLSH
Crecimiento interanual

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

- a En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
- b Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d Datos acumulados de cuatro trimestres. La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

comportó una revalorización del IBEX-35 del 1,3 % desde finales de marzo (5,6 % desde principios de año). En este contexto, los tipos de interés del crédito bancario mostraron ligeras reducciones, pero continúan siendo demasiado elevados para el tono expansivo de la política monetaria.

Tanto los condicionantes externos como los financieros contribuyeron a apuntalar el avance del gasto del sector privado no financiero en el segundo trimestre. Se estima un aumento del consumo de los hogares del 0,4 % en tasa intertrimestral, en línea con el observado el trimestre precedente, apoyado, adicionalmente, en la mejora de la confianza y la recuperación del empleo. En cambio, otros determinantes del consumo mantuvieron una senda algo menos positiva. En particular, con información hasta marzo, la renta disponible intensificó su caída, de forma que la tasa de ahorro descendió de forma brusca hasta el 9,4 % en acumulado de cuatro trimestres (frente al 10,4 % anterior), lo que ilustra sobre la comprometida situación patrimonial desde la que las familias encaran sus decisiones de

gasto en los compases iniciales de la recuperación. La revalorización de la riqueza financiera de los hogares puso, posiblemente, un contrapunto a la debilidad de la renta disponible, pero no impidió que la expansión del consumo hubiera de hacerse con cargo a la liquidación de activos financieros, según la información de las cuentas financieras.

Por su parte, la inversión residencial suavizó su perfil contractivo en el segundo trimestre, con un retroceso intertrimestral estimado del 0,8 % en el período abril-junio (tasa similar a la del período enero-marzo), en un contexto en el que los principales indicadores del mercado inmobiliario comenzaron a evidenciar una significativa moderación en el ajuste del sector. Las transacciones de vivienda mostraron una cierta estabilización, destacando el impulso de las compras de extranjeros, y el número de hipotecas constituidas frenó su tendencia bajista. Por su parte, el número de visados de obra nueva abandonó la senda descendente, oscilando en los últimos meses en valores ligeramente superiores a su mínimo histórico. No obstante, la absorción del voluminoso *stock* de viviendas sin vender avanza lentamente, lo que dificulta el inicio del ciclo de construcción de obra nueva. Por último, el precio de la vivienda moderó su ritmo de caída interanual en el primer trimestre de 2014, hasta retroceder un 3,8 %, según la estadística del Ministerio de Fomento, lo que sitúa la pérdida acumulada del valor de ese activo desde comienzos de 2008 en un 31 %, en términos nominales. Esta evolución a nivel agregado fue compatible, no obstante, con incrementos de precios en algunas regiones.

Como consecuencia de la evolución del ahorro y de la inversión de las familias, su capacidad de financiación retomó la trayectoria descendente en el período enero-marzo, tras la pausa observada en 2013, hasta situarse en el 1,9 % del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres. Por otra parte, la financiación concedida a las familias atenuó levemente su ritmo de contracción en el segundo trimestre, alcanzando una tasa de variación interanual del -4,6 % en mayo (-4,8 % en marzo).

En el ámbito empresarial, la inversión productiva habría mostrado un repunte en el período abril-junio, pues a la trayectoria de recuperación sostenida de la inversión en bienes de equipo que se viene observando desde el primer trimestre de 2013 se habría sumado el comportamiento más favorable de la inversión en construcción no residencial, tras el retroceso del trimestre previo. En conjunto, la mejora en el clima empresarial, junto con la favorable evolución de la cartera de pedidos del exterior y la recuperación de la demanda interna, explica esta aceleración del gasto de las empresas. Según las cuentas no financieras de los sectores institucionales correspondientes al primer trimestre, el avance de la inversión estuvo acompañado de una interrupción en la trayectoria ascendente del ahorro de las sociedades no financieras, lo que condujo a una ligera disminución en su capacidad de financiación, que en términos acumulados de cuatro trimestres se situó en el 4 % del PIB, tres décimas menos que al concluir 2013. Con información más actualizada, hasta mayo el ritmo de caída del total de fondos obtenidos por las sociedades no financieras se redujo en 0,6 pp respecto a marzo, hasta el 5 %.

La actuación de las AAPP en el segundo trimestre estuvo marcada por los compromisos presupuestarios asumidos, que suponen situar el déficit del conjunto de las AAPP en el 5,5 % del PIB al concluir 2014, lo que representa una reducción del déficit público de 1,1 pp del PIB respecto a 2013. En este sentido, la información parcial correspondiente al segundo trimestre (hasta abril) indica que el conjunto de las AAPP (excluyendo las CCLL) registró un déficit del 1,2 % del PIB, ligeramente inferior al de igual período del año anterior (del 1,4 % en enero-abril de 2013). Por el lado del gasto público, se observa una continuación de la senda de contención en los primeros meses del año. Por el de los ingresos, se

En el «Informe de proyecciones de la economía española» publicado el pasado mes de marzo¹, el Banco de España anunció su decisión de dar a conocer la actualización regular de las proyecciones macroeconómicas en las sucesivas ediciones del «Informe trimestral de la economía española». En este recuadro se presenta la actualización, con la información disponible hasta el 16 de julio, de las proyecciones que se difundieron en marzo, sobre la base de los cambios en los supuestos que se utilizaron para su elaboración (véase cuadro 1) y de la evolución económica y financiera de los últimos meses.

Según los resultados de la actualización, la trayectoria de paulatina mejoría de la economía española continuará en el horizonte de previsión, con un crecimiento estimado del PIB del 1,3 % y del 2 % en el promedio anual de 2014 y 2015, respectivamente (véase cuadro 2). A su vez, se espera que el empleo prolongue la senda de recuperación y que la inflación vuelva a tasas ligeramente positivas en el último cuatrimestre de este año, que se prolongaría hasta el final del horizonte de proyección, si bien dentro de cotas muy reducidas durante todo este período. En comparación con las previsiones publicadas en marzo, el crecimiento del PIB se ha revisado ligeramente al alza en 2014 y 2015, como reflejo de una evolución reciente de la actividad y del empleo más favorable que la prevista entonces y del impacto de la reforma fiscal anunciada el pasado 20 de junio, en un contexto de prolongación de la normalización de las condiciones en los mercados financieros y de reducción de la incertidumbre agregada.

1 <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/14/Mar/Fich/be1403-proy.pdf>.

Los supuestos externos que subyacen a las previsiones indican el mantenimiento de una recuperación progresiva del crecimiento de los mercados de exportación españoles, asociada al previsto tono expansivo de la actividad en el conjunto de economías desarrolladas. Los supuestos sobre el tipo de cambio apenas se han modificado desde marzo, mientras que el precio del petróleo se ha revisado ligeramente al alza, de acuerdo con los mercados de futuros. La senda de los tipos de interés del euríbor a tres meses se ha reducido ligeramente, tras el recorte de los tipos oficiales que tuvo lugar el pasado mes de junio, y las rentabilidades de la deuda pública a diez años, según las expectativas implícitas en la curva de rendimientos, muestran un descenso significativo en 2014 —hasta el 3 %— y un ligero repunte en 2015 —hasta el 3,2 %—, revisándose a la baja respecto a marzo. Asimismo, se proyecta una cierta disminución del coste de la financiación obtenida por familias y empresas a lo largo de 2015.

Las proyecciones sobre política fiscal incorporan las medidas fiscales ya aprobadas, así como aquellas que han sido anunciadas con suficiente grado de detalle. En concreto, se incluye el impacto estimado de las medidas para 2015 especificadas en el Programa de Estabilidad publicado en abril, así como el efecto preliminar estimado de la reforma tributaria presentada en junio, sobre la base de la información que contienen los anteproyectos de ley.

La senda proyectada de crecimiento gradual del PIB se apoya en un peso creciente de la demanda interna, y de magnitud algo superior al anticipado hace cuatro meses, al tiempo que se prevé una menor aportación positiva de la demanda exterior neta, en comparación con la prevista entonces. La trayectoria alcista de la

1 ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2013	Proyección actual		Proyección de marzo de 2014	
		2014	2015	2014	2015
Entorno internacional					
Producto mundial	2,9	3,2	3,8	3,6	3,7
Mercados mundiales	2,7	4,8	6,0	4,6	5,8
Mercados de exportación de España	2,0	3,8	5,1	3,8	5,0
Precio del petróleo en dólares (nivel)	108,8	108,8	107,0	107,2	103,1
Precios de exportación de los competidores, en euros	-2,1	-1,2	1,4	-1,2	1,1
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,33	1,37	1,36	1,38	1,38
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	4,6	3,0	3,2	3,6	4,0

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.
Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2014.

a Fecha de cierre de las predicciones: 16.7.2014.

demanda nacional estaría impulsada por la mejora gradual de la confianza, la buena evolución del empleo, el alivio de las condiciones financieras agregadas y el impacto de la reforma fiscal. En particular, se espera que el consumo de los hogares crezca a un ritmo algo superior al 1,5 % tanto en 2014 como en 2015, en un entorno de mejoría del mercado de trabajo y de recuperación de la renta disponible de las familias. Por su parte, la inversión productiva privada continuaría fortaleciéndose, sostenida por el dinamismo del sector exportador, el aumento de la demanda interna y el aumento de las empresas que necesitan reponer una parte de su capital productivo. Respecto al sector exterior, se espera que la demanda de exportaciones se vea favorecida por la recuperación gradual de los mercados de destino y la materialización de ganancias adicionales de competitividad. Con todo, la expansión de las exportaciones será algo menor que la prevista en marzo, dado el debilitamiento de las perspectivas de algunos mercados emergentes. En este marco, el saldo exterior seguirá siendo positivo en los dos próximos años, aunque con niveles menores que los proyectados en marzo. En concreto, la capacidad de financiación de la economía se situaría en el 1,3 % del PIB en 2014 y en el 1,6 % en 2015.

En el mercado de trabajo, se proyecta un reforzamiento de la tendencia de recuperación del empleo observada en los últimos meses, apoyada en la prolongación de la moderación salarial y en el mayor grado de flexibilidad del mercado laboral. El aumento del empleo y la reducción de la población activa conducirían a disminuciones adicionales de la tasa de paro.

La inflación, medida por el IPC, se mantendrá en niveles muy reducidos durante todo el horizonte de proyección, reflejo, principalmente, del elevado grado de holgura presente en la economía y de una evolución moderada de los costes salariales. No obstante, la progresiva recuperación del consumo y la ralentización de los retrocesos de los costes laborales unitarios darán lugar a aumentos muy modestos de la inflación a partir del último trimestre de este año.

Tras la ligera revisión al alza en el crecimiento del PIB, los riesgos de que la actividad económica se desvíe de la proyectada en el escenario central se mantienen moderadamente sesgados a la baja, principalmente en 2015. Por lo que hace referencia al contexto exterior, la evolución de los mercados de exportación podría ser más desfavorable que la proyectada, dados el escenario de crecimiento frágil de la zona del euro y la incertidumbre sobre la desaceleración de los países emergentes. En la vertiente de la demanda interna, el cumplimiento de los objetivos presupuestarios podría requerir un mayor grado de consolidación presupuestaria en 2015 que el proyectado. Además, persiste una cierta vulnerabilidad ante posibles eventos, con origen interno o externo, que perturben el escenario central de prolongación de la fase de normalización de las condiciones financieras. En sentido contrario, el impacto favorable de las últimas medidas del BCE adoptadas para mejorar la transmisión de los impulsos de la política monetaria y de la culminación del ejercicio de evaluación global de las entidades bajo supervisión del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en los próximos meses podría ser mayor que el

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2013	Proyección actual		Proyección de marzo de 2014	
		2014	2015	2014	2015
PIB	-1,2	1,3	2,0	1,2	1,7
Consumo privado	-2,1	1,6	1,6	1,1	1,2
Consumo público	-2,3	-0,8	-1,5	-1,5	-2,5
Formación bruta de capital fijo	-5,1	1,8	4,2	0,0	4,2
<i>Inversión en bienes de equipo y activos inmateriales</i>	2,2	8,7	7,7	6,3	7,5
<i>Inversión en construcción</i>	-9,6	-3,2	1,7	-4,4	1,7
Exportación de bienes y servicios	4,9	4,6	5,9	5,1	6,1
Importación de bienes y servicios	0,4	4,7	4,5	3,0	4,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-2,7	1,2	1,4	0,3	0,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	1,5	0,1	0,6	0,8	0,7
Índice de precios de consumo (IPC) (b)	1,4	0,1	0,7	0,1	0,7
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	-3,4	0,4	1,4	0,4	0,9
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,5	1,3	1,6	2,1	2,5

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2014.

a Fecha de cierre de las predicciones: 16.7.2014.

b En el «Informe de proyecciones» de marzo de 2014 no se publicaron las proyecciones del IPC (aunque en su lugar se publicaron las del defactor del consumo privado).

estimado. Al mismo tiempo, las reformas estructurales adoptadas, particularmente en el ámbito del mercado de trabajo, podrían favorecer que el comportamiento de la actividad y del empleo fuera más expansivo que el proyectado.

Los riesgos de que se produzcan desviaciones en torno a las proyecciones de inflación se encuentran algo sesgados a la baja, fundamentalmente como consecuencia de la persistencia de un elevado grado de holgura en la utilización de los factores productivos

y de un nivel del tipo de cambio del euro relativamente elevado, aunque estos riesgos han tendido a hacerse más equilibrados en los últimos meses. Además, un encarecimiento adicional de los precios del petróleo, asociado al agravamiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo o en el Este de Europa, y/o actuaciones en el ámbito fiscal que comporten un aumento de la imposición indirecta (en relación con la fiscalidad medioambiental) podrían determinar un mayor dinamismo de los precios que el considerado en estas previsiones.

aprecia una estabilización del crecimiento de la recaudación como resultado del impacto de las medidas normativas aprobadas en los últimos años, que tendrán que plasmarse en una aceleración adicional de los ingresos en lo que resta de ejercicio, y de la mejora gradual de las bases, conforme se van recuperando la demanda interna y el empleo.

En la vertiente del comercio exterior, la demanda exterior neta habría vuelto a contribuir positivamente al crecimiento intertrimestral del PIB, con una aportación moderada (de 0,2 pp), si bien se observa una continuada pérdida de peso de la contribución de este componente al sostenimiento del gasto, algo más acusada de lo previsto. Las exportaciones de bienes habrían vuelto a crecer en el segundo trimestre, aunque su dinamismo continúa viéndose afectado por la relativa debilidad de algunos mercados exteriores, mientras que las importaciones se habrían desacelerado, si bien mantienen un notable dinamismo, impulsadas por el crecimiento sostenido de la inversión y, más recientemente, por la recuperación del gasto de los hogares. En consonancia con estos desarrollos, el saldo de la balanza de pagos acusó un empeoramiento en los primeros cuatro primeros meses del año, cuando alcanzó una capacidad de financiación del 1,1 % del PIB, en acumulado de doce meses, cuatro décimas menos que en 2013.

Desde el prisma de la oferta, los indicadores sectoriales acentuaron su dinamismo en el conjunto del trimestre, apreciándose una cierta dicotomía entre los cualitativos, que intensificaron su señal de mejora, y los cuantitativos, que mantuvieron un perfil de avance más moderado. En todo caso, se estima un aumento en el valor añadido de la industria, apoyado en el incremento de la producción de bienes de consumo y de bienes intermedios, así como en el correspondiente a los servicios de mercado, donde, según las cifras de actividad del sector, el mayor dinamismo se habría localizado en las ramas de comercio, hostelería y en los servicios a empresas. Por su parte, el valor añadido de la construcción habría reducido su contribución negativa al producto a niveles prácticamente nulos en términos de la tasa intertrimestral.

La información sobre las afiliaciones a la Seguridad Social indica que la mejoría del empleo en la economía de mercado fue generalizada por ramas de actividad, con la única excepción de la agrícola. Cabe destacar la fortaleza de la afiliación en los servicios de mercado, que alcanzó una tasa de variación intertrimestral del 1 % en el período abril-junio. No obstante, el avance de los afiliados en la industria, que se cifró en el 0,4 % en este mismo período (0,1 % en el período enero-marzo), y el cambio de signo en la variación de los afiliados en la construcción, que mostró una tasa intertrimestral positiva por primera vez desde 2007 (del 0,5 %), confirman el cambio de ciclo en la evolución del

mercado laboral. La intensificación del proceso de reducción del paro registrado en el período abril-junio, hasta anotar una caída interanual del 6,4 %, apunta en esta misma dirección.

Por último, los indicadores disponibles relativos a los costes laborales muestran el mantenimiento de las pautas de la moderación salarial observadas en los últimos años. Así, el incremento medio de las tarifas hasta junio se situó en el 0,5 %, ligeramente por debajo de lo observado en 2013, lo que, unido a información complementaria relativa a otros componentes de los costes laborales (impacto de la cláusula de salvaguarda para la inflación o deriva salarial), anticipa la prolongación de este proceso en lo que resta de ejercicio, algo que está contribuyendo a la creación de empleo observada.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

La información aparecida en el último trimestre ha llevado a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para la economía mundial en 2014. Esta revisión ha venido propiciada, por un lado, por factores transitorios, principalmente por la fuerte caída de la actividad en Estados Unidos en el primer trimestre. Por otro lado, en las economías emergentes —principalmente, en América Latina— se ha mantenido un pulso débil de la actividad, sin observarse los signos esperados de reactivación, sin bien sí se ha apreciado una cierta estabilización del ritmo de crecimiento en China. Solo en algunos países, como Reino Unido, la actividad se está recuperando a ritmos mayores que los anticipados. Otro rasgo destacado son las divergencias en el tono esperado de la política monetaria en las principales economías avanzadas. Así, a diferencia del área del euro y de Japón, donde el tono expansivo de la política monetaria se ha acentuado, el Banco de Inglaterra podría iniciar el ciclo alcista de tipos antes de lo esperado y se prevé que la Reserva Federal finalice sus compras de activos tras la reunión de octubre y que inicie las subidas de tipos a mediados del año próximo.

En este contexto, los mercados financieros internacionales han tenido un comportamiento favorable, con aumentos generalizados en las bolsas en los últimos tres meses, niveles de volatilidad históricamente bajos en todos los mercados y un elevado apetito por el riesgo, sin que episodios de incertidumbre, como los asociados a la evolución de la situación en Ucrania y en Irak, hayan tenido un impacto importante. Por otro lado, las diferencias en la actual fase del ciclo de política monetaria no se han reflejado todavía plenamente en los mercados de renta fija, si bien los tipos de interés a diez años han aumentado en Reino Unido, la primera de las principales economías avanzadas en la que se espera una subida del tipo oficial. En la misma línea, el comportamiento de los mercados emergentes ha sido muy favorable, en términos tanto de precios como de cantidades. Se observaron fuertes subidas de las bolsas y descensos de los diferenciales soberanos, con apreciaciones de la mayoría de las principales monedas emergentes, hasta el punto de que, salvo en los países considerados más vulnerables, se recuperaron los niveles previos al episodio de turbulencias de mayo de 2013. Además, se observaron fuertes entradas en fondos de deuda y bolsa gracias especialmente a los productos con menor riesgo dentro de la categoría, y las emisiones en los mercados de renta fija registraron un nuevo máximo histórico trimestral gracias al fuerte empuje registrado en abril. En los mercados de materias primas, los precios de los alimentos y metales industriales se mantuvieron relativamente estables. Los precios del petróleo aumentaron en junio, como consecuencia de la incertidumbre generada por la inestabilidad en Irak, y disminuyeron posteriormente, debido a las expectativas de una mejora de la producción en Libia.

En *Estados Unidos*, la estimación final del PIB del primer trimestre de 2014 supone una caída del 2,9 % en tasa trimestral anualizada (una revisión de -1,9 pp respecto de la segunda estimación). Se trata de una contracción de la actividad de una magnitud insólita fuera de una fase recesiva. La fuerte revisión a la baja se debió a la menor aportación del consumo privado (principalmente, de su componente de servicios) y, en menor medida, a la mayor contribución negativa del sector exterior. La publicación de este dato provocó, a su vez, una notable revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento para 2014, tanto de la Reserva Federal como de otras instituciones y analistas, si bien los recortes no se han extendido a las previsiones para 2015. Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes a abril y mayo señalaban que la economía habría retornado a una tasa de

La crisis económica y financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de reorganizar y reforzar la regulación y de dotar de mayor peso a las políticas macroprudenciales con el fin de mejorar la actuación de las autoridades económicas en materia de estabilidad financiera. La reorganización del sistema de regulación y supervisión en Reino Unido, que se completó en la primavera de 2013, se articula en torno a tres órganos: el Comité de Política Financiera (*Financial Policy Committee*, FPC), que se encarga de la supervisión macroprudencial; la Autoridad de Regulación Prudencial (*Prudential Regulation Authority*, PRA), que se ocupa de la supervisión microprudencial de bancos, entidades de depósito, compañías de seguros y grandes sociedades de inversión; y la Autoridad de Conducta Financiera (*Financial Conduct Authority*, FCA), cuyas responsabilidades son la protección del consumidor y la vigilancia del adecuado funcionamiento de los mercados financieros. Los tres disponen de consejos separados que deciden sobre aquellos aspectos que están bajo su responsabilidad, estando los dos primeros integrados dentro de la estructura del Banco de Inglaterra.

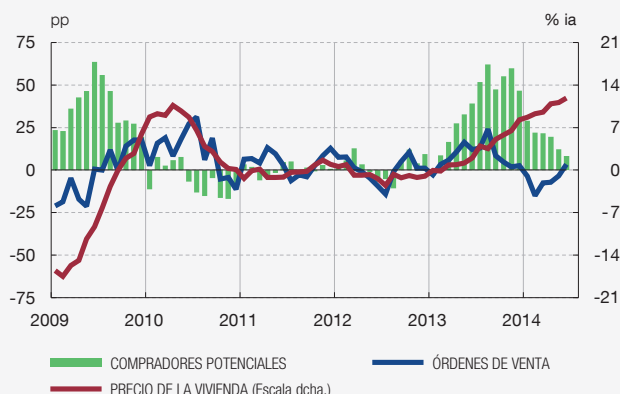
Con carácter general, la política macroprudencial se ocupa de identificar los riesgos sistémicos sobre la estabilidad financiera y adopta las medidas oportunas para tratar de mitigarlos. Sus actuaciones inciden sobre el mercado de crédito y los balances bancarios y, por tanto, sobre la demanda agregada y la inflación, con implicaciones para la política monetaria. A su vez, el tono de esta última puede acabar teniendo un impacto sobre la estabilidad financiera. Por ejemplo, el mantenimiento de tipos de interés muy bajos durante un período prolongado puede favorecer una asunción excesiva de riesgos e incrementar la vulnerabilidad del sistema financiero. Estas interacciones entre la política monetaria y la macroprudencial aconsejan una adecuada coordinación entre las instituciones encargadas de la estabilidad de precios y de la estabilidad financiera. En Reino Unido, el diseño institucional adoptado asigna cada uno de estos objetivos a un órgano distinto (aunque ambos encuadrados en el Banco de Inglaterra), dotado con

sus propios instrumentos: el Comité de Política Monetaria (MPC, por sus siglas en inglés), que adopta las decisiones de política monetaria orientadas a lograr la estabilidad de precios, y el FPC, que, como se ha señalado, actúa con el objetivo de preservar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. La comunicación y la coordinación entre ambos organismos se facilitan con la presencia de varios miembros comunes en ambos comités, lo que les permite compartir un análisis coherente de las implicaciones de las decisiones de política monetaria sobre la política macroprudencial, y viceversa. Los mandatos de ambos comités requieren, además, que las actuaciones de cada uno de ellos tengan en cuenta el impacto sobre el área de responsabilidad del otro. Por ejemplo, cuando se formuló el esquema de *forward guidance*, según el cual se mantendría el tono acomodaticio de la política monetaria hasta que la tasa de paro no bajara del 7%, se estableció que dicha referencia podría desactivarse si el FPC valoraba que la citada formulación ponía en riesgo la estabilidad financiera, sin que ese riesgo pudiese ser abordado con otras herramientas.

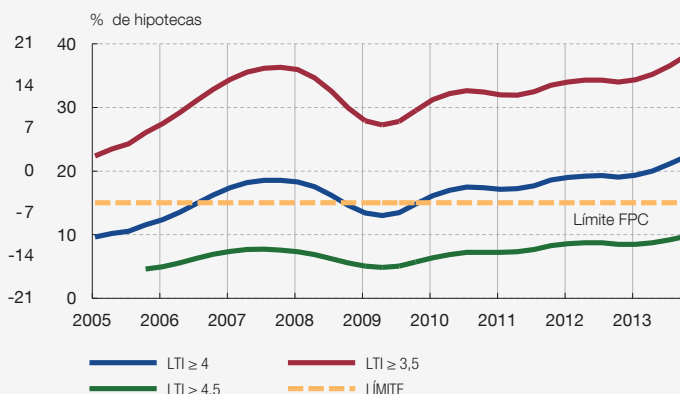
Este marco institucional, que está en funcionamiento desde hace poco más de un año, se enfrenta ahora con los posibles riesgos para la estabilidad financiera derivados de la situación del mercado de la vivienda y que suponen la activación del pilar macroprudencial en el nuevo esquema de funcionamiento del Banco de Inglaterra. Desde finales de 2012, la demanda de potenciales compradores se ha reactivado en Reino Unido (véase gráfico 1), estimulada por los programas públicos de apoyo —*Funding for Lending Scheme* y *Help to Buy*¹— y por un notable aumento del empleo. Aunque las órdenes de venta en las agencias inmobiliarias reaccionaron al alza al principio y las iniciaciones de viviendas nuevas se incrementaron progresivamente durante 2013 y el inicio de 2014, la finalización de viviendas continúa en mínimos históricos

1 El *Funding for Lending Scheme* mejoró las condiciones de financiación en el mercado hipotecario y el *Help to Buy* ha contribuido, además, a impulsar la confianza de los hogares.

1 DEMANDA, OFERTA Y PRECIO DE LA VIVIENDA



2 DISTRIBUCIÓN POR RATIO PRÉSTAMO-RENTA (LTI)



FUENTES: RICS, Nationwide, Halifax y Banco de Inglaterra.

y se han retraído las órdenes de venta. Esta lenta respuesta de la oferta ha traído consigo una aceleración de los precios en el mercado residencial, llegando a crecer en torno a un 10 % interanual en los primeros meses de 2014. El incremento del número de hipotecas ha tenido aún escaso impacto en el saldo neto de crédito hipotecario —que se ha acelerado ligeramente, hasta el 1,3 % interanual, en mayo de 2014— y la ratio de endeudamiento de los hogares no ha aumentado. Existen, no obstante, algunos aspectos, como el incremento de préstamos con una ratio sobre el valor de la vivienda (*loan-to-value*) elevada o con una alta ratio préstamo-renta —que, en promedio, ha superado los valores previos a la crisis (véase gráfico 2)—, que alertan sobre la vulnerabilidad creciente de algunos segmentos de familias, en un contexto de perspectivas de subidas de tipos de interés en un horizonte cercano.

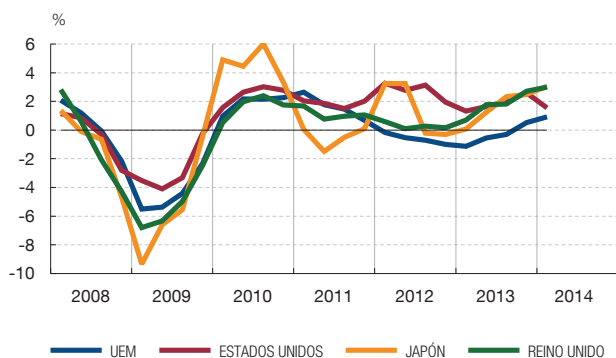
Ante el incremento de los precios de la vivienda —que comenzaba a generalizarse por toda la geografía británica— y su posible impacto sobre el endeudamiento de los hogares, en noviembre de 2013, el FPC y el Tesoro decidieron excluir, a partir de 2014, los préstamos hipotecarios y a hogares de las favorables condiciones del *Funding for Lending Scheme*. El FPC anunció, asimismo, que realizaría recomendaciones sobre los requisitos de los test de capacidad de pago a los prestatarios de hipotecas. Tras este primer atisbo de medidas macroprudenciales, diversos miembros del MPC y del FPC indicaron que la política monetaria no

era la más adecuada para abordar los riesgos provenientes del mercado de la vivienda, sino que constituía la última línea de defensa. En este contexto, en junio de 2014 el FPC adoptó dos medidas de carácter claramente macroprudencial, encaminadas a evitar un deterioro de los estándares de concesión de préstamos y contener el incremento del número de familias altamente endeudadas, que podrían producirse si se mantiene el notable ritmo de avance del precio de la vivienda en Reino Unido. Por un lado, los prestamistas de créditos hipotecarios han de realizar pruebas de estrés a los posibles prestatarios de hipotecas para confirmar que pueden afrontar subidas de tipos de interés (de al menos 3 pp) durante los cinco primeros años de la vida del préstamo y, por otro, el FPC recomienda al supervisor microprudencial (PRA) que controle que los préstamos hipotecarios con una ratio préstamo-ingreso elevada (igual o superior a 4,5) no superen el 15 % de las nuevas hipotecas. El Banco de Inglaterra cree que estas medidas no tendrán impacto inmediato sobre la senda prevista de inflación y que no interferirán con las decisiones de política monetaria, puesto que se orientan a contener riesgos potenciales que puedan emerger en el mercado de la vivienda. La eficacia de estas medidas no puede valorarse aún. Medidas similares se han adoptado recientemente en otras economías (Canadá, Noruega, Nueva Zelanda), con resultados también difíciles de valorar, dado el escaso tiempo transcurrido desde su adopción.

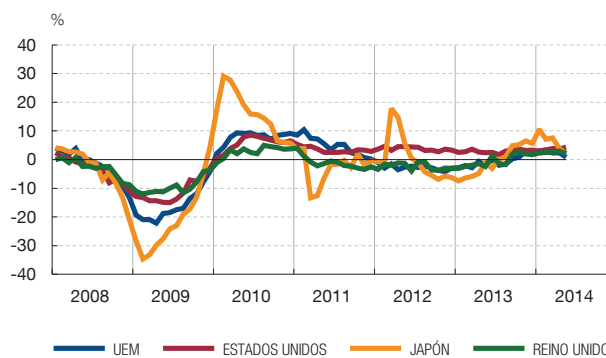
crecimiento positivo en el segundo trimestre, aunque todavía con un dinamismo inferior al esperado. Por el contrario, los relativos a junio han apuntado a una cierta aceleración. El mercado de trabajo mostró un comportamiento positivo en el segundo trimestre, generándose en promedio 272.000 empleos netos mensuales. Además, la tasa de paro se redujo en seis décimas, hasta el 6,1 %, si bien la tasa de participación continuó en mínimos históricos. La inflación se incrementó en seis décimas en abril y mayo, hasta situarse en el 2,1 % interanual en mayo. El incremento de la inflación subyacente fue de tres décimas, hasta el 2 %. La Reserva Federal mantuvo la senda de reducción del volumen de compras mensuales de activos en un ritmo de 10 mm de dólares en cada una de las dos reuniones celebradas durante el trimestre, hasta situarlas en 35 mm.

En *Japón*, el crecimiento del PIB en el primer trimestre fue del 1,6 % intertrimestral, reflejando la notable robustez de la demanda interna como resultado de la anticipación del gasto por la elevación del tipo de gravamen del impuesto sobre el consumo del 5 % al 8 % que tuvo lugar el 1 de abril. Por el contrario, en el segundo trimestre se ha revertido el fuerte impulso de los meses anteriores. Los principales indicadores de actividad y demanda han mostrado retrocesos significativos, aunque la confianza tanto empresarial como de los hogares se está recuperando con relativa celeridad, posiblemente influida por la evolución favorable del mercado laboral. La inflación se ha elevado hasta el 3,4 % interanual en mayo, aunque el componente subyacente se ha desacelerado hasta el 2,2 % (excluyendo el efecto del alza impositiva, los ritmos de avance de la inflación general y subyacente serían del 1,4 % y del 0,7 %, respectivamente). En este contexto, el Banco de Japón ha mantenido sin cambios el

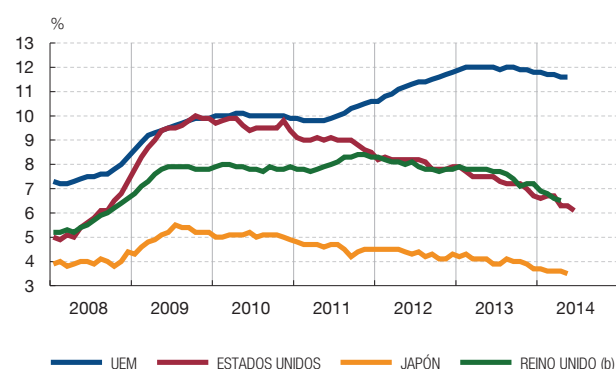
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



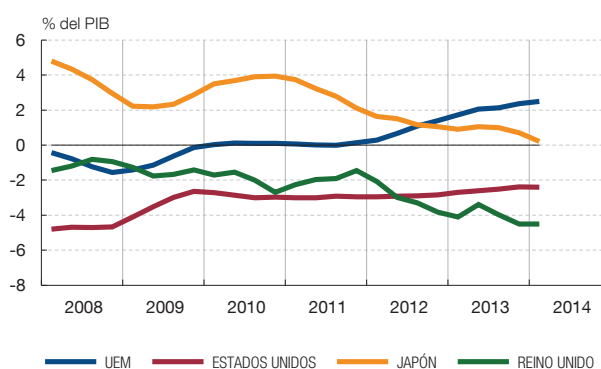
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream y Banco de España.

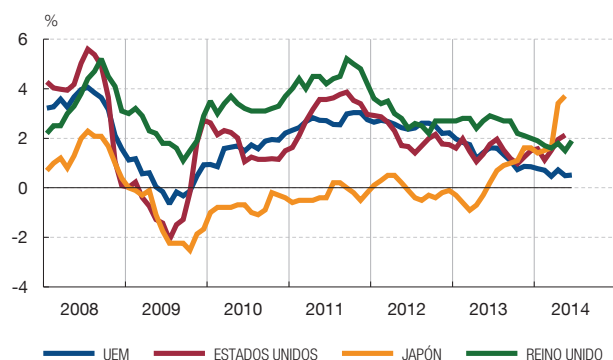
a Porcentaje de la población activa.

b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre.

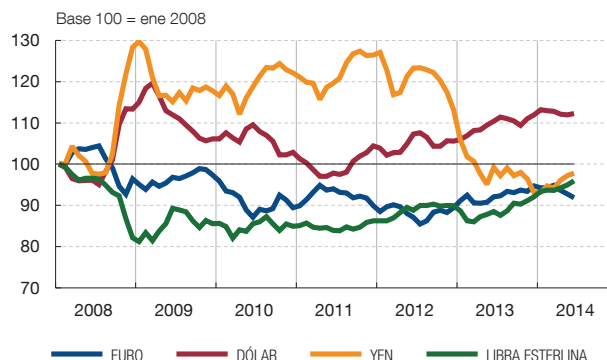
tono de la política monetaria. El Gobierno presentó en junio un conjunto de medidas, que abordan aspectos más estructurales, relacionados con la tercera flecha o pilar de la estrategia de política económica conocida como *Abenomics*, y que incluye, entre otros, un recorte del impuesto de sociedades condicionado y cambios en la gobernanza corporativa.

En *Reino Unido*, el PIB del primer trimestre creció un 0,8 % (3,1 % interanual), por la contribución del consumo privado y, en menor medida, de la demanda externa neta y de la inversión empresarial. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre señalan un ritmo de crecimiento similar. El PMI de manufacturas mejoró y se mantuvo el de los servicios, mientras que los indicadores de consumo registraron avances más nítidos. El empleo se ha reactivado, registrando un incremento histórico en los primeros meses de 2014, que ha supuesto una reducción de la tasa de paro hasta el 6,5 % en el período marzo-mayo. La inflación mostró un perfil oscilante durante el segundo trimestre, y se benefició de la apreciación de la libra, pero también acusó, en parte, la fortaleza del consumo, al repuntar cuatro décimas en junio, hasta el 1,9 %. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo el tono de su política monetaria en el segundo trimestre, si bien el gobernador manifestó públicamente que el tipo oficial podría elevarse antes de finales de año. Además, el aumento de los precios de la vivienda, cercano al 10 % interanual en el primer trimestre, suscita cierta preocupación por su efecto potencial sobre el endeudamiento de los hogares, en un contexto de expectativas de subida de tipos de interés. Por este motivo, el

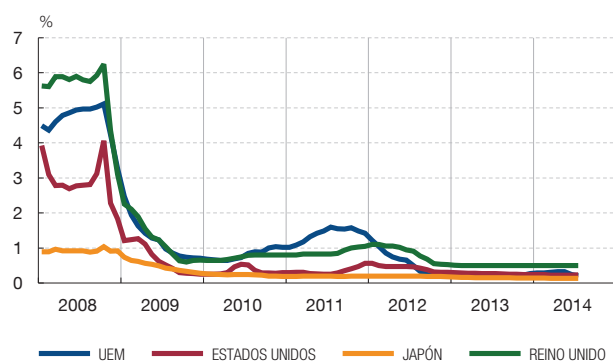
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



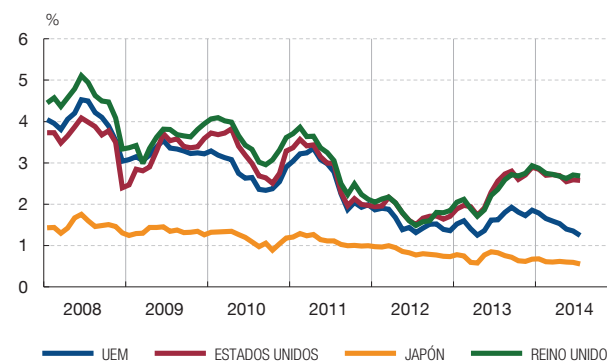
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

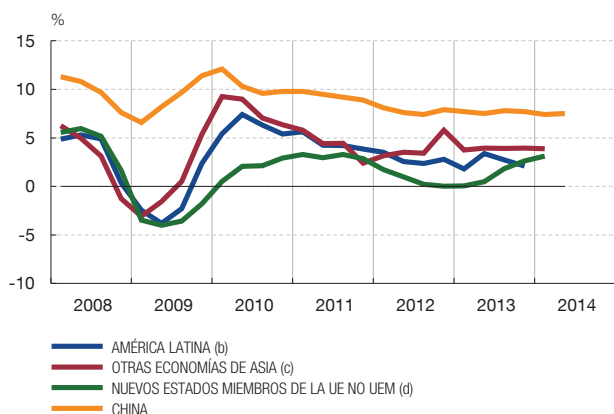
- a Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

banco central ha introducido medidas de carácter macroprudencial y ha requerido a los prestamistas hipotecarios que evalúen la capacidad de pago de los prestatarios mediante pruebas de estrés (véase recuadro 2).

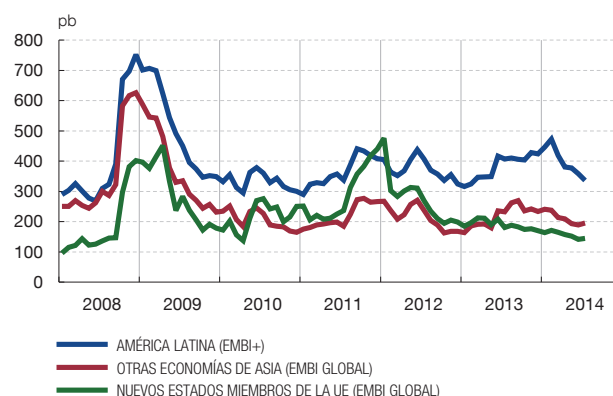
En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro, el PIB en el primer trimestre creció un 3,1 % interanual (2,5 % en el trimestre precedente). Los indicadores de mayor frecuencia relativos al segundo trimestre apuntan a una moderación del ritmo de expansión, mientras que la inflación continuó en niveles mínimos históricos (0,2 % en junio, dos décimas menos que en marzo). La ausencia de presiones inflacionistas y la atonía de la demanda motivaron recortes adicionales en el tipo de interés oficial por parte del banco central de Hungría. En Turquía, el PIB moderó su avance interanual en el primer trimestre en una décima, hasta el 4,3 %, y los indicadores adelantados apuntan a una marcada desaceleración en el segundo trimestre, mientras que la inflación interrumpió en junio su tendencia alcista. La mejoría de los indicadores de riesgo de la economía turca, junto con las expectativas de una caída sustancial de la inflación, ha permitido al banco central reducir en tres ocasiones el tipo oficial de referencia, desde el 10 % hasta el 8,25 %.

En *China*, tras la desaceleración del PIB hasta el 7,4 % interanual en el primer trimestre, los indicadores de alta frecuencia apuntaban a una estabilización del crecimiento en el

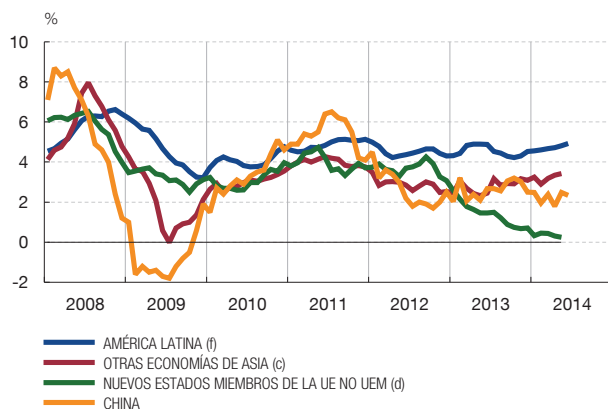
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



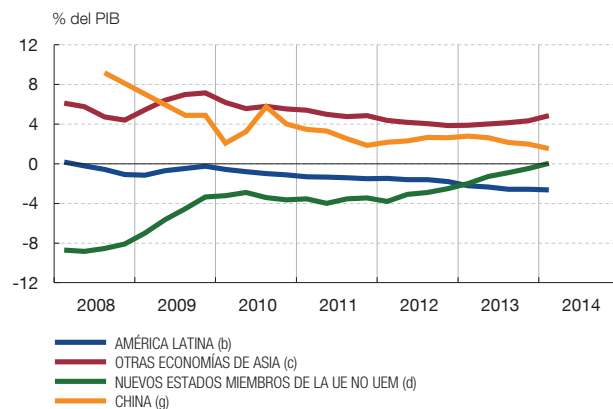
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



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

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Lituania, Bulgaria, Rumanía y Croacia desde julio de 2013.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.
- f Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.
- g Datos anuales hasta 2009.

segundo, fruto de los estímulos introducidos por el Gobierno y de la recuperación de la confianza empresarial; el dato del PIB del segundo trimestre ha venido a corroborar esta idea, al mostrar un aumento interanual del 7,5 %. Por su parte, la inflación ha aumentado hasta el 2,3 %, influida por los precios de los alimentos. En el trimestre, el banco central de China ha proseguido con su política de relajación y tensionamiento selectivo para dar soporte a la actividad y contener los riesgos en el sistema financiero, a la vez que sigue avanzado gradualmente con la reforma financiera. El Gobierno sigue reiterando que la economía crecerá a un ritmo más moderado que en el pasado, aunque muestra un elevado compromiso con el cumplimiento del objetivo de empleo. En el resto de Asia emergente, el PIB agregado de la región creció un 4,3 % interanual en el primer trimestre, una décima por debajo del trimestre anterior. Los indicadores de mayor frecuencia apuntaron, en abril y mayo, un dinamismo de la actividad ligeramente menor que en el trimestre precedente. Finalmente, ningún país de la región varió sus tipos oficiales de interés en los últimos tres meses.

En *América Latina*, el PIB creció un 2,2 % interanual en el primer trimestre, un registro similar al del trimestre previo y que prolonga la línea de desaceleración de la actividad experimentada desde el segundo semestre de 2013. En Brasil y México se registraron tasas de crecimiento intertrimestrales muy bajas, del 0,2 % y del 0,3 %, respectivamente, mientras que la economía argentina entró en recesión técnica, al registrar su segunda caída intertrimestral consecutiva, contrayéndose un 0,2 %. En contraste, Colombia mostró un fuerte dinamismo, con un ritmo de avance del 2,3 % intertrimestral (6,4 % interanual), muy superior al esperado. En junio, la inflación se situó en el 4,9 % interanual en el conjunto de los cinco países con objetivo de inflación, tres décimas superior a la registrada en marzo. En Argentina la inflación en junio fue del 1,3 % intermensual, con lo que se acumula un alza del 15 % en el primer semestre del año. Los bancos centrales de México, Perú y Chile redujeron en 50, 25 y 25 pb, respectivamente, sus tipos oficiales, hasta el 3 %, el 3,75 % y el 3,75 %, respectivamente. Por su parte, el de Colombia lo elevó tres veces consecutivas en 25 pb, hasta el 4 %, citando factores de demanda interna para justificar su decisión. Finalmente, tras los avances de los meses anteriores en la aproximación de Argentina a los mercados financieros internacionales —con el compromiso sobre el esquema de pagos de su deuda con el Club de París y el acuerdo indemnizatorio con Repsol con un pago en bonos soberanos—, el fallo de la Corte Suprema de Estados Unidos, rechazando el recurso que Argentina había presentado contra el fallo de la Corte de Nueva York en el litigio con los *hold-outs*, supuso un freno en este proceso. El citado fallo obliga al país a pagar 1.330 millones de dólares a estos acreedores y, además, impide los pagos de la deuda que fue reestructurada si la sentencia se incumple. Por ello, no se ha pagado el cupón de la deuda reestructurada fijado para el 30 de junio, y si no se produce un acuerdo antes de 30 días desde esa fecha, se produciría un evento de *default*. Esta situación ha propiciado una rebaja del *rating* soberano de Argentina.

3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Durante la primera mitad del año la recuperación económica de la zona del euro continuó afianzándose de manera gradual, si bien el PIB avanzó en el primer trimestre a un ritmo algo más débil de lo esperado. El crecimiento de la actividad estuvo respaldado por la orientación expansiva de la política monetaria, la mejora de las condiciones financieras, el tono más neutral de la política fiscal y el avance de la confianza en un contexto de estabilización del mercado de trabajo. Estos factores contribuyeron a que la demanda interna continuara fortaleciéndose y contrarrestara la pérdida de vigor del impulso exterior, asociada a la desaceleración de algunas economías emergentes y a la apreciación acumulada del tipo de cambio del euro. De cara al futuro, las previsiones a corto y medio plazo disponibles continúan anticipando un escenario de crecimiento lento, frágil y desigual, condicionado por los procesos necesarios de saneamiento de balances en el sector privado y de consolidación de las finanzas públicas en muchos países del área.

Por lo que se refiere a los precios, la tasa de inflación del área del euro permaneció en niveles muy reducidos durante el segundo trimestre, situándose en el 0,5 % en junio. Además, el retorno a valores cercanos al 2 %, más compatibles con el objetivo de estabilidad de precios, se prevé lento como consecuencia de la debilidad de la recuperación económica, la persistencia de brechas de producción negativas, la elevada tasa de desempleo y la ausencia de presiones salariales. Un contexto de inflación demasiado baja por un período prolongado plantea desafíos importantes, ya que dificulta el proceso en curso de desendeudamiento y corrección de los desequilibrios exteriores en muchos países del área, lastra la demanda agregada al elevar los tipos de interés reales y expone a la economía del área a posibles perturbaciones deflacionarias que podrían desanclar las expectativas de inflación.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó en junio un paquete amplio de medidas de relajación monetaria y de respaldo a la disponibilidad de crédito para las empresas y los hogares. Estas medidas incluyeron la reducción del tipo de interés de las operaciones principales de financiación hasta el nivel mínimo del 0,15 %, situando en negativo la remuneración de la facilidad de depósito. Además, como se explica en detalle en el recuadro 3, el Consejo de Gobierno introdujo una serie de operaciones de financiación a plazo más largo con el objetivo definido de impulsar la oferta de crédito (TLTRO, por sus siglas en inglés) e intensificará los trabajos preparatorios para la adquisición de bonos procedentes de la titulización de activos. Finalmente, el Consejo renovó las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, indicando que los niveles bajos de tipos de interés se mantendrán durante un período prolongado, dadas las perspectivas de inflación existentes, prolongó el sistema de subastas a tipo fijo y plena adjudicación hasta, al menos, finales de 2016 y subrayó también el acuerdo unánime en su seno para, en caso necesario, utilizar medidas no convencionales adicionales.

En el marco de la gobernanza europea, el Consejo Europeo de finales de junio derogó el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) a cuatro países de la UEM y finalizó el Semestre Europeo de 2014 con la adopción de las recomendaciones sobre políticas fiscales y estructurales elaboradas por la Comisión Europea para los países (véase recuadro 4). También se acordó aprovechar el margen de flexibilidad que ofrece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) revisado para lograr una combinación de políticas más equilibrada hacia la consolidación fiscal y el crecimiento. El Consejo Europeo, por último, refrendó la recomendación de la CE para que Lituania se incorpore a la zona del euro en enero de 2015.

El crédito bancario en la UEM experimentó una importante desaceleración desde el inicio de la crisis financiera (véase gráfico 1), llegando a registrar caídas importantes que persistieron a lo largo de 2013 y en los primeros meses de 2014, pese a la suave recuperación económica iniciada. Este comportamiento es reflejo del tradicional desfase del crédito respecto al ciclo económico, pero también ha venido determinado por las necesidades de disminución de las elevadas ratios de endeudamiento alcanzadas antes de la crisis en algunos países y por las condiciones de oferta (véase gráfico 2).

Los préstamos bancarios son la principal fuente de financiación del sector privado en la zona del euro y, por tanto, su disponibilidad es clave para sustentar la recuperación económica. Por este motivo, el BCE decidió adoptar medidas para que la expansión de la demanda solvente de préstamos no se vea restringida por unas condiciones de oferta relativamente restrictivas. Así, en su reunión de 5 de junio, entre las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE para fortalecer el tono acomodaticio de la política monetaria destaca la decisión de realizar a lo largo de dos años, empezando en septiembre de 2014, ocho operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), dirigidas a mejorar la transmisión de la acomodación monetaria y a respaldar la concesión de crédito a la economía real.

Las características principales de las operaciones TLTRO están resumidas en el cuadro 1¹. En una primera etapa, las entidades podrán acudir a dos subastas, que se celebrarán en septiembre y diciembre de 2014, y podrán solicitar hasta un importe igual al 7 % de su cartera de préstamos al sector privado no financiero, excluyendo los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. A los efectos de estas dos operaciones, se tomará como referencia el saldo vivo de préstamos a 30 de abril de 2014. Sobre la base de los datos disponibles de las carteras de crédito de las entidades, se estima que el importe potencial máximo que podría adjudicarse en estas dos primeras TLTRO es de unos 400 mm de euros.

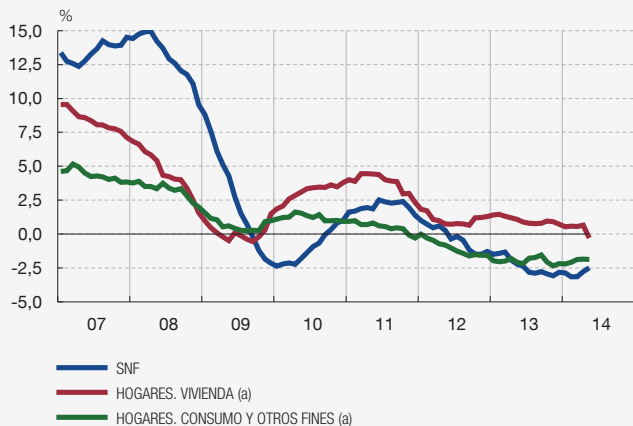
1 Véase documentación disponible en la página web del BCE: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2.en.html.

En la segunda etapa, durante el período comprendido entre marzo de 2015 y junio de 2016, se celebrarán seis operaciones adicionales dotadas de un sistema de incentivos a la concesión de crédito. Concretamente, en estas operaciones las entidades podrán solicitar hasta un importe máximo igual a tres veces la financiación neta concedida al sector privado por encima de un valor de referencia. Como en la etapa anterior, solo se tendrán en consideración los préstamos a empresas no financieras y a hogares, excluyendo los destinados a la adquisición de vivienda.

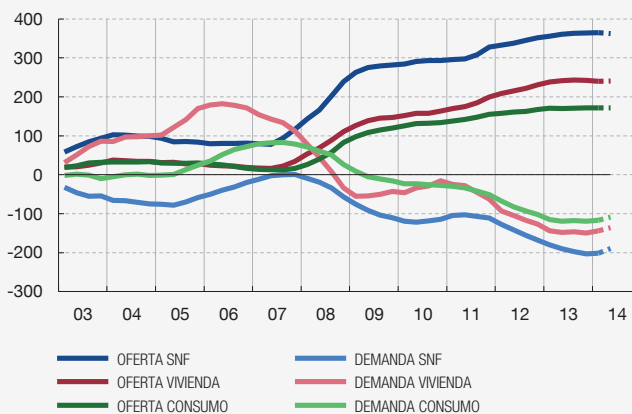
Para calcular este valor de referencia se adopta un procedimiento diferenciado que tiene en consideración el necesario proceso de desapalancamiento en que se encuentran inmersas algunas entidades, cuyas carteras de crédito mantienen un proceso de ajuste. Como se ilustra de forma muy estilizada en los gráficos 3 y 4, se van a diferenciar dos tipos de entidades. Para aquellas entidades que hayan mantenido o incrementado su saldo vivo de préstamos durante el último año hasta el 30 de abril de 2014, el valor de referencia será el saldo vivo alcanzado a esa fecha y se mantendrá constante durante el período de vigencia de las TLTRO. En consecuencia, podrá obtener fondos en estas operaciones siempre que su cartera viva de préstamos se incremente respecto a los valores registrados a finales de abril de 2014. Si, por el contrario, la entidad ha reducido su saldo vivo de préstamos durante los doce meses previos al 30 de abril de 2014, el valor de referencia se calculará extrapolando linealmente la tendencia pasada de reducción hasta el 30 de abril de 2015, manteniéndose estable a partir de entonces.

Todas las operaciones serán a tipo de interés fijo, el de las operaciones principales de financiación incrementado con un margen de 10 pb, y tendrán un vencimiento común, septiembre de 2018. No obstante, desde septiembre de 2016 las entidades podrán acogerse voluntariamente a la devolución anticipada de fondos, a los dos años de la celebración de cada subasta. Además, el BCE podrá exigir la devolución de fondos si las entidades no han cumplido los objetivos establecidos de concesión de crédito. Las entidades de contrapartida del Eurosistema pueden acudir a las subastas individualmente o en grupo.

1 PRÉSTAMOS BANCARIOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES EN LA UEM (Crecimiento interanual)



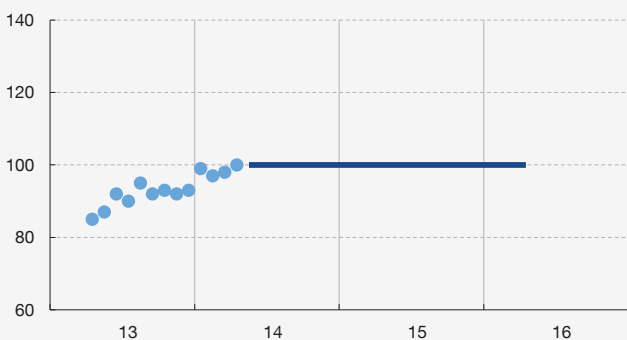
2 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



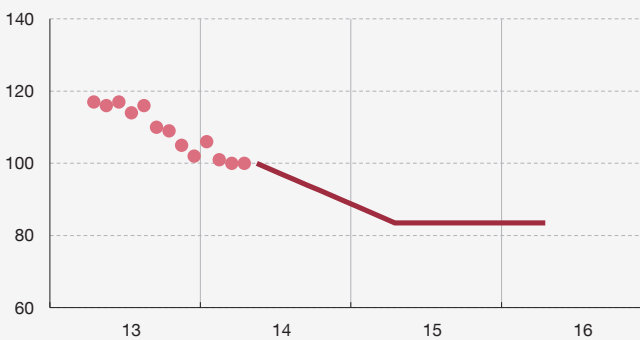
1 OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO CON OBJETIVO ESPECÍFICO (TLTRO)

Operaciones	Etapa 1		Etapa 2, vinculada a la evolución de la cartera				Septiembre 2016	Septiembre 2018
	2014		2015		2016			
	Sep	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic		
Cantidad máxima	7 % de la cartera de préstamos al sector privado no financiero a 30 de abril de 2014 (c)		Tres veces exceso de préstamos sobre el valor de referencia, diferenciando por tipos de bancos				Devoluciones: 1 Voluntarias: a los dos años de cada subasta 2 Forzosas: si incumplen valor de referencia en el período mayo de 2014-abril de 2016	Vencimiento
Tipo de interés	Fijo e igual al tipo de operaciones principales de financiación + 10 pb							

3 VALORES DE REFERENCIA PARA BANCOS CON CRÉDITO EN EXPANSIÓN



4 VALORES DE REFERENCIA PARA BANCOS CON CRÉDITO EN CONTRACCIÓN



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a No ajustados de titulización y ventas, por no disponibilidad de datos.

b Saldos de respuestas acumulados desde el inicio de la encuesta (cuarto trimestre de 2002). Un crecimiento de la oferta significa criterios más restrictivos y, en la demanda, un aumento.

c Préstamos a sociedades no financieras y hogares, excluidos los destinados a adquisición de vivienda.

	2012		2013			2014		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2		
Consumo privado	-0,5	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,2		
Consumo público	0,1	0,2	0,0	0,3	-0,3	0,7		
Formación bruta de capital fijo	-1,4	-1,6	0,1	0,5	0,9	0,2		
Importaciones	-1,0	-0,8	1,5	1,1	0,6	0,8		
Exportaciones	-0,6	-0,8	2,3	0,1	1,4	0,2		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,6	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3		
Variación de existencias	-0,1	0,2	-0,2	0,3	-0,2	0,2		
Demanda exterior neta	0,2	0,0	0,4	-0,4	0,4	-0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	-1,0	-1,1	-0,6	-0,3	0,5	0,9		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-2,1	0,4	0,7	0,0	0,5	0,2	-0,1	
Sentimiento económico	87,2	90,5	90,2	95,3	99,1	101,6	102,2	
PMI compuesto	46,5	47,7	47,8	51,4	51,9	53,1	53,5	
Empleo	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,1		
Tasa de paro	11,7	12,0	12,0	12,0	11,9	11,7	11,6	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,2	1,7	1,6	1,1	0,8	0,5	0,5	
IPRI	2,2	0,5	0,1	-0,9	-0,7	-1,7	-1,0	
Precio del petróleo (valor en dólares)	110,9	109,6	103,2	113,6	111,3	108,3	112,1	107,1
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	2,1	3,0	3,2	3,3	3,3	2,8	2,2	2,2
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,36	-1,17	-0,72	-0,70	-0,34	-0,03	0,34	0,39
Tipo de cambio dólar/euro	1,319	1,281	1,308	1,351	1,379	1,379	1,366	1,353
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-0,4	0,2	2,5	3,1	4,9	0,5	-0,9	-1,5
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	13,8	-0,5	-1,3	9,8	17,9	1,7	3,8	1,8

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 18 de julio de 2014.

b Variación porcentual acumulada en el año.

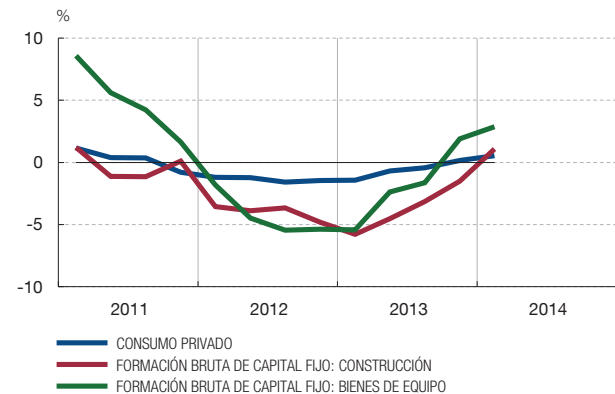
3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación final de la Contabilidad Nacional, la recuperación económica de la zona del euro continuó afianzándose de manera gradual durante el primer trimestre del año, aunque el ritmo de avance del PIB fue más moderado de lo previsto. Concretamente, creció un 0,2% intertrimestral, frente al 0,3% en el último trimestre de 2013, debido en parte a la incidencia de factores de carácter transitorio (véase cuadro 2). La tasa de crecimiento interanual se situó en el 0,9%, cuatro décimas por encima de la registrada en el trimestre anterior. La expansión de la actividad se apoyó en la evolución favorable de todos los componentes de la demanda interna y en la acumulación de existencias, con una contribución conjunta de 0,5 pp al crecimiento intertrimestral del PIB. En cambio, la aportación neta del sector exterior fue negativa (-0,3 pp), reflejo tanto de la expansión de las importaciones como de la pérdida de vigor de las exportaciones asociada a la desaceleración de algunas economías emergentes y a la apreciación acumulada del tipo de cambio del euro. Por ramas de actividad, el valor añadido se incrementó de manera generalizada, con la excepción de las manufacturas.

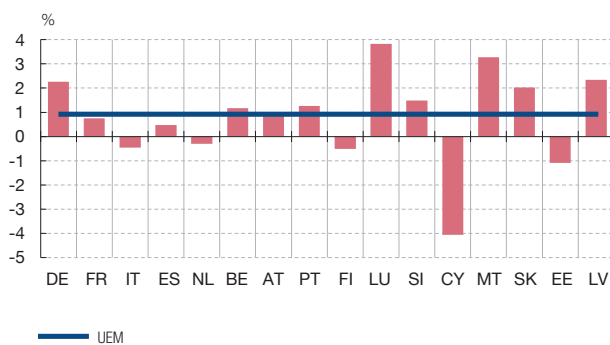
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



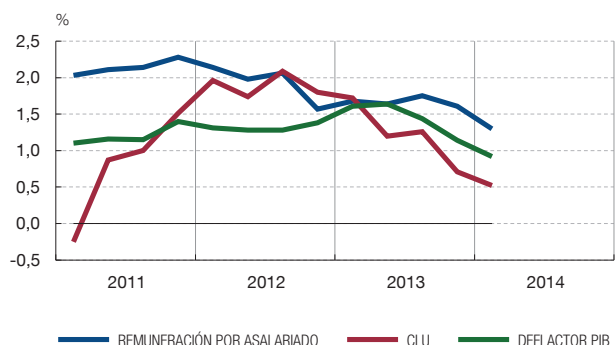
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Primer trimestre de 2014



SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

La evolución del PIB por países durante el primer trimestre fue muy desigual, con un avance importante en Alemania y, en menor medida, en Bélgica y España, que contrastó en cambio con un estancamiento en Francia y con un retroceso en Italia, Finlandia, Portugal y Holanda. En Alemania, el PIB creció a una tasa del 0,8 % intertrimestral, con un impulso importante de la demanda interna como consecuencia, en parte, de unas condiciones meteorológicas suaves durante el invierno. En Francia, en cambio, el crecimiento nulo de la actividad fue el resultado principalmente de la contracción de la demanda interna privada, tras el adelanto de algunas decisiones de gasto a los meses finales de 2013 ante el aumento del IVA que tuvo lugar en enero, contracción transitoria que vino en parte compensada por la acumulación de existencias. La disminución del PIB en Italia, de un 0,1 % intertrimestral, vino también determinada por la atonía de la demanda interna, en especial por el retroceso de la inversión y de las existencias.

El mercado de trabajo continuó afianzando la suave mejoría. El empleo creció a un 0,1 % intertrimestral en el período de enero a marzo, tasa similar a la registrada en el último trimestre de 2013, que se tradujo en un ligero crecimiento del empleo en términos interanuales. El avance de la actividad y el ritmo débil de creación de puestos de trabajo propiciaron un aumento de la productividad del 0,8 % en el primer trimestre. La remuneración de los asalariados, por su parte, creció a un ritmo moderado del 1,2 %, de forma que los costes laborales unitarios continuaron desacelerándose y su tasa de crecimiento se situó en el

INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



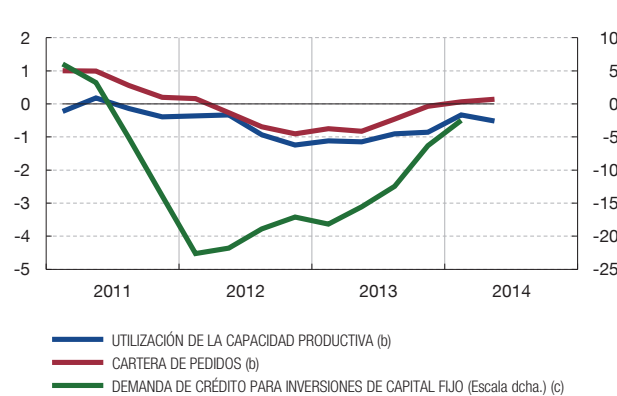
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



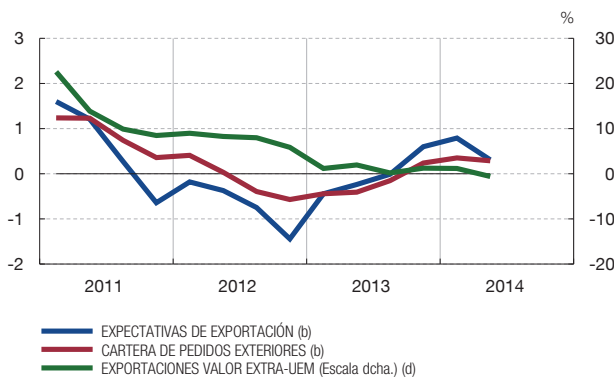
INDICADORES DE CONSUMO



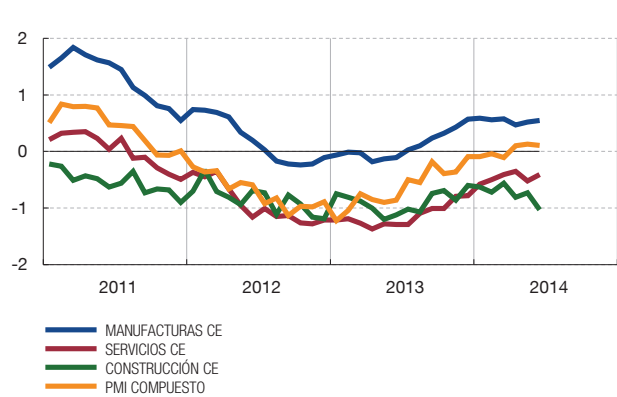
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

- a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b Series normalizadas.
- c Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2014		2015	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (junio de 2014)	1,0	0,7	1,7	1,1
Comisión Europea (mayo de 2014)	1,2	0,8	1,7	1,2
Fondo Monetario Internacional (abril de 2014)	1,2	0,9	1,5	1,2
OCDE (mayo de 2014)	1,2	0,7	1,7	1,1
Consensus Forecast (julio de 2014)	1,1	0,7	1,6	1,2
Eurobarómetro (junio de 2014)	1,1	0,7	1,6	1,2

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

a Tasas de variación anual.

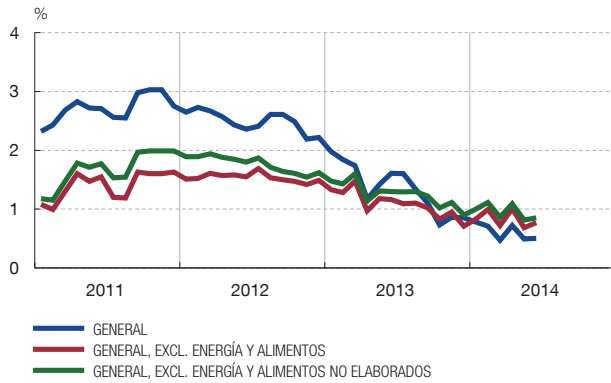
0,4 %, tres décimas menos que en el trimestre anterior. Dado que el deflactor del PIB aumentó un 0,9 %, se produjo, en consecuencia, una expansión de los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

Los datos económicos relativos al segundo trimestre indican una prolongación de la senda suave de expansión económica, aunque la actividad industrial ha mostrando cierta debilidad (véase gráfico 9). Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza, tanto los elaborados por la Comisión Europea como los de la encuesta PMI de directores de compras, registraron en el conjunto del trimestre un nivel superior al del trimestre anterior, coherente con una expansión de la actividad. No obstante, los indicadores referidos a las manufacturas experimentaron una ligera corrección en el conjunto del trimestre, como también ha ocurrido con la producción industrial hasta mayo. En el ámbito laboral, la tasa de paro se redujo ligeramente, hasta situarse en el 11,6 % en mayo, mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas PMI mejoraron en el sector servicios.

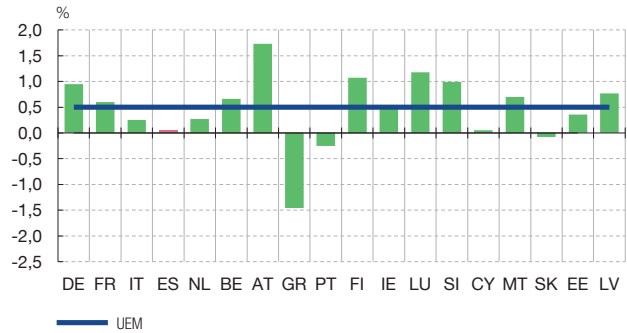
Por el lado de la demanda, la mejora de los indicadores cualitativos continuó trasladándose a una expansión moderada del gasto de los hogares. La confianza de los consumidores y la de los minoristas registraron nuevos avances entre abril y junio. Los datos incompletos para el trimestre referidos a las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles mostraron también una suave mejora en términos medios del trimestre. Los indicadores relacionados con el gasto en inversión, referidos en su mayor parte a la industria, mantuvieron, sin embargo, una mayor debilidad. En particular, el grado de utilización de la capacidad productiva se redujo ligeramente en el segundo trimestre y la mejora de la valoración de la cartera de pedidos de la industria se truncó en junio. Finalmente, en relación con el sector exterior, la información más reciente continúa apuntando un deterioro. Las exportaciones nominales de abril y mayo implican una moderación del crecimiento con respecto a la tasa del primer trimestre y la valoración de la cartera de pedidos exteriores empeoró en el conjunto del segundo trimestre.

En definitiva, la evolución reciente de los indicadores de coyuntura de la zona del euro anticipa una tasa de crecimiento del PIB positiva —pero moderada— en el segundo trimestre, sustentada principalmente en el consumo privado y en las actividades de servicios, mientras que las exportaciones y la industria mantienen cierta debilidad. A medio plazo, los organismos internacionales y los analistas privados prevén que el PIB prolongue la senda de suave recuperación con el respaldo de la orientación expansiva de la política monetaria y la mejora

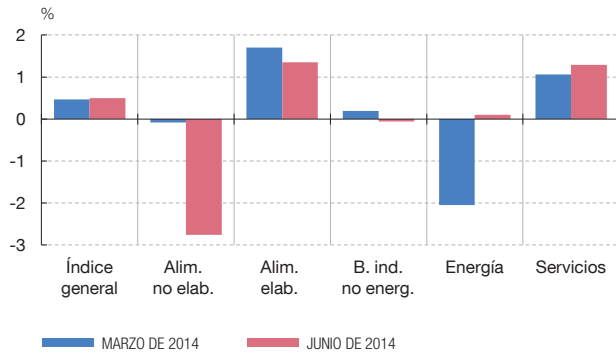
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



IAPC GENERAL
(Junio de 2014)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS

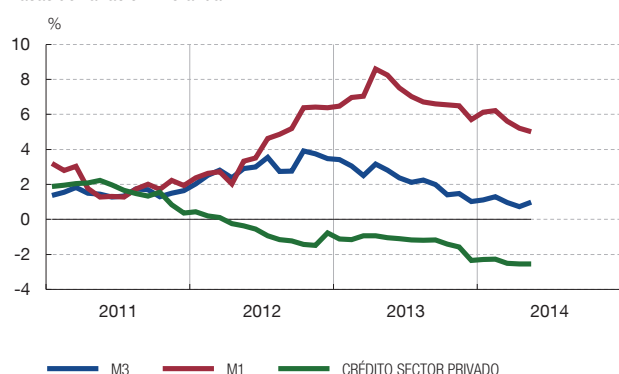


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

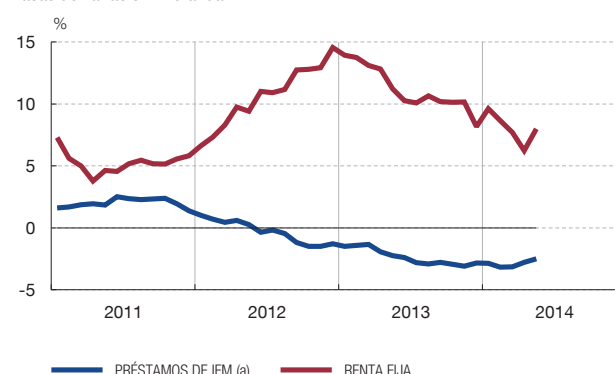
de las condiciones financieras, el tono más neutral de la política fiscal y el avance de la confianza en un contexto de estabilización del mercado de trabajo. En cambio, los elevados niveles de endeudamiento tanto del sector privado no financiero en algunos países como de los propios bancos, así como la necesidad de continuar con el proceso de consolidación fiscal seguirán limitando la intensidad de la recuperación. De acuerdo con el ejercicio de proyección de junio del Eurosistema, el incremento del PIB en el conjunto de 2014 sería del 1 %, del 1,7 % en 2015 y del 1,8 % en 2016 (véase cuadro 3). No obstante, este escenario es frágil y predominan los riesgos a la baja, relacionados principalmente con las tensiones geopolíticas y una evolución de la demanda global que pudiera ser más débil de lo previsto.

En relación con los precios, después de la volatilidad que introdujo el diferente calendario de la Semana Santa en 2013 y 2014, la tasa de inflación permaneció en niveles muy reducidos, del 0,5 % en junio. La ligera moderación de la inflación durante el segundo trimestre vino explicada por la caída de los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos, que fue en gran medida compensada por la contribución positiva de la partida de servicios y de la energía. De este modo, la inflación subyacente, medida por el índice general excluyendo alimentos no elaborados y energía, también se redujo en el segundo trimestre, situándose en el 0,8 % en junio (véase gráfico 10). Finalmente, los precios industriales comenzaron a reducir las caídas, situándose la tasa de avance interanual en el -1 % en mayo, frente al -1,7 % a finales del segundo trimestre, debido fundamentalmente al comportamiento menos negativo de los precios de la energía.

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanual



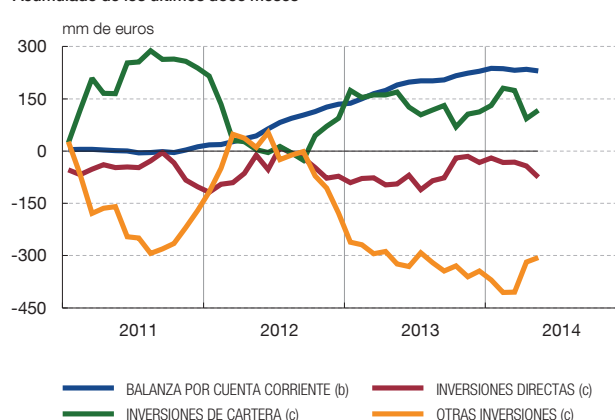
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE HOGARES (a)
Tasas de variación interanual



BALANZA DE PAGOS
Acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Ajustados de titulización y ventas, excepto los préstamos a hogares para consumo y para vivienda.
- b Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
- c Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

El retorno de la inflación del área del euro a valores cercanos al 2 % se prevé lento, como consecuencia de la debilidad de la recuperación económica, la persistencia de brechas de producción negativas, la elevada tasa de desempleo y la ausencia de presiones salariales. De acuerdo con las proyecciones de junio del Eurosistema, la inflación interanual se situará en el 0,7 % en 2014, el 1,1 % en 2015 y el 1,4 % en 2016. Con todo, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y mayo de 2014 un superávit de algo más de 59 mm de euros (un 1,5 % del PIB), muy similar al registrado en el mismo período del año anterior. El desglose indica una mejora del superávit de la balanza de bienes y de servicios que compensó el deterioro del correspondiente a las rentas. El déficit de las transferencias corrientes disminuyó. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera, y en el mismo período, se produjo una salida neta de capitales a través de inversiones directas y otras inversiones, y una entrada neta de capital en forma de inversiones de cartera. La balanza básica, que reúne las inversiones directas y de cartera y la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de casi 54 mm de euros entre enero y mayo de 2014, frente a un superávit de algo más de 90 mm en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

% del PIB

	2012	2013	2014		2015	
			CE (b)	PE (c)	CE (b)	PE (c)
Bélgica	-4,1	-2,6	-2,6	-2,1	-2,8	-1,4
Alemania	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1
Estonia	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,6	-0,5
Irlanda	-8,2	-7,2	-4,8	-4,8	-4,2	-3,0
Grecia	-8,9	-12,7	-1,6		-1,0	
España	-10,6	-7,1	-5,6	-5,5	-6,1	-4,2
Francia	-4,9	-4,3	-3,9	-3,8	-3,4	-3,0
Italia	-3,0	-3,0	-2,6	-2,6	-2,2	-1,8
Chipre	-6,4	-5,4	-5,8		-6,1	
Letonia	-1,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-0,8
Luxemburgo	0,0	0,1	-0,2	0,1	-1,4	-0,5
Malta	-3,3	-2,8	-2,5	-2,1	-2,5	-1,6
Holanda	-4,1	-2,5	-2,8	-2,9	-1,8	-2,1
Austria	-2,6	-1,5	-2,8	-2,7	-1,5	-1,4
Portugal	-6,4	-4,9	-4,0	-4,0	-2,5	-2,5
Eslovenia	-4,0	-14,7	-4,3	-4,1	-3,1	-2,4
Eslovaquia	-4,5	-2,8	-2,9	-2,8	-2,8	-2,8
Finlandia	-1,8	-2,1	-2,3	-2,0	-1,3	-1,1
Pro memoria: UEM						
Saldo primario	-0,6	-0,1	0,4		0,6	
Saldo total	-3,7	-3,0	-2,5	-2,4	-2,3	-1,8
Deuda pública	92,7	95,0	96,0	94,3	95,4	93,1

FUENTE: Comisión Europea.

a Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3 % del PIB.

b Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2014.

c Programas de Estabilidad de 2014.

En relación con las finanzas públicas, de acuerdo con las notificaciones de abril, el déficit de las AAPP continuó reduciéndose en 2013, situándose en el 2,9 % del PIB, siete décimas menos que en 2012 y por debajo de la referencia del 3 % por primera vez desde 2008 (véase cuadro 4). Esta mejora se sustentó fundamentalmente en el aumento de los ingresos públicos. A pesar de la consolidación fiscal, la deuda pública continuó ascendiendo, hasta alcanzar el 95 % del PIB. La evolución del déficit permitió que cuatro países —Austria, Bélgica, Países Bajos y Eslovaquia— abandonaran el PDE; en el caso de Países Bajos, un año antes del plazo límite. En la actualidad son ocho los países que mantienen el PDE abierto. Es destacable, además, la mejora en las cuentas públicas en Portugal, Grecia y Chipre, que registraron en 2013 saldos presupuestarios más favorables de lo comprometido en sus respectivos programas de asistencia financiera. En el caso de Portugal, los progresos en el ámbito fiscal y de reforma estructural permitieron que en mayo finalizara con éxito el programa de asistencia financiera y que el Tesoro haya recuperado plenamente el acceso a los mercados de deuda. En el caso de Grecia, la aprobación de nuevas reformas por parte del Gobierno permitió la liberación de un nuevo tramo de ayuda y está previsto, en los términos acordados en el segundo programa de asistencia, que el Eurogrupo discuta medidas para mejorar la sostenibilidad de su deuda pública.

Las previsiones de la Comisión Europea, así como las de los Programas de Estabilidad (PE) presentados en abril, esperan una reducción adicional del déficit público en la UEM en 2014 y que la política fiscal adquiera un tono más neutral. Según se desprende de los PE, el déficit de las AAPP se situará en el 2,4 % del PIB en 2014, con un ajuste del saldo en términos estructurales próximo a 0,3 pp, frente a más del 1 % en 2013. A diferencia de años recientes, se espera que la consolidación fiscal recaiga principalmente en la disminución del gasto, mientras que los ingresos permanecerán prácticamente estabilizados. La deuda pública, por su parte, seguiría ascendiendo, hasta situarse en torno al 96 % del PIB de la UEM en 2014, para iniciar posteriormente una senda descendente.

Para 2015 los PE esperan una reducción adicional del déficit público, hasta el 2,3 % del PIB. No obstante, algunos de los países que mantendrían el PDE abierto (en particular, Francia y Eslovenia) requerirán medidas de austeridad adicionales para cumplir con el compromiso de un déficit inferior al 3% del PIB en 2015.

El Consejo Europeo del 26 y 27 de junio cerró el Semestre Europeo de 2014 con la aprobación de las recomendaciones específicas que la Comisión Europea elaboró en junio en materia de política fiscal y estructural, resumidas en el recuadro 4. Además, el Consejo instó a que se aproveche al máximo la flexibilidad que ofrecen las reglas del PEC para lograr un mejor equilibrio entre los objetivos de crecimiento y consolidación fiscal en aquellos países cuyo déficit se encuentre ya por debajo del valor de referencia del 3 % y que apliquen reformas estructurales. El Consejo Europeo también refrendó la recomendación de la CE para que Lituania se incorpore a la zona del euro en enero 2015.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Las condiciones de financiación en la zona del euro continuaron mejorando durante el segundo trimestre del año, como reflejo, principalmente, de la mayor acomodación de la política monetaria del BCE. No obstante, el crédito bancario al sector privado continuó lastrado por el carácter moderado y frágil de la recuperación económica y las necesidades de desendeudamiento del sector en algunos países.

En relación con la política monetaria, el escenario de retorno lento de la inflación a valores cercanos al 2 %, más compatibles con el objetivo de estabilidad de precios, plantea desafíos importantes para la recuperación económica y expone a la economía del área a posibles perturbaciones que podrían desanclar las expectativas de inflación a medio plazo. Para combatir estos riesgos, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 5 de junio, adoptó un amplio paquete de medidas de relajación de la política monetaria. Concretamente, el Consejo redujo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 10 pb, hasta el 0,15 %, situando los tipos de la facilidad marginal de crédito y de depósito en el 0,40 % y el -0,10 %, respectivamente, lo que supone restablecer la simetría de este corredor. Además, el Consejo renovó las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, señalando que los niveles bajos de tipos de interés se mantendrán durante un período prolongado, dadas las perspectivas de inflación existentes.

Estas decisiones vinieron acompañadas de otras de carácter no convencional dirigidas a mejorar la transmisión de la política monetaria para respaldar el crédito a la economía. En concreto, como se describe con más detalle en el recuadro 3, el Consejo introdujo una serie de operaciones singulares de financiación a plazo más largo destinadas a facilitar la concesión de crédito al sector privado (TLTRO). Además, el Consejo subrayó también el acuerdo unánime en su seno para, en caso necesario, utilizar medidas no convencionales adicionales. En este sentido, dado el papel relevante que desempeñan los mercados de

El Consejo Europeo de 26 y 27 de junio de 2014 supuso la finalización del Semestre Europeo, el procedimiento instaurado en 2011 en el contexto de reforma de la gobernanza para el seguimiento regular y evaluación de la política fiscal y de las reformas estructurales en la UE. El Semestre comienza con la publicación del *Informe Anual de Crecimiento*, donde el Consejo de la UE establece, a propuesta de la Comisión Europea (CE), las prioridades de la política económica para los próximos meses. A continuación, la CE lleva a cabo la evaluación de los planes de política económica plasmados en los programas nacionales de reforma y en los programas de estabilidad y convergencia. El Semestre culmina con la aprobación por parte del Consejo de las recomendaciones específicas a cada país y para el conjunto de la zona del euro. En este recuadro se describen las áreas de actuación que se consideran prioritarias y la valoración de los avances realizados en las principales economías de la UEM.

Las recomendaciones del Consejo en 2014 se centran en cinco objetivos principales: reducir las elevadas tasas de desempleo y afrontar las consecuencias sociales de la crisis; aminorar los altos niveles de endeudamiento público; reorientar la fiscalidad hacia figuras impositivas con menores efectos adversos sobre el crecimiento y el empleo; estimular la inversión privada; y mejorar la competitividad. En torno a estas prioridades se establecen recomendaciones de carácter más específico, que en el caso del mercado de trabajo enfatizan la necesidad de mejorar los servicios públicos de empleo, para reducir el desempleo de larga duración, descentralizar los sistemas de negociación colectiva, para permitir que los salarios se adapten con mayor rapidez a las condiciones económicas y revisar los esquemas de protección social. Para el caso de España se recomienda reducir la segmentación del mercado de trabajo, mejorar las políticas activas de empleo y en la aplicación de la denominada «Garantía Juvenil», orientada a reducir las elevadas tasas de desempleo de los jóvenes. En Alemania se recomienda introducir un salario mínimo, en consonancia con la reforma ya aprobada por su Gobierno, mientras que a otros países, como Francia o Portugal, les invita a reducir o revisar sus salarios mínimos.

En el ámbito de las finanzas públicas, además de proseguir con los compromisos de consolidación fiscal, se aconseja profundizar en las reformas de los sistemas de pensiones y sanitarios, reducir los elevados niveles de imposición sobre el trabajo y mejorar la eficiencia de los sistemas impositivos. Para incrementar la inversión privada se preconiza mejorar el acceso a la financiación mediante esquemas de garantía de préstamos o el desarrollo de los mercados de bonos corporativos y de capital-riesgo, además de culminar el saneamiento del sistema bancario. Por último, también se enfatizan la reforma de los servicios (y, en particular, del comercio minorista y las profesiones reguladas) y de las infraestructuras energéticas y de transporte, y la modernización de los sistemas de innovación. En este ámbito en particular, el Consejo recomienda a España garantizar la aplicación rápida de la Ley de Garantía de la

Unidad de Mercado, la eliminación efectiva del déficit de la tarifa eléctrica a partir de 2014 y abordar los problemas de solvencia de algunas autopistas de peaje, de modo que se minimicen los costes para el Estado.

Por otra parte, el Consejo formula también recomendaciones para el área del euro en su conjunto, con el objetivo de mejorar el funcionamiento de la unión monetaria y de resaltar las interdependencias existentes en su seno. Además de reiterar algunas de las recomendaciones dirigidas a los países, como el aumento de la competencia en los servicios y la reducción de la carga fiscal sobre el trabajo, el énfasis se sitúa en la necesidad de implementar medidas en tres ámbitos: el aumento de la inversión pública; el fortalecimiento de los marcos fiscales nacionales, incluyendo, en particular, el establecimiento de consejos fiscales independientes encargados de valorar la sostenibilidad de las finanzas públicas; y la mejora de la financiación de la economía mediante la integración de los mercados de capitales, el restablecimiento del mercado de titulizaciones y la mejora del crédito a las pymes.

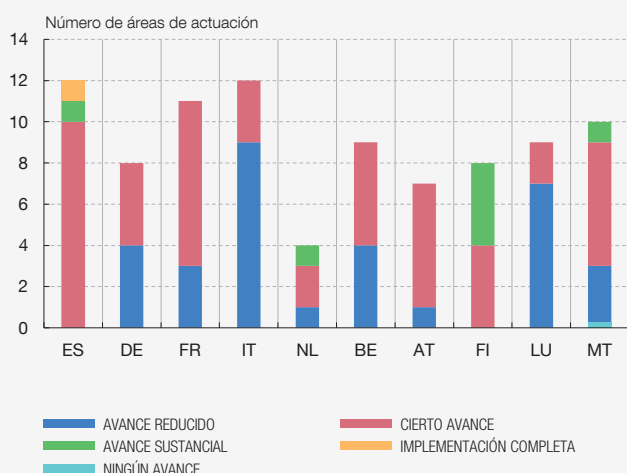
En cuanto a la valoración de los avances realizados en años anteriores, la CE considera que, a lo largo del último año, se han seguido realizando progresos significativos hacia la consolidación fiscal, como se pone de manifiesto en el número de países del área del euro que han visto derogados sus procedimientos de déficit excesivo (Austria, Bélgica, Países Bajos y Eslovaquia). En la actualidad, se reduce a ocho el número de los que tienen procedimiento abierto: Malta, con plazo de corrección en 2014; Irlanda, Francia, Portugal y Eslovenia, con plazo en 2015; y España, Chipre y Grecia, en 2016. También se valoran de manera positiva iniciativas relacionadas con el mercado laboral, como la introducción de mejoras en las políticas activas de empleo y el ajuste de los sistemas de negociación salarial.

Por contra, los avances han sido más limitados en otros ámbitos, como la aplicación de una imposición más favorable al trabajo, la reforma de los mercados de productos y servicios, la mejora de la regulación de la competencia y del funcionamiento de las industrias de red, el perfeccionamiento de los sistemas educativo y de bienestar, y la mejora del funcionamiento de las Administraciones Públicas. Como se aprecia en el gráfico 1, son muy pocos los países, de entre los principales del área del euro, que, de acuerdo con la valoración de la propia CE, han realizado avances sustanciales para cumplir las recomendaciones recibidas en 2013. Así, se han producido avances reducidos o no se ha producido ningún avance en 33 de las 91 áreas de actuación sobre las que la CE ha efectuado su valoración. Por ello, continúa siendo crucial que la UEM redoble los esfuerzos de reforma de sus estructuras y de sus instituciones económicas, que permita reducir la brecha existente frente a otras economías avanzadas en cuanto al grado de competencia y flexibilidad de los mercados, como se observa en el gráfico 2.

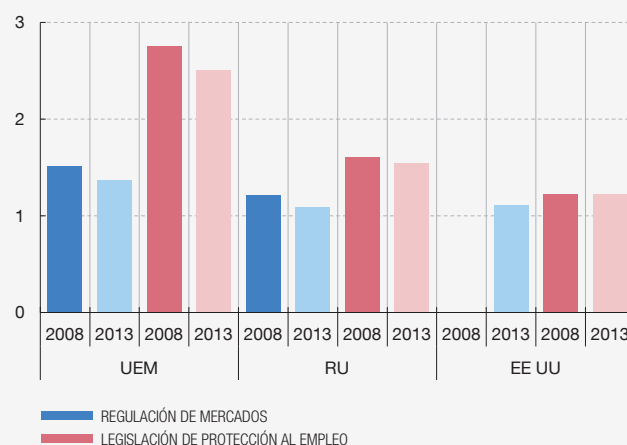
1 RECOMENDACIONES ESPECÍFICAS POR PAÍSES

	Recomendaciones	Países
Afrontar el desempleo, la desigualdad y la pobreza	Luchar contra el desempleo a largo plazo mediante la intensificación de los servicios públicos de empleo	ES, DE, IT, FI, GR, PT, IE, SK, LU, EE
	Animar a las mujeres a aceptar un empleo, ofreciendo servicios de guardería asequibles y de calidad	DE, IT, AT, IE, MT
	Revisar la indexación de los salarios	BE, LU
	Revisar las prestaciones por desempleo y asistencia social	IT, PT, LV
	Salario mínimo	DE (introducción de un salario mínimo de 8,5 €/h en 2015). FR (reducción del salario mínimo). PT (mantenimiento de salarios mínimos en consonancia con los objetivos de promover el empleo y la competitividad)
Reorientar la imposición hacia las figuras con menores efectos adversos sobre el empleo	Descentralizar los sistemas de fijación de salarios	FR, IT, PT
	Reducir la carga fiscal sobre el trabajo	ES, DE, FR, IT, NL, BE, AT, LV,
	Mejorar la eficiencia de sus sistemas fiscales	ES, DE, FR, IT, BE, IE, LU
Estimular la inversión privada	Mejorar la gobernanza fiscal	ES, DE, FR, IT, BE, PT, SK, LV, MT
	Mejorar el acceso a la financiación	IT, PT, EE (esquema de préstamos con garantía y desarrollo del mercado de bonos corporativos). ES, DE, NL, PT, EE (desarrollo de los mercados de capital-riesgo)
Mejorar la competitividad de la economía	Completar la reestructuración bancaria y reparar los balances de los bancos	ES, DE, IT, AT, PT, IE, SI
	Sector servicios: Reformas en el comercio minorista, las profesiones reguladas y la administración pública	ES, DE, FR, IT, BE, AT, FI, SK, SI, MT
	Energía e infraestructuras de los transportes: Interconexiones con los países vecinos	ES, DE, FR, FI, PT, SK, LV, EE
Reducir la deuda pública	Investigación y sistemas de innovación: modernizar los sistemas de innovación	ES, FR, BE, FI, SK, LU, LV, EE
	Mantener los esfuerzos para garantizar unas finanzas públicas saneadas	ES, IT, NL, BE, AT, FI, LU, LV, EE
	Aumentar la edad de jubilación	NL, BE, AT, FI, LU, SI, MT
	Garantizar la sostenibilidad de la asistencia sanitaria y racionalizar el gasto farmacéutico	ES, DE, FR, AT, FI, PT, IE, SK, LV, MT

1 GRADO DE IMPLEMENTACIÓN DE LAS RECOMENDACIONES DEL SEMESTRE EUROPEO DE 2013



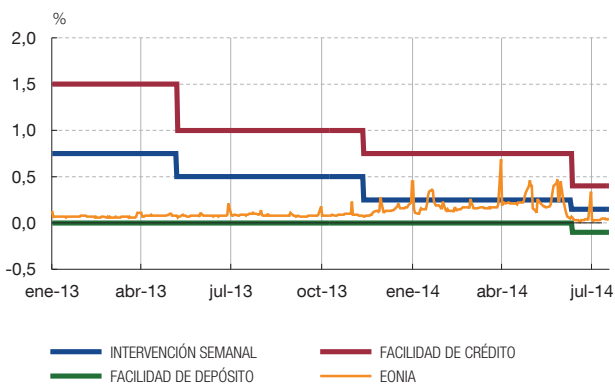
2 INDICADORES ESTRUCTURALES DE LA OCDE (a)



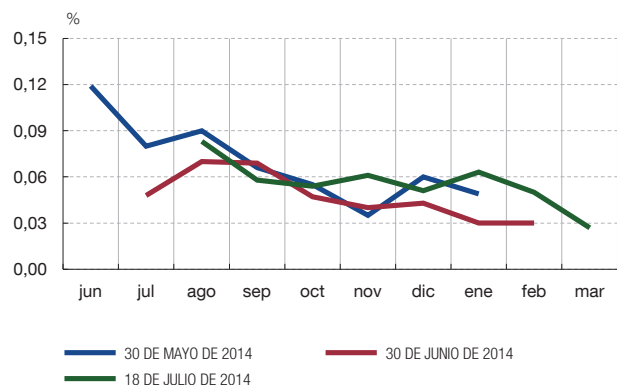
FUENTES: Comisión Europea y OCDE.

a Un valor más alto indica una regulación más estricta.

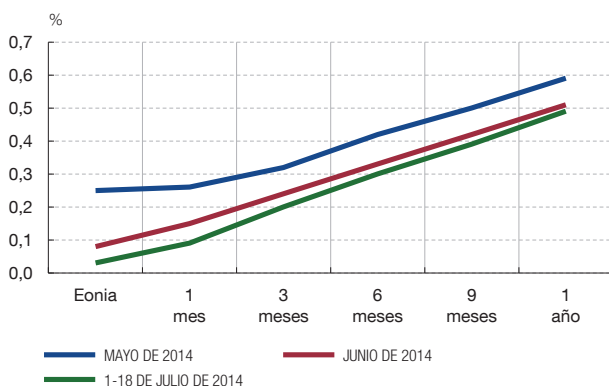
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



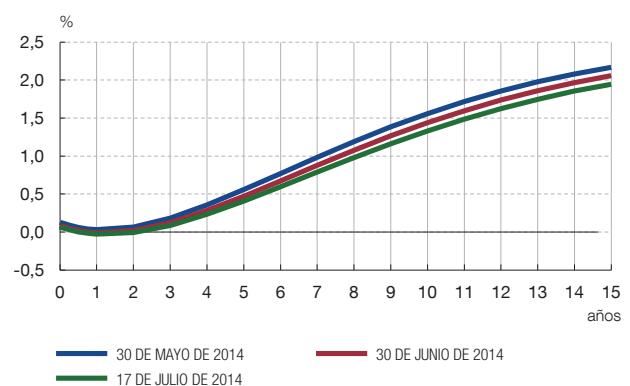
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



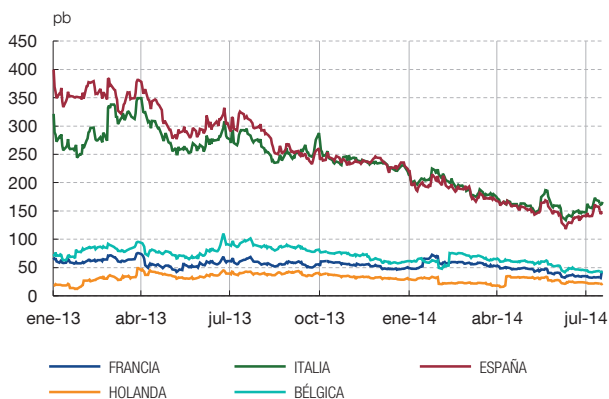
MERCADO INTERBANCARIO



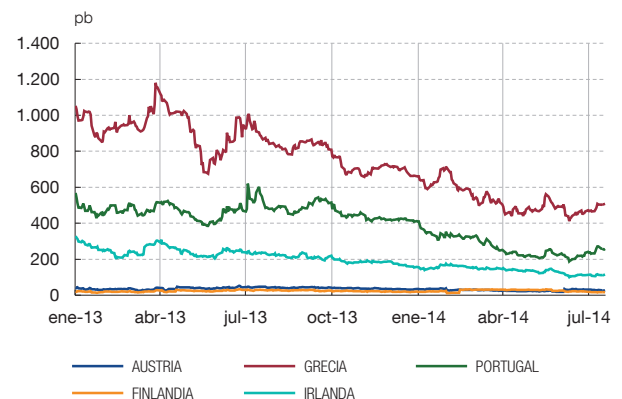
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



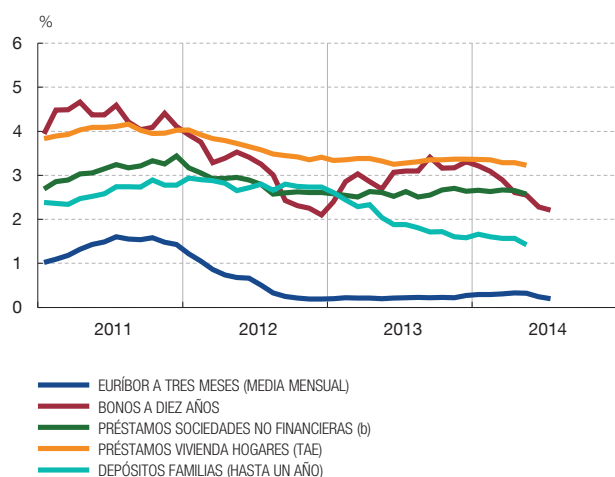
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

titulización de activos como catalizadores del crédito, el Consejo intensificará los trabajos preparatorios para posibles adquisiciones.

En el ámbito de la liquidez, para reforzar la acomodación monetaria adicional, el Consejo de Gobierno del BCE decidió prolongar el procedimiento de tipo fijo y adjudicación plena, al menos hasta finales de 2016, así como extender las subastas en dólares. Asimismo,

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Correspondientes a nuevas operaciones.

b Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

el BCE suspendió las operaciones semanales de esterilización de la liquidez proporcionada por el Programa para el Mercado de Valores.

Por último, en su reunión del 3 de julio, el BCE acordó que, a partir de enero de 2015, sus reuniones de política monetaria se celebrarán con una frecuencia de seis semanas y que se publicarán reseñas de la discusión mantenida.

Las medidas de política monetaria tuvieron una traslación rápida a los mercados interbancarios, en las operaciones tanto con garantía como sin garantía (véase gráfico 12). Los tipos de interés del euríbor se redujeron en torno a 10 pb en todos los plazos, respecto a los niveles registrados a finales del segundo trimestre. De esta manera, el tipo euríbor a un mes, tres meses y un año se situó en julio en niveles medios del 0,15%, 0,25% y 0,50%, respectivamente. Las referencias del *eurepo* a estos plazos se situaron todas en niveles próximos a cero.

En los mercados de deuda pública, las rentabilidades de los bonos soberanos también prolongaron su tendencia descendente, en un contexto de volatilidad reducida, alcanzando

niveles muy reducidos. Desde finales del primer trimestre, la rentabilidad del bono alemán a cinco y a diez años se redujo, situándose en niveles mínimos en el entorno del 0,3 % y del 1,2 %, respectivamente, a la fecha de cierre de este artículo. Esta reducción supuso una ampliación del diferencial de rentabilidades entre la referencia americana y la alemana, que se situó en torno a los 135 pb a diez años. Los diferenciales soberanos dentro del área también tendieron a contraerse y las condiciones favorables en los mercados de deuda permitieron que Grecia emitiera bonos por primera vez desde el inicio del programa de asistencia, y también facilitaron que Portugal tuviera un acceso cómodo a los mercados durante la fase de finalización del programa de asistencia, aunque en el período más reciente los diferenciales soberanos de estas economías volvieron a ampliarse.

En los mercados cambiarios, la expectativa y la posterior confirmación de las medidas de relajación monetaria del BCE contribuyeron a una depreciación del tipo de cambio del euro, que permitió corregir el comportamiento apreciatorio previo (véase gráfico 13). La corrección supuso que, en el conjunto del año, el euro acumule una depreciación cercana al 2 % frente al dólar y de más de un 4 % frente a la libra esterlina y al yen. En términos efectivos nominales, la depreciación acumulada en el año es del 1,5 %.

Las cotizaciones en los mercados bursátiles también tuvieron un comportamiento alcista durante la mayor parte del trimestre, en un contexto de volatilidad reducida. No obstante, la debilidad de algunos datos macroeconómicos y las tensiones geopolíticas provocaron algunas correcciones a partir de junio. Con todo, el EUROSTOXX 50 acumula una revalorización en torno al 1,5 % en el año a la fecha de cierre de este artículo.

Finalmente, los préstamos al sector privado continuaron contrayéndose durante el segundo trimestre, si bien a un ritmo menor que el observado anteriormente. El carácter moderado y frágil de la recuperación económica y las necesidades de desendeudamiento del sector en algunos países impidieron una mejora más sustancial. En particular, la tasa interanual de los préstamos a empresas mejoró tres décimas, hasta situarse en el -2,5 %, en términos ajustados de titulización y ventas, con flujos netos trimestrales todavía negativos. En el caso de los hogares, el crecimiento de los préstamos aumentó una décima, hasta el 0,5% interanual.

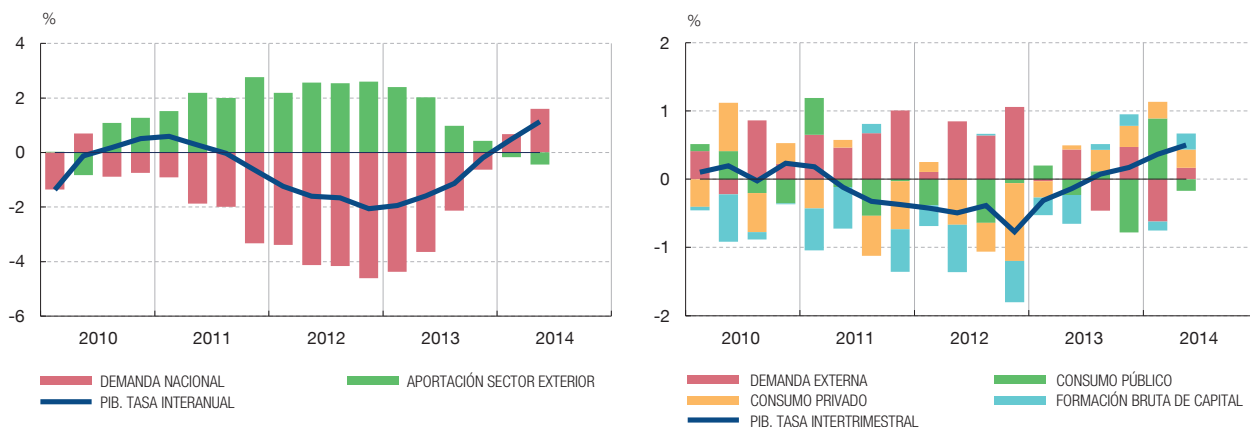
4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En el segundo trimestre de 2014 la economía española continuó la senda de progresiva recuperación de la actividad iniciada a mediados del año pasado. El PIB habría aumentado, de acuerdo con la información disponible, un 0,5 % en tasa intertrimestral (una décima más que en el período comprendido entre enero y marzo), en tanto que el crecimiento interanual se habría acelerado en seis décimas, hasta el 1,1 %. Esta evolución tuvo lugar en un contexto de fortalecimiento del mercado de trabajo, que habría registrado creación neta de empleo por tercer trimestre consecutivo, y de prolongación de la fase de relajación de las tensiones en los mercados financieros.

La composición del crecimiento habría mostrado algunos rasgos análogos a los observados desde mediados de 2013 (véase gráfico 14). En concreto, se habría prolongado, un trimestre más, la senda expansiva de la demanda privada, en un contexto en que la mejora del clima de confianza favoreció un entorno más propicio para las decisiones de gasto de los hogares y de las empresas. El consumo se habría visto apoyado por la gradual mejoría del empleo y su impacto positivo tanto sobre la confianza de las familias como sobre la evolución del componente laboral de sus rentas. No obstante, la intensidad del avance del consumo excede a la de las propias rentas, quizá porque la reducción de la incertidumbre ha permitido la materialización de numerosas decisiones de adquisición de bienes duraderos que habían sido pospuestas en años anteriores, lo que se está manifestando en un rápido descenso de la tasa de ahorro. La inversión en equipo siguió mostrando crecimientos positivos, que se enmarcan en una mejora de las perspectivas de demanda y en un incipiente alivio de las condiciones de financiación. Por su parte, la inversión residencial habría seguido atenuando su perfil contractivo, en un contexto en el que, no obstante, persiste la debilidad de los principales determinantes de la demanda y el ritmo de absorción del elevado *stock* de viviendas sin vender sigue siendo muy lento.

Otros rasgos de la composición del crecimiento del PIB en el segundo trimestre difieren en mayor medida de los observados en los tres primeros meses del año. En concreto, el consumo público habría vuelto a retroceder después del fuerte avance del período enero-marzo, mientras que, en la vertiente del comercio exterior, la información disponible apunta al retorno a una contribución positiva, aunque reducida, de las exportaciones netas al crecimiento intertrimestral del producto. En concreto, las ventas al resto del mundo habrían vuelto a crecer en el segundo trimestre, tras el descenso del primero, aunque su dinamismo continúa viéndose afectado por la relativa debilidad de algunos mercados exteriores. Por su parte, las importaciones habrían experimentado una cierta desaceleración, si bien siguen viéndose impulsadas por la recuperación del gasto de los hogares y de las sociedades.

En el segundo trimestre se prolongó la mejoría del empleo observada desde el tramo final de 2013. En términos de Contabilidad Nacional, el ritmo de avance de la ocupación habría aumentado en dos décimas en tasa intertrimestral, hasta el 0,3 %. En tasa interanual se produjo asimismo una creación neta de puestos de trabajo (la primera en seis años), cuya magnitud se estima en el 0,4 %. Dada la evolución de la producción y del empleo, el crecimiento de la productividad habría experimentado una pequeña desaceleración adicional, de una décima, hasta el 0,7 %. De acuerdo con la información de la Balanza de Pagos, disponible hasta abril, el saldo por cuenta corriente registró un empeoramiento en comparación con el mismo período de 2013, lo que se explica por la ampliación de los déficits de las balanzas comercial y de rentas. La evolución reciente del saldo exterior —en particular,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

por lo que respecta al intercambio de bienes— pone de manifiesto la necesidad de profundizar en las ganancias de competitividad alcanzadas en los últimos años, al objeto de asegurar la sostenibilidad de la recuperación de la actividad y del empleo.

Finalmente, los precios de consumo han seguido experimentando tasas de variación interanual muy modestas, dada la prolongación de los descensos de los costes laborales unitarios y la persistencia de un elevado grado de holgura en el uso de los factores productivos. Tras un pequeño repunte transitorio al inicio del segundo trimestre, vinculado básicamente al impacto del calendario de la Semana Santa, la inflación volvió a ralentizarse, hasta situarse en el 0,1 % en junio. En ese mes, la tasa de variación del IPSEBENE fue, como en marzo, del 0 %. En los meses de verano, cabe esperar que el índice general pueda registrar una modesta desaceleración adicional, hasta tasas ligeramente negativas, antes de comenzar a repuntar en el último trimestre del año. El diferencial negativo de inflación frente al conjunto del área del euro, medido a través del IAPC, repuntó en dos décimas entre marzo y junio, hasta situarse en -0,5 pp.

4.1 Demanda

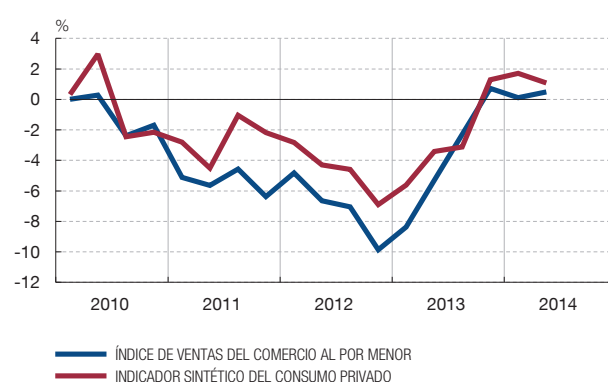
Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares e ISFLSH habría registrado, en el segundo trimestre de 2014, un crecimiento intertrimestral del 0,4 %, tasa similar a la de los tres trimestres precedentes (véase gráfico 15). Los indicadores cualitativos correspondientes al período abril-junio prolongaron la senda de avance que vienen mostrando desde el inicio de 2013, con nuevos aumentos tanto de la confianza de los consumidores, que reflejan, principalmente, la mejora de las perspectivas de empleo, como de la confianza de los comerciantes minoristas, propiciada por la percepción favorable acerca de la evolución reciente de sus negocios. Los principales indicadores cuantitativos relacionados con el consumo de los hogares también evolucionaron de forma positiva en el segundo trimestre. Así, el ritmo de crecimiento intertrimestral de las matriculaciones de vehículos particulares se aceleró en algo más de 1 pp, hasta el 3,3 %, lo que se apoyó en las sucesivas renovaciones del Programa de Incentivo al Vehículo Eficiente (PIVE). Además, tanto el indicador del comercio al por menor como el de ventas interiores no financieras de bienes de consumo realizadas por grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, aceleraron su ritmo de crecimiento interanual en los dos primeros meses del trimestre.

De acuerdo con los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, en el primer trimestre de 2014 se intensificó la trayectoria de descenso de la tasa de ahorro

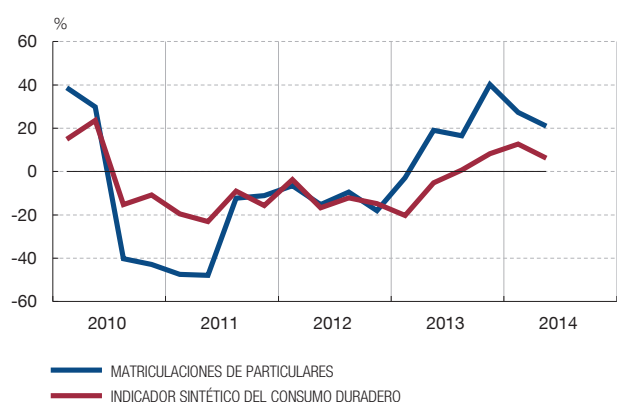
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

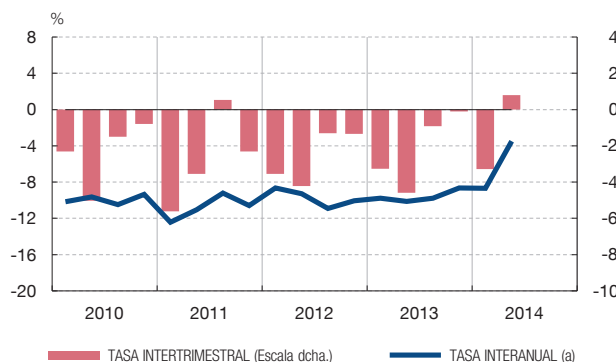
de los hogares que había venido observándose en la segunda mitad de 2013. En términos acumulados de cuatro trimestres, el ahorro se situó en el 9,4 % de la renta bruta disponible, 1 pp menos que un trimestre antes. Esta evolución reflejó el avance del consumo privado, en un contexto de aceleración de la caída de la renta de los hogares, hasta el -1,1 %, frente al -0,7 % del trimestre previo. La reducción de la renta se explica por el empeoramiento de las contribuciones del excedente bruto de explotación y rentas mixtas, de las AAPP y del resto de operaciones de distribución de rentas, mientras que, por el contrario, la aportación de la remuneración por asalariado fue menos negativa. La capacidad de financiación del sector, en términos del PIB, se contrajo en seis décimas, hasta el 1,9 %, como consecuencia de la reducción de la ratio de ahorro, en un contexto en que la formación bruta de capital se mantuvo prácticamente estable.

La inversión en bienes de equipo habría prolongado su evolución favorable reciente, con un crecimiento intertrimestral que se situaría en torno al 2 %, tasa algo inferior a la del trimestre precedente (véase gráfico 16). En su conjunto, los indicadores cualitativos mantuvieron la pujanza del trimestre previo, que se manifestó, en particular, en un aumento de la cartera de pedidos de los empresarios manufactureros. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, destacó la notable aceleración de las matriculaciones de vehículos de carga, con un crecimiento del 11,8 % intertrimestral, 3,3 pp por encima de la

BIENES DE EQUIPO



CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.
- b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

tasa observada en el primer trimestre. Por el contrario, la producción de bienes de equipo se habría contraído en la media de abril y mayo, tras aumentar en el trimestre anterior un 1,1 %.

La capacidad de financiación de las sociedades no financieras, según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, disminuyó en tres décimas en el primer trimestre, hasta situarse en el 4 % del PIB en términos acumulados de los últimos cuatro trimestres, como consecuencia del aumento de la inversión. El crecimiento del ahorro empresarial siguió siendo elevado (del 11,6 %), si bien se desaceleró significativamente, lo que se debió, en gran medida, al menor ritmo de avance del excedente bruto de explotación.

La inversión en construcción habría mostrado un crecimiento moderado en el período abril-junio, tras el retroceso del 3,3 % registrado en el primer trimestre. De acuerdo con la información disponible, esta trayectoria podría venir asociada en parte a una evolución más favorable de la obra civil (véase gráfico 16). Entre los indicadores contemporáneos referidos al mercado de trabajo, el número de afiliados a la Seguridad Social en la construcción mostró, en el segundo trimestre del año, su primer aumento intertrimestral desde el año 2007 y, entre los relativos a los consumos intermedios, en el bimestre abril-mayo se produjo una notable ralentización de la caída intertrimestral del consumo aparente de cemento y un ligero

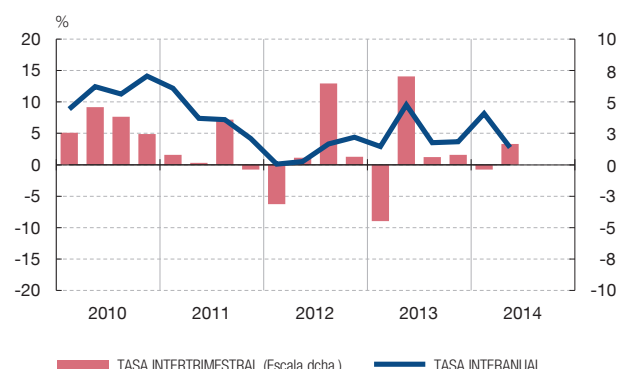
crecimiento de la producción de minerales no metálicos. Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial se contrajo a un ritmo algo inferior al del trimestre precedente, en consonancia con la moderada reducción de la brecha negativa entre el número de viviendas iniciadas y el de viviendas terminadas. En abril se visaron en torno a 3.000 viviendas, un 14 % más que un año antes y por encima de los niveles mínimos de los meses previos. En relación con las transacciones, en el primer trimestre de 2014, se vendieron unas 80.000 unidades, prolongando la tendencia a la estabilización de las compras, si bien en torno a niveles muy reducidos. Las operaciones realizadas por extranjeros continuaron registrando un notable dinamismo, alcanzando casi el 17 % del total de las transacciones realizadas en ese período. Por lo que respecta al componente de inversión en otras construcciones, los presupuestos licitados en obra civil prolongaron su senda de mejora, de acuerdo con la información disponible hasta abril, mientras que la superficie visada en edificación no residencial aumentó en dicho mes, tras su descenso en el primer trimestre.

El consumo final de las AAPP habría descendido en el segundo trimestre de 2014 con respecto al trimestre anterior, cuando registró un incremento del 4,4 % en tasa intertrimestral. La caída del período abril-junio vendría explicada por la evolución de los gastos en consumo final no salarial, que se podría haber visto parcialmente compensada por el dinamismo del empleo en los sectores relacionados con las AAPP, según se desprende de los datos de afiliación a la Seguridad Social.

La última información disponible sobre la evolución del sector exterior en España sugiere que la demanda exterior neta habría vuelto a contribuir positivamente al crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre del año, con una aportación de 0,2 pp, en contraste con la aportación negativa de seis décimas registrada en el primer trimestre del año. Esta mejora habría sido el resultado tanto de una cierta recuperación en el ritmo de crecimiento de las exportaciones, que habrían crecido un 1,7 % tras la moderación de los últimos trimestres, como de una ligera ralentización de las importaciones, hasta el 1,3 %, dos décimas menos que en el trimestre precedente. En tasa interanual, tanto las exportaciones como las importaciones se moderaron notablemente (véase gráfico 17). A corto plazo, es probable que las ventas al exterior sigan mostrando ritmos de avance moderados en un contexto en que, si bien cabe esperar que se produzcan ganancias adicionales de competitividad, los mercados exteriores de España podrían continuar experimentando crecimientos relativamente modestos, especialmente, en el caso de algunas economías emergentes.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes descendieron un 2,3 % en tasa interanual en los meses de abril-mayo, frente al aumento del 3 % registrado en el primer trimestre del año. Por grupos de productos, en el bimestre abril-mayo se redujeron las ventas tanto de bienes de equipo, que interrumpieron la tónica de fuertes avances que caracterizaron los trimestres precedentes, como las de bienes intermedios, mientras que las exportaciones de bienes de consumo moderaron su ritmo de crecimiento. Por áreas geográficas, las ventas reales dirigidas a la UE registraron una variación interanual del -2,4 %, en contraste con el avance del 7,1 % del primer trimestre. A pesar del impulso que mostraron las ventas destinadas a Alemania y a Portugal, el descenso de las exportaciones a Francia y a Italia propició la caída en las ventas comunitarias, reflejando la débil y asimétrica recuperación dentro del área. Por su parte, las ventas extracomunitarias continuaron descendiendo, aunque moderaron su ritmo de caída, hasta un -2,1 % interanual. Destaca el dinamismo que mostraron las ventas destinadas a los países del sudeste asiático, Estados Unidos y Japón, mientras que se redujeron significativamente las destinadas a América Latina y, en menor medida, a Rusia y a China.

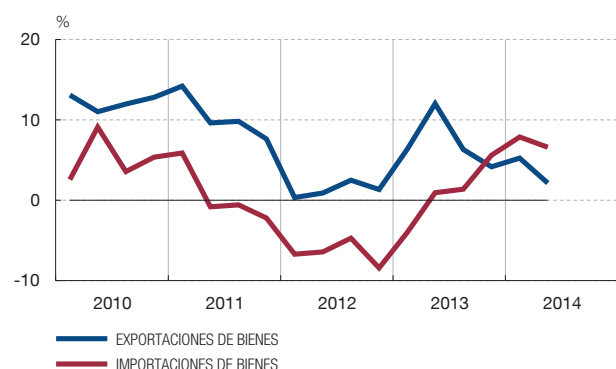
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

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

La información disponible anticipa un comportamiento favorable de las exportaciones reales de servicios turísticos en el segundo trimestre del año. Así, en el período abril-mayo, las entradas de turistas extranjeros y sus pernoctaciones hoteleras avanzaron a ritmos interanuales del 9,1% y del 4,3%, respectivamente. Con ello, las entradas alcanzaron los 21 millones de visitantes en el conjunto de los cinco primeros meses del año, superando en un 8,2% la cifra observada en el mismo período de 2013. A la evolución del bimestre, favorecida por el calendario de la Semana Santa, contribuyó positivamente el firme avance de los mercados tradicionales. Asimismo, según los datos de EGATUR, el gasto nominal total de los turistas creció un 10,1% interanual en los meses de abril y mayo, impulsado principalmente por el incremento del número de turistas, pero también por un moderado repunte de su gasto medio. Las exportaciones reales de servicios habrían recuperado cierto dinamismo en el segundo trimestre del año, a la luz de la estimación de avance de la Balanza de Pagos correspondiente al mes de abril.

Las importaciones reales de bienes aumentaron un 2,3% interanual en el promedio de abril y mayo, tras el elevado incremento del 12,7% del primer trimestre. La evolución reciente de las importaciones parece haberse visto muy condicionada, no obstante, por el calendario de la Semana Santa. Una corrección de este efecto daría como resultado un

crecimiento en el bimestre abril-mayo del 7,4 %, frente al avance algo mayor, del 10,1 %, en el primer trimestre del año. Por origen geográfico, en los dos meses más recientes, las compras no comunitarias crecieron a una tasa más reducida que las comunitarias, desacelerándose además con respecto al primer trimestre. Por grupos de productos, destacó el vigor de las importaciones de bienes de equipo, en línea con la recuperación de la inversión de bienes de consumo duradero, en particular, de automóviles y de bienes intermedios energéticos, en tanto que las compras de bienes de consumo alimenticio y de bienes intermedios no energéticos mostraron una mayor debilidad.

Por último, las importaciones reales de servicios, según la estimación de avance de la Balanza de Pagos, habrían intensificado su avance interanual en el segundo trimestre del año por la evolución tanto del componente turístico como por la del resto de servicios.

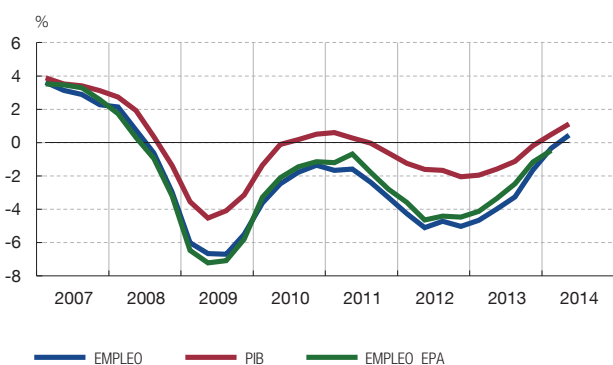
4.2 Producción y empleo

Los indicadores sectoriales de actividad acentuaron su dinamismo durante el segundo trimestre (véase gráfico 18). La intensidad de la mejora fue comparativamente más pronunciada por lo que respecta a los indicadores cualitativos que en el caso de los de naturaleza cuantitativa, si bien la información de estos últimos está más retrasada. En conjunto, la información disponible es coherente con un crecimiento moderado del valor añadido bruto de la economía de mercado en el segundo trimestre, tras la variación nula de los meses iniciales del año.

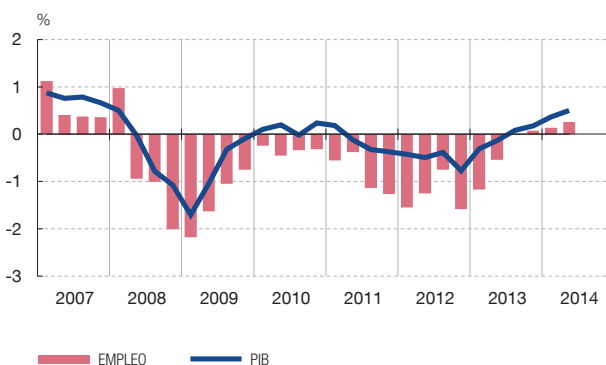
En la industria manufacturera, los indicadores cualitativos prolongaron, un trimestre más, la mejora observada desde el inicio de 2013. El avance fue especialmente pronunciado en el caso del PMI, concentrándose sobre todo en el mes de junio. El incremento de las carteras de pedidos, la ampliación de plazos de entrega, la disminución de existencias y, sobre todo, la mejora de las perspectivas de contratación parecen anticipar la prolongación de la tendencia positiva para el sector a corto plazo. La mejoría del indicador de confianza de la industria manufacturera, que elabora la Comisión Europea, fue menos intensa, si bien el componente que refleja las expectativas de producción futuras tuvo un comportamiento comparativamente más favorable que el resto. Por su parte, la información cuantitativa disponible tiende a confirmar la expansión de la actividad del sector. En concreto, a la luz de su evolución hasta mayo, el índice de producción industrial podría avanzar en torno al 3 % interanual en el segundo trimestre, ritmo de crecimiento que no se había observado desde 2007. Además, en el segundo trimestre se acrecentó la creación neta de empleo en el sector, hasta el 0,4 % intertrimestral, según el registro de afiliados a la Seguridad Social. Por su parte, los indicadores referidos a las ramas de la construcción continuaron moderando su tono contractivo en comparación con el trimestre precedente.

Los indicadores de opinión relativos a los servicios de mercado registraron asimismo mejoras adicionales en el segundo trimestre. El avance fue mayor en el caso del PMI, cuyo nivel siguió situado claramente por encima del observado para el indicador análogo relativo al área del euro, que en el del índice de confianza de la Comisión Europea, que apenas varió en el conjunto del trimestre, registrando además un perfil levemente decreciente a lo largo del período. En su conjunto, la información cuantitativa tendió a confirmar una aceleración modesta de la actividad del sector. Así, aunque tanto el Indicador de Actividad del Sector Servicios como las ventas de grandes empresas registraron un aumento intermensual en el promedio de los meses de abril y mayo, este fue de magnitud reducida. Las ramas de servicios más dinámicas en abril-mayo habrían sido el comercio y los servicios de transporte. Finalmente, la cifra de afiliados a la Seguridad Social en las ramas de los servicios de mercado tuvo un comportamiento muy favorable, con un aumento interanual del 2,3 % en el segundo trimestre del año. En términos intertrimestrales, el avance fue del

TOTAL ECONOMÍA



TOTAL ECONOMÍA (b)



AGRICULTURA



INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre. Datos del IPI hasta mayo de 2014.
- b Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

1 % (en términos de la serie corregida de estacionalidad y de efectos calendario), tres décimas más que el período enero-marzo.

En los meses de primavera se prolongó la mejoría de la evolución del mercado de trabajo que se viene observando en los últimos trimestres. En concreto, el aumento interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social se aceleró en el segundo trimestre, hasta el 1,5 % en tasa interanual (1,1 pp más que en el trimestre anterior). En términos intertrimestrales, la

afiliación creció un 0,7 % sobre la serie corregida de efectos estacionales y de calendario (0,5 % en el período enero-marzo). Por sectores, la mejora fue generalizada, con aumentos intertrimestrales en todas las ramas, con la salvedad de la agricultura. Es particularmente reseñable el crecimiento del empleo en las ramas de servicios, tanto en las de mercado (2,3 % en tasa interanual) como en las que aproximan a las AAPP (2,1 %)². Por su parte, en la construcción se registró, por primera vez desde 2007, una creación intertrimestral neta de puestos de trabajo en términos de la serie desestacionalizada, con lo que el ritmo de descenso interanual se moderó en 3 pp. En el conjunto de las ramas de mercado, la afiliación aumentó un 1,4 % respecto al segundo trimestre de 2013, frente a la variación nula en el período enero-marzo. Este buen comportamiento de la afiliación apunta a un ligero aumento interanual del empleo en términos de la CNTR en el segundo trimestre de 2014, hecho que no se producía desde el mismo período de 2008.

Por su parte, el paro registrado volvió a disminuir en el segundo trimestre, a una tasa interanual del 6,4 % (-4,2 % en el período enero-marzo). En términos intertrimestrales, el descenso, calculado sobre la serie ajustada de estacionalidad, fue del 2,1 %, similar al observado en los tres primeros meses del año. Con respecto a los contratos registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), en el segundo semestre se observó un aumento interanual del 15,1 %, tasa algo inferior a la del trimestre precedente, como consecuencia del menor dinamismo de los contratos temporales. La contratación indefinida, sin embargo, repuntó un 23,9 % (6,7 % en el primer trimestre), con lo que su peso en el total de contratos se incrementó hasta el 8,2 % (0,6 pp por encima de su nivel de hace un año). Según la información facilitada por el Ministerio de Empleo, alrededor del 20 % de los contratos indefinidos realizados en el segundo trimestre se habrían beneficiado de la tarifa plana aprobada a finales de febrero. Por duración de la jornada, los contratos a tiempo parcial mostraron un dinamismo algo superior que el observado en los celebrados a tiempo completo.

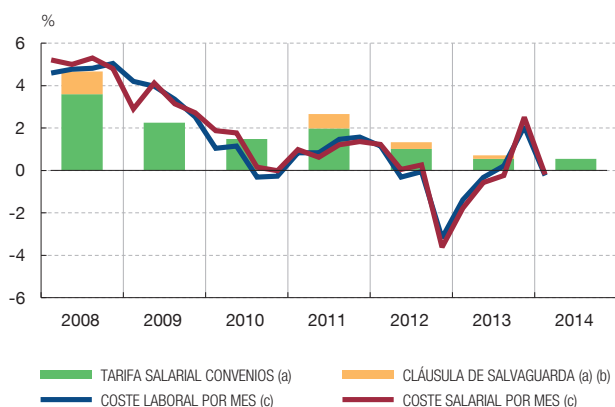
4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados hasta junio presentaron un aumento salarial medio del 0,5 % para 2014, tasa similar a la pactada para el ejercicio precedente y que se ajusta a la recomendación en esta materia contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos de 2012 (véase gráfico 19). Ese incremento medio corresponde a los convenios cerrados para un total de 3,6 millones de trabajadores, cifra que está en línea con la observada por término medio para el conjunto del primer semestre en los últimos años³. Como es habitual, la mayoría de estos asalariados, casi 3 millones, tienen un convenio firmado en años anteriores, en cuyo caso el incremento medio de tarifas fue del 0,55 %, una décima por debajo del registrado para 2013. En cuanto a los convenios firmados en 2014, el aumento salarial es del 0,52 %, afectando hasta junio a algo más de 600.000 trabajadores. En este caso, se observa un desarrollo algo más ágil de la negociación en comparación con los últimos años. La moderación salarial que se observa en la negociación colectiva se extiende también a indicadores que incluyen además otros componentes de los costes laborales adicionales a los propios salarios negociados, como el indicador de la Agencia Tributaria que, en el período abril-mayo, mostró un leve descenso (del -0,1 %) de la retribución media en las grandes empresas, en línea con el observado en el primer trimestre, lo que anticiparía un comportamiento similar de la remuneración por asalariado en la economía de mercado según la CNTR (véase gráfico 20).

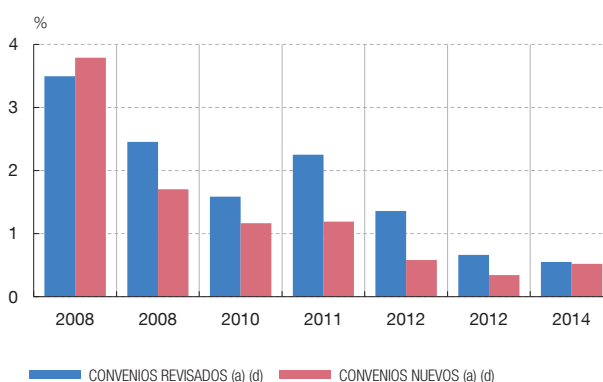
2 Agregación de las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General, excluidos los cuidadores no profesionales.

3 El año 2013 supuso una excepción en este sentido, con la introducción de un cambio metodológico en la estadística que supuso una bajada importante de la representatividad de los datos, en términos de trabajadores cubiertos, afectando especialmente a los convenios plurianuales firmados en ejercicios precedentes.

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



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

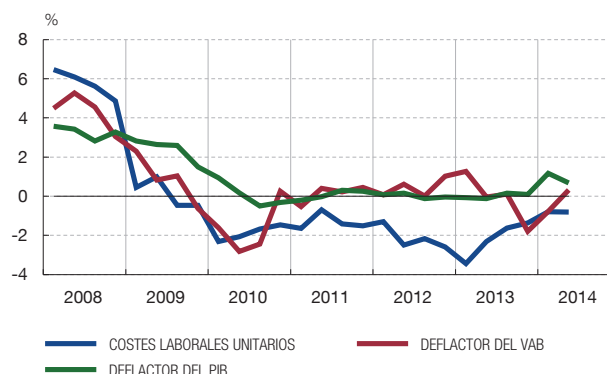
- a El último año, con información de convenios colectivos hasta junio de 2014.
- b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d Revisados: hasta 2013, convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero con año inicial de efectos económicos en un ejercicio anterior. En 2014, convenios con efectos económicos en este año, pero firmados con anterioridad. Nuevos: hasta 2013, convenios con efectos económicos en el ejercicio, siendo este el primer o único año de vigencia. En 2014, convenios que se han firmado en 2014 con efectos económicos en dicho año.

PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



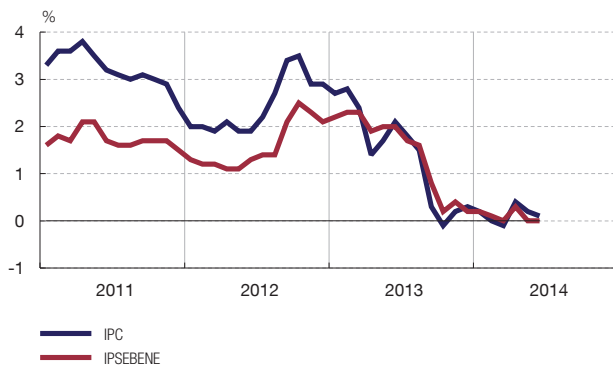
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

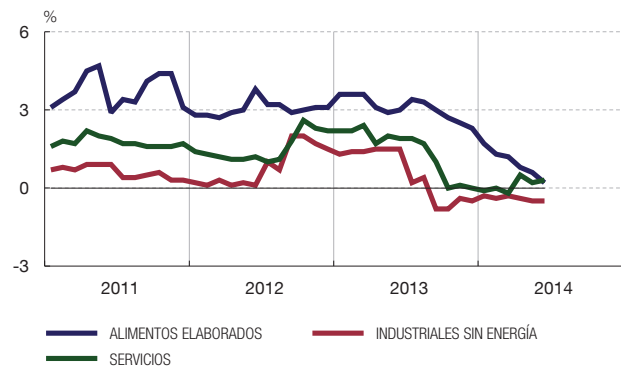
En el segundo trimestre, el deflactor del PIB habría registrado, de acuerdo con las estimaciones realizadas, un nuevo descenso interanual, aunque de menor magnitud que el observado en el trimestre precedente. En concreto, la caída podría haberse ralentizado en cuatro décimas, hasta el 0,2 %, en un contexto en que tanto los principales deflatores de la demanda final como el deflactor de las importaciones de bienes y servicios habrían repuntado.

La tasa de variación interanual del IPC continuó siendo muy moderada durante el segundo trimestre. En junio, el índice general aumentó un 0,1 %, frente a la caída de la misma magnitud de marzo, si bien, en gran medida, este repunte vino motivado por efecto del diferente calendario de la Semana Santa en 2013 y en 2014 (véase gráfico 21). La tasa de variación del IPSEBENE fue cero en junio, al igual que al final del primer trimestre. No

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



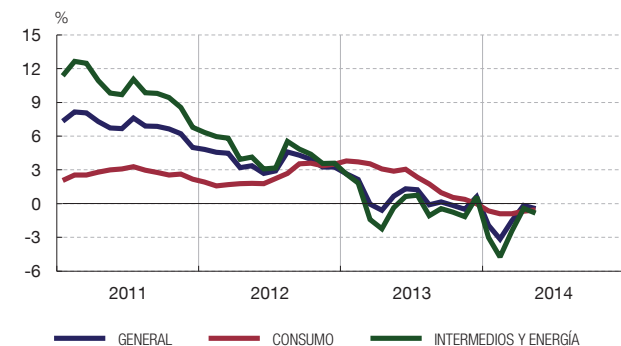
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

obstante, esta estabilidad es fruto de las trayectorias dispares de sus distintos componentes. En concreto, el ritmo de variación de los precios de los servicios se incrementó en medio punto porcentual entre marzo y junio, hasta el 0,3 %, lo que, en su mayor parte, se debió a que este componente fue el más afectado por los efectos base asociados a la Semana Santa, pero también al mayor encarecimiento de algunos productos, como los seguros de automóvil. Por el contrario, los precios de los alimentos elaborados volvieron a mostrar una acusada desaceleración, aumentando en junio un 0,2 %, 1 pp por debajo de la cifra de marzo, muy influidos por la evolución del precio del aceite. Los precios de producción nacional de este tipo de bienes continuaron mostrando incrementos muy moderados y los de importación moderaron su ritmo de caída. Los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos intensificaron su ritmo de descenso durante el segundo trimestre, disminuyendo un 0,5 % en junio, dos décimas más que en marzo. Los precios de producción nacional de este tipo de bienes siguieron registrando ritmos de avance muy moderados, en tanto que los de importación atenuaron su abaratamiento.

Los componentes tradicionalmente más variables del IPC mostraron evoluciones contrapuestas a lo largo del segundo trimestre. Así, el ritmo de variación interanual de los precios de los productos energéticos aumentó un 2,6 % en junio, 4 pp por encima de la tasa correspondiente a marzo, mientras que los precios de los alimentos no elaborados cayeron un 3,8 % a finales del segundo trimestre, frente al 0 % de marzo.

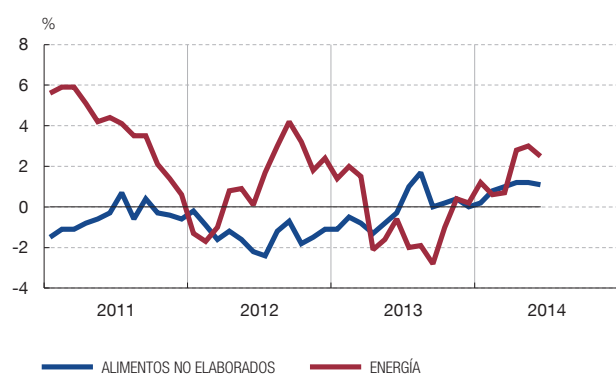
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



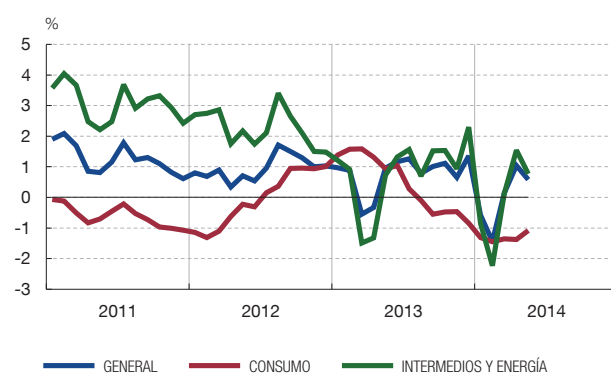
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

El ligero repunte de la inflación española medida por el IAPC a lo largo del segundo trimestre contrastó con la estabilidad observada en la UEM, de modo que el diferencial entre la inflación española y la del área del euro pasó, entre marzo y junio, de $-0,7$ pp a $-0,5$ pp (véase gráfico 22). El diferencial negativo del IAPC, excluyendo los precios de la energía y los de los alimentos no elaborados, se redujo asimismo en dos décimas entre marzo y junio, pasando de $-1,1$ a $-0,9$ pp. Entre sus componentes, se hicieron menos favorables para España los diferenciales referidos a servicios —en junio se situó en $-1,2$ pp frente a $-1,5$ pp en marzo— y bienes industriales no energéticos —a finales del segundo trimestre alcanzó los $-0,2$ pp, frente a $-0,5$ pp a finales del primer trimestre—. Por el contrario, la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados en España motivó una ampliación de siete décimas del diferencial negativo, hasta $-1,7$ pp. Entre los componentes más variables del índice, el diferencial de los precios energéticos se hizo todavía más favorable para la UEM, pasando de $0,7$ pp en marzo a $2,5$ pp en junio, y el de los alimentos no elaborados se situó en junio en $1,1$ pp, frente a 1 pp en marzo.

El índice de precios industriales ha moderado su contracción en los últimos meses, hasta mostrar un retroceso del $0,4$ % interanual en mayo (frente al $-3,1$ % de marzo). Sus principales componentes registraron en junio tasas de variación mayores que las registradas tres meses atrás, siendo especialmente intenso el cambio en el caso del componente energético. Los precios de importación de productos industriales también moderaron su

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	2014 Objetivos oficiales (a)		Ejecución			Variación porcentual 2014/2013 ene-mar
			Variación porcentual 2014/2013	2013 ene-mar	2014 ene-mar	2014 ene-abr		
	1	2	3	4	5	6	7	
1 Recursos totales	386.250	1,0	3,7	94.245	95.093	—	0,9	
Recursos corrientes	382.934	0,5	3,7	95.366	95.940	—	0,6	
Impuestos sobre producción e importaciones	112.914	4,6	4,8	32.395	33.012	—	1,9	
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	105.107	-0,4	6,9	22.429	22.745	—	1,4	
Cotizaciones sociales	130.438	-2,5	0,7	32.583	32.944	—	1,1	
Otros recursos corrientes	34.475	2,1	2,2	7.959	7.239	—	-9,0	
Recursos de capital	3.316	125,9	1,9	-1.121	-847	—	24,4	
2 Empleos totales	458.650	-6,8	-0,2	100.361	100.047	—	-0,3	
Empleos corrientes	432.861	1,3	0,5	95.737	95.244	—	-0,5	
Remuneración de asalariados	116.090	0,8	-1,1	26.058	25.911	—	-0,6	
Otros gastos en consumo final (b)	84.760	-6,2	-1,2	17.111	16.946	—	-6,2	
Prestaciones sociales (no en especie)	169.961	1,4	1,0	38.010	37.621	—	-1,0	
Intereses efectivos pagados	34.919	11,4	3,9	8.175	8.574	—	4,9	
Subvenciones	10.447	0,1	15,0	1.370	1.305	—	-4,7	
Otros empleos y transferencias corrientes	16.684	8,8	0,0	5.013	4.887	—	-2,5	
Empleos de capital	25.789	-60,0	—	4.624	4.803	—	3,9	
Formación bruta de capital	15.167	-14,5	8,0	3.997	4.132	—	3,4	
Otros gastos de capital (c)	10.622	—	-17,6	627	671	—	7,0	
De los cuales: Ayudas a Instituciones Financieras	4.822	—	—	0	0	—	—	
3 Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (3 = 1 - 2)	-72.400	—	—	-6.116	-4.954	—	—	
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-7,1	—	-5,5	-0,6	-0,5	—	—	
Administración Central	-4,8	—	-3,5	-0,9	-0,8	-1,2	—	
De la cual: Ayudas a Instituciones Financieras	-0,5	—	0,0	0,0	0,0	0,0	—	
Seguridad Social	-1,2	—	-1,0	0,2	0,3	0,5	—	
CCAA	-1,5	—	-1,0	-0,1	-0,2	-0,4	—	
CCLL	0,4	—	0,0	0,2	0,2	—	—	
Pro memoria								
Saldo primario	-37.481	—	—	2.059	3.620	—	—	
Empleos totales, excluyendo ayudas a instituciones financieras	453.828	0,2	0,9	100.361	100.047	—	-0,3	
Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-67.578	—	—	-6.116	-4.954	—	—	
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-6,6	—	-5,5	-0,6	-0,5	—	—	
Saldo primario, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-32.659	—	—	2.059	3.620	—	—	

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

- a Los objetivos del saldo de las AAPP, así como los ingresos y gastos, son los fijados en los objetivos de Estabilidad Presupuestaria 2014-2016. La carga de intereses, los empleos y la capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de acuerdo con el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE).
- b Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.
- c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

caída, ya que en mayo disminuyeron un 1,5% interanual, frente al descenso del 3% de febrero. Los precios de exportación de productos industriales registraron igualmente un abaratamiento menos pronunciado, con una disminución del 1,9% en términos interanuales en mayo, frente a la caída del 1,9% en febrero.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

De acuerdo con las últimas cifras publicadas según la metodología de la Contabilidad Nacional, referidas al primer trimestre del año, las AAPP registraron en ese período un déficit del 0,48% del PIB, frente al 0,60% observado en el mismo período del año pasado (véase cuadro 5). En términos acumulados de cuatro trimestres, el déficit de

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Presupuesto Inicial 2014 (b)	Ejecución	
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene-may	Variación porcentual ene-may
1 Ingresos no financieros	121.118	-1,8	5,8	49.182	15,0
Impuestos directos	62.019	19,1	10,6	19.527	9,0
IRPF	37.924	42,9	8,8	16.907	16,6
Sociedades	19.964	-6,9	11,8	1.028	-51,3
Otros directos (c)	4.130	1,1	21,2	1.591	22,4
Impuestos indirectos	35.777	51,7	5,3	18.613	19,5
IVA	25.502	55,6	6,4	14.751	21,7
Especiales	7.554	76,3	2,8	2.679	16,2
Otros indirectos (d)	2.721	-6,8	3,0	1.183	3,0
Otros ingresos (e)	23.322	-51,1	-6,3	11.041	18,8
2 Pagos no financieros	160.796	5,5	2,5	67.590	-0,4
Personal	15.638	0,5	1,0	6.154	3,3
Compras	3.200	-9,3	-7,3	998	-1,6
Intereses	28.407	9,0	28,9	14.049	10,5
Transferencias corrientes	101.156	5,9	-6,5	41.563	-6,7
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—
Inversiones reales	5.930	-12,3	-45,1	1.217	-37,0
Transferencias de capital	6.464	31,5	38,6	3.609	109,5
3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-39.678	—	—	-18.409	—
Saldo no financiero en términos de Contabilidad Nacional	-45.446	—	—	-12.312	—
Pro memoria: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)					
TOTAL	160.922	0,1	6,2	64.609	6,3
IRPF	69.946	-1,0	4,6	30.249	6,6
Sociedades	19.964	-6,9	11,8	1.028	-51,3
IVA	51.939	2,9	5,6	25.497	11,6
Impuestos especiales	19.073	4,7	7,2	7.836	4,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

- a En términos de caja.
b Niveles de los Presupuestos Generales del Estado para 2014 respecto a la liquidación de 2013.
c Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.
e Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

las AAPP se habría situado a finales de marzo en el 6,5 % del PIB, lo que representa una ligera reducción con respecto al 6,6 % registrado en 2013. La mejora del saldo de las AAPP en este período se debió tanto a la evolución de los ingresos, que registraron un aumento del 0,9 % en tasa interanual, como a los gastos, con una reducción del 0,3 %. Entre los primeros, destacó el aumento de la recaudación tributaria y las cotizaciones sociales y, entre los gastos, la contención de los relativos al consumo (remuneración de asalariados y, especialmente, compras de bienes y servicios). En sentido contrario, se produjo un aumento de los pagos por intereses y de los gastos en inversión, que contrastó, en este último caso, con las acusadas reducciones observadas en años anteriores.

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Presupuesto	Ejecución			
			Inicial 2014 (b)	2014 ene-abr		2014 ene-may	
			Variación porcentual 2014/2013	Variación porcentual ene-abr	Variación porcentual ene-may	Variación porcentual ene-may	
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	121.274	2,3	1,8	41.581	-3,4	52.446	-1,0
Cotizaciones sociales	98.093	-2,9	4,8	33.154	-0,2	41.369	-0,1
Transferencias corrientes	18.424	52,7	-12,1	6.929	-17,5	9.453	-2,6
Otros ingresos	4.757	-11,5	-7,0	1.498	5,9	1.625	-12,7
2 Pagos no financieros	130.181	4,7	2,3	37.314	4,3	46.993	4,0
Personal	2.247	-1,0	3,5	658	-0,7	856	-1,0
Compras	1.438	-4,5	9,5	415	-1,4	544	0,7
Transferencias corrientes	125.783	5,0	2,1	36.215	4,5	45.558	4,1
Pensiones contributivas (c)	108.580	4,9	3,2	33.810	9,7	42.253	9,4
Incapacidad temporal	5.051	-5,8	-3,4	996	7,1	1.434	7,1
Resto	12.152	11,4	-5,5	1.409	-51,4	1.871	-50,7
Otros gastos	713	-6,8	16,3	27	-26,3	35	-22,3
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-8.907	—	—	4.267	—	5.454	—
Saldo no financiero en términos de Contabilidad Nacional	—	—	—	3.490	—	—	—
En porcentaje del PIB nominal anual	-1,2	—	—	0,3	—	—	—
Pro memoria							
Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE)							
Cotizaciones sociales	18.579	-3,4	0,0	6.101	0,2	7.632	0,5
Prestaciones desempleo	31.221	-4,9	-5,7	9.524	-14,5	11.654	-15,2
Sistema Seguridad Social y SEPE							
Cotizaciones sociales	116.673	-3,0	4,1	39.255	-0,2	49.001	0,0

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Banco de España.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Niveles de los Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para 2014 respecto a la liquidación de 2013.

c Incluye las aportaciones del Estado para el complemento de mínimos.

Los datos desagregados por nivel de administración, que están algo más actualizados, al incluir también el mes de abril, comprenden información referida a la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social y, por tanto, no incluyen la relativa a las Corporaciones Locales. El agregado de estos tres subsectores registró en enero-abril un déficit del 1,2 % del PIB, lo que supone una mejora de tres décimas del PIB con respecto al mismo período de 2013. La mejora se concentró en la Administración Central y en la Seguridad Social, mientras que las Comunidades Autónomas empeoraron ligeramente su saldo.

Además, se dispone de información parcial más adelantada correspondiente a la ejecución presupuestaria: hasta mayo del Estado y de la Seguridad Social, y hasta abril en el caso de las Comunidades Autónomas (véanse cuadros 6, 7 y 8). Por lo que se refiere a los ingresos, cabe destacar que, según la información de la Agencia Tributaria, en los meses transcurridos del segundo trimestre se ha producido una ligera desaceleración de la recaudación impositiva relativa al Estado y a los impuestos compartidos con Administraciones Territoriales, aunque se mantienen tasas de avance elevadas. En concreto, la recaudación tributaria, corregida, entre otros factores, por el distinto ritmo de devoluciones,

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	2014	Ejecución			
			Objetivos oficiales (b)	2014 ene-mar	Variación porcentual ene-mar	2014 ene-abr	Variación porcentual ene-abr
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	123.493	-0,9	3,4	28.585	-2,1	37.862	-2,8
Ingresos corrientes	118.623	-0,5	1,4	28.300	-1,7	37.437	-2,4
Impuestos directos	37.027	-23,2	0,2	9.026	-4,8	11.980	-4,9
Impuestos indirectos	47.376	-18,2	4,5	11.931	1,8	15.937	1,3
Tasas, precios y otros ingresos	4.584	-3,3	-3,0	993	15,3	1.300	7,0
Transferencias corrientes	28.934	—	-5,9	6.274	-5,5	8.119	-6,2
Ingresos patrimoniales	702	-41,4	186,7	76	-26,0	102	-33,7
Ingresos de capital	4.870	-9,8	51,3	285	-25,3	425	-31,2
Enajenación de inversiones reales	573	109,8	—	111	115,2	136	110,0
Transferencias de capital	4.298	-16,1	14,3	174	-47,2	289	-47,6
2 Pagos no financieros	138.659	-7,7	1,9	30.549	11,2	41.998	8,3
Pagos corrientes	126.388	-6,3	0,6	29.414	11,7	40.118	9,2
Gastos de personal	52.608	0,1	1,5	12.031	0,2	16.103	0,0
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.708	-22,2	2,8	6.705	43,8	9.411	32,9
Gastos financieros	7.289	16,3	22,1	2.379	50,7	2.900	30,8
Transferencias corrientes	38.782	-4,0	-6,8	8.299	2,8	11.703	3,3
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—	—	—
Pagos de capital	12.271	-20,2	15,9	1.135	-1,3	1.881	-8,5
Inversiones reales	5.641	-15,3	10,8	612	28,0	876	-11,1
Transferencias de capital	6.631	-24,0	20,2	523	-22,2	1.004	-6,2
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-15.166	—	—	-1.964	—	-4.136	—
Saldo no financiero en términos de Contabilidad Nacional	-15.781	—	—	-2.551	—	-4.471	—
Pro memoria							
Ingresos propios	19.842	2,7	23,2	4.573	5,7	6.031	3,5
Impuesto sucesiones y donaciones	2.792	10,2	-5,8	806	-3,9	1.014	-5,3
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	5.542	-1,7	18,4	1.389	-4,8	1.893	1,4
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.584	-3,3	-3,0	993	15,3	1.300	7,0
Otros (c)	6.923	8,2	56,2	1.385	18,8	1.824	9,0

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Niveles de los Presupuestos Generales de las Comunidades Autónomas para 2014 respecto a la liquidación de 2013.

c Incluye: (1) Resto de impuestos directos, incluido patrimonio; (2) IGIC y AIEM; (3) Resto de impuestos indirectos; (4) Ingresos patrimoniales; (5) Enajenación de inversiones reales, y (6) Impuestos correspondientes a la Comunidad Foral de Navarra: IRPF, IVA, Impuesto sobre sociedades e impuestos especiales.

habría aumentado hasta mayo un 4,2 % interanual, frente al incremento del 4,7 % registrado hasta marzo. En la misma línea, las cotizaciones sociales (que incluyen tanto las del Sistema de Seguridad Social como las del Servicio Público de Empleo Estatal) se habrían desacelerado ligeramente, hasta una tasa anual prácticamente nula en enero-mayo, frente al aumento del 0,3 % del primer trimestre. En cuanto a las partidas de gasto, se mantienen las tendencias de meses anteriores, siendo destacable la contención de los gastos de personal y de las transferencias de la Seguridad Social (pensiones totales y prestaciones por desempleo), mientras que en los pagos por intereses persisten incrementos elevados.

mm de euros

		Enero-abril		Tasa de variación
		2013	2014	2014/2013 (a)
Ingresos	Cuenta corriente	124,8	127,6	2,3
	Mercancías	78,0	80,5	3,1
	Servicios	30,6	32,8	7,1
	Turismo	10,6	11,2	6,1
	Otros servicios	20,0	21,6	7,7
	Rentas	10,9	9,2	-15,4
	Transferencias corrientes	5,2	5,1	-2,4
	Cuenta de capital	3,3	3,1	-7,2
	Cuentas corriente + capital	128,1	130,6	2,0
Pagos	Cuenta corriente	130,2	137,4	5,6
	Mercancías	81,9	87,0	6,2
	Servicios	21,7	22,6	4,3
	Turismo	3,2	3,4	7,3
	Otros servicios	18,5	19,2	3,8
	Rentas	16,5	17,6	6,2
	Transferencias corrientes	10,1	10,3	2,0
	Cuenta de capital	1,0	0,4	-54,1
	Cuentas corriente + capital	131,2	137,9	5,1
Saldos	Cuenta corriente	-5,4	-9,9	-4,4
	Mercancías	-3,9	-6,5	-2,6
	Servicios	8,9	10,2	1,2
	Turismo	7,4	7,8	0,4
	Otros servicios	1,5	2,3	0,8
	Rentas	-5,6	-8,3	-2,7
	Transferencias corrientes	-4,9	-5,2	-0,3
	Cuenta de capital	2,3	2,6	0,3
	Cuentas corriente + capital	-3,1	-7,3	-4,1

FUENTE: Banco de España.

a Variaciones absolutas para los saldos.

4.5 Balanza de Pagos

Según los datos de avance de la Balanza de Pagos, el freno en el proceso de corrección del déficit exterior que se observó a finales de 2013 se habría prolongado durante los primeros meses de 2014. En concreto, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 7,3 mm de euros entre los meses de enero y abril, frente al déficit de 3,1 mm de euros en el mismo período del año anterior (véase cuadro 9). Este aumento de la necesidad de financiación se explica fundamentalmente por la ampliación de los saldos negativos de las balanzas comercial y de rentas. Por el contrario, los superávits de la balanza de servicios y, en menor medida, de la cuenta de capital se ampliaron. En particular, en los cuatro primeros meses de 2014, el déficit de la balanza comercial se incrementó un 68 % en términos interanuales, hasta alcanzar los 6,5 mm de euros. De acuerdo con la información de Aduanas, esta evolución se explica por la reducción del superávit no energético, ya que la factura energética continuó disminuyendo. El saldo positivo de la balanza de servicios se amplió un 14 %, hasta 10,2 mm de euros, gracias al aumento del superávit tanto turístico como, en mayor medida, del no turístico. Por su parte, el déficit de la balanza de rentas se deterioró muy significativamente (casi un

50 %), hasta situarse en 8,3 mm de euros, lo que se debió principalmente al descenso de los ingresos netos asociados a la inversión directa y a los pagos de intereses asociados a la deuda pública. El saldo negativo de la balanza de transferencias corrientes se incrementó un 7 %, alcanzando 5,2 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se amplió un 12 %, hasta 2,6 mm de euros.

5.1 Rasgos más destacados

Durante el segundo trimestre de 2014 continuó la senda de mejoría de las condiciones en los mercados financieros. Los tipos de interés de la deuda pública española y sus diferenciales respecto a la referencia alemana siguieron disminuyendo en este período, así como también la rentabilidad y las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado, al tiempo que aumentaron las cotizaciones bursátiles, en un entorno de volatilidad reducida. De este modo, a finales de junio, la rentabilidad del bono español a diez años y su diferencial respecto al alemán con el mismo vencimiento se situaban, respectivamente, alrededor del 2,7 % y los 142 pb, niveles 0,6 pp y 26 pb inferiores a los de finales de marzo (véase gráfico 23). En los mercados bursátiles, el IBEX-35 se revalorizó durante este mismo período un 5,6 %, ganancia superior a la del EUROSTOXX 50 (2,1 %) y a la del S&P 500 (4,7 %). En el mercado interbancario, los tipos de interés se redujeron en todos los plazos (13 pb, hasta el 0,49 %, en el caso del euríbor a un año). En este contexto, Standard & Poor's elevó en mayo la calificación crediticia de la deuda soberana de España (de BBB- a BBB). Asimismo, el BCE tomó en junio una serie de medidas expansivas de política monetaria tanto convencionales como no convencionales (véase recuadro 5).

En la parte transcurrida de julio, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y el diferencial con el bono alemán al mismo plazo no han presentado variaciones sustanciales, situándose en el 2,6 % y los 148 pb, respectivamente, en la fecha de cierre de este informe. En los mercados bursátiles, el IBEX-35 ha retrocedido un 3,6 %, descenso algo mayor que el del EUROSTOXX 50 (2 %), mientras que el S&P 500 apenas ha variado.

Según los datos más recientes publicados por el Ministerio de Fomento, en el mercado inmobiliario la caída del precio de la vivienda libre continuó moderándose en el primer trimestre de 2014. Así, la tasa de retroceso interanual se situó en marzo en el 3,8 %, 0,4 pp inferior a la observada en diciembre (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, los precios descendieron un 0,5 %, 1,4 pp menos que lo registrado tres meses antes. De este modo, la pérdida acumulada del valor de este activo entre comienzos de 2008 y marzo de 2014 alcanzaba el 30,6 % (37,2 % en términos reales). La información que ofrecen otras fuentes apunta a que en el segundo trimestre habría continuado moderándose el retroceso del valor de los inmuebles.

Entre marzo y mayo (último dato disponible) el coste de la financiación bancaria del sector privado se redujo ligeramente en casi todos los segmentos, salvo en los préstamos a hogares para consumo y otros fines, en el que apenas varió (véase gráfico 23). Las variaciones en los tipos bancarios estuvieron, en general, en línea con las observadas en las rentabilidades interbancarias de referencia, por lo que los diferenciales entre ambos apenas variaron, manteniéndose en niveles elevados. Por otra parte, y en línea con la mejoría observada en los mercados financieros, el coste de las otras fuentes de financiación empresarial —emisiones de renta fija y recursos propios— descendió en el segundo trimestre.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a mayo, muestran una prolongación de la senda de moderación de su ritmo de retroceso, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras. En particular, la atenuación de la contracción del crédito a familias fue resultado del menor descenso tanto del destinado a adquisición de vivienda como del otorgado para consumo y otros fines. En el caso de las sociedades no financieras, el desglose por instrumentos muestra

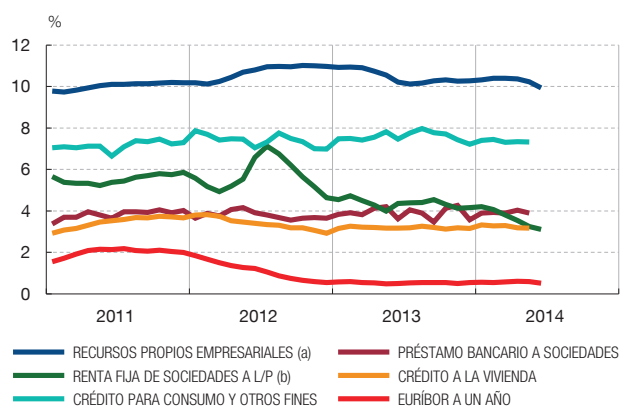
ÍNDICES BURSÁTILES



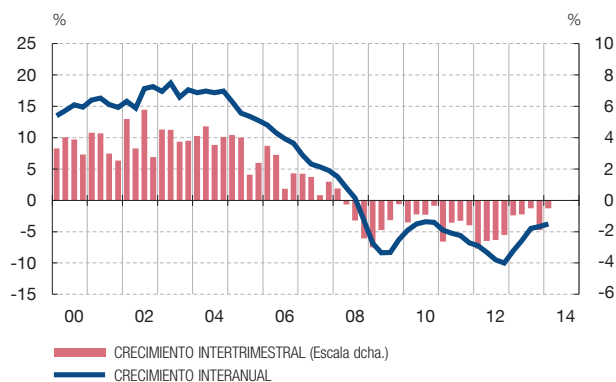
DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (c)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
b El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
c Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

un menor ritmo de caída de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes y escasas variaciones en la tasa de expansión de los valores de renta fija. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre, refleja una evolución dispar por ramas de actividad. Así, mientras que en la industria la tasa de disminución interanual de la financiación bancaria se moderó, en las ramas ligadas a la vivienda y en los servicios no inmobiliarios se intensificó algo.

En el primer trimestre de 2014, las ratios de endeudamiento y de carga financiera sobre la renta bruta disponible (RBD) de los hogares siguieron descendiendo, mientras que la riqueza neta del sector aumentó ligeramente, como resultado de un incremento del valor de sus activos financieros netos superior al retroceso de su patrimonio inmobiliario. No obstante, tanto la tasa de ahorro bruto como la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, se redujeron. En el caso de las sociedades no financieras, las ratios de endeudamiento y de carga financiera del sector en relación con el PIB también disminuyeron durante este mismo período. Asimismo, para la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), el resultado ordinario neto se elevó entre enero y marzo un 1,7%

El Banco Central Europeo realiza desde 2009 una encuesta con el fin de conocer mejor las condiciones de acceso a la financiación de las pymes en el área del euro (SAFE, en sus siglas en inglés)¹. En cada oleada, que tiene carácter semestral, se pregunta a las empresas encuestadas sobre la evolución, en los últimos seis meses, de su situación económica y financiera, la disponibilidad de

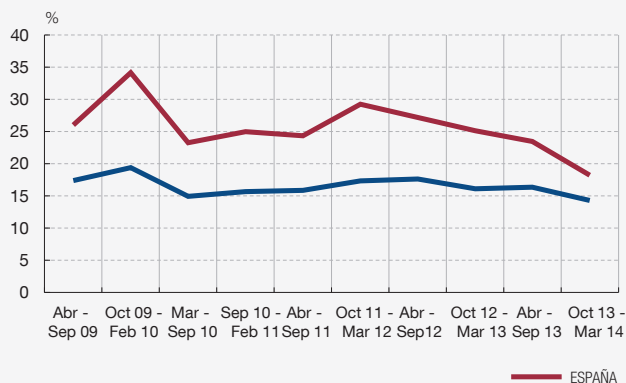
financiación externa y los principales factores que condicionan el acceso a dicha financiación.

Desde el inicio de la crisis, las empresas españolas, y especialmente las pymes, habían mostrado, de acuerdo con la SAFE, una percepción más negativa que sus homólogas europeas en cuanto a su acceso a la financiación bancaria. Ello era coherente con el contexto económico financiero al que se han enfrentado, más adverso que el registrado en el conjunto de la UEM. Sin embargo, los resultados de las dos últimas oleadas de esta encuesta (que cubren el período comprendido entre abril de 2013 y marzo de 2014) han reflejado un cambio de tendencia, evidenciando una sensible

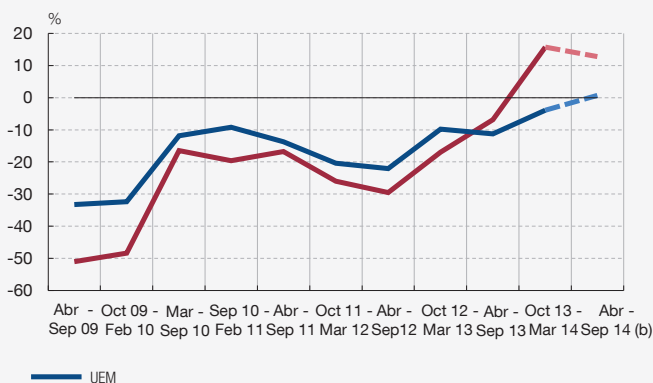
¹ Esta encuesta, elaborada por el Banco Central Europeo se realiza sobre una muestra de unas 8.000 sociedades domiciliadas en la UEM, de las cuales unas 1.000 son españolas. La mayoría de las empresas encuestadas son pymes, aunque también se incluye un grupo de sociedades de mayor tamaño.

GRADO DE ACCESO AL CRÉDITO BANCARIO DE LAS PYMES

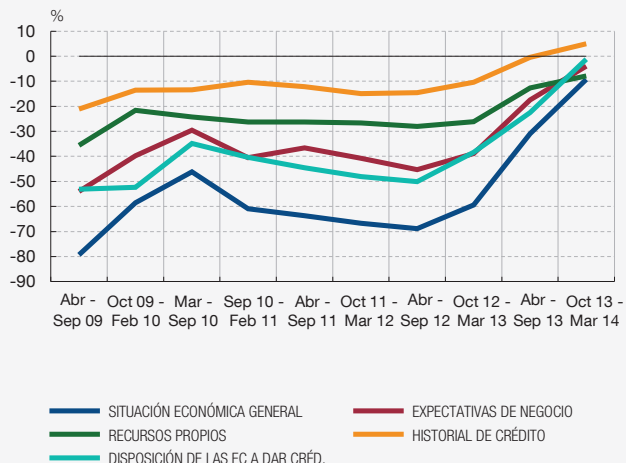
1 EMPRESAS CUYO PRINCIPAL PROBLEMA ES EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN



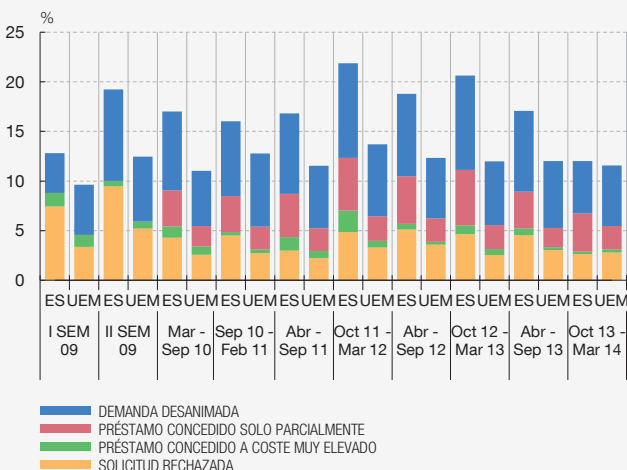
2 EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (a)



3 EVOLUCIÓN DE OTROS FACTORES QUE AFECTAN A LA DISPONIBILIDAD DE FINANCIACIÓN EXTERNA. ESPAÑA (a)



4 EMPRESAS CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
 b Expectativas de las pymes sobre los cambios en la disponibilidad de los préstamos bancarios.

mejoría en bastantes de los aspectos analizados. Así, el porcentaje de pymes españolas para las cuales el acceso a la financiación constituye su principal problema ha descendido sustancialmente, pasando de valores próximos al 30 %, entre octubre de 2011 y marzo de 2012, hasta el 18 % en el último semestre (véase gráfico 1), el registro más reducido desde que se empezó a recopilar esta información (2009). Esta proporción, no obstante, sigue siendo superior a la observada tanto para las pymes de la zona del euro (14 %) como para las compañías españolas de mayor dimensión (16 %).

Esta mejoría relativa se pone de manifiesto también cuando se analiza la percepción de las pymes españolas sobre la disponibilidad de financiación bancaria (véase gráfico 2). Según los últimos resultados, y por primera vez desde que se realiza esta encuesta, estas empresas (un 16 % de ellas, en términos netos²) informaron de una mejoría en este aspecto, dato que contrasta con el deterioro que recogía la encuesta previa (un 7 % de las pymes, en términos netos, informaron de una evolución desfavorable en este sentido) y con el observado en la UEM. Además, las pymes españolas anticipaban que esta evolución positiva se prolongaría en el semestre en curso. Así, un 13 % de ellas, en términos netos, preveía una mayor disponibilidad de financiación entre abril y septiembre de 2014, frente a la relativa estabilidad que esperaban las de la UEM. La información para el primer trimestre de 2014 de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) apuntaría también en esta dirección: de acuerdo con esta fuente, las entidades relajaron ligeramente los criterios de aprobación de préstamos a pymes en este período, y anticipaban hacerlo nuevamente en el trimestre en curso.

² Diferencia entre la proporción de empresas que percibió una mayor disponibilidad bancaria menos la de aquellas que informó de un deterioro en este aspecto.

Asimismo, las últimas ediciones de la SAFE recogen una mejoría en los principales factores que condicionan el acceso a la financiación bancaria. Como puede observarse en el gráfico 3, la proporción de pymes que percibían una menor disposición de las entidades a conceder préstamos ha disminuido casi 50 pp con respecto a 2012, cuando la economía española se vio sujeta a tensiones importantes a raíz de la crisis de la deuda soberana. Ello ha llevado a que este porcentaje se sitúe en la actualidad muy próximo a cero, por debajo del de sus homólogas europeas (11 %). Del mismo modo, mientras que entre abril y septiembre de 2012 casi un 70 % de las pymes, en términos netos, señalaban que la situación macroeconómica había empeorado, esta proporción descendió hasta valores próximos al 10 % en la última edición de la encuesta, la más baja de la serie histórica disponible. En esta misma línea, también las expectativas de negocio, el nivel de recursos propios o el historial crediticio de las empresas han presentado una evolución positiva.

El desarrollo favorable de todos los aspectos comentados se ha traducido en una disminución en el número de pymes que han encontrado dificultades para acceder al crédito (véase gráfico 4). Los datos de las dos últimas oleadas de la encuesta reflejan un descenso de 9 pp en el porcentaje de estas empresas que informaron de problemas en este sentido (y de 8 pp en el correspondiente a aquellas cuyas solicitudes de préstamos fueron rechazadas). Este pasó a situarse en el 12 %, el valor más reducido registrado desde el inicio de la encuesta, y, con ello, se contrajo significativamente la diferencia con respecto a las cifras correspondientes al conjunto de las pymes de la UEM (11 %), hasta casi igualarse.

En resumen, los datos más recientes de la SAFE evidencian una mejoría en el acceso de las pymes a la financiación bancaria, que preveían, además, que dicha mejoría se prolongase en el semestre en curso. Todo ello se está produciendo en un contexto de progresiva recuperación de la actividad económica y de mejoría de las condiciones en los mercados financieros.

con respecto al mismo período de 2013, en contraste con la importante contracción observada en estos meses en el año anterior, y sus ratios de rentabilidad se elevaron. La información de avance para el segundo trimestre de 2014 apunta a que durante este período se habrían seguido reduciendo las ratios de endeudamiento y de carga financiera de ambos sectores.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos se tradujo en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento, que alcanzó el 96,8 % del PIB en marzo. No obstante, el descenso en los tipos de interés de la deuda pública permitió que la carga financiera se mantuviera en el 3,6 % del PIB. Los datos más recientes, correspondientes al mes de mayo, evidencian un retroceso en la tasa de crecimiento de la financiación de este sector.

Durante el primer trimestre del año se registraron entradas netas de capital en la economía española (excluyendo las operaciones del Banco de España), como resultado de un

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013				2014
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Economía nacional	-4,4	-3,8	-3,5	-0,6	0,3	1,1	1,4	1,5	1,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	5,4	4,9	4,1	3,6	4,9	5,8	6,6	6,8	5,9
Sociedades no financieras	-0,6	1,3	0,7	1,2	2,8	2,9	2,7	3,3	3,4
Hogares e ISFLSH	6,0	3,6	3,4	2,3	2,1	2,9	3,9	3,4	2,6
Instituciones financieras	1,3	0,9	1,9	6,4	5,9	5,5	4,8	1,8	2,2
Administraciones Públicas	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	-10,5	-10,1	-10,0	-7,1	-7,0
Pro memoria									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (b)	-0,7	-2,7	-1,2	0,8	1,4	1,7	1,7	1,4	2,2

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Indicador que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente.

incremento de las tenencias del resto del mundo de pasivos emitidos por sectores residentes superior a la inversión de los agentes nacionales en activos foráneos. Las entradas netas de fondos fueron inferiores a las necesidades de financiación que presentó la economía en este período, que alcanzaron el 2,7% del PIB trimestral (aunque en términos acumulados de doce meses presentó una capacidad de financiación equivalente al 1,1% del PIB) (véase cuadro 10), lo que se reflejó en un incremento del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo. La última información disponible de la Balanza de Pagos, correspondiente a abril, muestra que en dicho mes los agentes no residentes desinvertieron en la economía española por un importe de 1.100 millones de euros, mientras que los agentes residentes incrementaron en 2.800 millones de euros sus tenencias de activos en el exterior. Esta salida neta de fondos, unida a las necesidades de financiación que presentó la nación, se reflejaron en un aumento de la posición deudora del Banco de España frente al exterior de 3.400 millones de euros.

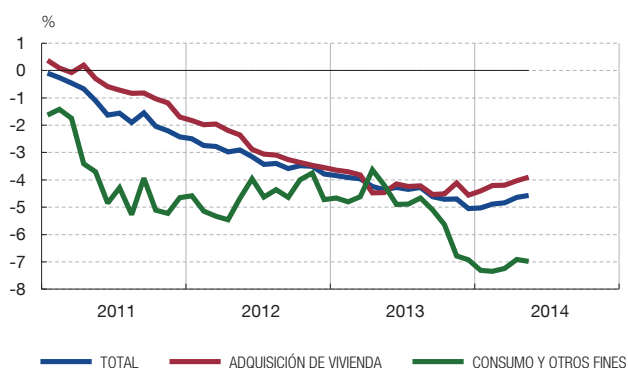
En resumen, en el segundo trimestre de 2014 se ha prolongado la mejoría de las condiciones observada en meses anteriores en los mercados financieros mayoristas. También se han reducido ligeramente los costes de la nueva financiación bancaria concedida al sector privado, aunque sus variaciones han estado en línea con las registradas en las rentabilidades interbancarias, por lo que siguen siendo demasiado elevados para el tono expansivo de la política monetaria. Por otro lado, los datos más recientes muestran una prolongación de la senda de moderación del ritmo de contracción del crédito a hogares y sociedades.

5.2 El sector hogares

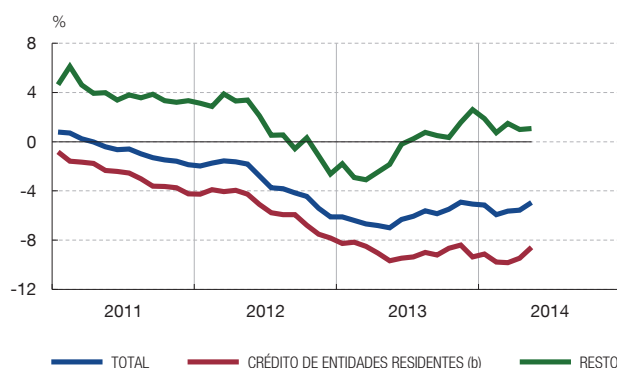
Entre marzo y mayo (último dato disponible) el coste de los préstamos a familias para adquisición de vivienda descendió 13 pb, situándose en el 3,2%, mientras que el de los destinados a consumo y otros fines apenas varió, permaneciendo en el 7,3%.

La contracción del crédito a los hogares se situó en mayo, en términos interanuales, en el 4,6%, frente al 4,8% de marzo (véase gráfico 24). El desglose por finalidades muestra que esta evolución fue el resultado de la moderación del descenso del crédito tanto para adquisición de vivienda (3,9%, frente al 4,2% de dos meses antes) como del destinado a consumo y otros fines (7%, 0,2 pp menos que en el trimestre pasado).

CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES



FUENTE: Banco de España.

a El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.

b Préstamo de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

La información más reciente disponible evidencia que en el primer trimestre de 2014 la ratio de endeudamiento sobre la RBD de los hogares siguió descendiendo (véase gráfico 25). Esta evolución, junto a los menores pagos asociados a los pasivos (tanto por devolución de principal como por intereses), permitió que la carga financiera en relación con la RBD siguiese disminuyendo. No obstante, tanto la tasa de ahorro bruto como la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, se redujeron, situándose esta última en niveles ligeramente negativos. A pesar de ello, la riqueza neta de las familias aumentó ligeramente en este período, como resultado de un incremento del valor de los activos financieros netos, que, impulsado por la revalorización de las cotizaciones bursátiles y por la reducción de los pasivos del sector, fue algo superior al retroceso que presentó el patrimonio inmobiliario.

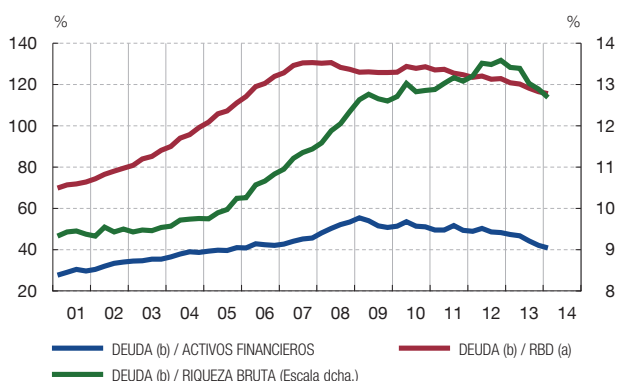
De acuerdo con las cuentas financieras, en el primer trimestre de 2014 los hogares desinvertieron en activos financieros en mayor cuantía (3,3 % del PIB trimestral) que en el mismo trimestre de 2013 (1,1 %), por lo que, en términos acumulados de doce meses, su inversión en este tipo de instrumentos descendió 0,5 pp, hasta el 0,3 % del PIB (véase cuadro 11). La desinversión se concentró en los instrumentos más líquidos (el efectivo y los depósitos se contrajeron por importe equivalente al 3,1 % del PIB trimestral) y en los valores de renta fija (0,9 % del PIB trimestral). En contraposición, los fondos de inversión volvieron a presentar suscripciones netas por quinto trimestre consecutivo (2,6 % del PIB trimestral, 1,9 % en términos acumulados de cuatro trimestres).

5.3 El sector de sociedades no financieras

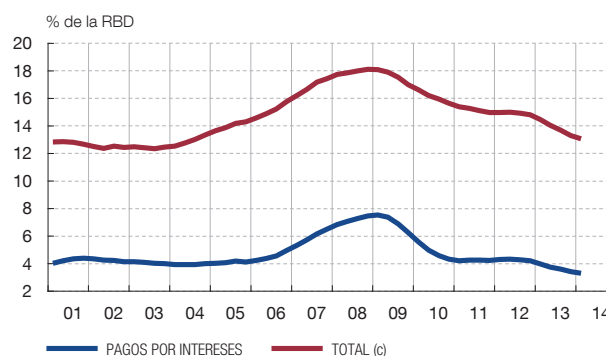
El tipo de interés del crédito bancario aplicado a las sociedades no financieras disminuyó entre marzo y mayo. Así, en las operaciones de importe inferior a un millón de euros se redujo 29 pb, hasta el 5,1 %, y en las de cuantía superior 7 pb, hasta el 2,9 %. Por otra parte, el coste de las otras fuentes de financiación empresarial descendió en el segundo trimestre, en línea con la mejoría observada en los mercados. El asociado a los pagarés cayó 18 pb (hasta el 1,2 %), el de la deuda a largo plazo 69 pb (hasta el 3,1 %) y el de los recursos propios 46 pb (hasta el 9,9 %).

Según la última oleada de la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Pymes del área del euro (SAFE, en sus siglas en inglés), entre octubre de 2013 y marzo de 2014 el acceso

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



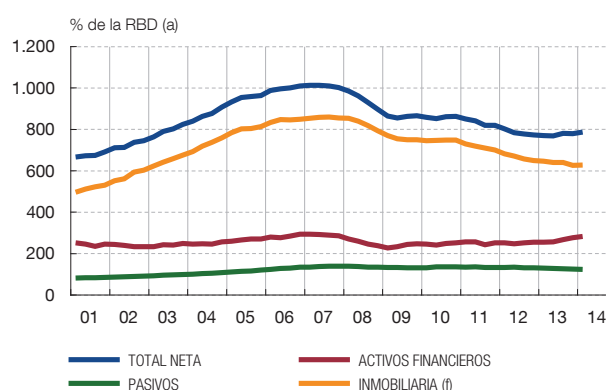
CARGA FINANCIERA (a)



AHORRO (a)



RIQUEZA



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

- a Datos acumulados de cuatro trimestres.
- b Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
- c Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- d Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible. Ajustado de estacionalidad.
- e Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- f Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

a la financiación bancaria por parte de las pymes españolas mejoró por primera vez desde que se realiza la encuesta (mediados de 2009). En esta línea, la proporción de empresas con dificultades de acceso al crédito (entre las cuales se incluyen aquellas cuyas solicitudes de préstamos fueron rechazadas o concedidas solo parcialmente o a un coste muy elevado, así como la demanda desanimada) se redujo. Los datos revelan una sensible mejoría en bastantes de los aspectos analizados en esta encuesta, consolidándose los cambios observados en el semestre previo (véase recuadro 5).

Los últimos datos disponibles sobre la financiación de las sociedades no financieras, correspondientes a mayo, muestran moderación en su ritmo de retroceso. Así, el ritmo de caída de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes se redujo en 1,2 pp, hasta el 8,6 %, y el retroceso del total de fondos obtenidos (esto es, incluyendo valores de renta fija y préstamos exteriores) fue del 5 %, frente al 5,6 % de marzo (véase gráfico 24). Las tasas de disminución intertrimestrales fueron también menores que las de marzo y se situaron, en términos anualizados, en valores más reducidos que los ritmos de retroceso interanuales. El desglose en función del tamaño de la empresa evidencia que la pauta de moderación en la caída del crédito a las sociedades que se observa con los

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 11

Porcentaje del PIB (a)

	2010	2011	2012	2013		2014
				III TR	IV TR	I TR
Hogares e ISFLSH						
Operaciones financieras (activos)	4,2	1,6	-0,2	1,2	0,8	0,3
Efectivo	-0,1	-0,1	-0,2	-0,7	-0,4	-0,5
Depósitos	2,6	0,0	0,5	4,3	2,6	1,3
Valores de renta fija (b)	0,9	1,8	-1,6	-4,9	-4,2	-2,9
Acciones y otras participaciones (c)	0,6	0,3	2,2	1,6	1,2	1,0
Fondos de inversión	-1,5	-0,5	-0,9	0,8	1,5	1,9
Reservas técnicas de seguros	0,5	-0,1	0,4	0,8	0,8	0,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,2	0,8	0,2	0,9	0,9	0,9
<i>De jubilación</i>	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,2
Resto	1,1	0,2	-0,6	-0,7	-0,9	-1,2
Operaciones financieras (pasivos)	0,6	-1,8	-2,5	-2,7	-2,6	-2,3
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	0,2	-2,1	-3,4	-4,1	-4,2	-3,8
Créditos para adquisición de vivienda (d)	0,5	-1,1	-2,3	-2,9	-2,9	-2,6
Créditos para consumo y otros fines (d)	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9	-1,3	-1,3
Resto	0,5	0,3	0,9	1,4	1,5	1,4
Sociedades no financieras						
Operaciones financieras (activos)	8,5	1,5	-5,8	-5,3	-1,2	-2,0
Efectivo	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Depósitos	0,1	-1,3	0,0	2,1	1,4	1,3
Valores de renta fija (b)	1,7	1,3	0,3	-2,0	-1,1	-0,6
Acciones y otras participaciones	3,8	0,5	-0,2	0,8	1,3	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,6	0,6	-0,4	0,6	1,3	0,7
Crédito comercial e interempresas	2,0	-2,0	-5,3	-6,0	-2,7	-3,5
Resto	0,8	3,1	-0,4	0,0	0,1	0,0
Operaciones financieras (pasivos)	7,2	0,8	-7,0	-8,0	-4,5	-5,4
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-0,9	-3,8	-6,5	-7,3	-7,0	-6,4
Préstamos exteriores	1,0	0,6	-1,4	-0,5	0,8	0,8
Valores de renta fija (e)	0,6	0,6	0,9	0,9	0,6	0,2
Acciones y otras participaciones	2,8	3,6	4,5	4,5	3,5	3,0
Crédito comercial e interempresas	2,4	-2,4	-5,3	-6,1	-3,1	-3,9
Resto	1,3	2,1	0,7	0,5	0,7	0,9
Pro memoria: Tasas de crecimiento interanual (%)						
Financiación (f)	0,5	-2,1	-5,2	-5,3	-5,1	-5,3
Hogares e ISFLSH	0,2	-2,4	-3,8	-4,6	-5,1	-4,8
Sociedades no financieras	0,7	-1,9	-6,1	-5,8	-5,1	-5,6

FUENTE: Banco de España.

- a** La serie del PIB está ajustada de estacionalidad
b No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
c Excluye los fondos de inversión.
d Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
e Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
f Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

datos agregados se percibe también en el segmento de las pymes, y más en concreto, en aquellas que operan en las ramas distintas a la de la construcción y la promoción inmobiliaria (en este segmento, el ritmo de contracción apenas varió).

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre, refleja una evolución dispar por ramas de actividad. Así, mientras que en la industria la tasa de disminución interanual de la financiación bancaria se moderó, pasando del 11,9% al 11,3%, en las ramas ligadas a la vivienda y en los servicios no inmobiliarios se acentuó (las caídas fueron del 13,4% y del 7,4%, respectivamente, 0,7 pp y 1,9 pp más que en diciembre).

De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, durante el primer trimestre de 2014 la posición acreedora del sector de sociedades no financieras aumentó ligeramente, situándose, en términos acumulados de doce meses, en el 3,4 % del PIB (0,1 pp más que diciembre) (véase cuadro 10). Esta evolución, junto con el descenso de las adquisiciones de acciones y participaciones del sector en el resto del mundo, llevó a que la «brecha de financiación» (indicador que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente) se incrementara, situándose en el 2,2 % del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 1,4 % de diciembre.

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de las empresas en relación con el PIB siguieron reduciéndose durante el primer trimestre de 2014, como resultado del descenso de los recursos ajenos y del ligero avance del PIB (véase gráfico 26). Asimismo, para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, el perfil de progresiva mejoría de la actividad observado en los últimos meses de 2013 se prolongó en los tres primeros meses de 2014, lo que favoreció que el resultado económico bruto de estas empresas aumentase un 4,1 %, entre enero y marzo, con respecto al mismo período de 2013 (frente a la disminución del 11,6 % registrada un año antes). Este desarrollo, junto con los menores gastos e ingresos financieros y el aumento de las amortizaciones, llevó a que el resultado ordinario neto creciera un 1,7 % en términos interanuales, en contraste con la contracción del 16,4 % del año anterior. En línea con esta recuperación de las rentas, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios aumentaron 0,1 pp y 0,2 pp, hasta alcanzar el 3,6 % y el 3,7 %, respectivamente. Esta evolución agregada de la rentabilidad vino, además, acompañada de una reducción en la proporción de empresas en las que estas ratios presentaban valores negativos. Esta mejora de los resultados empresariales, unida al retroceso de los pasivos y de su coste medio, permitió que la ratio de endeudamiento de las sociedades de la CBT —medida tanto en relación con las rentas generadas como respecto al activo neto— y de carga financiera descendieran ligeramente. Como consecuencia de estos desarrollos, el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo disminuyó. El correspondiente a la inversión se elevó ligeramente, debido a la evolución menos favorable que mostraron la rentabilidad y la carga financiera de algunas empresas de la muestra, que tienen un peso relativamente elevado en este segundo indicador⁴.

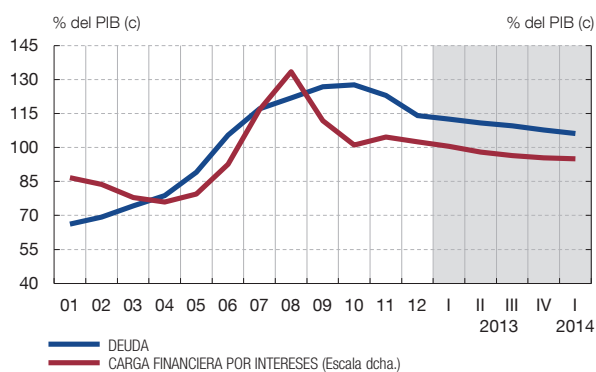
5.4 Las Administraciones Públicas

Los datos de las cuentas financieras muestran que, en términos acumulados de doce meses, las necesidades de financiación del sector público se redujeron ligeramente entre enero y marzo de 2014, situándose, en el 7 % del PIB, 0,1 pp menos que en 2013 (véase cuadro 10).

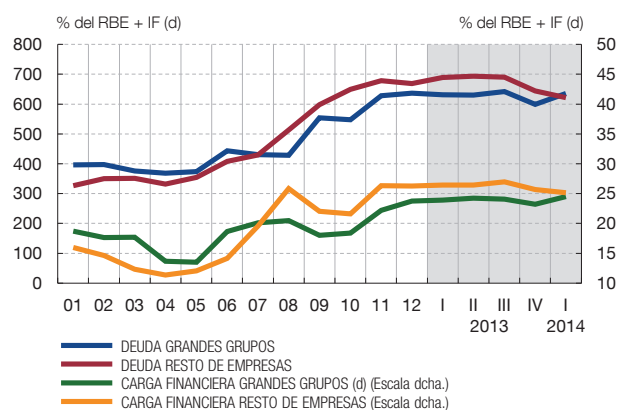
El desglose por instrumentos muestra que en el primer trimestre de 2014 la principal vía usada por las AAPP para la captación de fondos fue nuevamente la emisión de títulos de renta fija a largo plazo, a través de la cual obtuvieron recursos equivalentes al 12,8 % del PIB trimestral, 8,6 pp más que tres meses antes (aunque, en términos acumulados anuales, descendió 0,3 pp, hasta el 8,2 %) (véase gráfico 27). Asimismo, la captación de fondos mediante créditos pasó a ser positiva, por primera vez desde comienzos de 2013 (2,6 % del PIB trimestral), mientras que, en contraposición, el saldo de valores a corto plazo volvió a reducirse (un 2,5 % del PIB trimestral). Por el lado del activo, el sector aumentó sus depósitos y sus tenencias de valores por importes equivalentes al 4,5 % y al 0,7 % del PIB trimestral, respectivamente, si bien ambos se redujeron con respecto a doce meses antes.

⁴ En el indicador de inversión, el peso de cada empresa viene determinado por el volumen de sus activos fijos materiales, mientras que en el del empleo está asociado al número de empleados.

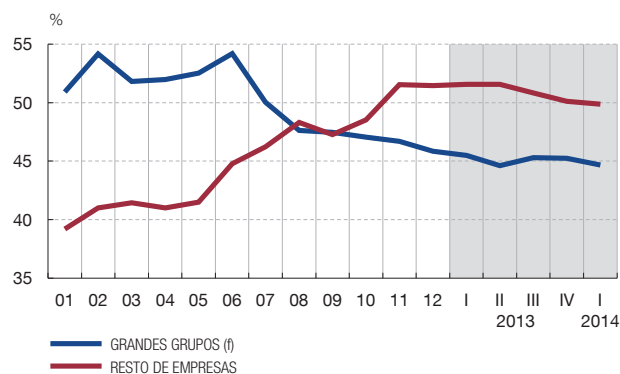
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



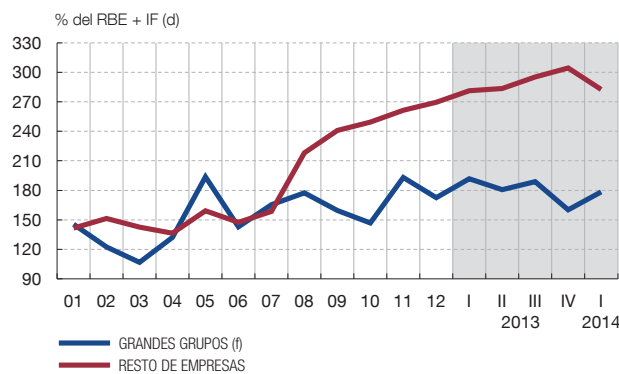
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



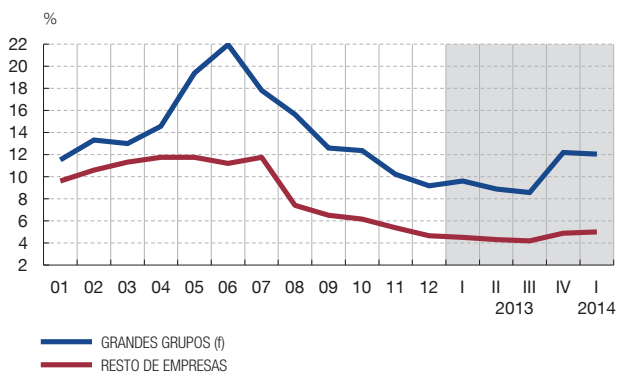
DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



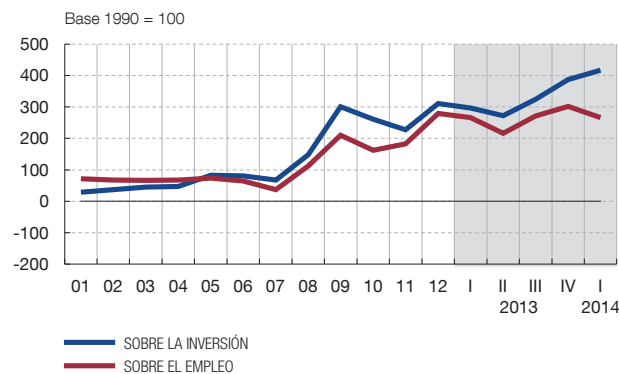
CARGA FINANCIERA TOTAL (g). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



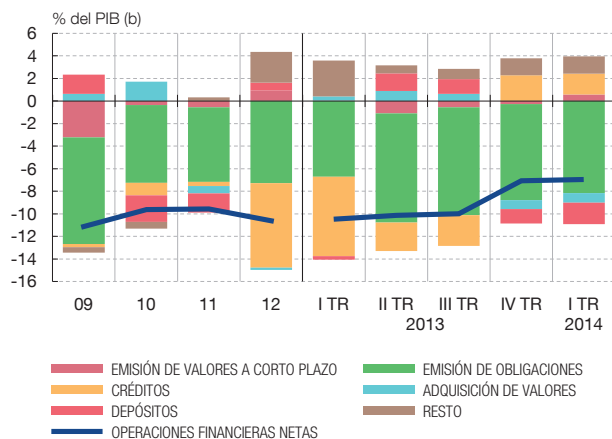
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (h)



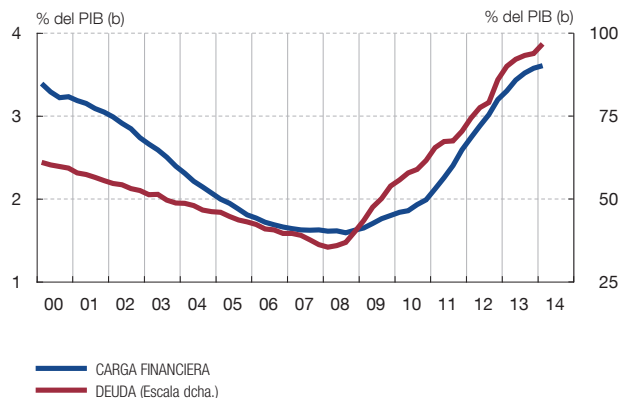
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de la Central de Balances (CB) se han construido hasta 2011 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la CBT.
- b Recursos ajenos con coste
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- g Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- h Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS.
CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

- a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

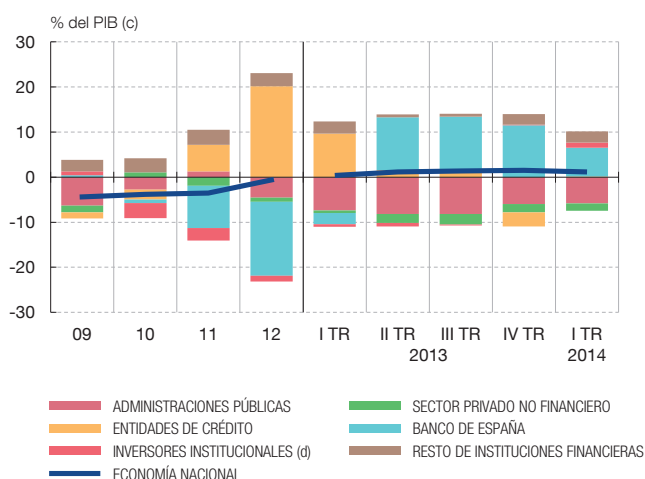
La expansión de los pasivos de las AAPP se tradujo en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento, que alcanzó el 96,8 % del PIB en marzo, 2,9 pp más que en el trimestre previo. No obstante, el descenso en los tipos de interés de la deuda pública permitió que la carga financiera se mantuviera en el 3,6 % del PIB. Los datos más recientes, correspondientes al mes de mayo, evidencian un retroceso en la tasa de expansión de la financiación de este sector, que alcanzó en este mes el 6,2 %, 0,9 pp menos que en marzo. Por instrumentos, la financiación captada mediante valores de renta fija a largo plazo siguió mostrando un elevado dinamismo, si bien su ritmo de avance interanual descendió 2,9 pp respecto al primer trimestre, situándose en el 10,9 %. Por el contrario, la financiación captada a través de otras fuentes —los valores de corto plazo y los créditos— volvió a contraerse en términos interanuales, con tasas de retroceso del 7 % y del 3,3 %, respectivamente. El desglose por tenedores muestra que los principales compradores de valores emitidos por el Estado en abril y mayo fueron las entidades de crédito, mientras que los no residentes redujeron ligeramente sus tenencias de estos activos.

5.5 La posición financiera frente al exterior

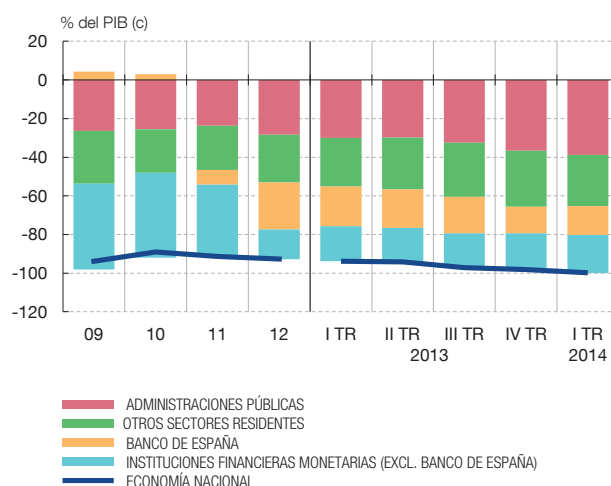
De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, entre enero y marzo la economía española presentó una necesidad de financiación equivalente al 2,7 % del PIB trimestral, frente al saldo acreedor del 3,1 % del PIB registrado tres meses antes. De este modo, en términos acumulados de doce meses, la capacidad de financiación de la nación se situó en el 1,1 % del PIB, 0,4 pp menos que en diciembre (véase cuadro 10). Este retroceso fue el resultado de una reducción del saldo acreedor de los hogares que más que compensó el incremento registrado en el de las instituciones financieras y el ligero descenso en el saldo deudor de las AAPP (el ahorro de las sociedades no financieras mostró variaciones poco significativas).

En el primer trimestre de 2014 se registró una entrada neta de capitales en la economía española, excluyendo las operaciones del Banco de España, como resultado de un incremento de las tenencias del resto del mundo de pasivos emitidos por sectores

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

- a Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
b Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector de contrapartida.
c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
d Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

residentes superior a la inversión de los agentes nacionales en activos foráneos. La entrada neta de fondos fue inferior a las necesidades de financiación que presentó la economía, lo que se reflejó en un aumento del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo. No obstante, en términos acumulados de cuatro trimestres, esta partida se redujo por un importe equivalente al 6,4 % del PIB (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a abril, muestra un descenso de la exposición de los no residentes a la economía española (excluyendo el Banco de España) y un aumento de las tenencias de activos en el exterior de los agentes residentes. Estos desarrollos, junto con las necesidades de financiación de la nación, se reflejaron en un ligero incremento de la posición deudora del Banco de España frente al exterior.

Por el lado de los pasivos, entre enero y marzo el grueso de los fondos captados del exterior por los sectores residentes distintos del Banco de España se canalizó mediante depósitos, que, excluyendo los interbancarios (cuyo saldo disminuyó por un importe equivalente, en términos netos, al 0,8 % del PIB del trimestre) concentraron un flujo equivalente al 5,8 % del PIB trimestral (2,4 % en términos acumulados de doce meses) y, en menor medida, a través de acciones y otras participaciones (2 % del PIB trimestral y 3,4 % del PIB en términos anuales) y de valores de renta fija (1 % del PIB trimestral y 3,5 % del PIB en términos anuales) (véase cuadro 12). Asimismo, la posición deudora intrasistema del Banco de España se incrementó ligeramente, por un importe equivalente al 1,4 % del PIB del trimestre aunque, en términos acumulados de doce meses, el flujo siguió siendo negativo (9 % del PIB). En línea con el retroceso que presentó la inversión del resto del mundo en acciones y otras participaciones emitidas por agentes residentes, la inversión directa del exterior en España descendió 2 pp hasta situarse en el 1,3 % del PIB trimestral (2,3 % del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres).

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 12

Porcentaje del PIB (a)

	2010	2011	2012	2013		2014
				III TR	IV TR	I TR
Operaciones financieras netas	-3,8	-3,5	-0,6	1,4	1,5	1,1
Operaciones financieras (activos)	-3,7	2,4	1,4	-4,4	-5,5	-3,8
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,4	0,1	0,6	-4,6	-4,6	-4,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-1,3	0,0	0,2	-4,4	-4,5	-4,5
Valores distintos de acciones	-7,3	-1,1	-1,2	-1,1	-3,0	-1,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	-3,2	1,3	1,2	0,5	-2,0	-1,1
<i>Inversores institucionales</i>	-4,1	-2,5	-1,6	-0,9	-0,6	0,4
Acciones y otras participaciones	3,1	0,9	0,6	2,0	3,1	3,0
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,6	0,6	-0,4	0,6	1,3	0,7
<i>Inversores institucionales</i>	0,5	-0,4	0,3	0,2	0,5	0,6
Préstamos	1,0	2,1	1,9	1,0	0,5	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	0,1	5,9	2,0	-5,8	-7,0	-4,9
Depósitos	-0,5	9,0	0,5	-17,9	-15,4	-13,1
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (b)</i>	-7,5	-3,7	-5,4	-3,8	-2,7	-5,0
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (c)</i>	5,8	2,8	-8,2	-0,6	0,3	-1,3
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	0,2	10,8	14,9	-14,3	-13,4	-9,0
Valores distintos de acciones	-2,7	-6,8	-5,5	3,9	3,2	3,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	2,0	-1,1	0,5	4,4	6,2	6,2
<i>Entidades de crédito</i>	-1,8	-2,3	-3,7	-0,2	-0,6	-0,5
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-3,0	-3,4	-2,6	-0,7	-2,5	-2,5
Acciones y otras participaciones	2,1	2,8	3,3	3,9	3,8	3,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	2,3	2,8	3,0	3,4	3,2	2,3
Préstamos	1,4	0,9	4,1	4,4	1,3	1,1
Otros neto (d)	-1,1	-0,3	0,1	1,7	1,4	1,5
Pro memoria						
Inversión directa de España en el exterior	2,7	2,7	2,8	0,3	1,9	2,0
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,9	2,9	3,1	2,9	2,3

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Incluye operaciones *repo* bilaterales.

c Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

d Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

Por otra parte, los sectores residentes aumentaron sus tenencias de activos exteriores por un importe equivalente al 8,3% del PIB trimestral entre enero y marzo, si bien, en términos acumulados de doce meses las redujeron un 3,8% del PIB. La inversión en el exterior se concentró en valores de renta fija (5,8% del PIB trimestral, aunque en términos acumulados de cuatro trimestres se observó una desinversión —del 1% del PIB—) y en acciones y otras participaciones emitidas por no residentes (4,4% del PIB trimestral, 3% en términos anuales). En contraposición, la inversión directa de España en el exterior se redujo 0,9 pp, hasta alcanzar un importe equivalente al 2,9% del PIB trimestral (2% en términos acumulados de doce meses).

Como consecuencia de la necesidad de financiación que presentó la nación y de los efectos de valoración ligados a las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio, en el primer trimestre de 2014 el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española frente al resto del mundo aumentó (véase gráfico 28). Así, de acuerdo con los datos procedentes de la Posición de Inversión Internacional, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo se situó en marzo en el 99,8 % del PIB, 1,6 pp más que a finales de 2013. Por sectores, esta evolución resultó del aumento del saldo deudor de las AAPP y, en menor medida, del Banco de España y de las instituciones financieras y monetarias distintas del Banco Central, que superaron el descenso de la posición deudora de los otros sectores residentes.

18.7.2014.

