

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### 1 RASGOS BÁSICOS

Durante el segundo trimestre de 2013, la economía española moderó significativamente el ritmo de contracción de la actividad, por segundo trimestre consecutivo, tras el pronunciado descenso que experimentó en los meses finales de 2012. Según la información disponible, todavía incompleta, se estima que el PIB disminuyó un 0,1 % en tasa intertrimestral (–0,5 % en el período enero-marzo), lo que situaría su tasa interanual en el –1,8 %. La atenuación del descenso del producto se apoyó en la fortaleza de la demanda exterior neta, que, impulsada por el dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios, contribuyó en 0,4 puntos porcentuales (pp) a la tasa intertrimestral del PIB. La demanda interna suavizó muy ligeramente su pauta de disminución (–0,6 %, frente a un –0,7 % tres meses antes), en un contexto en el que el gasto de los hogares y de las empresas siguió estando influido por unas condiciones financieras adversas, la necesidad de continuar avanzando en el desendeudamiento y los efectos directos e indirectos del proceso de consolidación fiscal.

El empleo moderó su ritmo de descenso, más allá de lo atribuible a las contrataciones estacionales de los meses previos a la temporada estival, estimándose un retroceso interanual de la ocupación en términos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 4 % (–4,5 % en el período enero-marzo). A su vez, los costes laborales habrían prolongado la trayectoria de moderación que se había afianzado en el primer trimestre. El efecto conjunto de este comportamiento salarial con la evolución de la productividad habría determinado una significativa reducción de los costes laborales unitarios (en torno al 3 % en tasa interanual), que refleja, no obstante, una ligera contención en su pauta de ajuste. También la inflación, aproximada por la variación del índice de precios de consumo, se desaceleró en el segundo trimestre, mostrando un comportamiento relativamente volátil, fruto del impacto de los componentes más erráticos del índice (precios de los alimentos y, sobre todo, productos energéticos). La tasa interanual del IPC se situó en junio en el 2,1 % (1,7 % en el promedio del trimestre), nivel desde el que es previsible que descienda de manera significativa en lo que resta de ejercicio, una vez que vayan desapareciendo de la tasa interanual los efectos de las subidas de la imposición indirecta y de precios regulados que se adoptaron en la segunda mitad del año pasado. De confirmarse esta previsión, el diferencial de inflación con la UEM retomaría asimismo una senda descendente desde el nivel de 0,6 pp que registró en junio.

En el ámbito de las políticas económicas, el Gobierno aprobó una serie de medidas tributarias<sup>1</sup>, anunció una nueva fase del mecanismo de financiación para el pago a proveedores de las CCAA y las CCLL, con el objetivo de agilizar la reducción de la morosidad<sup>2</sup>, aprobó el Proyecto de Ley de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal<sup>3</sup>, puso en marcha la reforma eléctrica<sup>4</sup> y presentó el informe elaborado por la Comisión para la reforma de las AAPP. La mayoría de estas medidas figuraban en la última Actualización del Programa de Estabilidad o en el Plan Nacional de Reformas —que fijan la estrategia

1 Real Decreto Ley 7/2013, de 28 de junio, de medidas urgentes de naturaleza tributaria, presupuestaria y de fomento de la investigación, el desarrollo y la innovación; y Proyecto de Ley por el que se establecen determinadas medidas en materia de fiscalidad medioambiental y se adoptan otras medidas tributarias y financieras.

2 Real Decreto Ley 8/2013, de 28 de junio, de medidas urgentes contra la morosidad de las Administraciones Públicas y de apoyo a entidades locales con problemas financieros.

3 El Consejo de Ministros de 28 de junio aprobó la remisión a las Cortes Generales del Proyecto de Ley Orgánica de Creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal.

4 Real Decreto Ley 9/2013, de 12 de julio, por el que se adoptan medidas urgentes para garantizar la estabilidad financiera del sistema eléctrico.

	2011	2012	2012				2013				
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR			
<b>Contabilidad Nacional</b>											
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria											
Producto interior bruto	0,4	-1,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,8	-0,5	-0,1			
Consumo privado	-1,0	-2,1	0,5	-1,1	-0,5	-2,0	-0,4	-0,4			
Formación bruta de capital	-5,5	-8,7	-1,8	-3,1	-1,3	-3,9	-1,0	-0,9			
Demanda interna	-1,9	-3,9	-0,3	-1,3	-1,1	-2,0	-0,7	-0,6			
Exportaciones	7,6	3,1	-2,6	1,8	5,1	-0,9	-1,3	1,2			
Importaciones	-0,9	-5,0	-2,0	-1,3	2,7	-4,8	-1,7	-0,2			
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,3	2,5	-0,1	1,0	0,8	1,2	0,1	0,4			
Tasas de variación interanual											
PIB	0,4	-1,4	-0,7	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0	-1,8			
Empleo	-1,7	-4,4	-3,7	-4,7	-4,6	-4,7	-4,5	-4,0			
Deflactor del PIB	1,0	0,1	0,2	0,1	0,5	-0,2	0,9	1,2			
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)											
IPC	3,2	2,4	1,9	1,9	3,4	2,9	2,4	2,1			
IPSEBENE	1,7	1,6	1,2	1,3	2,1	2,1	2,3	2,0			
IAPC	3,1	2,4	1,8	1,8	3,5	3,0	2,6	2,2			
Diferencial del IAPC frente al área del euro	0,3	-0,1	-0,9	-0,6	0,9	0,8	0,9	0,6			

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Información disponible hasta el día 19 de julio de 2013.

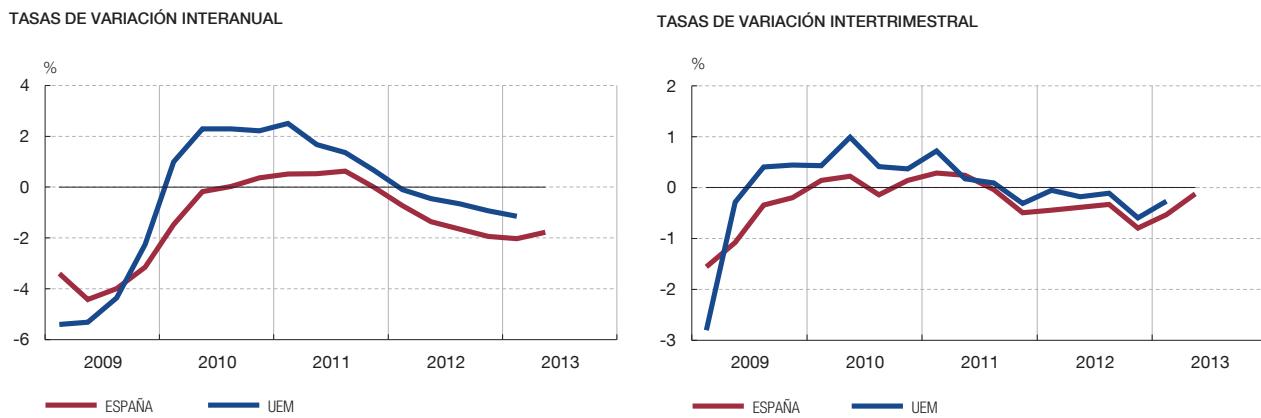
b. Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

de política fiscal y de reforma estructural del Gobierno—, aprobados a finales de abril, en cumplimiento de los compromisos asumidos en el marco del Semestre Europeo.

En el panorama económico internacional, el trimestre se caracterizó por un dinamismo de la actividad inferior al que se había previsto a principios del año, con algunas salvedades (Japón y, en menor medida, Estados Unidos), que propició una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2013 y la interrupción, a partir de mayo, de la tendencia positiva que habían experimentado los mercados financieros desde finales del año pasado. En particular, se observó un repunte significativo de la volatilidad y caídas de las cotizaciones en los principales mercados bursátiles e incrementos en los tipos de interés a largo plazo de la deuda soberana. Los precios de las materias primas se desaceleraron a lo largo del trimestre y las tasas de inflación, en general, permanecieron en niveles reducidos.

En la zona del euro, el incremento de las tensiones financieras fue más patente por la confluencia de un conjunto de factores. Además del cambio en la percepción del tono de la política monetaria en Estados Unidos que siguió al anuncio por parte de la Reserva Federal en su reunión de junio de su propósito de ralentizar el ritmo de compra de activos en la segunda mitad del año, se reavivaron diversos focos de tensión de índole principalmente política en algunos de los países vulnerables del área (Chipre, Portugal y Grecia, principalmente) y se pusieron de manifiesto las dificultades que comporta el proceso de construcción de la unión bancaria, a pesar de los últimos avances (véase recuadro 3, en este mismo Boletín).

Con todo, la actividad del área del euro mejoró levemente en el segundo trimestre, de modo que la mayoría de estimaciones disponibles anticipan la superación de la fase de contracción que habría durado seis trimestres consecutivos, si bien las perspectivas para lo que



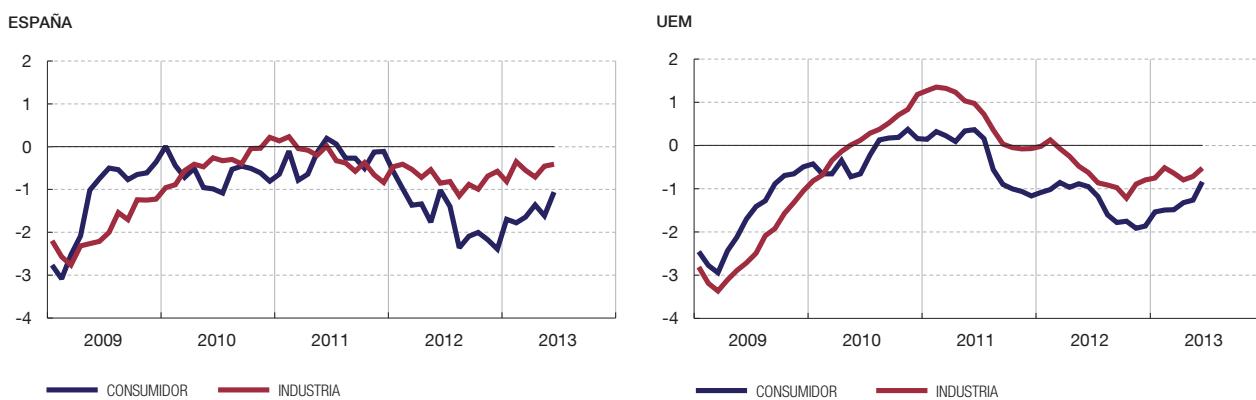
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

resta de ejercicio siguen apuntando a una recuperación muy moderada, que no está exenta de riesgos. A su vez, la inflación siguió una trayectoria descendente, hasta alcanzar una tasa interanual del 1,6 % en junio (1,3 % en términos de la inflación subyacente), que cabe prever continúe en los próximos meses, de modo que la UEM consolide tasas de inflación en niveles significativamente por debajo del 2 %.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de mayo, relajar el tono de la política monetaria, reduciendo en 0,25 pp tanto el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (hasta el 0,5 %) como el de la facilidad marginal de crédito (hasta el 1 %), así como estrechar el corredor delimitado por este último y el tipo de interés de la facilidad de depósito, que se mantuvo en 0. En el ámbito de las medidas no convencionales, el Consejo anunció que mantendría el suministro de liquidez a tipo fijo por el tiempo que fuese necesario —como mínimo, hasta mediados de 2014— y que, en colaboración con otras instituciones europeas, comenzaría a estudiar medidas para promover el mercado de activos respaldados con crédito a las pymes, con las que combatir la fragmentación financiera que persiste en la zona del euro. Finalmente, ante el endurecimiento de las condiciones financieras que se observó en la segunda mitad del trimestre, el Consejo decidió en julio reforzar su política de comunicación e introducir indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), haciendo explícita su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles actuales o más reducidos durante un período de tiempo prolongado.

En cuanto al resto de políticas económicas, el ECOFIN, en su reunión del 21 de junio, tras revisar los programas de estabilidad y las notificaciones del procedimiento de déficit excesivo, acordó una extensión de los plazos exigidos para situar el déficit público por debajo del 3 % del PIB para aquellas economías que se enfrentan a un mayor deterioro de la situación macroeconómica (España, Francia, Eslovenia, Portugal y Holanda). En el caso de España, la extensión del plazo fue de dos años (hasta 2016) y comportó una relajación del objetivo presupuestario para 2013, desde el 4,5 % anterior al 6,5 % del PIB según la senda revisada. Para 2014-2016, los nuevos objetivos de déficit se sitúan en el 5,8 %, 4,2 % y 2,8 % del PIB, respectivamente. El Semestre Europeo concluyó con las recomendaciones de política económica y fiscal elaboradas por la Comisión Europea para los países de la UE no sujetos a programa, tras la revisión de los progresos realizados y los planes presupuestarios y de reforma estructural anunciados (en el recuadro 4 se resumen las recomendaciones para España).



FUENTE: Comisión Europea.

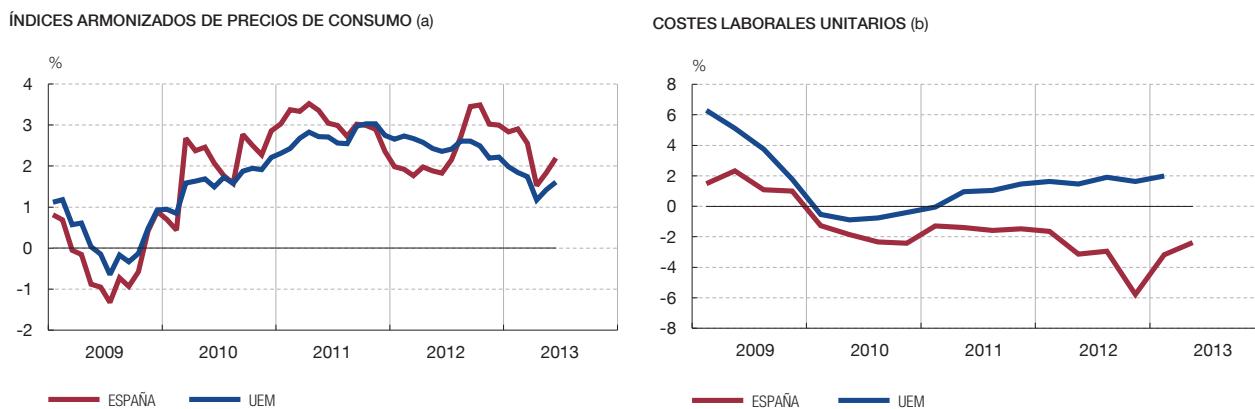
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

En España, el aumento de la inestabilidad en los mercados financieros a partir de la segunda mitad de mayo provocó incrementos en las rentabilidades de la deuda pública española y en sus diferenciales respecto a los bonos alemanes, que en el plazo de diez años se situaban a mediados de julio en niveles del 4,7 % y de 315 puntos básicos (pb), respectivamente. A su vez, las primas de riesgo privado repuntaron y el IBEX mostró una gran volatilidad y terminó acumulando un pequeño aumento del 0,5% desde finales de marzo. Por otra parte, los precios de los inmuebles prolongaron en la primera mitad del año su trayectoria descendente. Los datos del Ministerio de Fomento indican una disminución de los precios de la vivienda en el período abril-junio del 7,8 % en tasa interanual, lo que supone una caída acumulada desde el nivel máximo del 29,5 %.

Pese a la mayor tensión financiera en la parte final del trimestre, continuó afluviendo la financiación exterior, aunque en menor cuantía que en los meses iniciales del año, y la demanda de títulos del Tesoro mantuvo un cierto dinamismo. No obstante, los tipos de interés del crédito bancario experimentaron un incremento adicional y las condiciones de acceso a la financiación del sector privado no dieron, en conjunto, signos de relajación, lo que indica la persistencia de fragmentación financiera en la zona del euro, que obstaculiza la transmisión completa del tono expansivo de la política monetaria a los tipos de interés que aplican los bancos a las sociedades no financieras y a las familias.

Las decisiones de gasto de los hogares y de las sociedades no financieras se vieron afectadas, nuevamente, por ese clima de presión financiera prevaleciente y por las desfavorables perspectivas de recuperación del mercado laboral y de la demanda interna. No obstante, entre abril y junio los indicadores de confianza fueron mostrando una progresiva mejoría, que podría estar anticipando un comportamiento algo más favorable del gasto interno en los próximos trimestres.

El consumo de las familias mantuvo un tono contractivo, con una tasa de variación intertrimestral que se podría situar en el entorno del -0,4 %, en línea, por tanto, con la observada el trimestre anterior. Con información hasta marzo, la renta disponible atenuó su ritmo de caída y la tasa de ahorro aumentó levemente, por primera vez desde 2009 —cuando alcanzó su nivel máximo (17,8 %)—, hasta el 8,5 % de la renta disponible en términos acumulados de cuatro trimestres. La inversión residencial retrocedió igualmente, a una tasa intertrimestral similar a la del trimestre precedente (2,4 %), en un contexto en el que prosiguió la debilidad de la demanda de vivienda (una vez finalizado el episodio de adelanto de compras por los



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

a Tasas de variación interanual.

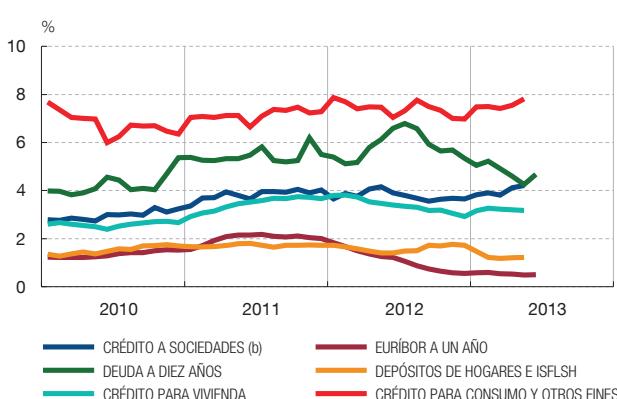
b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

cambios tributarios aplicados a comienzos de 2013), y en el que la reducción del stock de viviendas, muy voluminoso, continuó muy lentamente. Como consecuencia de la evolución del ahorro y de la inversión, la capacidad de financiación de los hogares aumentó levemente en el período enero-marzo, por primera vez desde finales de 2009, hasta el 1,2 % del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres. Por otra parte, la financiación concedida a las familias intensificó su ritmo de contracción en el segundo trimestre, alcanzando una tasa de variación interanual del 4,3 % en mayo (-3,9 % en marzo), lo que permitió, a pesar de la atonía de las rentas, continuar la senda de reducción gradual del endeudamiento del sector y de la carga financiera que soporta, según la información provisional disponible.

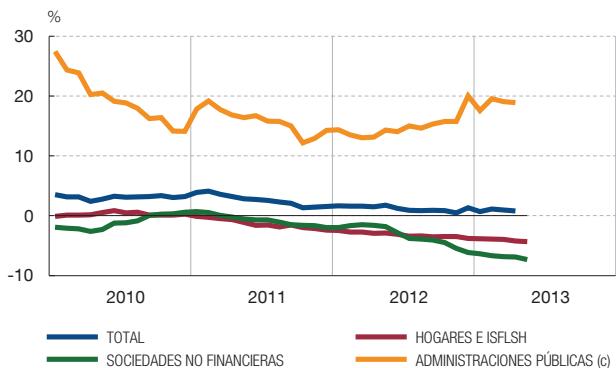
En el caso de las empresas, la inversión productiva mostró un comportamiento similar al del período enero-marzo, manteniéndose las diferencias entre la inversión en equipo (para la que se estima un pequeño repunte, del 0,3 % en tasa intertrimestral) y la inversión en construcción no residencial (para la que se prevé un nuevo retroceso, por el mayor impacto de los planes de austeridad sobre los proyectos de obra civil). Con información del primer trimestre, las sociedades no financieras mostraron un nuevo aumento en su capacidad de financiación, que en términos acumulados de cuatro trimestres se situó en el 4,7 % del PIB. Con información más actualizada, la deuda de las empresas intensificó su ritmo de contracción en el segundo trimestre, al registrar un descenso interanual del 7,3 % en mayo (6,8 % en marzo), prolongándose también en este caso la trayectoria de descenso de la ratio de deuda sobre PIB y de la carga financiera del sector.

La actuación de las AAPP en el segundo trimestre estuvo marcada por los compromisos presupuestarios asumidos y por el ajuste fiscal requerido para la consecución del nuevo objetivo de déficit, que, como se ha señalado, se ha fijado en el 6,5 % del PIB, desde un nivel que en marzo se situaba en el 6,8 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres. En este sentido, la información parcial correspondiente al segundo trimestre (hasta mayo) muestra una continuación de la senda de consolidación de las principales partidas de gasto (se observaron descensos del consumo público —tanto en gastos de personal como en las compras de bienes y servicios— y de la inversión pública), así como una cierta aceleración de los ingresos de las AAPP (menos significativa en la imposición directa y en las cotizaciones sociales). En todo caso, las medidas ya adoptadas por las distintas AAPP de cara al cumplimiento de estos objetivos tendrán que plasmarse en una aceleración adicional de los ingresos de las AAPP, así como en un mantenimiento del ajuste del gasto público.

TIPOS DE INTERÉS (a)



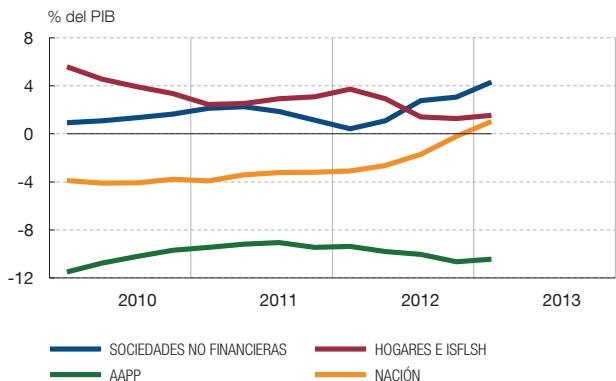
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



ACTIVOS 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.

Los intercambios de bienes y servicios con el exterior permitieron compensar, un trimestre más, el impacto contractivo de la demanda interna sobre la actividad, pues la demanda exterior neta elevó su aportación al producto en el trimestre, hasta 0,4 pp (2,5 % en términos de su contribución a la tasa interanual). El avance de las ventas de bienes al resto del mundo y la pujanza de los ingresos por turismo desempeñaron un papel crucial en este resultado, ya que las importaciones atenuaron su ritmo de descenso en el período abril-junio. La recuperación de la demanda mundial (tras la ralentización de los primeros meses del año), la reorientación de nuestros mercados de exportación hacia las economías emergentes y las ganancias de competitividad que está propiciando el proceso de devaluación interna se encuentran detrás de estos desarrollos. En paralelo, la corrección del desequilibrio exterior prosiguió a buen ritmo. En el primer trimestre, la capacidad de financiación de la nación se situó en el 1 % del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, por primera vez en más de una década, tendencia que prosiguió en abril según los datos de balanza de pagos, debido fundamentalmente a la mejora del saldo de bienes no energéticos y, en menor medida, de otros servicios y de rentas.

Por el lado de la oferta, la información disponible apunta a un alivio del tono recesivo en los principales sectores productivos. En la industria, cabe vincular esta mejoría a la recuperación de las exportaciones y, en menor medida, a la reactivación de algún segmento de la demanda nacional, como puede ser el de producción de automóviles. En las ramas de servicios de mercado, algunas actividades como el comercio y la hostelería habrían retomado algún dinamismo, en línea con lo observado en el trimestre precedente. Por último, el valor añadido de la construcción atenuó su ritmo de contracción, si bien prosiguió el ajuste tanto en el sector residencial como en el de obra civil.

Por otro lado, el empleo moderó sustancialmente su ritmo de descenso, con una caída intertrimestral estimada del 0,3% (-4% en tasa interanual), que representaría la tasa menos desfavorable de los dos últimos años. De confirmarse esta previsión, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía se habría desacelerado, hasta el 2,3%. Según la información procedente del registro de afiliaciones a la Seguridad Social, esta ralentización en el ritmo de destrucción de puestos de trabajo se extendió a todos los sectores, destacando la leve creación neta de empleo en los servicios de mercado observada en los dos últimos meses (en términos de la serie corregida de estacionalidad y una vez que se corrige por el efecto de los cuidadores no profesionales). Simultáneamente, se prolongó la senda de moderación que viene registrando el ritmo de aumento del paro registrado en el segundo trimestre, con un incremento del 4,1% en tasa interanual.

Como ya se ha señalado, en la primera mitad del año se ha acelerado el ritmo de moderación de los costes laborales en la economía de mercado. Tras la intensificación del ajuste salarial en el primer trimestre (con un descenso de la remuneración por asalariado en la economía de mercado del -0,9%), los indicadores de coste laboral en el período abril-junio apuntan a una continuación de esta tendencia. Pese a los problemas de baja representatividad y retraso relativo de los que adolece la información de convenios este año, el incremento medio de las tarifas hasta junio se situó en el 0,7% (1,2% el año pasado); y, dentro de estas, los de nueva firma anotaron un incremento del 0,4%. Se estima que el resto de componentes de la remuneración (cláusula de salvaguarda sobre la inflación y deriva salarial) estarían contribuyendo igualmente a la moderación salarial. Esta tendencia, que refleja una mayor respuesta de la negociación colectiva a la debilidad cíclica como consecuencia, en buena medida, de los efectos de la reforma del mercado de trabajo podría intensificarse en la segunda mitad del año, en la medida en que el fin del período de un año de ultraactividad establecido por la reforma contribuya a agilizar la negociación de los convenios nuevos<sup>5</sup>.

Por otra parte, existe evidencia de que la inflación ha incrementado igualmente su grado de respuesta a la situación cíclica en los últimos años<sup>6</sup>. Es preciso asegurar, no obstante, que esta trayectoria se consolide, apoyada en las reformas estructurales que se están llevando a cabo y en su impacto sobre la formación de costes, márgenes y precios y en la productividad, de manera que se potencien las ganancias de competitividad necesarias para asegurar la continuidad de la fortaleza del sector exterior y facilitar la reasignación de recursos para retornar a una senda de crecimiento sostenido.

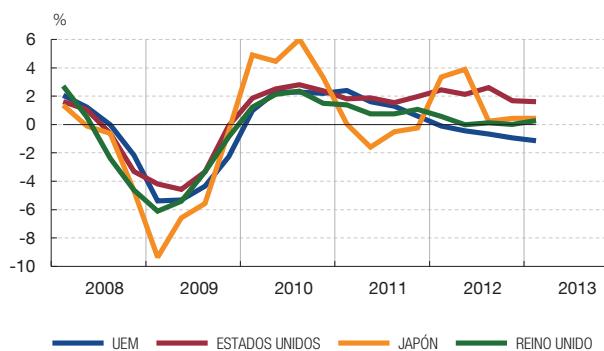
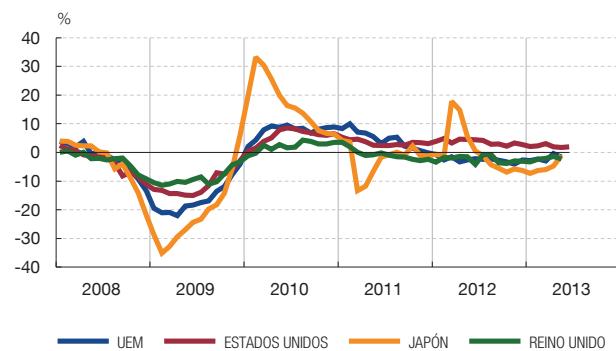
5 Para más detalle, véase el recuadro 1.1 del *Informe Anual, 2012*, «Cambios en el funcionamiento del mercado de trabajo».

6 Véase, en este mismo *Boletín Económico*, el artículo «La variación en la sensibilidad cíclica de la inflación española: una primera aproximación».

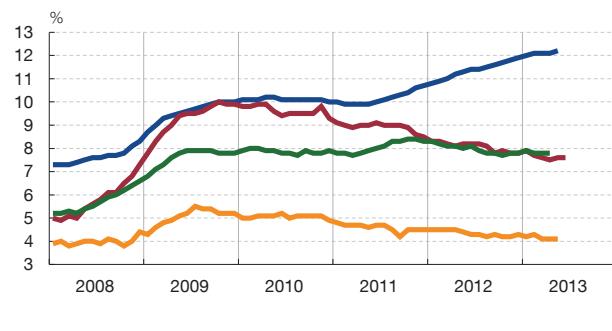
La evolución económica internacional en los tres últimos meses se ha caracterizado por la desaceleración de la actividad en las principales regiones emergentes —que, aunque con importantes divergencias por países, se ha situado con carácter general por debajo de las tasas esperadas—. Por su parte, la evolución de la actividad en las economías avanzadas de fuera del área del euro ha sido algo más favorable. En particular, se ha apreciado una consolidación de la recuperación del empleo en Estados Unidos, que ha llevado a la Reserva Federal a ser más explícita sobre las condiciones bajo las que comenzaría su estrategia de salida de las actuales medidas extraordinarias de expansión monetaria. Este anuncio dio lugar a un viraje en la tendencia favorable que hasta ese momento habían mostrado los mercados financieros de las economías avanzadas, y reforzó marcadamente el ajuste que habían venido experimentando durante todo el trimestre los mercados emergentes, asociado inicialmente a la debilidad de la actividad.

Los mercados financieros de las economías avanzadas continuaron mostrando hasta mayo el tono favorable iniciado en el verano de 2012, en un entorno de búsqueda de rentabilidad y de estímulo adicional de la política monetaria. Sin embargo, el anuncio de la Reserva Federal en torno a la estrategia de salida de sus estímulos extraordinarios generó una reacción de mercado brusca y generalizada, por segmentos y países. De esta forma, en la segunda parte del trimestre, ante la expectativa de reducción de las compras de activos por parte de la autoridad monetaria estadounidense, se observaron subidas de los tipos de interés a largo plazo de la deuda soberana de las economías avanzadas —especialmente, de Estados Unidos— y de la deuda corporativa más arriesgada, así como una mayor volatilidad. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció frente al euro y al yen hasta la reunión de la Reserva Federal de junio, aunque esta tendencia se revirtió posteriormente, mientras que frente a las monedas de las economías emergentes y la libra el dólar se fortaleció. Los mercados financieros emergentes registraron una tendencia negativa durante todo el período —por el comportamiento decepcionante de la actividad y, en el caso de América Latina, por las perspectivas de caída de precios de las materias primas—, que se acentuó marcadamente a partir de la última semana de mayo, con el cambio de expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos. Los diferenciales soberanos y los índices bursátiles mostraron una evolución desfavorable, se registraron salidas de capitales y se ralentizaron las emisiones de renta fija. El precio del barril de petróleo tipo Brent, tras descender por debajo de los 100 dólares a mediados de abril, repuntó en la primera mitad de julio, llegando a superar los 105 dólares, mientras que el del oro continuó su tendencia bajista, situándose en torno a los 1.200 dólares la onza al finalizar el segundo trimestre.

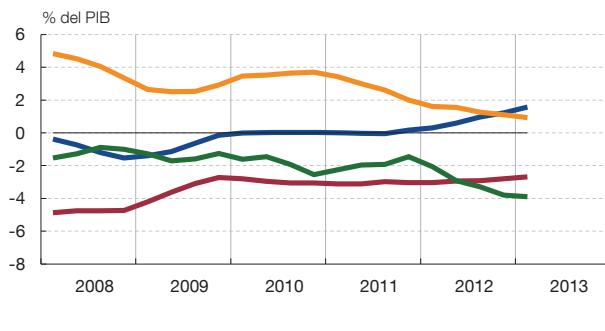
En Estados Unidos, el PIB se aceleró en el primer trimestre de 2013, al crecer un 1,8 % en tasa intertrimestral anualizada, frente al 0,4 % en el cuarto de 2012, perfil que en gran medida refleja la evolución de las existencias. Los componentes de la demanda aportan señales contrapuestas sobre la robustez de la recuperación. Por un lado, destacan positivamente la resistencia del consumo, a pesar de la disminución de la renta disponible, y el notable dinamismo de la inversión residencial; por otro, la elevada contribución negativa del gasto público y la caída de la inversión no residencial en estructuras. De acuerdo con los indicadores disponibles, la actividad se habría desacelerado en el segundo trimestre, destacando la evolución negativa del sector exterior y, de nuevo, de las existencias. En el mercado inmobiliario, el ritmo de crecimiento de los

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanualPRODUCCIÓN 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.

precios de las viviendas se incrementó, si bien cabe esperar que este proceso se atenúe en los próximos meses, ante la subida de los tipos de interés hipotecarios. La inflación aumentó en tres décimas durante el trimestre, hasta el 1,8 %, mientras que la tasa subyacente se redujo en tres décimas, hasta el 1,6 %. En el mercado laboral se generaron, en promedio, 196.000 empleos netos mensuales en el segundo trimestre, ligeramente por debajo de los del trimestre previo y por encima de la media de 2012. La tasa de paro, mientras tanto, se mantuvo en el 7,6 %, por el pequeño aumento de la tasa de participación. En este contexto, la Reserva Federal anunció que, dependiendo de la evolución de la economía y del mercado de trabajo (véase recuadro 1), podría comenzar a reducir el ritmo de compras de activos en la segunda mitad del año, finalizando las adquisiciones a mediados de 2014. Este anuncio tuvo el efecto de anticipar el calendario de subidas del tipo de interés oficial descontado por el mercado, movimiento no deseado por la institución monetaria, que ha intentado corregir posteriormente mediante una comunicación más perfilada. En el terreno fiscal, en mayo finalizó la suspensión temporal del techo de la deuda pública, aunque la aplicación de medidas extraordinarias permitirá al Tesoro honrar sus compromisos de pago hasta el otoño. Por otro lado, el crecimiento de los ingresos y la pequeña disminución de los gastos llevaron a una notable reducción del déficit público hasta junio (un 4,4 % del PIB, frente al 8 % el mismo mes del año anterior).

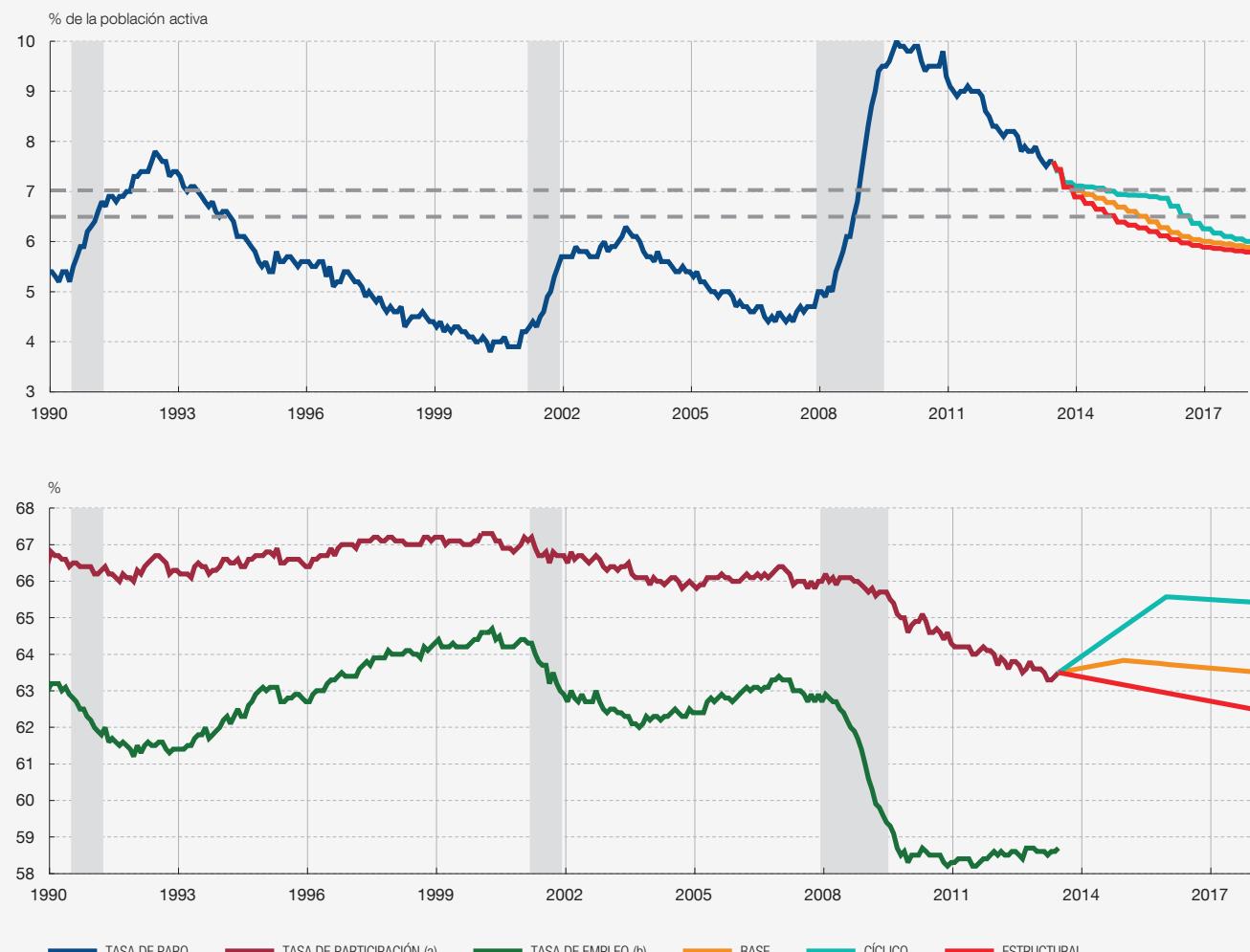
Los cambios en la estrategia y comunicación de política monetaria en Estados Unidos han propiciado una mayor atención a la evolución de su mercado laboral por parte de los analistas y observadores de la Reserva Federal. La principal razón es que su Comité de Política Monetaria (FOMC, por su denominación en inglés) ha pasado a ligar de forma explícita sus decisiones de política monetaria, tanto las referidas a las compras de activos como las dirigidas a orientar a los agentes económicos sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales (*forward guidance*), a la evolución del mercado de trabajo.

En la reunión del FOMC celebrada en septiembre de 2012 se decidió iniciar un programa de compras de titulizaciones hipotecarias (40 mm de dólares mensuales), cuya finalización se condicio-

naba a que «el mercado de trabajo mejore sustancialmente, en un contexto de estabilidad de precios». Posteriormente, en su reunión de diciembre de 2012, el FOMC agregó compras de títulos de deuda pública (45 mm de dólares mensuales) sujetas a la misma condicionalidad, de forma que el tamaño, ritmo y composición de estas compras de activos financieros se hacían depender de la evolución del mercado laboral, siendo la valoración de esa evolución puramente cualitativa<sup>1</sup>. Más recientemente, tras la reunión de política monetaria de junio de 2013, el FOMC ha vinculado la evolución de las compras de activos con la de la tasa de paro, especificando

<sup>1</sup> El comunicado de prensa posterior a la reunión del FOMC también cita el examen de la eficacia y los costes de las compras de activos como factores determinantes.

#### TASA DE PARO, TASA DE PARTICIPACIÓN Y TASA DE EMPLEO. PROYECCIONES BAJO DIFERENTES ESCENARIOS PARA LA EVOLUCIÓN FUTURA DE LA TASA DE PARTICIPACIÓN



FUENTES: US Bureau of Labor Statistics, Datastream y Banco de España.  
NOTA: Las áreas sombreadas denotan períodos de crisis según el NBER.

a Tasa de participación = Población activa/población en edad de trabajar.

b Tasa de empleo = Población ocupada/población en edad de trabajar.

que, si la economía sigue mejorando tal y como se proyecta, las compras de activos podrían empezar a moderarse antes del final de este año y podrían cesar totalmente a mediados de 2014, cuando se espera que la tasa de paro se sitúe en el 7 %.

Por otro lado, hasta la reunión de diciembre de 2012, el FOMC venía utilizando una referencia temporal para señalizar la evolución futura de los tipos de interés oficiales (*forward guidance*); sin embargo, en esa reunión el FOMC pasó a condicionar esa senda a la evolución económica, especificando umbrales numéricos para la tasa de paro y la inflación. En concreto, el FOMC señaló que consideraba apropiado mantener el tipo de interés oficial en su nivel actual (0 %-0,25 %) al menos mientras la tasa de paro permaneciera por encima del 6,5 %, la tasa de inflación esperada entre uno y dos años no superara en más de medio punto el objetivo del 2 % y las expectativas de inflación a largo plazo siguieran bien ancladas. Esos valores señalan, por tanto, las condiciones necesarias para que el FOMC aumente el tipo de interés oficial, aunque no sean suficientes, pues no implican su incremento.

De esta forma, la evolución proyectada para la tasa de paro se ha convertido en la variable clave para tratar de anticipar el final del proceso de compra de activos y, posteriormente, el momento en que el FOMC se planteará la primera subida del tipo de interés oficial, dos decisiones que estarán espaciadas en el tiempo. Todo ello asumiendo que la inflación se situará en el rango de tolerancia de la Reserva Federal en los próximos trimestres, tal y como sugieren los datos más recientes y las expectativas de inflación.

La evolución de la tasa de paro en una economía viene determinada por la dinámica de tres variables: la población en edad de trabajar, la población ocupada y la población activa. En concreto, un descenso de la tasa de paro se produce cuando aumenta la tasa de empleo (crecimiento de la población ocupada mayor que el de la población en edad de trabajar) o cuando disminuye la tasa de participación (aumento de la población activa a un ritmo menor que el de la población en edad de trabajar)<sup>2</sup>. Pero la valoración de una reducción de la tasa de paro (y de la situación del mercado de trabajo) es muy diferente dependiendo de que domine el efecto de aumento de la tasa de empleo o el de reducción de la de participación. El primer caso se asocia habitualmente a un mayor dinamismo de la economía (aunque también puede tener como origen una caída de la productividad), mientras que, en el segundo, el descenso en la participación puede deberse a razones estructurales (factores demográficos, cambios en las preferencias individuales, entre otras) o cíclicas, como consecuencia de unas malas perspectivas laborales (efecto desánimo). Desde el final de la recesión en Estados Unidos, el principal factor tras la caída de la tasa de paro, como se puede apreciar en el gráfico) ha sido la brusca caída de la tasa de

participación, que disminuyó en 2,4 pp entre los años 2007 y 2012, mientras que la tasa de empleo se ha mantenido prácticamente constante, a pesar de su ligero repunte en los meses más recientes. La Reserva Federal ha advertido que no solo considerará la evolución de la tasa de paro, sino también las causas que subyacen a su dinámica a la hora de evaluar la salud del mercado laboral de cara a sus decisiones futuras de política monetaria.

Existe notable incertidumbre sobre si la caída de la tasa de participación en los últimos años tiene un carácter predominantemente cílico o estructural. En su proyección de 2007, previa a la crisis<sup>3</sup>, el *Bureau of Labor Statistics* (BLS) esperaba que la tasa de participación solo disminuyera en 0,5 pp entre los años 2007 y 2012 (1,9 pp menos que la caída realmente observada), como consecuencia de factores estructurales. En línea con esta hipótesis, en la literatura académica predomina la visión de que el componente cílico, aunque de carácter persistente, ha tenido un mayor peso en el inesperado descenso de la tasa de participación desde 2008, como consecuencia del «efecto desánimo» derivado de la magnitud de la recesión y de la lenta recuperación, que habrían reducido la demanda de trabajo y, por tanto, empeorado las perspectivas de encontrar empleo<sup>4</sup>.

En el gráfico se recogen distintos escenarios de evolución futura de la tasa de participación, dependiendo del mayor o menor peso que se asigne al componente cílico: el escenario «base» asume que la caída en la tasa de participación tiene un origen mixto, y supone que aumentará hasta diciembre de 2014, convergiendo a la senda anticipada por el BLS en sus nuevas proyecciones de 2012<sup>5</sup>; un segundo escenario considera que la caída de la tasa de participación es de naturaleza cílica, de forma que en el horizonte de diciembre de 2015 retornará al valor que le correspondería de acuerdo con las previsiones realizadas por el BLS en noviembre de 2007; un último escenario supone que la caída de la tasa de participación ha tenido un carácter estructural y que seguirá disminuyendo en el futuro a ritmos similares a los observados en los últimos años.

Las implicaciones para la evolución de la tasa de paro son muy diferentes en los tres escenarios, tal y como se recoge en el gráfico, donde se calcula su evolución dinámica realizando simulaciones con el modelo NIGEM. En concreto, los umbrales numéricos del 7 % y del 6,5 % fijados por la Reserva Federal para considerar el final de su programa de compras de activos y la primera subida del tipo de interés oficial, respectivamente, se alcanzarían en mo-

3 Véase M. Toosi (2007), «Labor force projections to 2016: more workers in their golden years», *BLS Monthly Labor Review*, noviembre.

4 En este sentido, L. Bengali, M. Daly y R. Valletta (2013), «Will labor force participation bounce back?», *FRBSF Economic Letter*, 2013-14, muestran evidencia por la que la tasa de participación, tras una recesión, no aumentaría hasta que el nivel de empleo recuperase los niveles previos a la recesión. En junio de 2013, Estados Unidos todavía necesitaba generar 2,16 millones de empleos para alcanzar el valor máximo alcanzado en enero de 2008.

5 Véase M. Toosi (2012), «Labor force projections to 2020: a more slowly growing workforce», *BLS Monthly Labor Review*, enero.

2 La tasa de paro ( $u$ ), que es la ratio de la población parada sobre la población activa, puede expresarse como:  $u = 1 - e/a$ , donde  $e$  es la tasa de empleo (ratio de la población ocupada entre la población en edad de trabajar) y  $a$  es la tasa de participación (ratio de la población activa sobre la población en edad de trabajar).

mentos muy diferentes en los tres escenarios. Mientras que en el escenario base estos umbrales se alcanzarían en fechas cercanas a las proyectadas por el FOMC, en el escenario estructural los umbrales para considerar la finalización de las compras y la primera subida del tipo de interés oficial se adelantaría a 2013 y al verano de 2014, respectivamente. En el escenario «cíclico», por el contrario, las compras de activos se mantendrían hasta al menos la segunda mitad de 2014 y la primera subida del tipo de interés oficial no se produciría hasta bien entrado el año 2016.

El carácter condicional de las decisiones de política monetaria en la evolución de variables económicas adoptado por la Reserva Federal pretende clarificar los futuros movimientos y maximizar el estímulo

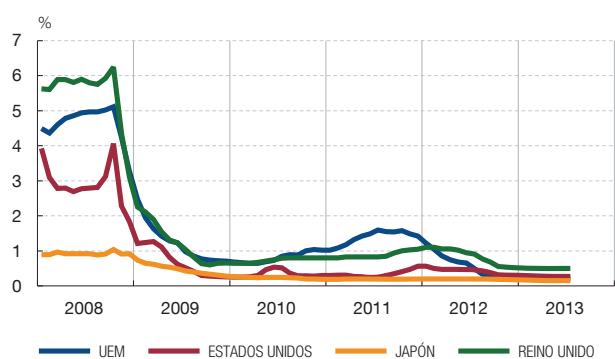
monetario por el canal de expectativas. Sin embargo, como se ha mostrado en este recuadro, la tasa de paro constituye un indicador incompleto de la recuperación del mercado de trabajo. Por este motivo, la autoridad monetaria ha manifestado su voluntad de considerar indicadores adicionales para valorar su evolución e incluso ha mencionado la posibilidad de modificar el umbral numérico de la tasa de paro (desde el 6,5 %) en su política de *forward guidance*, si siguiera disminuyendo la tasa de participación por razones no estructurales. Estas reflexiones ponen de manifiesto la complejidad de la comunicación de la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal y su comprensión por parte de los agentes económicos, y subrayan los desafíos que plantea la retirada de los estímulos extraordinarios de política monetaria.

En Japón, el PIB creció un 1 % en el primer trimestre en tasa intertrimestral (0,4 % interanual), con aportaciones positivas de la demanda interna (pese a la atonía de la inversión) y del sector exterior, gracias al dinamismo de las exportaciones. Los indicadores del segundo trimestre prolongan la recuperación, apoyada en los mismos componentes de la demanda, pues la inversión no habría despegado en el trimestre, a pesar de la mejora de los indicadores de confianza empresarial. Los datos de ventas al por menor y confianza del consumidor reflejan la relativa fortaleza del consumo. Por el lado de la oferta, destaca el buen comportamiento de la producción industrial y de los PMI de manufacturas. En el mercado laboral, la tasa de paro se mantuvo en el 4,1 % en mayo, y los salarios dejaron de caer en términos interanuales. En el ámbito externo, tanto las exportaciones como las importaciones crecieron en términos nominales en el segundo trimestre, pero no en términos reales. Las presiones deflacionistas se aminoraron, situando en el -0,3 % las tasas interanuales tanto del índice general como del subyacente de los precios de consumo, seis y cinco décimas, respectivamente, por encima de los registros de marzo. El Gobierno continuó sin desvelar medidas concretas ni en el frente fiscal ni en el de reformas estructurales. Por su parte, el Banco de Japón, tras la aprobación en abril de su nueva estrategia de política monetaria, realizó algunos ajustes en los calendarios de compras para disminuir la volatilidad en los precios de los títulos de deuda pública.

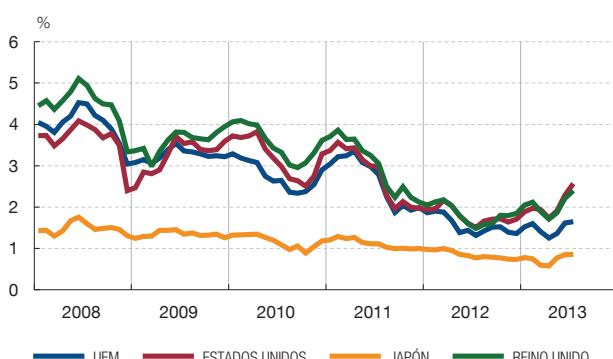
En el Reino Unido, la tercera estimación del PIB confirmó un crecimiento del 0,3 % en el primer trimestre, si bien la tasa interanual se revisó hasta el 0,3 %, desde un 0 %. La nueva estimación ofrece un panorama algo más favorable de la demanda agregada, sustentada por el consumo privado y por una aportación positiva de la demanda externa de 0,6 pp al crecimiento trimestral. El consumo privado sigue proporcionando cierto soporte a la actividad, a pesar de la ralentización de las rentas salariales, cuyo impacto sobre el gasto se ha suavizado mediante un descenso de la tasa de ahorro (que se redujo en 1,7 pp). Los indicadores disponibles del segundo trimestre muestran síntomas de recuperación, con mejoras en los tres índices PMI sectoriales —manufacturas, servicios y construcción—, la demanda de vivienda y las encuestas de opinión a empresarios y consumidores. En el mercado de trabajo el empleo siguió creciendo, aunque a menor ritmo que en 2012, y la tasa de paro se mantuvo en el 7,8 %. La inflación se situó en el 2,9 % en junio, una décima por encima del registro de marzo. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanualTIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FREnte A PAÍSES DESARROLLADOS

TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)

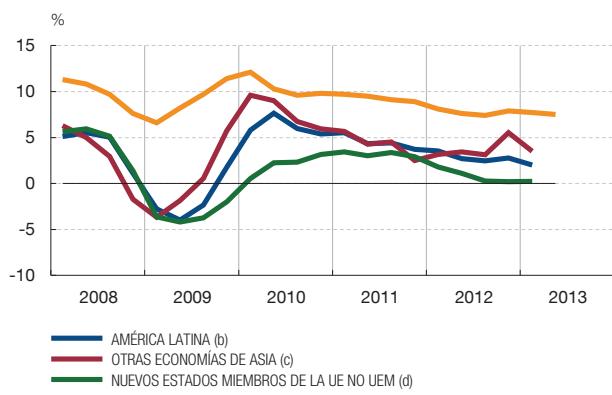


FUENTES: Datastream y Banco de España.

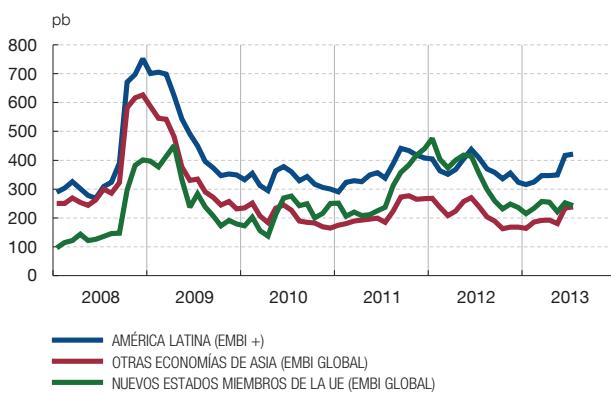
- a Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
b Rendimientos de la deuda pública a diez años.

en el 0,5 % y el saldo de su programa de compra de activos en 375 mm de libras, y manifestó que la reciente subida en los tipos de interés de mercado no está justificada por la evolución reciente de la economía británica. Por último, de acuerdo con la encuesta de condiciones de crédito del segundo trimestre, se observó un aumento generalizado de la disponibilidad de crédito.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció un 0,4 % interanual en el primer trimestre, dos décimas más que en el trimestre previo. Aunque el dato agregado apunta a un clima de recuperación, la actividad se debilitó en Polonia, Bulgaria y República Checa. Los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad continuó recuperándose en el segundo trimestre. La inflación sigue siendo moderada, habiéndose situado en mayo en el 1,4 % interanual, en un entorno de debilidad de la actividad. En este contexto, los bancos centrales mantuvieron el tono acomodaticio de la política monetaria, con reducciones de tipos oficiales en Polonia, Hungría y Rumanía (de 75 pb en los dos primeros casos, hasta el 2,50 % y 4,25 %, respectivamente, y 25 pb en el tercero, hasta el 5 %), manteniéndose sin cambios en el resto de la región. Finalmente, se aprobó la entrada de Letonia en la Unión Monetaria y la consiguiente adopción del euro a partir del 1 de enero de 2014, y el 1 de julio culminó el proceso de adhesión de Croacia a la Unión Europea. Entre los países candidatos a la UE, en Turquía el banco central redujo el tipo de interés oficial e incrementó los requerimientos de reservas al inicio del trimestre,

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, FMI 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, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- 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 Datos anuales hasta 2009.

aunque terminó recurriendo a las intervenciones cambiarias en junio para limitar las presiones depreciantorias de su moneda.

En China, el PIB aumentó un 7,5 % interanual en el segundo trimestre, dos décimas menos que en el primero. Los indicadores de alta frecuencia ya habían mostrado un menor dinamismo del consumo, la inversión y, sobre todo, del sector exportador, afectado por la fortaleza del renminbi y la relativa atonía de sus socios comerciales. La tasa interanual del IPC se mantuvo contenida en el 2,7 % en junio, mientras que continuó la caída de los precios de producción. Por otra parte, en junio el banco central tensionó las condiciones de liquidez en el mercado interbancario, provocando un fuerte repunte temporal de los tipos de mercado, con objeto de ir moderando el fuerte aumento de la financiación. En el resto de Asia emergente, la actividad se desaceleró en el primer trimestre, al crecer el PIB un 4,3 % interanual, un punto menos que en el trimestre anterior, destacando la ralentización de Tailandia, Malasia y Singapur. En el segundo trimestre, se ha apreciado una

moderación de la producción industrial y de las exportaciones a las principales economías de la región. La inflación se moderó, en términos interanuales, a lo largo del trimestre, salvo en Hong Kong, Malasia e Indonesia. En un entorno de depreciación de las divisas regionales, las políticas monetarias no presentaron variaciones significativas, salvo en Corea del Sur, India y Tailandia, que redujeron sus tipos de interés oficiales en 25 pb en mayo; Indonesia lo incrementó en 75 pb entre junio y julio para reducir la presión a la depreciación sobre su divisa.

En América Latina, el PIB creció un 0,6 % en el primer trimestre (2,0 % interanual), tres décimas menos que en el cuarto de 2012 (2,8 % interanual). Esta desaceleración se explica por la mayor debilidad tanto de la demanda interna como de la externa, y también por factores estacionales. Entre las principales economías de la región, destaca la marcada desaceleración de México, que solo creció un 0,8 % en términos interanuales (2,2 % sin efecto estacional), frente al 3,2 % del trimestre anterior. En Brasil y Argentina se observó una cierta reactivación, aunque el dato de Brasil fue inferior al esperado. Los indicadores de mayor frecuencia del segundo trimestre apuntan al mantenimiento de tasas de crecimiento relativamente reducidas. Por su parte, la inflación del área creció hasta el 7,5 % interanual en junio, como consecuencia del fuerte aumento observado en Venezuela, donde alcanzó el 37,3 %, y la aceleración de Brasil, hasta el 6,7 %, dos décimas por encima del máximo de la banda objetivo. En México, por el contrario, se redujo en cinco décimas, hasta el 4,1 %. En este contexto, el Banco de Brasil elevó el tipo de interés oficial un total de 100 pb en el trimestre, hasta el 8,5 %, mientras que el de Colombia lo redujo 50 pb, hasta el 3,25 %. Por otra parte, en Brasil, el menor crecimiento del crédito y la fuerte depreciación de la moneda, a partir de mediados de mayo, llevaron a la retirada de alguna de las medidas macroprudenciales tomadas anteriormente, y se produjo el anuncio de recortes fiscales, para cumplir con el objetivo del año. Por último, Standard and Poor's elevó en abril el *rating* soberano de Colombia un escalón (hasta BBB) y, ya en junio, rebajó el de Venezuela a B, al tiempo que cambiaba la perspectiva de Brasil a negativa. Por su parte, Fitch aumentó en mayo un grado el *rating* de México, hasta BBB+.

En el segundo trimestre de 2013, los indicadores de actividad de la UEM experimentaron un cierto avance, que, en línea con lo que anticipan la mayoría de estimaciones disponibles, podría llegar a reflejar un crecimiento ligeramente positivo tras seis trimestres consecutivos de contracción. No obstante, esta mejora ha podido venir impulsada en parte por factores transitorios, de modo que las previsiones de crecimiento a medio plazo publicadas a lo largo del trimestre se siguieron revisando a la baja, tanto para el conjunto de 2013 como, en mayor medida, para 2014. La consolidación de las tendencias de recuperación en los próximos trimestres dependerá de la evolución de la demanda interna, cuyo fortalecimiento se espera que se produzca de forma muy gradual, en un contexto en el que algunos de sus componentes permanecen en niveles muy deprimidos (véase recuadro 2).

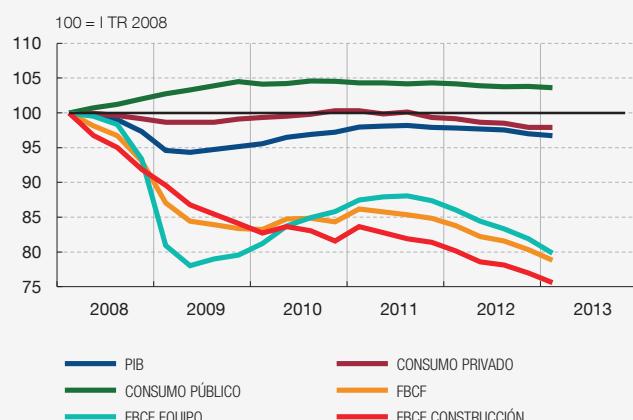
El repunte a partir de la segunda mitad del trimestre de los indicadores de tensión financiera constituye también un recordatorio de la fragilidad del escenario de recuperación moderada que se contempla para la segunda mitad del año y 2014. En esta ocasión, las tensiones han respondido a la conjunción de varios factores. Por un lado, las perspectivas de cambio de orientación de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, que se desataron tras la última reunión de su FOMC, se tradujeron también en un endurecimiento de las condiciones financieras en el área del euro. En segundo lugar, surgieron nuevas incertidumbres, en buena parte de índole política, que afectaron a los países más vulnerables del área, y muy singularmente a Grecia, Chipre y Portugal. Finalmente, a pesar de los progresos conseguidos en el proyecto de unión bancaria (véase recuadro 3), las dificultades con las que se enfrenta cualquier iniciativa en este terreno que pueda suponer una mayor mutualización de riesgos están poniendo en cuestión el compromiso político alcanzado en 2012 para romper el vínculo entre riesgos soberano y bancario. Condicionado por todo este conjunto de circunstancias, el proceso de corrección de la fragmentación financiera que afecta a la zona del euro registró escasos progresos en el transcurso del trimestre y el crédito continuó mostrando una dinámica muy débil, que afecta sobre todo a aquellos sectores —familias y pymes— más dependientes de la financiación bancaria.

La actual coyuntura de debilidad económica hace improbable que se puedan producir tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria. Así, el último ejercicio de proyecciones del Eurosistema en junio anticipaba que la tasa de inflación tendería a situarse de forma sostenida en niveles significativamente por debajo del 2 %. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de mayo, reducir en 0,25 pp, hasta el 0,5 %, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, así como estrechar hasta los 100 pb la amplitud del corredor definido por los tipos de las facilidades marginales de crédito y de depósito. En el ámbito de las medidas no convencionales, el Consejo anunció también que mantendría el suministro de liquidez a tipo fijo por el tiempo que fuese necesario y, como mínimo, hasta mediados de 2014. Además, señaló que se están estudiando conjuntamente con otras instituciones europeas diversas iniciativas para promover el mercado de titulizaciones de créditos a empresas pequeñas y medianas no financieras (ABS), muy castigado por la crisis financiera. Finalmente, en el entorno descrito de endurecimiento de las condiciones financieras incompatible con el tono de política monetaria que requiere la actual coyuntura, el Consejo decidió en julio reforzar su política de comunicación e introducir indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), haciendo explícita su expectativa de

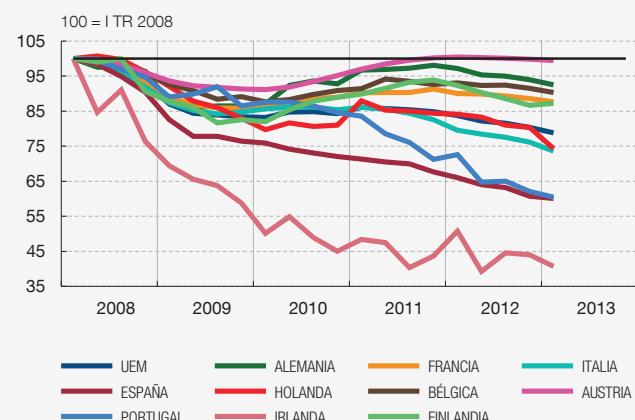
La inversión en la UEM, medida por la rúbrica de formación bruta de capital fijo (FBCF) en la Contabilidad Nacional, ha mostrado una gran debilidad durante los dos últimos años, situándose a principios de 2013 un 20 % por debajo del valor alcanzado en el primer trimestre de 2008 (véase gráfico 1). La evolución por componentes mantiene las pautas generales del agregado, si bien el retroceso de la inversión en construcción ha sido mayor que el de la inversión en equipo. Existe,

además, una gran heterogeneidad por países (véase gráfico 2), con fuertes caídas en los más afectados por la crisis financiera (en Irlanda, Portugal y España, el nivel se sitúa más de un 40 % por debajo del anterior a la crisis, y un 25 % en Italia), mientras que Austria es el único país que ya ha recuperado el nivel anterior. Alemania y Francia, por su parte, mantienen niveles que se encuentran alrededor de un 10 % por debajo de los alcanzados antes del comienzo de la crisis.

1 EVOLUCIÓN DEL PIB DE LA UEM Y COMPONENTES



2 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



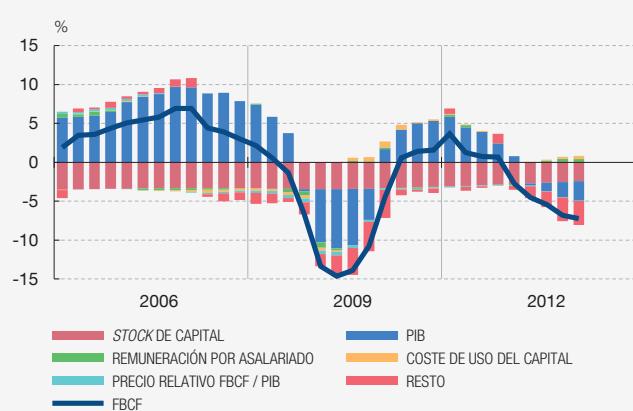
3 RATIO DE FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO SOBRE PIB EN LA UEM



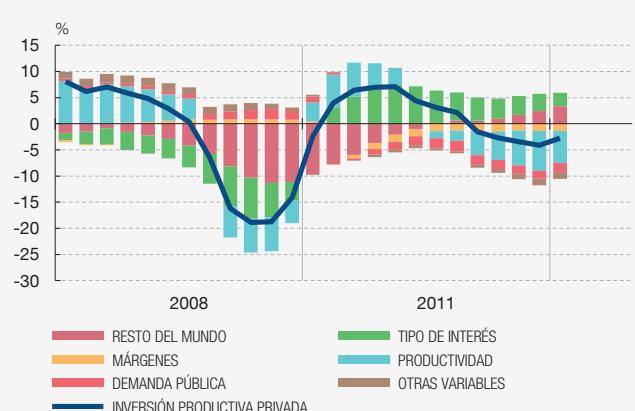
4 RATIO DE FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO SOBRE PIB EN ALEMANIA



5 VARIACIÓN INTERANUAL DE LA FBCF Y SUS VARIABLES EXPLICATIVAS



6 VARIACIÓN INTERANUAL DE LA INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA Y SUS VARIABLES EXPLICATIVAS



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

Cuando se adopta una perspectiva temporal más amplia, el gráfico 3 muestra que el porcentaje del gasto total destinado a la formación bruta de capital fijo se encuentra en mínimos históricos. Así, mientras que el gasto en inversión para el conjunto del área del euro osciló en torno al 21 % del PIB en el período 1980-2013, en la actualidad dicha ratio se sitúa por debajo del 18 %, habiendo retrocedido más de 4 pp desde el inicio de la crisis y 1,7 pp en los últimos dos años. Esta situación es, si cabe, más llamativa en el caso de Alemania (véase gráfico 4), donde el porcentaje del gasto destinado a la formación bruta de capital fijo lleva registrando valores muy inferiores a su media de largo plazo desde principios de siglo. Sin embargo, la caída más reciente de la ratio inversión/PIB, aunque bastante generalizada, viene asociada principalmente al comportamiento de los periféricos y a los Países Bajos.

Para poder profundizar en los determinantes del comportamiento de la inversión se han utilizado dos modelos empíricos. En primer lugar, se ha estimado una ecuación de inversión tradicional con datos de la UEM para el período 1970-2013<sup>1</sup>. Este modelo postula que existe una relación de largo plazo entre, por un lado, el stock de capital y, por otro, su coste de uso y el precio de la inversión relativo al de la producción, variable esta última que trata de capturar el efecto de las mejoras tecnológicas incorporadas específicamente en el capital. De acuerdo con este modelo empírico, las variaciones de corto plazo de la inversión vendrían explicadas por el ciclo económico, así como por variaciones en el coste de uso del capital y de los otros factores de producción. En segundo lugar, se ha considerado un modelo de equilibrio general que intenta reproducir el comportamiento de un conjunto amplio de variables macroeconómicas de España y el resto de la UEM, estimado con datos para el período 1999-2011<sup>2</sup>. Esta aproximación permite explicar el comportamiento observado de la inversión a partir de la evolución de los determinantes estructurales más relevantes que lo han generado.

De acuerdo con la primera aproximación (véase gráfico 5), el stock de capital sería el principal determinante a largo plazo de la inversión, mientras que su dinámica vendría explicada sobre todo por el ciclo económico y, en menor medida, por el coste real de los

1 Véase D. L. Jorgenson (1972), «Investment Behavior and the Production Function», *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation, vol. 3(1), 220-251.

2 Para una descripción detallada véase J. Andrés, S. Hurtado, E. Ortega y C. Thomas (2010), «Spain in the Euro: a General Equilibrium Analysis», *SERIEs - Journal of the Spanish Economic Association*, vol. 1.

factores. Sin embargo, la ecuación estimada —que aproxima razonablemente bien el comportamiento de la inversión en el período anterior a 2008— tiende a infra-estimar el retroceso de la inversión durante la Gran Recesión y, muy particularmente desde principios de 2012, lo que se refleja en persistentes residuos negativos, que, a su vez, presentan una correlación negativa y alta (en torno a -0,5) con medidas de incertidumbre macroeconómica utilizadas habitualmente en la literatura académica<sup>3</sup>. Este resultado es coherente con un informe reciente de la Comisión Europea, que muestra empíricamente la relevancia —potenciada además desde el inicio de la crisis— de la incertidumbre en las decisiones de inversión y consumo de los agentes económicos<sup>4</sup>.

El gráfico 6 muestra, por su parte, los resultados del segundo modelo. Según esta aproximación, la atonía reciente de la inversión se debería principalmente al impacto negativo de la productividad, a la contracción de la demanda pública y a una cierta recuperación de los márgenes empresariales, que se verían compensados solo parcialmente por el tono acomodaticio de la política monetaria y la recuperación de la demanda mundial. Cabe señalar que en modelos de este tipo un impacto negativo tan significativo de la productividad se asocia frecuentemente en la literatura académica con variaciones en el grado de restricciones financieras<sup>5</sup> o con aumentos de la aversión al riesgo<sup>6</sup>.

En resumen, parece que una parte significativa del retroceso registrado por la inversión en los últimos años no podría explicarse por la evolución de sus determinantes macroeconómicos más habituales. Las estimaciones presentadas en el recuadro serían coherentes con que factores asociados a la crisis financiera, tales como el grado de restricción financiera o la aversión al riesgo, o la incertidumbre macroeconómica en general podrían haber venido desempeñando un papel muy destacado a este respecto. Solventar estos impedimentos es una condición necesaria para que se pueda producir una recuperación significativa de la inversión que le permitiera recuperar sus niveles de largo plazo.

3 Esta medida elaborada por S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis se puede obtener con periodicidad mensual en <http://www.policyuncertainty.com/index.html>.

4 European Commission, *Quarterly report on the euro area*, junio de 2013, vol. 12, Issue 2.

5 A. Justiniano y G. E. Primiceri (2008), «The Time-Varying Volatility of Macroeconomic Fluctuations», *American Economic Review*, vol. 98 (3), pp. 604-641.

6 L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno (2013), *Risk Shocks*, NBER Working Papers n.º 18682.

que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles actuales o más reducidos durante un período de tiempo prolongado.

### 3.1 Evolución económica

Los datos de Contabilidad Nacional del área del euro cifraron en un 0,3 % el retroceso de la actividad económica en el primer trimestre de 2013, lo que supuso que el PIB del área haya acumulado una contracción de 1,5 pp desde finales de 2011, cuando comenzó la

El Consejo Europeo de junio de 2012 situó la creación de una unión bancaria en el centro del proceso de rediseño institucional de la UEM, en respuesta a los problemas de fragmentación de los mercados financieros, renacionalización de los flujos de capital y aparición de canales de realimentación negativos entre el riesgo soberano y el bancario, que estaban amenazando gravemente la continuidad misma del proyecto de moneda única.

En los meses recientes el BCE, las autoridades europeas y los Gobiernos han progresado de manera significativa en la construcción de uno de los pilares de la unión bancaria, al ir concretando la legislación que previsiblemente se aprobará en septiembre de este año y que permitirá la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión en 2014, con un ligero retraso respecto a la fecha prevista inicialmente. Con anterioridad, el BCE debe-

#### ASPECTOS FUNDAMENTALES DE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA DE RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO

##### Ámbitos de actuación

Establecimiento de una nueva autoridad nacional de resolución (podrá ser el banco central nacional, la autoridad encargada de la supervisión bancaria u otra entidad pública), que actuará en tres ámbitos: preventivo, de intervención temprana y de resolución.

Ámbito preventivo: elaboración de planes de recuperación para cada entidad bancaria por parte de la propia entidad y de resolución por la autoridad de resolución. Como resultado de dichos planes se pueden iniciar actividades correctivas tendentes a facilitar una hipotética resolución.

Ámbito de intervención temprana: en caso de incumplimiento de los requisitos legales relativos al ejercicio de la actividad o a la adecuación de capital de las entidades de crédito, la autoridad de supervisión podrá requerir de los administradores del banco la adopción de medidas correctivas. Si el deterioro financiero es grave o se han cometido infracciones legales, dicha autoridad podrá nombrar a uno o más administradores del banco. En esta fase la autoridad de resolución puede iniciar contactos exploratorios con potenciales adquirentes.

Ámbito de resolución: el proceso de resolución se iniciará cuando, concurriendo las circunstancias del caso anterior, se determine, además, que es necesario, para evitar efectos adversos sobre la estabilidad financiera, minimizar la aportación de fondos públicos y proteger a los depositantes. Durante el proceso, la autoridad podrá emplear estas herramientas:

- Venta de la totalidad o parte del negocio.
- Creación de un «banco puente»: transferencia temporal de activos sanos a una entidad pública.
- Segregación de activos: transferencia de activos deteriorados a una entidad de gestión de activos.
- Rescate interno (*bail-in*): se deberá proceder obligatoriamente a la amortización o canje de los instrumentos computables como «recursos propios» (capital ordinario y deuda subordinada), que asumirán las primeras pérdidas. También se procederá a la amortización o canje, según el caso, de acreedores no representativos de capital regulatorio, según el orden de prelación que se detalla abajo.

Aplicable desde enero de 2018. Permite imponer pérdidas o convertir en accionistas a acreedores (subordinados u ordinarios) de entidades no viables.

##### Rescate interno (*bail in*)

Pasivos excluidos permanentemente: depósitos garantizados (<100.000 euros), emisiones de deuda garantizadas (*covered bonds*) y deudas con empleados, con algunos proveedores, con sistemas de pago y con otras entidades en el mercado interbancario con plazo de vencimiento inferior a siete días.

Orden de prelación para la asunción de pérdidas para los pasivos no excluidos: 1) capital ordinario CORE TIER 1; 2) otros instrumentos de capital; 3) deuda subordinada; 4) acreedores ordinarios, y 5) acreedores privilegiados, incluyendo los depósitos no garantizados (dentro de estos, absorberán pérdidas, en primer lugar, los depósitos de grandes empresas y, después, los de particulares y pymes).

##### Flexibilidad en la aplicación del rescate interno (*bail-in*)

Se podrán excluir acreedores de la absorción de pérdidas, que podrían ser asumidas por el fondo de resolución hasta el límite del 5 % del balance total de la entidad rescatada. Para ello, deberá darse alguno de los siguientes requisitos:

- pérdidas ya absorbidas por accionistas y acreedores  $\geq 8\%$  del balance, o bien
- cumplimiento de las siguientes tres condiciones: pérdidas ya absorbidas  $\geq 20\%$  de los activos ponderados por riesgo del banco quebrado; aportaciones al fondo de resolución constituidas  $\geq 3\%$  de los depósitos garantizados; y activos del banco  $< 900$  mm de euros (este segundo supuesto se reserva para países ajenos al SSM).

##### Fondo de resolución

Podrá proporcionar apoyo financiero a bancos en resolución en forma de préstamos, garantías, adquisición de activos y aportación de capital. En cada país, se financiará con contribuciones de las entidades de crédito autorizadas a operar en él. Las aportaciones deben alcanzar, en un plazo de 10 años, el 0,8 % de los depósitos garantizados. Los fondos de garantía de depósitos nacionales podrán actuar como fondo de resolución (en ese caso, el mínimo del 0,8 % es adicional a lo requerido por la normativa aplicable a los fondos de garantía).

FUENTE: Banco de España.

rá concluir un ejercicio de valoración de los balances de aquellos bancos de cuya supervisión se va a hacer cargo, que habrá de coordinarse con las nuevas pruebas de esfuerzo anunciadas por la Autoridad Bancaria Europea (EBA). Ambos ejercicios deberán proporcionar un diagnóstico actualizado de la situación del sistema bancario europeo, incluyendo la identificación de potenciales necesidades de capital en entidades concretas.

En junio, el Eurogrupo consensuó —pendiente de la concreción de algunos aspectos técnicos y de la aprobación por parte de algunos parlamentos nacionales— los principios generales del marco operativo para la recapitalización directa de entidades bancarias por parte del MEDE, cuya entrada en vigor está condicionada a la entrada en vigor del supervisor único. La iniciativa —dotada con 60 mm de euros— es parte de la respuesta al compromiso de los Gobiernos de romper el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario, si bien se concibe como un instrumento de última instancia, que solo podrá aplicarse a entidades viables y de relevancia sistémica, una vez que estas hayan agotado la posibilidad de cubrir sus necesidades de capital mediante el recurso a inversores privados y a fondos públicos nacionales. En cualquier caso, el Estado miembro en el que resida la entidad participará en la recapitalización, afrontará por sí solo la inyección de capital necesaria para cumplir el mínimo regulatorio y, a partir de ese umbral, un porcentaje del total del capital público inyectado. Por su parte, el BCE asumirá la supervisión y se establecerá una condicionalidad específica para la entidad y también sobre las políticas económicas nacionales. La posibilidad de que la recapitalización directa se aplique con carácter retroactivo se analizará caso por caso.

Por su parte, el ECOFIN, en su reunión de junio, alcanzó un acuerdo sobre el proyecto de directiva de recuperación y resolución de entidades de crédito, que ahora debe recibir la aprobación del Parlamento Europeo. El objetivo de esta directiva es proporcionar a los Gobiernos de los países de la Unión Europea un conjunto de principios y reglas comunes para resolver de modo ordenado entidades bancarias. Como se describe en el cuadro adjunto, la directiva concede a la autoridad de resolución nacional potestad para exigir a los gestores de una entidad la adopción de un conjunto de medidas de carácter preventivo y de intervención temprana, que se aplicarán cuando se produzca un deterioro de su situación financiera. También concreta los criterios que deben cumplirse para iniciar un proceso de resolución y las herramientas que se pueden emplear. Para minimizar la aportación de fondos públicos, la directiva establece un orden de prelación para la asunción de pérdidas por parte de accionistas y acreedores (rescate interno o *bail-in*), si bien se otorga cierta flexibilidad a la autoridad de resolución para excluir total o parcialmente ciertos pasivos de la absorción de pérdidas una vez que se cumplen unos requisitos mínimos.

Esta jerarquía estará vigente desde enero de 2018. Hasta entonces, los criterios que se deben aplicar son los que proporciona la reciente revisión del marco de ayudas de Estado de la Comisión Europea, que entrará en vigor en agosto de 2013 (aunque ya se aplicó en la asistencia financiera a las entidades españolas). Con el propósito de evitar distorsiones en el mercado único, establece

que cualquier inyección de fondos públicos debe venir precedida por la asunción de pérdidas por parte de accionistas y propietarios de deuda subordinada de las entidades sujetas a un proceso de resolución, con independencia de la capacidad financiera y fiscal del Estado donde reside. También se condiciona la concesión de asistencia a la elaboración de un plan de reestructuración.

La directiva también establece la obligación de crear un fondo de resolución en cada Estado miembro, que deberá prefinanciarse en un plazo de diez años con contribuciones de la industria, existiendo la posibilidad de que este se fusione con el fondo de garantía de depósitos o de que se produzcan préstamos entre los fondos de distintos países.

La propuesta de la CE de 10 de julio respecto al Mecanismo Único de Resolución (MUR) constituye un salto cualitativo en el proceso de unión bancaria, ya que propone otorgar poderes de resolución a un consejo de carácter supranacional donde estarían representados el BCE, la CE y las autoridades de resolución nacionales, aunque la capacidad de decisión última recaería sobre la CE. También propone la creación de un fondo de resolución único que deberá prefinanciarse con aportaciones de la industria y que, en caso de que sus recursos no resulten suficientes, podrá pedir prestado en los mercados o a entidades públicas. Estos préstamos serán devueltos por la institución que recibe la ayuda y, si esto no fuera posible, por el conjunto de la industria bancaria de modo que se garantice la neutralidad fiscal.

En resumen, la construcción de una unión bancaria es una tarea que entraña gran complejidad, pero en la que se han producido progresos significativos en los últimos meses. En este proceso resulta esencial no perder de vista el objetivo último del acuerdo al que llegaron los líderes políticos del área del euro en 2012: romper el nexo entre riesgo soberano y riesgo bancario, que en aquel momento estaba amenazando la propia continuidad del proyecto de moneda única. Existe un gran consenso en la profesión económica de que la ruptura de dicho nexo es una condición necesaria para devolver la estabilidad financiera a la Unión Monetaria.

La mejora de los indicadores de tensión financiera observada desde 2012 no es independiente de los compromisos políticos adquiridos, de modo que continúa siendo urgente cumplir dichos compromisos si no se quiere poner en riesgo lo conseguido hasta el momento. Pero la urgencia no debe estar reñida con la ambición. Los poderes de supervisión y resolución de entidades bancarias deben cubrir el mismo perímetro y compartir grado de centralización. Un mecanismo de supervisión única sin una autoridad de resolución común y un fondo común de resolución constituiría una construcción inestable que no rompería el nexo entre riesgos soberano y bancario. En los próximos meses se dirimirá el modelo futuro de resolución de entidades bancarias. Es importante que las reglas que se acuerden sean claras y totalmente armonizadas, y que se deje poca capacidad discrecional a escala nacional para evitar que se produzcan distorsiones competitivas y elementos de fragmentación financiera.

	2011		2012			2013		
	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	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,3		
Consumo privado	-0,8	-0,2	-0,5	-0,1	-0,6	0,0		
Consumo público	0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2		
Formación bruta de capital fijo	-0,6	-1,3	-1,8	-0,8	-1,5	-1,9		
Importaciones	-1,4	0,0	0,3	0,2	-1,2	-1,2		
Exportaciones	0,0	0,8	1,5	0,8	-0,9	-0,9		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,5	-0,4	-0,7	-0,3	-0,6	-0,4		
Variación de existencias	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0		
Demanda exterior neta	0,6	0,3	0,6	0,3	0,1	0,1		
PIB (tasa de variación interanual)	0,7	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-1,4	-0,5	-0,6	0,1	-2,0	0,2	1,0	
Sentimiento económico	94,4	95,0	92,3	87,4	86,8	90,1	89,8	
PMI compuesto	47,2	49,6	46,4	46,3	46,5	47,7	47,8	
Empleo	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5		
Tasa de paro	10,6	10,9	11,3	11,5	11,8	12,1	12,2	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,7	2,7	2,4	2,6	2,2	1,7	1,6	
IPRI	4,5	3,9	2,3	2,9	2,3	0,6	-0,2	
Precio del petróleo (valor en dólares)	108,7	126,8	95,7	113,2	110,9	109,6	103,2	108,1
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,1	3,3	3,4	2,3	2,1	3,0	3,2	3,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-2,17	-1,12	-1,81	-0,72	-0,36	-1,17	-0,72	-0,55
Tipo de cambio dólar/euro	1,294	1,336	1,259	1,293	1,319	1,281	1,308	1,309
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-2,1	0,9	-2,4	-2,3	-0,4	0,2	2,5	2,4
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-17,1	6,9	-2,2	5,9	13,8	-0,5	-1,3	3,1

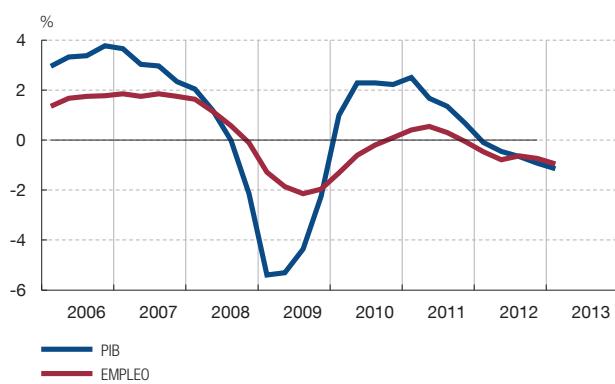
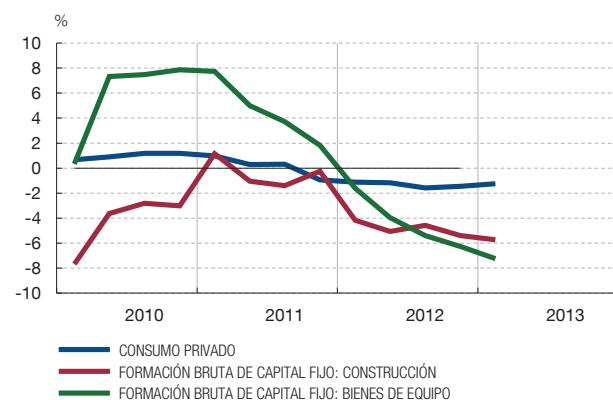
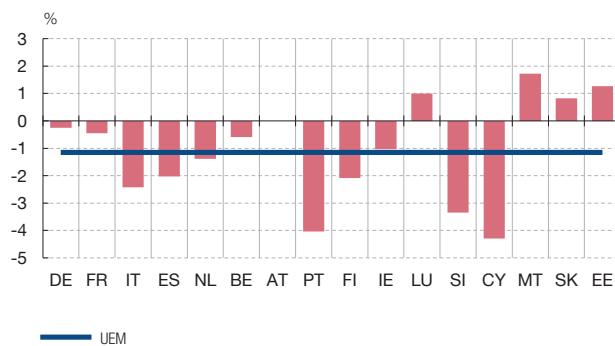
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 18 de julio de 2013.

b Variación porcentual acumulada en el año.

recesión (véase cuadro 2). La disminución del producto obedeció a la fuerte caída de la formación bruta de capital fijo en equipo y construcción, y, en menor medida, a la debilidad del consumo público. Las exportaciones también disminuyeron, lo que, sin embargo, no se tradujo en un deterioro de la contribución de la demanda exterior neta al PIB, ya que las importaciones retrocedieron con mayor intensidad. Finalmente, la contribución de la variación de existencias fue nula, tras seis trimestres de aportación negativa. El desglose por ramas de actividad mostró un empeoramiento generalizado, excepto en los servicios de mercado, que se mantuvo al mismo nivel que en el trimestre anterior, y en la agricultura. Por países, el PIB repuntó en Alemania, apoyado fundamentalmente en el consumo privado, y en Eslovaquia; se mantuvo estable en Bélgica, Austria y Malta, e intensificó su caída en el resto.

Durante el primer trimestre, el empleo registró también un notable descenso, del 0,5 %, en relación con los tres meses precedentes. Los costes laborales se aceleraron, debido al ligero repunte de la remuneración por asalariado, ya que la productividad mantuvo una

PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanualCONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanualTASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Primer trimestre de 2013SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual

FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

tasa de variación negativa. En línea con el debilitamiento de la demanda interna, los márgenes brutos de explotación se contrajeron, lo que contribuyó a contener los precios finales, por lo que el deflactor del PIB aumentó por debajo de los costes laborales unitarios (véase gráfico 8).

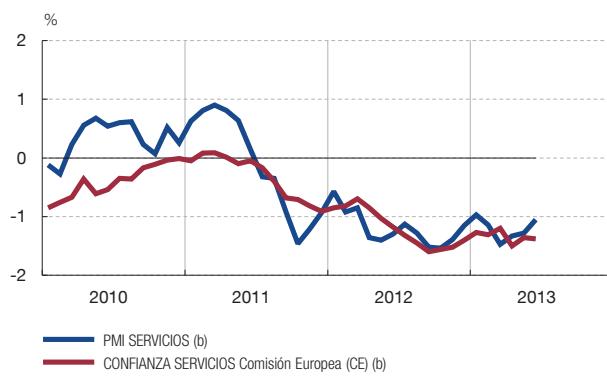
La información coyuntural más reciente apunta a una cierta mejora de la actividad en el segundo trimestre de 2013 (véase cuadro 2). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial avanzó en abril, si bien este progreso se corrigió en parte en mayo. Los indicadores de confianza empresarial se mantuvieron en media trimestral relativamente estables, pero experimentaron un claro avance en mayo y junio. No obstante, a pesar de esta mejoría, los indicadores basados en las encuestas a los directores de compras (PMI) se situaban en junio por debajo del umbral teórico que define el crecimiento y los elaborados por la Comisión Europea, por debajo de su media de largo plazo (véase gráfico 9). En el ámbito laboral, la tasa de paro se incrementó de nuevo en el segundo trimestre, hasta el 12,2 %, y los indicadores de expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas PMI se mantuvieron estables.

Por el lado de la demanda, el clima de mayor confianza entre los consumidores se reflejó también en los indicadores de gasto de los hogares. Así, las ventas al por menor aumentaron hasta mayo y las matriculaciones de automóviles, en niveles históricamente bajos, mejoraron significativamente respecto al primer trimestre. En cambio, los indicadores

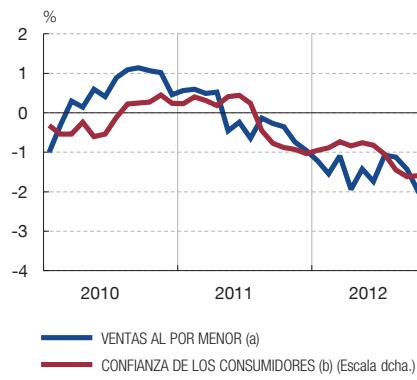
## INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



## 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.

relacionados con la inversión continuaron mostrando una notable debilidad (véase recuadro 2). En particular, el grado de utilización de la capacidad productiva se mantuvo en el segundo trimestre en un nivel muy inferior a la media histórica, y la valoración de la cartera de pedidos de la industria se redujo. Según datos de balanza de pagos, las exportaciones

	2013		2014	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosystema (junio de 2013)	-0,6	1,4	1,1	1,3
Comisión Europea (mayo de 2013)	-0,4	1,6	1,2	1,5
FMI (julio de 2013)	-0,6	1,7	-0,9	1,5
OCDE (mayo de 2013)	-0,6	1,5	1,1	1,2
Consensus Forecast (julio de 2013)	-0,6	1,5	0,8	1,5
Eurobarómetro (julio de 2013)	-0,6	1,5	0,9	1,5

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

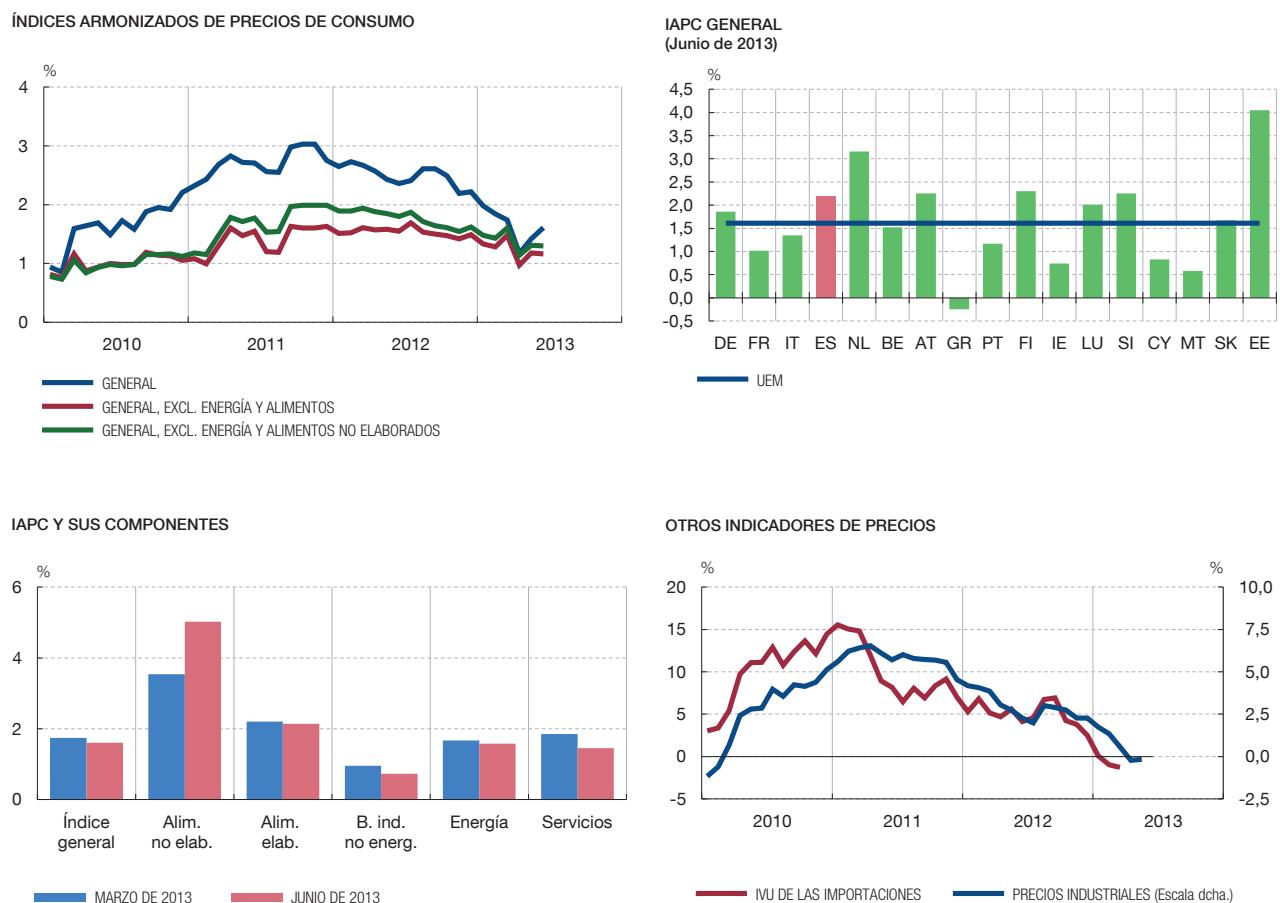
a Tasas de variación anual.

disminuyeron en abril, mientras que mejoraron las expectativas de exportación para el segundo trimestre y la valoración de la cartera de pedidos exteriores hasta junio.

En definitiva, la evolución reciente de los indicadores de coyuntura anticipa una tasa de crecimiento del PIB que podría ser nula o ligeramente positiva en el segundo trimestre del año. Más a medio plazo, la mayor parte de los analistas privados y organismos internacionales anticipan una paulatina recuperación del PIB en la segunda mitad de 2013, que se intensificaría en 2014, apoyada inicialmente en el impulso de la demanda externa y, posteriormente, en la mejora de la demanda interna, sustentada por una política monetaria acomodaticia (véase cuadro 3). Sin embargo, persisten importantes elementos de fragilidad y el escenario central de crecimiento continúa estando rodeado de riesgos a la baja, como son los derivados de una potencial intensificación de la crisis financiera, las dificultades asociadas al proceso de reducción de los elevados niveles de endeudamiento públicos y privados en muchos países del área, la debilidad del mercado de trabajo y una posible evolución más desfavorable de la demanda procedente del exterior.

La inflación del área del euro se moderó a lo largo del segundo trimestre, hasta situarse en el 1,6 % en junio, una décima por debajo de la registrada en marzo. La aceleración de los precios de los alimentos, impulsada por el efecto de las inundaciones en el centro de Europa, fue contrarrestada por la desaceleración del precio de los servicios y los bienes industriales no energéticos, mientras que la energía mantuvo una contribución similar entre ambos meses. De este modo, la inflación subyacente, medida por la tasa de variación del IPSEBENE, se redujo en este período tres décimas, hasta el 1,3 %. De esta cifra, la contribución de impuestos y precios administrados supone una parte sustancial. Por su lado, los precios industriales continuaron su desaceleración, registrando en mayo un ritmo de crecimiento de -0,2 %, ocho décimas inferior al mes de marzo por la disminución de los precios de la energía y de los bienes intermedios (véase gráfico 10). A medio plazo se espera que, en el horizonte relevante para la política monetaria, la tasa de inflación se sitúe netamente por debajo del 2 % a lo largo de 2013 y 2014 (véase cuadro 3). Sobre este escenario, los riesgos estarían equilibrados, ya que los posibles incrementos en los impuestos indirectos y los precios administrados derivados del ajuste fiscal se compensarían con los riesgos a la baja procedentes de la debilidad del crecimiento de la actividad en el área del euro. En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas.

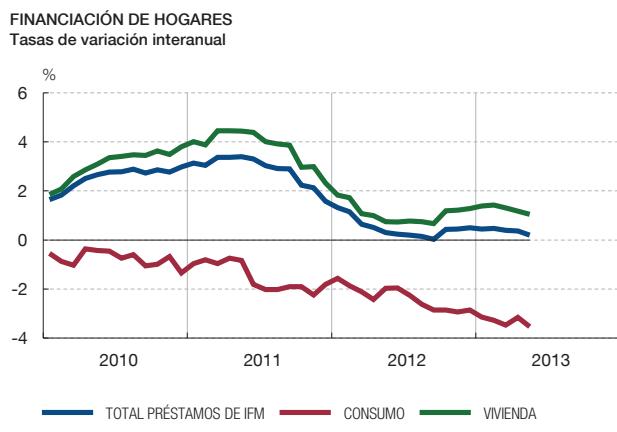
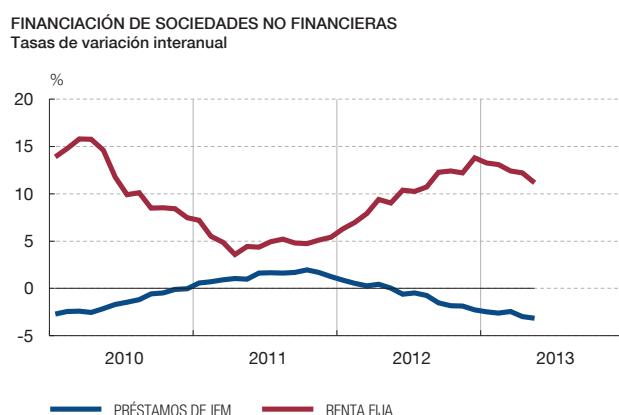
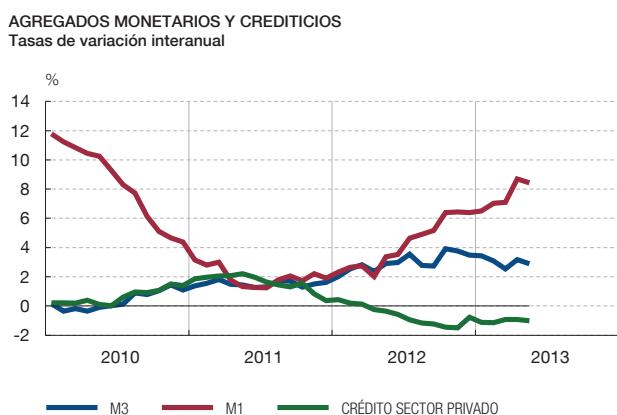
Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y mayo de 2013 un superávit de 58,6 mm de euros (un 1,5 % del PIB),



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

frente al déficit de 2,7 mm de euros observado en el mismo período del año anterior. Esta mejora obedeció a que tanto la balanza de bienes como la de servicios ampliaron su superávit. Asimismo, el saldo de transferencias corrientes se hizo más negativo, mientras que aumentó el saldo de la balanza de las rentas. En relación con la cuenta financiera, las salidas netas de capital en forma de inversión directa se incrementaron hasta los 30,1 mm de euros entre enero y mayo, frente a los 2,6 mm de euros del mismo período del año anterior, mientras que aquellas en forma de inversión de cartera experimentaron una entrada neta de 41,9 mm de euros, lo que contrasta con la salida neta de 43,3 mm de euros en el período de enero a mayo de 2012. Con todo, la balanza básica, que úna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 70,4 mm de euros entre enero y mayo de 2013, frente al déficit de 48,6 mm de euros en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

De acuerdo con los programas de estabilidad presentados el pasado mes de abril, la política fiscal mantendrá un tono contractivo en el año 2013, con un ajuste estructural próximo a 1 pp del PIB, similar al de los dos años anteriores. De acuerdo con estos programas, el déficit de las AAPP se situará por debajo del 3 % del PIB para el conjunto de la UEM, en consonancia con las previsiones de la CE y del FMI, mientras que la deuda pública seguiría ascendiendo hasta situarse en torno al 95 % del PIB de la UEM en 2013, para iniciar posteriormente una senda descendente. A diferencia de los ajustes presupuestarios realizados en los años recientes, que han recaído en gran parte en el incremento de los ingresos



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.  
b Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

impositivos sobre el consumo y el trabajo, los programas de estabilidad para 2013 proyectan una consolidación más equilibrada en la mayoría de los países. En la vertiente del gasto, destaca el recorte previsto de la remuneración de asalariados y de los consumos intermedios, aunque también se prevé un moderado ajuste de la inversión. En el apartado de ingresos, los países proyectan una ligera reducción de las cotizaciones sociales, que se verá compensada por un incremento de los impuestos indirectos. A pesar de los esfuerzos de consolidación fiscal, en 2013 algunos países —como Irlanda, España y Chipre— mantendrían todavía déficits superiores al 6 % del PIB (véase cuadro 4).

Tras revisar los programas de estabilidad y las notificaciones del procedimiento de déficit excesivo (PDE), el ECOFIN del 21 de junio decidió derogar el PDE de Italia, tras comprobar que este país había adoptado las acciones necesarias para situar su déficit por debajo del 3 % de forma duradera, si bien la decisión podría ser revisada si la falta de consenso político no permitiera materializar la subida impositiva programada para alcanzar ese objetivo. Además, acordó una extensión de los plazos para situar el déficit por debajo del valor de referencia para aquellas economías que se enfrentaban a más dificultades para alcanzar los objetivos nominales por el deterioro de la situación macroeconómica, aunque se mantienen los compromisos de consolidación en términos estructurales. Así, el ECOFIN concedió dos años más a España, Francia y Eslovenia, y uno a Portugal y Holanda,

Porcentaje del PIB

	2011	2012		2013		2014	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,7	-3,9	-2,9	-2,6	-2,9	-3,1	-2,1
Alemania	-0,8	0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,1
Estonia	1,2	-0,3	-0,3	0,4	-0,3	0,2	0,4
Irlanda	-13,4	-7,6	-7,5	-7,5	-7,5	-4,3	-4,5
Grecia	-9,5	-10,0	-3,8	-4,6	-3,8	-2,6	-3,4
España	-9,4	-10,6	-6,5	-6,6	-6,5	-7,0	-6,9
Francia	-5,3	-4,8	-3,9	-3,7	-3,9	-4,2	-3,5
Italia	-3,8	-3,0	-2,9	-2,6	-2,9	-2,5	-2,3
Chipre	-6,3	-6,3	-6,5	--	-6,5	-8,4	--
Luxemburgo	-0,2	-0,8	-0,2	-1,0	-0,2	-0,4	-1,3
Malta	-2,8	-3,3	-3,7	-2,9	-3,7	-3,6	-2,9
Holanda	-4,5	-4,1	-3,6	-3,4	-3,6	-3,6	-3,7
Austria	-2,5	-2,5	-2,2	-2,2	-2,2	-1,8	-1,5
Portugal	-4,4	-6,4	-5,5	-5,5	-5,5	-4,0	-4,0
Eslovenia	-6,4	-4,0	-5,3	-6,0	-5,3	-4,9	
Eslovaquia	-5,1	-4,3	-3,0	-6,9	-3,0	-3,1	-4,3
Finlandia	-0,8	-1,9	-1,8	-2,0	-1,8	-1,5	-1,3
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-1,1	-0,6	0,2	0,0		0,3	0,2
Saldo total	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9	-2,9	-2,8	-2,6
Deuda pública	88,0	92,7	95,5	95,0	95,5	96,0	95,3

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

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 2013.

c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2013.

d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2013.

dándoles hasta el 1 de octubre de 2013 para adoptar y anunciar públicamente medidas suficientes para garantizar el cumplimiento de los compromisos. En el caso de Malta se decidió reabrir el PDE ante la perspectiva de deterioro de las cuentas públicas de esta economía, mientras que en el de Bélgica se considera que no ha adoptado las medidas necesarias para cumplir los compromisos, de modo que deberá remitir a la Comisión, antes del 21 de septiembre de 2013, un informe en el que detalle medidas concretas para reconducir sus finanzas públicas y presentar informes trimestrales sobre la ejecución presupuestaria.

Durante el mes de junio se aprobaron, en el marco del Semestre Europeo, las recomendaciones de política económica y fiscal elaboradas por la Comisión Europea para cada uno de los 23 países de la Unión Europea no sujetos a programa de asistencia financiera. Estas recomendaciones se elaboran tras la revisión por parte de la CE de los progresos realizados en cada país y de los planes presupuestarios y de reforma estructural que se plasman en los programas nacionales de reforma y en los programas de estabilidad y convergencia. También se incorporan las recomendaciones establecidas en el brazo preventivo del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, tras la realización por parte de la CE de un análisis en profundidad de los desequilibrios de aquellos Estados miembros que presentan mayores riesgos. Por otra parte, el conjunto de las recomendaciones mantienen el énfasis en la necesidad de lograr una consolidación fiscal que no

obstaculice el crecimiento, reorientando la imposición hacia aquellas figuras que tienen menores efectos adversos sobre la actividad y el empleo, y de profundizar en la reforma de los sistemas de pensiones para favorecer la sostenibilidad de las finanzas públicas. En el caso de las reformas estructurales, las recomendaciones reclaman una mayor ambición, especialmente en la liberalización de las actividades de servicios profesionales y las industrias de red, y en la eliminación de la segmentación de los mercados de trabajo.

En este sentido, el Consejo de 27 y 28 de junio ha tratado de reactivar el énfasis en las políticas de crecimiento que habían dominado la cumbre de un año antes, lo que se ha materializado en dos iniciativas para reducir el desempleo juvenil y facilitar la financiación de las pymes. En concreto, el Consejo acordó ampliar y acelerar el desembolso de los fondos con que se ha dotado la Iniciativa de Empleo Juvenil en los presupuestos europeos de los años 2014-2020. Con ello se trata de promover la aplicación de la denominada «Garantía Juvenil» en aquellas regiones de la UE que en 2012 tuvieron una tasa de desempleo juvenil superior al 25 %, para que los jóvenes reciban una oferta de empleo o de educación en un plazo de cuatro meses desde que salen del sistema educativo o de otro empleo. También se intensifican los programas destinados a impulsar la movilidad de los jóvenes (EURES y Erasmus+ para la formación profesional en otros países) y la creación de una red transnacional de servicios públicos de empleo. Asimismo, se adoptó un Plan de Inversión Europeo, que trata de movilizar financiación para las pymes haciendo uso del aumento del capital del Banco Europeo de Inversiones (BEI) que se acordó en la cumbre de junio de 2012 y de otros fondos procedentes del presupuesto europeo, que se emplearán para garantizar o avalar la concesión de créditos por la banca privada, en proyectos en los que el BEI compartirá riesgos con la Comisión Europea.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

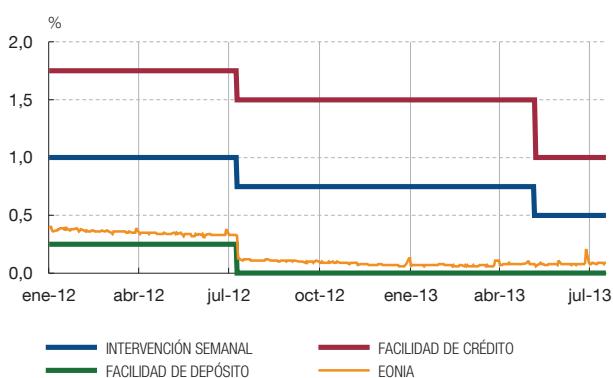
El proceso de corrección de la fragmentación financiera que afecta a la zona del euro registró escasos progresos en el transcurso del trimestre. La tendencia hacia la normalización de las condiciones en los mercados financieros, que se había reiniciado en abril, se detuvo de nuevo en mayo debido al reavivamiento de diversos focos de tensión, de índole principalmente política, en algunos de los países vulnerables, y a la constatación de la existencia de dificultades en el proceso de construcción de la unión bancaria. En el ámbito global, las perspectivas de cambio de ciclo en la política monetaria de la Reserva Federal contribuyeron al aumento de la volatilidad en los mercados y al incremento de los tipos de interés a más largo plazo, dando lugar a un endurecimiento en las condiciones de financiación de empresas y familias que resultaba contraproducente en la coyuntura de debilidad del área del euro. La publicación por parte del BCE de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, conocida como *forward guidance* en la literatura académica, ha sido eficaz para anclar con mayor firmeza las expectativas sobre el mantenimiento del tono acomodaticio de la política monetaria del BCE y estabilizar así los mercados monetarios.

En un contexto de debilidad de la actividad económica y de escasas presiones inflacionistas, como se ha descrito en el epígrafe anterior, el Consejo de Gobierno del BCE decidió relajar el tono de la política monetaria, reduciendo en 25 pb, en su reunión de principios de mayo, los tipos oficiales para las operaciones principales de financiación hasta el 0,5 %, y en 50 pb, hasta el 1 %, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito. Asimismo, mantuvo inalterados los tipos de interés para la facilidad de depósito en el 0 %, de tal manera que la amplitud del corredor delimitado por los tipos de interés de las facilidades marginales se redujo de 150 pb a 100 pb. También en la reunión de mayo, el Eurosistema anunció que mantendría en sus operaciones de refinanciación el procedimiento de subastas a tipo fijo y adjudicación plena hasta, al menos, el final del sexto período de mantenimiento

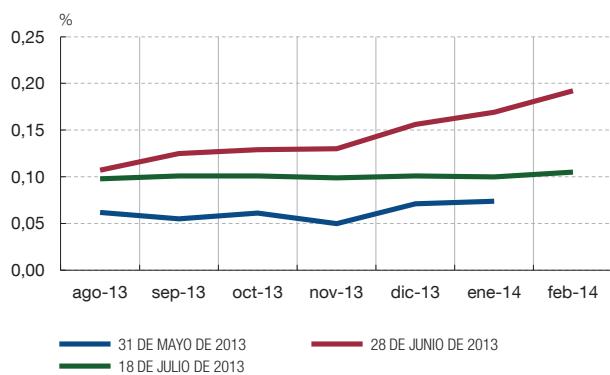
## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

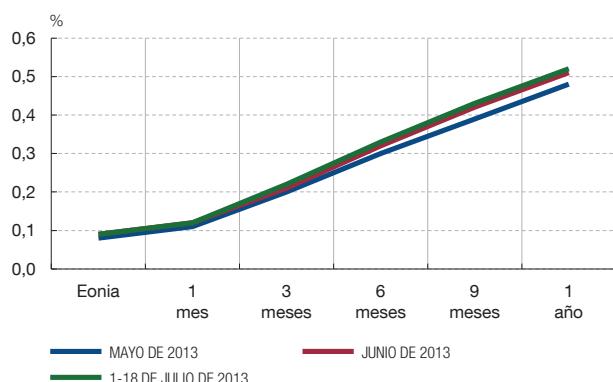
### EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



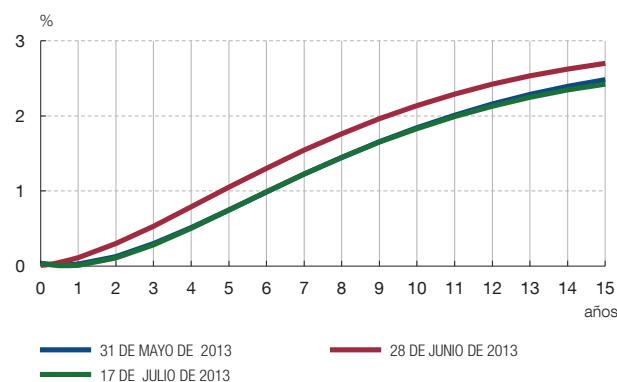
### TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



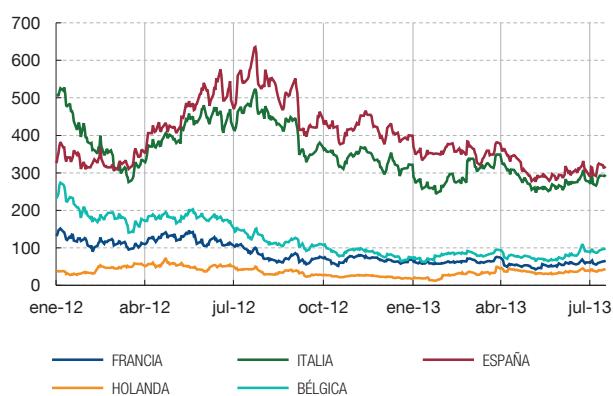
### MERCADO INTERBANCARIO



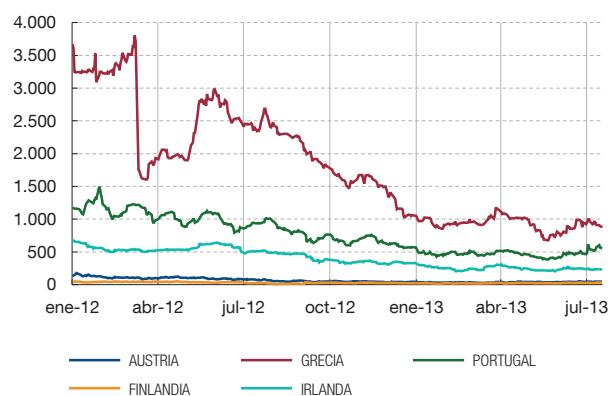
### CURVA CUPÓN CERO (a)



### DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



### DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



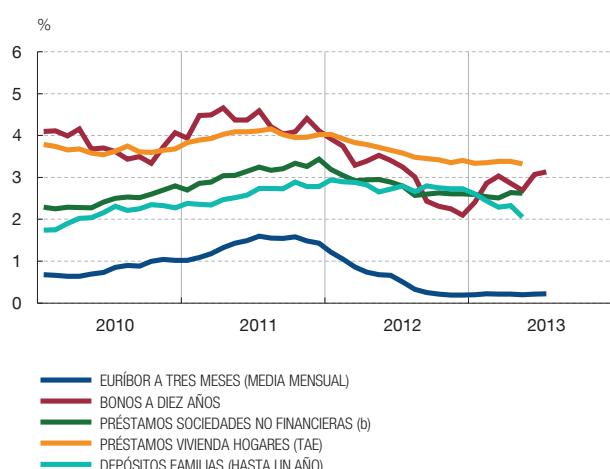
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

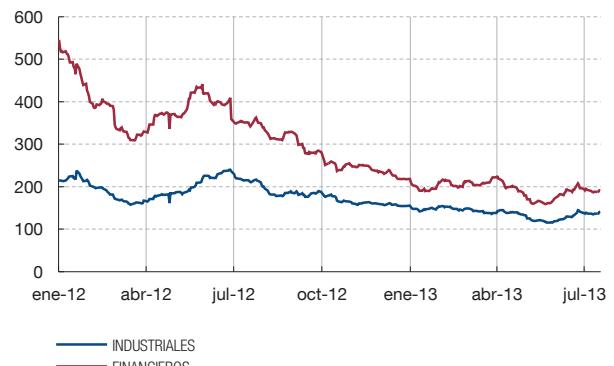
de 2014, y que comenzarían a estudiarse medidas de fomento del mercado de activos respaldados con crédito a las pymes.

En su reunión de comienzos de julio, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo una importante novedad en su política de comunicación, haciendo explícita su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles actuales o más reducidos

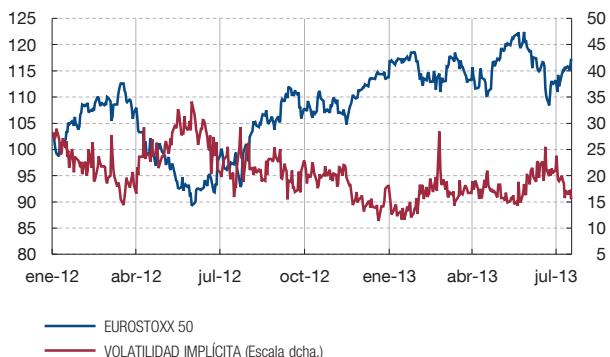
EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



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.

durante un período de tiempo prolongado. El Consejo de Gobierno basó esta expectativa en las perspectivas de inflación contenidas en el medio plazo, acorde con la debilidad de la actividad y la atonía en la evolución monetaria. Esta decisión, que no implica cambio en el objetivo o en la estrategia de política monetaria, pretende revertir un endurecimiento descrito de las condiciones financieras, en un contexto en el que el margen de maniobra en el ámbito convencional de la política monetaria es escaso. La medida es también compatible con el mantenimiento de la provisión abundante de liquidez mediante las subastas a tipo fijo y adjudicación plena hasta julio de 2014.

La evolución de los mercados monetarios y de capitales de la zona del euro se vio muy condicionada por las perturbaciones y los focos de tensión mencionados al inicio del epígrafe. Así, en el mercado interbancario, los tipos de interés tendieron a incrementarse ligeramente a lo largo del segundo trimestre, manteniéndose, no obstante, en niveles históricamente bajos. En cuanto a los mercados de deuda, ya desde primeros de mayo se observó un aumento progresivo y generalizado de los rendimientos en todo el mundo, que también se contagió a los mercados de deuda soberana europea (véase gráfico 12). En las bolsas, en cambio, se retrasó un poco el contagio, experimentando un deterioro en junio,

que revirtió parcialmente en julio. En el segundo trimestre en su conjunto, el índice EUROSTOXX 50 acumuló un avance del 3,6 %. La evolución del tipo de cambio también mostró durante este período una marcada volatilidad, apreciándose un 2,2 % frente al dólar (véase gráfico 13).

El contexto de elevada incertidumbre y de caída en la actividad económica continuó condicionando la evolución del crédito al sector privado, en un contexto en el que el coste de la financiación permanece en niveles excesivamente elevados en algunos países del área. El crecimiento del crédito a hogares se situó en el 0,3 %, con una ralentización de la financiación para la adquisición de vivienda (crecimiento interanual del 1 % en mayo) y del crédito al consumo, que alcanzó una caída interanual del 3,5 % en mayo. Por su parte, la contracción en el caso de los préstamos a sociedades no financieras se situó en el -2,1 %, apreciándose además grandes divergencias entre países.

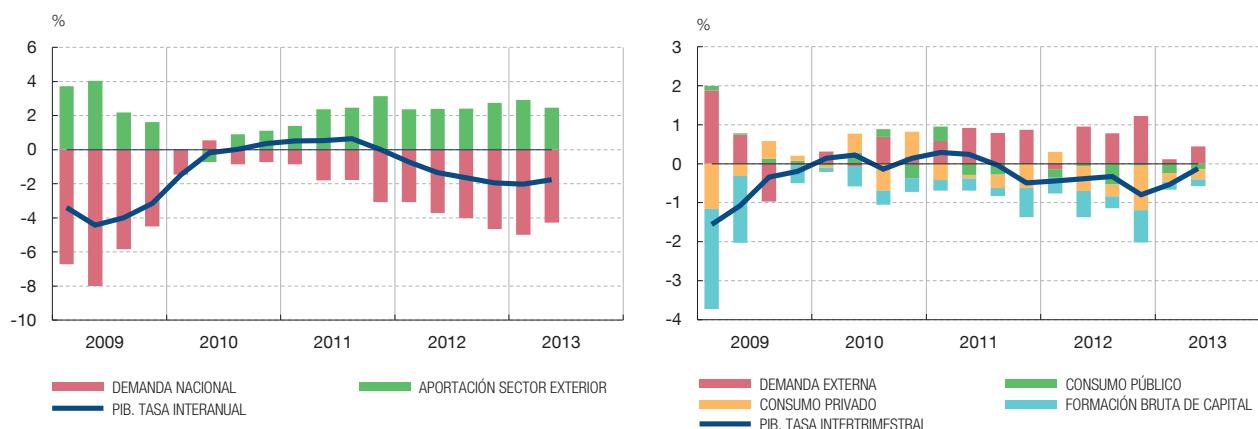
La información coyuntural acerca de la evolución de la economía española en el segundo trimestre de 2013 apunta a una moderación del ritmo de contracción de la actividad, de modo que el PIB se habría reducido un 0,1 % en tasa intertrimestral, frente a la caída de medio punto porcentual del primer trimestre (véase gráfico 14). El menor descenso del producto habría sido consecuencia, principalmente, de la ampliación de la contribución positiva del sector exterior (en tres décimas, hasta 0,4 pp), sustentada en el repunte de las exportaciones de bienes y servicios, propiciado por un mayor dinamismo de los mercados mundiales tras la ralentización de los meses iniciales del ejercicio. Por su parte, la demanda nacional habría registrado una caída intertrimestral del 0,6 %, similar a la del primer trimestre, en un entorno en que el gasto de familias y empresas habría seguido acusando los efectos contractivos del desendeudamiento y de la consolidación presupuestaria y en el que la incertidumbre que afecta a ámbitos relevantes para las decisiones de consumo e inversión, como los relativos al mercado de trabajo o a las condiciones de financiación, no acaba de disiparse. La mejora de los indicadores coyunturales que se ha apreciado recientemente apunta hacia una evolución de corto plazo algo más favorable que la proyectada hace unos meses, si bien la persistencia de los anteriores efectos sobre el gasto de los agentes sugiere que las perspectivas de medio plazo para la economía española no han cambiado sustancialmente.

En tasa interanual, el descenso del PIB en el segundo trimestre se habría atenuado en dos décimas, hasta el -1,8 %. Por otro lado, el comportamiento contractivo del empleo habría experimentado una moderación sustancial, con una caída intertrimestral estimada del 0,3 %, que representaría la tasa menos desfavorable de los dos últimos años. En términos interanuales, el retroceso del empleo se habría atenuado en medio punto porcentual, hasta el -4 %. De confirmarse estas cifras, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía se habría desacelerado, por tanto, en tres décimas, hasta el 2,3 %, si bien en la economía de mercado el ritmo de avance habría sido solo ligeramente inferior al 2,7 % estimado en el primer trimestre. La remuneración por asalariado en las ramas de mercado habría descendido un 0,6 % (frente al -0,9 % del primer trimestre), lo que, junto con la evolución de la productividad, habría determinado una ligera desaceleración en la senda de caída de los costes laborales unitarios, cuyo ajuste sigue siendo sustancial.

Por su parte, los precios se han visto condicionados durante el segundo trimestre, en parte, por la evolución algo errática del componente energético. De este modo, la tasa de avance interanual del IPC general descendió entre marzo y abril en 1 pp, hasta el 1,4 %, para rebotar posteriormente hasta el 2,1 % en junio. El IPSEBENE, que ofrece una descripción más adecuada de las tendencias inflacionistas subyacentes en la economía, se desaceleró en tres décimas entre marzo y junio, hasta el 2 %. En la segunda mitad del año se espera que se intensifique la reducción del ritmo de avance de este indicador, como consecuencia, fundamentalmente, de la desaparición del efecto base al que dieron lugar las subidas de los tipos de la imposición indirecta y de los precios regulados de algunos bienes y servicios adoptadas en el segundo semestre del año pasado.

#### 4.1 Demanda

El consumo de los hogares prolongó su tónica de debilidad en el segundo trimestre del año. De acuerdo con la evolución de los indicadores hasta ahora conocidos, se estima que este componente de la demanda habría experimentado un descenso intertrimestral



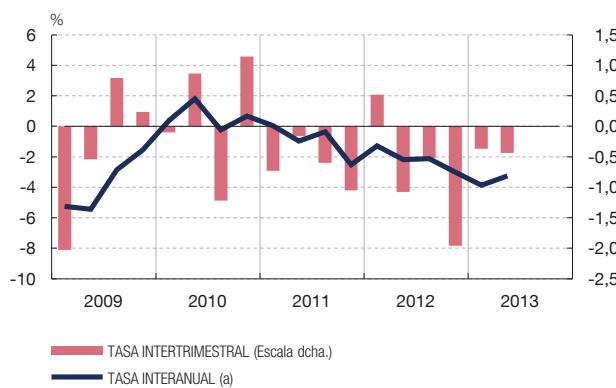
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

del 0,4 %, en línea con el registrado en el primer trimestre (véase gráfico 15). Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores volvió a mejorar en el segundo trimestre, aunque lo hizo en menor medida que en el primero. También el indicador de confianza de los comerciantes minoristas avanzó en los meses de primavera, impulsado por el componente vinculado a las expectativas de demanda futura. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de automóviles particulares registraron en el segundo trimestre un nuevo aumento en tasa intertrimestral, en términos de la serie corregida de estacionalidad y efectos calendario, aunque la magnitud del avance, del 6,9 %, fue menor que la observada en el período enero-marzo. La evolución positiva durante el conjunto del primer semestre del año se debe, parcialmente, al impacto del Programa de Incentivo al Vehículo Eficiente (PIVE) y su posterior prórroga. Por su parte, tanto el índice de comercio al por menor como el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, moderaron en el promedio de abril y mayo su retroceso interanual en relación con el observado en el primer trimestre.

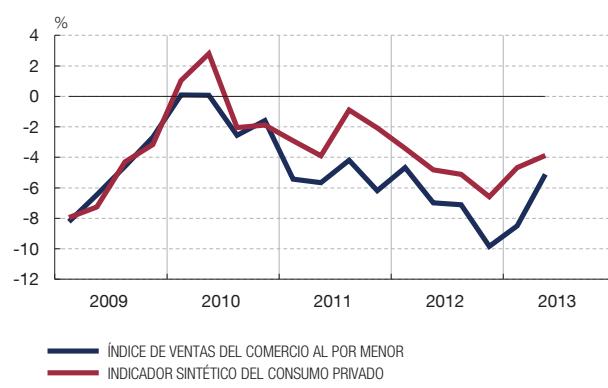
De acuerdo con los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la tasa de ahorro de los hogares españoles se situó en el 8,5 % de su renta disponible en el período enero-marzo, en términos acumulados de cuatro trimestres, tres décimas más que en el trimestre anterior. Este repunte, que constituye el primer aumento de la tasa de ahorro desde que esta variable alcanzara un máximo en 2009, se vio favorecido por el descenso del consumo en términos nominales, en un contexto en que la caída de la renta bruta disponible se ralentizó en una décima, hasta el -2,6 %. Por fuentes de renta, la mejora de las aportaciones de las AAPP y del excedente bruto de explotación compensó el aumento de la contribución negativa de la remuneración de asalariados. Este aumento del ahorro de los hogares condujo a una ampliación de tres décimas de la capacidad de financiación del sector, hasta el 1,2 % del PIB.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles apuntan, como ya sucediera en el trimestre anterior, a una cierta suavización del ritmo de descenso interanual. En términos intertrimestrales, la variación habría sido, como en el primer trimestre, ligeramente positiva (véase gráfico 16). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga registraron en el período abril-junio una tasa intertrimestral positiva por primera vez desde finales de 2010. Por otro lado, tanto la producción como las importaciones de este tipo de bienes vienen registrando desde el inicio del año una evolución más favorable

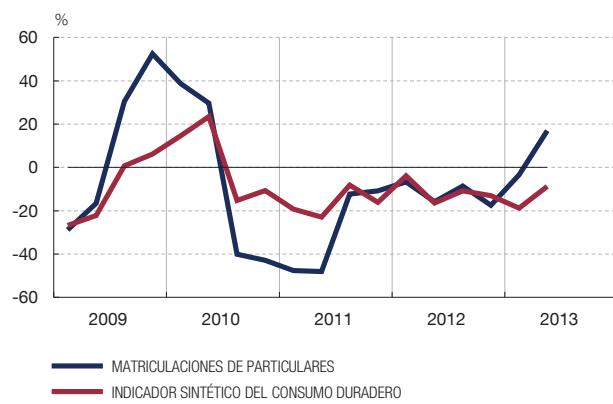
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



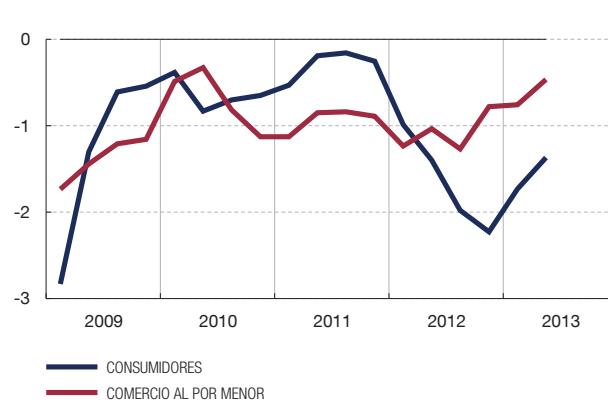
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



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

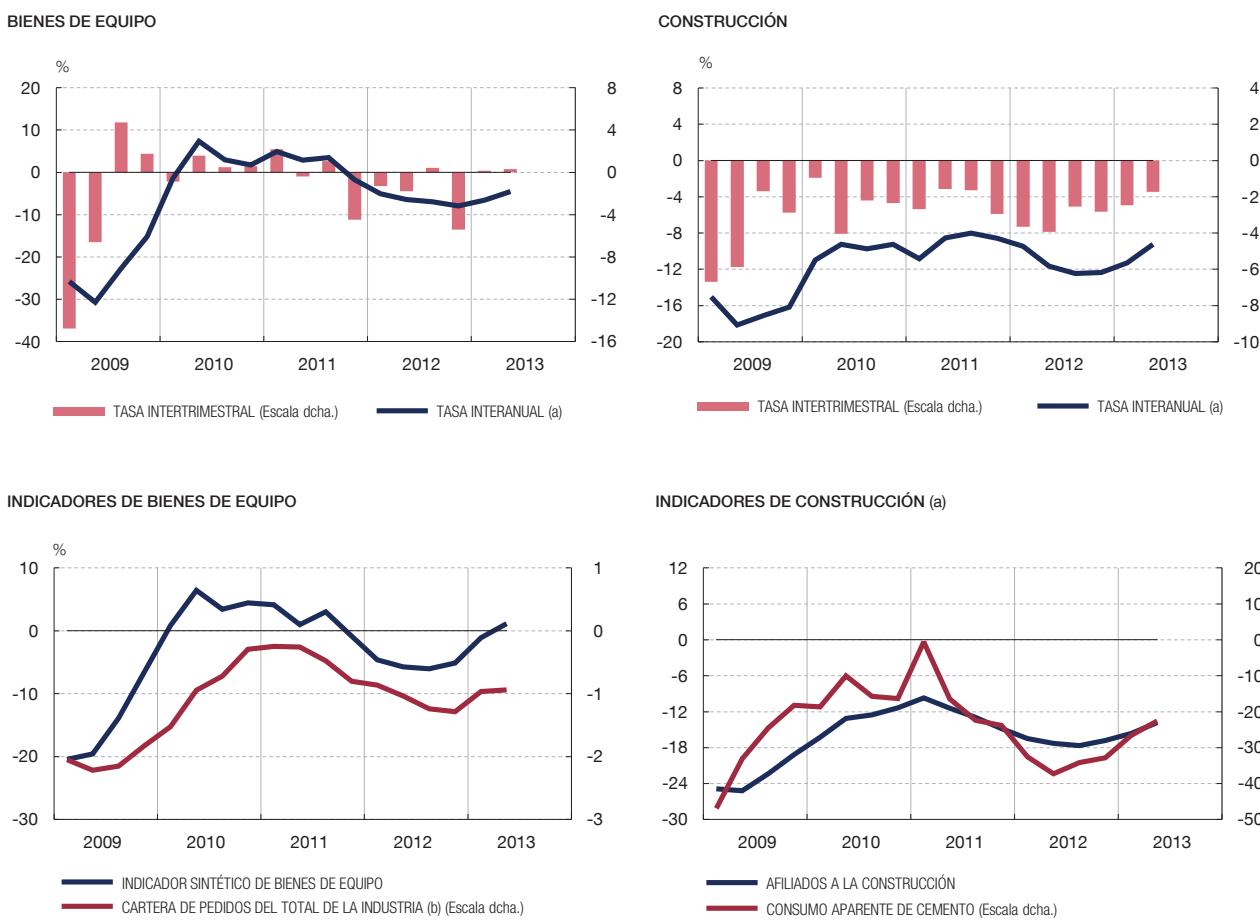
a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

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

que en el tramo final de 2012. Por lo que respecta a las fuentes de información cualitativa, la confianza empresarial aumentó ligeramente en el segundo trimestre, tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo, prolongando la trayectoria de suave mejora observada desde finales del año pasado. No obstante, el nivel de estos indicadores sigue siendo relativamente reducido, dado el elevado grado de incertidumbre que continúa rodeando el contexto de toma de decisiones empresariales.

La capacidad de financiación de las empresas no financieras mantuvo su senda de mejora en el primer trimestre del año, hasta situarse en el 4,7 % del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres (1,2 pp más que en el cierre de 2012). Este aumento se apoyó, como en trimestres anteriores, en el incremento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. Por su parte, la ampliación del ahorro fue el resultado de la reducción de los intereses pagados y del comportamiento expansivo del excedente, que, entre otros factores, podría estar reflejando la necesidad, por parte de las empresas, de sanear sus balances mediante la generación de recursos internos y fortalecer así su capacidad de autofinanciación.

La inversión en construcción mantuvo, en el segundo trimestre, la tónica contractiva de los últimos años, como consecuencia tanto de la prolongación del ajuste en el segmento

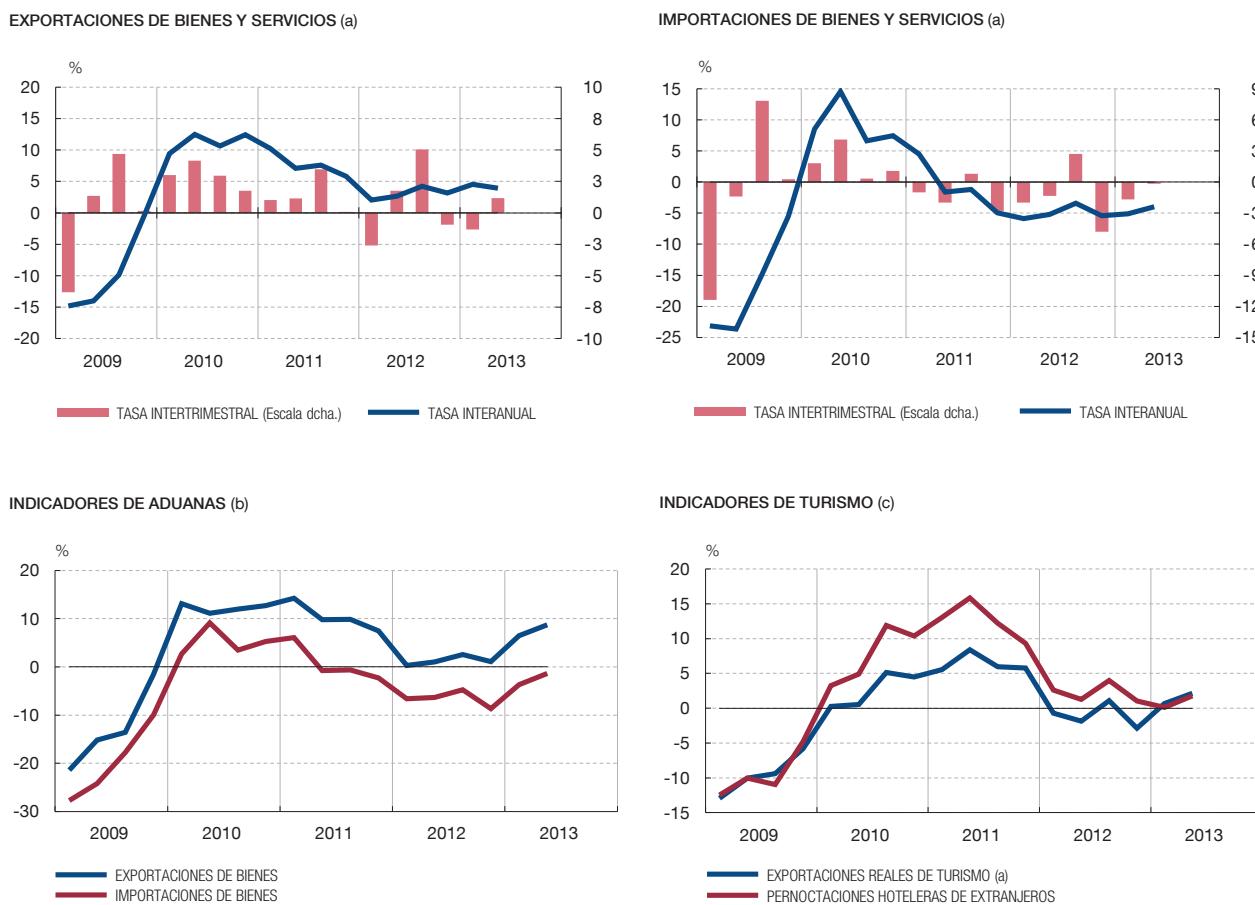


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal y Banco de España.

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).

residencial como del efecto de la consolidación fiscal sobre la obra civil (véase gráfico 16). Entre los indicadores contemporáneos, la información más reciente relativa a los afiliados en la construcción muestra una cierta atenuación de la tasa de retroceso intertrimestral en el segundo trimestre del año (de seis décimas, hasta el -2,7 %), mientras que los indicadores de consumos intermedios referidos al bimestre abril-mayo apuntan a una ligera aceleración de la caída intertrimestral del consumo aparente de cemento y de la producción de minerales no metálicos. Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial habría vuelto a caer a una tasa intertrimestral similar a la de los dos trimestres precedentes, a tenor de la evolución de la brecha positiva entre el número de viviendas terminadas y el de viviendas iniciadas. Las iniciaciones han vuelto a retroceder en marzo y abril, tras el comportamiento algo más expansivo de los dos primeros meses del año. En concreto, en abril se visaron en torno a 2.600 viviendas, un 31 % menos que un año antes. En relación con las transacciones, en el primer trimestre de 2013 se vendieron aproximadamente 54.500 viviendas, cifra que es un 20 % inferior a la del mismo período de 2012 y que representa el nivel más bajo de toda la serie. En parte, este descenso en las transacciones estaría reflejando el adelanto de compras a los últimos meses del pasado año ante los cambios fiscales que entraron en vigor en enero de 2013 (la supresión de la desgravación en el IRPF por compra de vivienda y la subida en el tipo del IVA del 4 % al 10 %). Por lo que respecta al componente de inversión en otras construcciones, tanto la superficie vivida en edificación no residencial como los presupuestos licitados en obra civil han



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.

atenuado recientemente su elevado ritmo de contracción, de acuerdo con la información disponible hasta abril.

Por su parte, los datos disponibles de consumo de las AAPP apuntan hacia una nueva reducción de este componente de la demanda en el segundo trimestre del año, aunque, posiblemente, menos intensa que la observada en el primero. En el apartado de gastos de personal, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP registraron en el período abril-junio una caída ligeramente inferior a la observada en el primer trimestre. Por su parte, los indicadores relativos al gasto en consumo final no salarial parecen apuntar, con información hasta mayo, a un mantenimiento del proceso de corrección que se viene observando en los últimos trimestres.

En cuanto a la evolución de la demanda exterior neta, se estima que su contribución al crecimiento intertrimestral del PIB se incrementó en el segundo trimestre del año, hasta 0,4 pp. Esta evolución reflejó el dinamismo de las exportaciones, que, tras los retrocesos de los dos trimestres precedentes, volvieron a registrar tasas de variación positivas, mientras que las importaciones moderaron su ritmo de caída (véase gráfico 17). En términos interanuales, la contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se redujo hasta 2,5 pp. La recuperación de la demanda mundial, tras la ralentización experi-

mentada en el primer trimestre, la reorientación de nuestras ventas hacia los mercados emergentes y el aumento sostenido del número de empresas españolas que venden parte de su producción en el exterior estarían favoreciendo el avance de las exportaciones. La contención de los precios de exportación (en especial, de los correspondientes a las ventas dirigidas fuera de la UE) ilustra el esfuerzo de las empresas españolas para preservar las ganancias de competitividad en un contexto en el que la evolución del tipo de cambio efectivo fue menos favorable en la primera mitad del año. Por su parte, la evolución de las importaciones continúa condicionada por la debilidad de la demanda interna.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes intensificaron su crecimiento en los dos primeros meses del segundo trimestre, hasta un 11,7 % interanual, frente al 5,3 % registrado en el primer trimestre de 2013 (véase gráfico 17). Si bien esta tasa está afectada al alza por el diferente calendario de Semana Santa, que en este año se ha celebrado en marzo, mientras que el año pasado tuvo lugar en abril, el dato de mayo, con un crecimiento de las exportaciones del 7,7 %, confirmó la fortaleza de las ventas de bienes al exterior. Por grupos de productos, destacó el avance de las exportaciones de bienes de equipo —aunque el dato está muy condicionado por una operación de venta de un barco en abril—, seguido por el de las ventas al exterior de bienes de consumo no alimenticio y, en menor medida, por las exportaciones de bienes intermedios. Finalmente, las ventas al exterior de alimentos retomaron crecimientos positivos en abril-mayo. Por áreas geográficas, sobresalió el incremento de las exportaciones extracomunitarias, muy superior al de las dirigidas a la zona del euro (22,4 % y 4,7 %, respectivamente). El aumento de las exportaciones comunitarias fue generalizado por países, destacando la recuperación de las ventas a Portugal, Italia y Francia, tras los descensos del primer trimestre, y la fortaleza de las dirigidas al Reino Unido. En cuanto a las exportaciones al resto del mundo, mostraron un dinamismo especialmente notable las dirigidas a América Latina, China, Estados Unidos, Rusia, países del norte de África y los nuevos países industrializados de Asia, mientras que se desaceleraron las ventas a los países productores de petróleo agrupados en la OPEP, aunque el crecimiento acumulado de las ventas a estos países en los primeros cinco meses del año continuó siendo muy elevado.

Respecto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información disponible apunta a un comportamiento muy positivo del turismo internacional en el segundo trimestre del año, como refleja la evolución de las entradas de turistas extranjeros y de las pernoctaciones hoteleras, que repuntaron en el período abril-mayo a tasas interanuales del 5,2 % y del 4,8 %, respectivamente. A este crecimiento contribuyeron nuestros mercados tradicionales (especialmente, Reino Unido), así como Francia, países nórdicos y Rusia. Asimismo, el gasto nominal total de los turistas creció un 7 % interanual en los meses de abril y mayo, según los datos de EGATUR, fundamentalmente por el aumento del gasto medio por turista. Por su parte, en el segundo trimestre se habría moderado el ritmo de avance de las exportaciones de servicios no turísticos, en línea con la senda mostrada por los datos nominales de la Balanza de Pagos.

Según la información de Aduanas, las importaciones reales de bienes aumentaron un 9,1 % interanual en los meses de abril y mayo, frente al retroceso del 3,7 % registrado en el primer trimestre de 2013, si bien, como se ha señalado anteriormente, esta tasa está sesgada al alza por el impacto de la Semana Santa. Por grupos de productos, el aumento fue generalizado, destacando el dinamismo de las compras al exterior de bienes de equipo e intermedios, tanto energéticos como, en menor medida, industriales. En particular, de productos químicos y bienes destinados a la industria alimenticia y textil y a la fabricación

de medios de transporte. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo, tanto alimenticio como no alimenticio, también mostraron tasas de avance significativas, destacando, en el segundo caso, las importaciones de automóviles de gama baja. Por último, las importaciones reales de servicios habrían continuado disminuyendo a tasas elevadas en el período abril-junio.

#### 4.2 Producción y empleo

Durante el segundo trimestre, el ritmo de contracción intertrimestral del valor añadido bruto de la economía de mercado se habría atenuado, a la vista de la evolución de los indicadores de actividad, con intensidad creciente a lo largo del período comprendido entre abril y junio, lo que apuntaría a una cierta mejora de las perspectivas para los meses de verano.

En concreto, el retroceso de la actividad industrial habría seguido ralentizándose, por el efecto positivo de la demanda exterior. Entre los indicadores cuantitativos, la caída intertrimestral de los afiliados a la Seguridad Social en las ramas industriales se desaceleró en tres décimas, hasta el 0,9 %. Además, el ritmo de descenso del IPI se moderó en los meses de abril y mayo, en términos de la serie corregida de estacionalidad y efectos calendario. Esta evolución fue generalizada por destino económico de la producción, siendo especialmente destacable la recuperación del componente de bienes de equipo, que registró una tasa interanual positiva por primera vez en más de un año. Por lo que respecta a la información cualitativa, cabe destacar la trayectoria creciente a lo largo del trimestre del PMI de manufacturas, hasta alcanzar en junio, por primera vez en algo más de dos años, el nivel de 50, que representa la frontera teórica entre la expansión y la contracción de la actividad del sector. Además, también el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea registró un avance en el promedio trimestral. Por su parte, la información que se desprende del conjunto de indicadores relativos a la actividad en la construcción apunta a una prolongación del ritmo de contracción del sector.

En cuanto a las ramas de servicios, el nivel de los indicadores cualitativos aumentó progresivamente a lo largo del trimestre, si bien, en este caso, el PMI correspondiente continuaba apuntando en junio a una contracción de la actividad. La evolución del empleo del sector fue también relativamente favorable, al estabilizarse, en tasa intertrimestral, la cifra de trabajadores afiliados a la Seguridad Social, frente al descenso del 0,2 % del primer trimestre del año, en términos de la serie corregida de estacionalidad y calendario y del efecto de las bajas de cuidadores no profesionales<sup>7</sup>. Otros indicadores, como las ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria o el indicador de actividad del sector servicios en el período abril-mayo, evidenciaron igualmente una mejoría en el comportamiento del sector, más acusado en las ramas de comercio y hostelería.

En cuanto al mercado de trabajo, las afiliaciones a la Seguridad Social moderaron el ritmo de descenso interanual observado en el trimestre anterior, hasta el -2,9 % para la serie corregida por las bajas de cuidadores no profesionales (-3,6 % en el primer trimestre del año). En términos intertrimestrales y corregidos de estacionalidad, la afiliación redujo por tercer trimestre consecutivo su ritmo de descenso, situándose en un -0,4 % en el segundo trimestre. Aunque esta contención en el descenso de la afiliación fue generalizada, fue de magnitud superior en

<sup>7</sup> Por la entrada en vigor del Real Decreto 20/2012, desde el 1 de noviembre los cuidadores no profesionales de personas dependientes dejaron de tener derecho a la cotización gratuita a la Seguridad Social (en vigor desde enero de 2008). Esto provocó la baja de casi 150.000 afiliados entre noviembre y diciembre de 2012, de los 173.000 en alta en el mes de octubre. En junio de 2013 permanecían 19.300 cuidadores no profesionales en situación de alta. Sin la corrección de este efecto, el descenso de los afiliados a la Seguridad Social fue del 3,8 % en el segundo trimestre de 2013.

VALOR AÑADIDO BRUTO Y EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 18



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.
- b. Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

la construcción, presentando, no obstante, la tasa negativa más elevada (-13,8 %). Dentro del conjunto de los servicios, el agregado de afiliados al Régimen General en ramas de no mercado<sup>8</sup> registró una tasa interanual del -2,2 %, frente al -3,3 % del trimestre anterior. Este comportamiento de la afiliación observado en el segundo trimestre del año se trasladaría al empleo en términos de la CNTR, que moderaría su tasa de caída en medio punto respecto a la del primer trimestre, situándose en el entorno del -4 %.

8 Agregación de las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General.

En relación con el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), entre abril y junio se prolongó la senda de moderación que venía mostrando en los últimos tres trimestres, con un incremento del 4,1 % en tasa interanual, frente al avance del 7,1 % del trimestre precedente. De hecho, si se ajusta de estacionalidad, los avances intermensuales son prácticamente nulos o negativos desde el mes de diciembre pasado. En conjunto, el comportamiento del paro registrado en el SEPE apuntaría a una nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual del número de parados en el segundo trimestre, según la EPA, que podría llevar a un leve descenso de la tasa de paro en este período.

Por su parte, la contratación registrada en el SEPE registró un aumento interanual del 1,1 % en el segundo trimestre del presente ejercicio tras dos trimestres de caídas, a pesar del acusado descenso observado en junio (-7,9 %). No obstante, esta última cifra está muy afectada por la inclusión de los contratos relacionados con el Régimen Especial del Servicio Doméstico en 2012, que ha provocado un acusado descenso interanual de la contratación indefinida (-31,3 %)<sup>9</sup>. Por su parte, la contratación temporal aumentó un 5,2 % en el segundo trimestre, lo que se trasladó a un descenso del peso de la contratación indefinida sobre el total, hasta el 7,6 % de este. El avance de los contratos a tiempo parcial (2,3 %) fue superior al de los de tiempo completo (0,5 %).

#### 4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados entre enero y junio mostraron un incremento de las tarifas salariales del 0,7 % en el período transcurrido de 2013, frente al 1,2 % del conjunto de 2012. De este modo, el incremento salarial observado se aproxima a la recomendación del 0,6 % para 2013 contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos del 2012 (véase gráfico 19). No obstante, este dato podría ser poco representativo de la evolución de la negociación colectiva, al afectar a unos 2,1 millones de trabajadores, cifra notablemente inferior a los 2,9 millones de trabajadores afectados en el mismo período del año anterior. El aumento de la tarifa salarial fue el resultado de crecimientos dispares entre los convenios revisados —esto es, los acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores— y los de nueva firma, con un incremento medio de las tarifas del 0,8 % y del 0,4 %, respectivamente. En cualquier caso, ambos colectivos muestran una moderación importante respecto a los acuerdos firmados el año pasado, cuando presentaron incrementos salariales del 1,8 % y del 0,9 %, respectivamente. Esta mayor moderación en los convenios de nueva firma podría intensificarse en los próximos meses, en la medida en que el fin del período de un año de ultraactividad establecido por la reforma laboral contribuya a agilizar la negociación de aquellos.

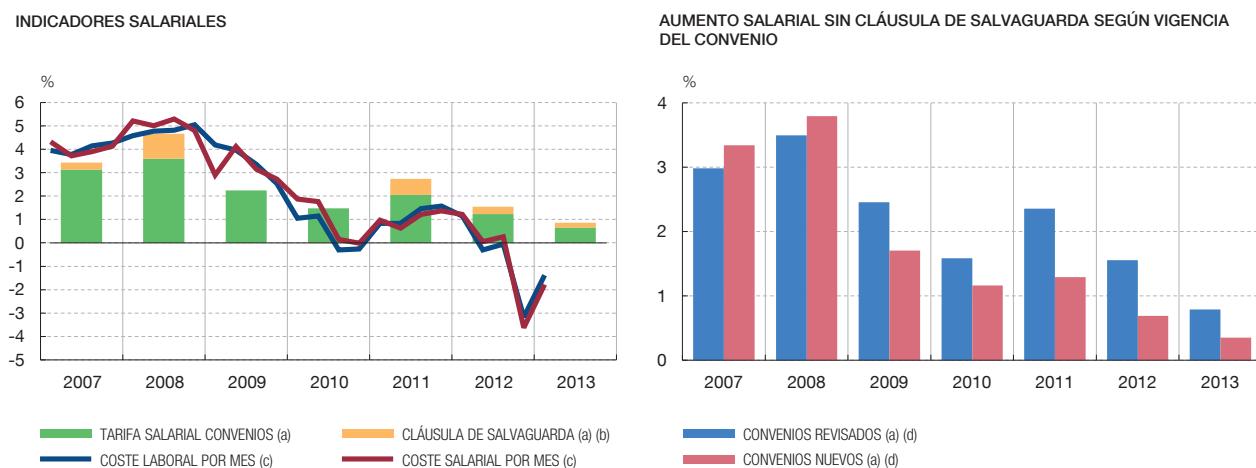
En términos de los indicadores más amplios de coste laboral, esta notable moderación salarial se trasladó a la remuneración por asalariado de la CNTR, que descendió un 0,9 % en el primer trimestre en la economía de mercado, y cabe esperar que continúe en los próximos trimestres, aunque los datos hasta junio sobre retribución media en las grandes empresas proporcionados por la Agencia Tributaria apuntan a una contención en el ritmo de descenso de los costes laborales.

En el segundo trimestre de 2013, el deflactor del PIB habría mostrado un avance del 1,2 %, tres décimas más que el trimestre anterior. El deflactor de la demanda final habría crecido a una tasa similar a la del trimestre precedente, compensándose de modo aproximado

<sup>9</sup> En los meses de junio y julio de 2012 se observó un aumento muy elevado de los contratos, la mayor parte indefinidos a tiempo parcial, al coincidir con el final del período especial de incorporación al Régimen General de la Seguridad Social de las personas inscritas anteriormente en el Régimen Especial del Servicio Doméstico.

## EVOLUCIÓN DE INDICADORES SALARIALES Y DE COSTES LABORALES

GRÁFICO 19

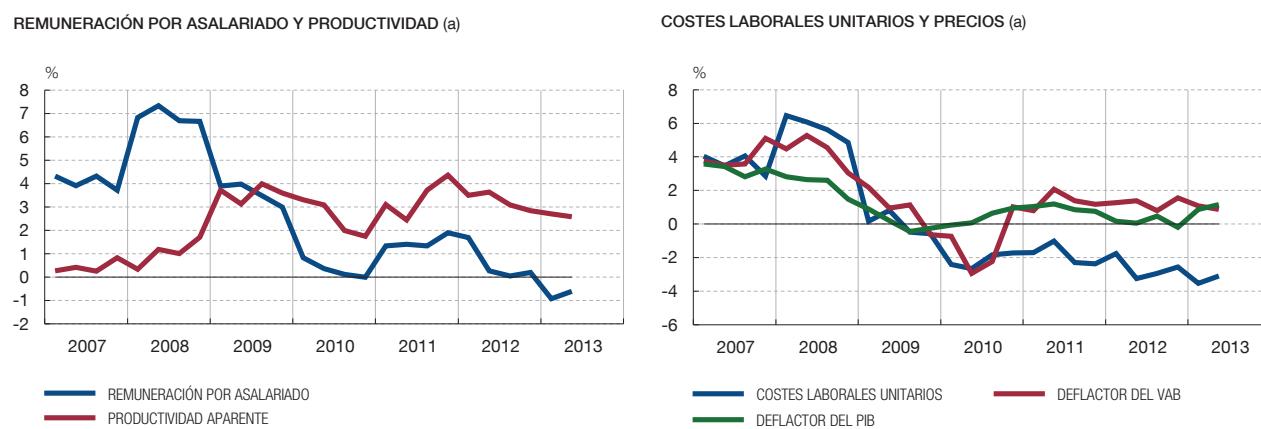


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

- a El último año, con información de convenios colectivos hasta junio de 2013.
- b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio, con efectos económicos en él, siendo este el primer año de vigencia o el único.

## PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

GRÁFICO 20

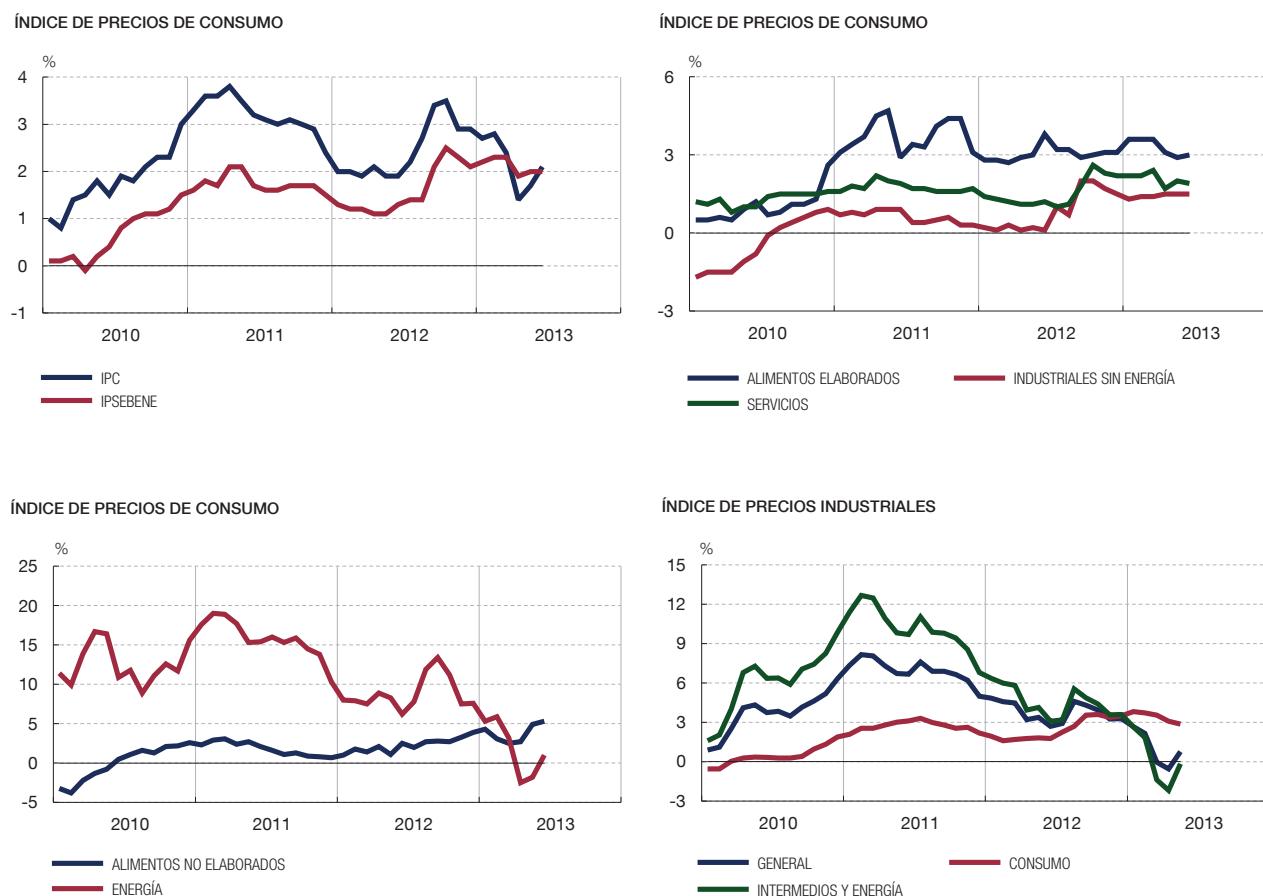


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

la aceleración de los deflactores del consumo público y la construcción con la ralentización de los del consumo privado y exportaciones.

El ritmo de variación interanual del IPC se desaceleró en el segundo trimestre del año, hasta situarse en junio en el 2,1 %, tres décimas menos que en marzo (véase gráfico 21). Por componentes, el ritmo de variación de los precios de los servicios se redujo cinco décimas respecto al final del primer trimestre, hasta el 1,9 %, destacando la intensificación del abaratamiento de las comunicaciones y los menores ritmos de avance de los precios del transporte. De modo análogo, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados disminuyó cuatro décimas entre junio y marzo, hasta el 3 %, en un contexto de moderación de los precios industriales de producción nacional e importada de este tipo de bienes. Ya en julio, entró en vigor un aumento de la imposición indirecta sobre el alcohol y el tabaco, que se ha empezado a trasladar a los precios de estos artículos, aunque cabe



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

esperar que su incidencia sea muy reducida. El ritmo de crecimiento de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos aumentó entre marzo y junio en una décima, hasta el 1,5 %. Fuera del IPSEBENE, la inflación de los alimentos no elaborados repuntó en casi 3 pp a lo largo del trimestre, hasta el 5,3 %. Por su parte, la tasa de variación del componente energético tuvo un comportamiento irregular a lo largo del trimestre, con un fuerte descenso entre marzo y abril (de 5,7 pp) y una aceleración entre mayo y junio (de 2,8 pp), lo que determinó también el perfil del índice general. En el conjunto del trimestre, la inflación del componente energético disminuyó, por tanto, en 2,2 pp, hasta el 1 %, lo que se explica por el abaratamiento de la electricidad y del crudo, si bien en este último caso no se trasladó plenamente a los precios de consumo.

La moderación de la inflación española en el segundo trimestre de 2013, medida por el IAPC, fue algo más pronunciada que la de la UEM, de forma que el diferencial se redujo tres décimas entre junio y marzo, hasta 0,6 pp (véase gráfico 22). Por su parte, el diferencial en términos del IPSEBENE permaneció en 0,8 pp. Se debe tener en cuenta que estos diferenciales reflejan en gran medida el impacto directo sobre los precios de las pasadas medidas de consolidación fiscal en España. Por componentes, esta evolución muestra el estrechamiento de los diferenciales de los precios de la energía (2,1 pp, hasta -0,6 pp en junio), los de los alimentos (0,5 pp en junio, frente a 0,6 pp en marzo) y los de los servicios (0,4 pp en junio, una décima menos que en marzo). Por el contrario, el diferencial en

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



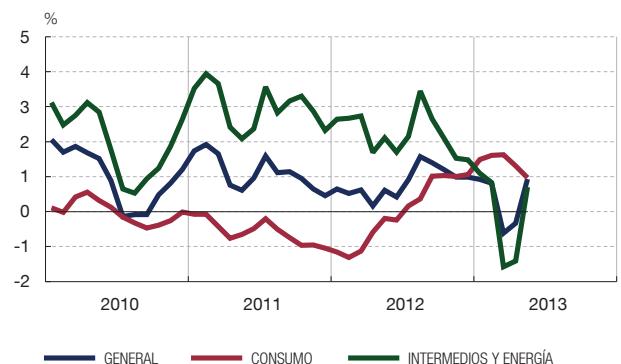
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

términos de bienes industriales no energéticos se amplió, pasando de 1 pp en marzo a 1,4 pp en junio.

El índice de precios industriales ha continuado en los últimos meses su senda de moderación, registrando una tasa interanual del 0,8 % en mayo, 1,4 pp por debajo del incremento de febrero. Esta evolución respondió a la trayectoria de los componentes no energéticos. Por último, los precios de importación y exportación de productos industriales se ralentizaron igualmente, alcanzando en mayo tasas del -3 % y del -2,1 %, respectivamente.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

En relación con la actuación de las AAPP, el Consejo de Ministros del 28 de junio pasado aprobó los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria para 2013-2016, que incorporan la decisión adoptada por el Consejo Europeo de ampliar en dos años (hasta 2016) el plazo para la corrección del déficit público excesivo, con la consiguiente relajación del objetivo específico para 2013 desde el anterior de un déficit del 4,5 % del PIB hasta el actual del 6,5 % del PIB. Para el período 2014-2016 los nuevos objetivos anuales de déficit se sitúan en el 5,8 %, el 4,2 % y el 2,8 %, respectivamente. En paralelo, se aprobó también el límite de gasto no financiero del Estado para 2014, que resulta coherente con el objetivo de déficit y la previsión de ingresos para este subsector de las AAPP en dicho año, con lo que se puso en marcha el proceso de preparación de los Presupuestos del Estado.

2013 es el tercer año de vigencia del denominado «Semestre Europeo», procedimiento que se ha convertido en pieza clave para la coordinación de las políticas económicas europeas. Aglutina en los seis primeros meses de cada año la información necesaria para el seguimiento de la política fiscal en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y la supervisión de las políticas macroeconómicas y estructurales en el ámbito del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos<sup>1</sup> (véase *Boletín Económico* de julio-agosto de 2012 para más detalles)<sup>2</sup>.

En relación con la política fiscal, hay que recordar que desde el pasado 27 de abril de 2009 España se encuentra encuadrada en el brazo correctivo del PEC<sup>3</sup>, lo que se denomina Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), que se activa en el momento en que un país alcanza un déficit superior al 3 % o tiene un nivel de deuda superior al 60 % que no se reduce de forma adecuada. Bajo este procedimiento, el Consejo Europeo establece una pauta de reducción del déficit público de obligado cumplimiento. En concreto, para 2012 el Consejo Europeo reconoció que España redujo su déficit estructural en línea con lo exigido. Al mismo tiempo, sobre la base de las previsiones macroeconómicas de primavera de la Comisión Europea que mostraban unas perspectivas macroeconómicas muy débiles para 2013 y 2014, el Consejo Europeo aprobó la extensión en dos años (hasta 2016) del plazo para la corrección del déficit público excesivo, con la consiguiente relajación del objetivo específico para 2013 desde el anterior del 4,5 % del PIB hasta el actual del 6,5 % del PIB. Para 2014-2016, los nuevos objetivos de déficit se sitúan en el 5,8 %, el 4,2 % y el 2,8 %<sup>4</sup>.

Adicionalmente, en el marco de este procedimiento, se solicita al Gobierno español que informe antes del 1 de octubre de 2013 sobre las medidas previstas para asegurar el cumplimiento de los objetivos fiscales. Por otro lado, se recomienda que España mejore su marco presupuestario, aumentando la transparencia en la aplicación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y creando una Agencia Independiente de Responsabilidad Fiscal antes de finalizar este año. Asimismo, España deberá adoptar medidas concretas para frenar el creciente déficit estructural del sistema de la Seguridad Social, con la regulación del factor de sostenibilidad también con anterioridad a la terminación del 2013, y revisar su sistema tributario y las principales partidas de gastos antes de marzo de 2014, con el fin de asegurar que el proceso de consolidación fiscal sea más favorable para el crecimiento<sup>5</sup>.

1 Los documentos claves a través de los que los Gobiernos diseñan sus estrategias de política económica son: los Programas de Estabilidad y los Planes Nacionales de Reforma.

2 Los textos relevantes del Semestre Europeo se pueden encontrar en: [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_es.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_es.htm).

3 Otros seis países están en esta situación: Bélgica, Holanda, Eslovenia, Polonia, Francia y Malta.

4 Que debe ser coherente con una mejora del saldo estructural del 1,1 %, 0,8 %, 0,8 % y 1,2 %.

5 Cualquier incumplimiento no justificado tanto de la senda de consolidación fiscal como de las recomendaciones puede derivar en sanciones de hasta un 0,2 % del PIB.

En cuanto al procedimiento de desequilibrios excesivos, la Comisión Europea publicó, el 10 de abril, los resultados de los exámenes exhaustivos (*in Depth Reviews*) de un conjunto de países europeos, incluido España. El análisis realizado concluía que existía el riesgo de que los desequilibrios macroeconómicos pudieran ser excesivos en nuestro país<sup>6</sup>, señalando los elevados niveles de deuda interna y externa como los factores potenciales de vulnerabilidad. El análisis también indicaba la existencia de rigideces en los mercados de productos y en el mercado laboral que contribuyen al elevado nivel de desempleo y dificultan el ajuste de la economía. En consecuencia, la Comisión Europea indicaba que sería necesario instrumentar reformas en estos ámbitos y que estas deberían ser especificadas de forma adecuada en el Programa Nacional de Reformas (PNR). En este contexto, el contenido del PNR que presentó el Gobierno a finales de abril se consideró que cumplía estas condiciones. El Semestre Europeo concluyó con la aprobación por parte del Consejo Europeo del 9 de julio de una serie de recomendaciones específicas para los países de la UE no sujetos a programa. Para España, se realizaron una serie de recomendaciones de política económica muy detalladas, con un calendario concreto para facilitar su seguimiento. Entre estas recomendaciones destacan las siguientes:

1 **Ámbito fiscal:** adicionalmente a lo descrito en relación con el Procedimiento de Déficit Excesivo, se recomienda la aprobación de la reforma de la Administración Local según el calendario presentado por el Gobierno. Asimismo, a más tardar en octubre de 2013, el Gobierno español deberá presentar un plan de mejora de la eficiencia de las AAPP y, para principios de 2014, aprobar una ley de desindexación que reduzca el grado de inercia de los precios en el gasto y los ingresos públicos. Por otro lado, se deben adoptar medidas para aumentar la relación coste-eficiencia del sector sanitario, reducir los atrasos de pagos pendientes de la Administración e incrementar la lucha contra el fraude. Finalmente, se debe explorar el margen para limitar la aplicación del IVA reducido e incrementar los impuestos especiales y medioambientales.

2 **Ámbito financiero:** se recomienda que España continúe con la aplicación del Memorando de Entendimiento.

3 **Ámbito laboral:** se recomienda finalizar la evaluación de la reforma del mercado de trabajo de 2012 en julio de 2013 y, si fuese necesario, presentar modificaciones en septiembre de este año. Se aconseja reforzar los Servicios Públicos de Empleo, acelerar la colaboración público-privada en los servicios de colocación (para que estén disponibles en 2014), así como la reforma de las políticas activas. Se recomienda, por último, aplicar las medidas de la Estrategia de Empleo Joven 2013-2016 y reforzar los programas de recualificación para trabajadores de más edad.

4 **Capital humano:** se recomienda prorrogar la aplicación de la Formación Profesional dual (actualmente, en modo piloto) e

6 Eslovenia es el otro país europeo que se identifica por la Comisión Europea en esta misma situación.

introducir un sistema global de seguimiento del rendimiento de los alumnos a finales de 2013.

- 5 *Mercado de productos:* se recomienda acelerar los trámites para la entrada en vigor del Proyecto de Ley de Garantía de la Unidad de Mercado y aprobar la Ley de Colegios y Servicios Profesionales, la Ley de Apoyo al Emprendedor y acometer una reforma estructural del sector de la electricidad antes del fin de 2013. Adicionalmente, se realizan recomendaciones en otros ámbitos: trans-

porte de mercancías y viajeros, internacionalización de las empresas, procedimientos de concesión de licencias, etc.

Como se ha señalado en el capítulo de «Rasgos básicos», muchas de estas medidas se han anunciado o puesto en marcha en los meses de junio y julio<sup>7</sup>.

7 Los informes de evaluación pueden encontrarse en: <http://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/infointeres/reestructuracion/progreso/>.

Asimismo, se acordaron un conjunto de medidas tributarias<sup>10</sup> en el ámbito de los impuestos especiales (incremento de la imposición sobre bebidas alcohólicas y labores del tabaco) con efectos inmediatos, el impuesto sobre sociedades (ampliación de las bases en 2014 y prórroga a 2014 y 2015 de determinadas medidas de carácter temporal que expiraban a finales de 2013), el impuesto sobre bienes inmuebles (dando continuidad en los próximos años a los cambios normativos aprobados en 2011) y la creación de un nuevo impuesto sobre gases fluorados de efecto invernadero. Finalmente, cabe destacar la puesta en marcha de una nueva fase del mecanismo de financiación para el pago a los proveedores de las CCAA y entidades locales, con el objetivo de cancelar las obligaciones pendientes de pago que fuesen líquidas, vencidas y exigibles con anterioridad al 31 de mayo de 2013.

En relación con los últimos desarrollos coyunturales, la información estadística disponible para el agregado del sector AAPP se refiere al primer trimestre del año, y fue publicada por la IGAE el 25 de junio (véase cuadro 5). De acuerdo con esta información, las AAPP habrían registrado en enero-marzo un déficit del 1,2 % del PIB, frente al 1,4 % del mismo período del año anterior. En términos acumulados sobre cuatro trimestres consecutivos, el déficit de las AAPP se habría situado a finales de marzo en el 6,8 % del PIB, presentando una ligera mejora respecto al 7 % registrado en 2012 (en ambos casos, sin tener en cuenta el impacto transitorio de las ayudas a las instituciones financieras). En cuanto a la deuda pública (según la metodología del PDE), esta aumentó en el primer trimestre en 4 pp del PIB, hasta situarse en el 88,2 %, como resultado, entre otros factores, del elevado déficit primario y del incremento de la carga de intereses.

La mejora del saldo de las AAPP en el primer trimestre se habría debido tanto al avance de los ingresos totales, que aumentaron un 0,2 % en términos interanuales, como a la contracción del gasto, que se habría reducido un 2,2 %. Por componentes, destacó la debilidad mostrada por los impuestos directos y las cotizaciones sociales, que fue compensada por la evolución de los impuestos indirectos y del resto de ingresos. Por el lado del gasto, el ajuste se concentró principalmente en el gasto en consumo final y la inversión

10 Véanse Real Decreto Ley 7/2013, de 28 de junio, de medidas urgentes de naturaleza tributaria, presupuestaria y de fomento de la investigación, el desarrollo y la innovación (<http://www.boe.es/boe/dias/2013/06/29/pdfs/BOE-A-2013-7062.pdf>), y Proyecto de Ley por el que se establecen determinadas medidas en materia de fiscalidad medioambiental y se adoptan otras medidas tributarias y financieras (<http://www.congreso.es/publicoficiales/L10/CONG/BOCG/A/BOCG-10-A-54-1.PDF>).

Millones de euros y porcentaje

	2013 Objetivos oficiales (a)			Ejecución			Variación porcentual 2013/2012 ene-mar			
	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Variación porcentual 2013/2012	2012 ene-mar		2013 ene-may				
				1	2	3	4	5	6	7=5/4
<b>1 RECURSOS TOTALES</b>	382.044	0,6	1,8	87.654	87.806	—	—	—	—	0,2
Recursos corrientes	381.269	0,2	—	90.503	89.533	—	—	—	—	-1,1
Impuestos sobre producción e importaciones	107.333	2,3	5,8	28.639	28.977	—	—	—	—	1,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	106.256	4,6	2,9	20.931	20.109	—	—	—	—	-3,9
Cotizaciones sociales	134.955	-3,6	-2,6	33.634	32.877	—	—	—	—	-2,3
Otros recursos corrientes	32.725	-2,9	—	7.299	7.570	—	—	—	—	3,7
Recursos de capital	775	—	—	-2.849	-1.727	—	—	—	—	39,4
<b>2 EMPLEOS TOTALES</b>	493.660	2,8	-7,8	102.470	100.264	—	—	—	—	-2,2
Empleos corrientes	429.759	-1,3	—	94.974	95.010	—	—	—	—	0,0
Remuneración de asalariados	116.087	-6,0	-1,3	26.793	26.275	—	—	—	—	-1,9
Otros gastos en consumo final (b)	88.397	-4,4	-4,5	17.151	15.880	—	—	—	—	-7,4
Prestaciones sociales (no en especie)	168.491	2,9	1,7	36.867	38.081	—	—	—	—	3,3
Intereses efectivos pagados	31.297	19,8	10,8	7.253	8.208	—	—	—	—	13,2
Subvenciones	10.060	-14,9	15,0	2.062	1.336	—	—	—	—	-35,2
Otros empleos y transferencias corrientes	15.427	-13,2	—	4.848	5.230	—	—	—	—	7,9
Empleos de capital	63.901	43,3	—	7.496	5.254	—	—	—	—	-29,9
Formación bruta de capital	18.151	-40,9	-13,1	5.632	4.514	—	—	—	—	-19,9
Otros gastos de capital (c)	45.750	—	—	1.864	740	—	—	—	—	-60,3
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras (d)	38.343	—	—	0	0	—	—	—	—	—
<b>3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINANCIACIÓN (3 = 1 - 2)</b>	-111.616	—	—	-14.816	-12.458	—	—	—	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-10,6	—	-6,5	-1,4	-1,2	—	—	—	—	—
Administración Central	-7,8	—	-3,8	-1,9	-1,5	-3,3	—	—	—	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras (d)	-3,7	—	0,0	—	—	-0,2	—	—	—	—
Seguridad Social	-1,0	—	-1,4	0,4	0,2	0,3	—	—	—	—
CCAA	-1,8	—	-1,3	-0,0	-0,1	-0,4	—	—	—	—
CCLL	-0,2	—	0,0	0,1	0,2	—	—	—	—	—
<b>PRO MEMORIA</b>										
Saldo primario	-80.319	—	—	-7.563	-4.250	—	—	—	—	—
Empleos totales, excluyendo ayudas a instituciones financieras	455.317	-5,2	0,0	102.470	100.264	—	—	—	—	-2,2
Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-73.273	—	—	-14.816	-12.458	—	—	—	—	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e IGAE.

- a Los objetivos del saldo de las AAPP son los fijados en el Consejo de Ministros de 28 de junio de 2013. Los ingresos y gastos proceden de la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) 2013-2016. En la APE se presentan los objetivos en porcentajes del PIB a partir de los cuales se ha recuperado el nivel de las variables para el año 2013. A partir de estos niveles de 2013 y los niveles actualizados para 2012 procedentes de las Cuentas Trimestrales no Financieras publicadas por el INE, se calculan las tasas de variación.
- 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).
- d La cifra relativa a 2011 se extrae de la Contabilidad Nacional Anual y se hace el supuesto de que afecta únicamente al segundo semestre de dicho año. Para 2012, la cifra se extrae de la Contabilidad Nacional Trimestral.

pública, que contrarrestaron el aumento de la carga de intereses y de las prestaciones sociales.

Las medidas puestas en marcha por las distintas AAPP de cara al cumplimiento de los objetivos de déficit público para el conjunto del año tendrán que materializarse en los próximos trimestres en una aceleración de los ingresos de las AAPP, así como en un mantenimiento del ajuste del gasto público (véase cuadro 5). En este sentido, la información parcial más avanzada correspondiente al segundo trimestre muestra una cierta aceleración

Millones de euros y porcentaje

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto Inicial 2013 (b)	Variación porcentual 2013/2012	Ejecución						
					2012 ene-may	2013 ene-may	Variación porcentual 7 = 6/5				
					1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 Ingresos no financieros	123.344	18,4	127.025	3,0	45.923	42.784	-6,8				
Impuestos directos	52.053	-2,5	66.181	27,1	20.285	17.913	-11,7				
IRPF	26.532	-20,9	42.251	59,2	15.597	14.501	-7,0				
Sociedades	21.435	29,0	19.012	-11,3	3.572	2.111	-40,9				
Otros directos (c)	4.086	26,6	4.918	20,4	1.116	1.301	16,6				
Impuestos indirectos	23.590	-31,9	40.734	72,7	16.707	15.577	-6,8				
IVA	16.384	-35,4	28.272	72,6	13.227	12.122	-8,4				
Especiales	4.285	-32,3	9.578	123,5	2.221	2.306	3,8				
Otros indirectos (d)	2.921	-1,5	2.884	-1,3	1.260	1.149	-8,8				
Otros ingresos (e)	47.701	195,9	20.109	-57,8	8.930	9.293	4,1				
2 Pagos no financieros	152.357	0,8	165.089	8,4	65.716	67.867	3,3				
Personal	26.851	-2,1	27.673	3,1	10.139	10.184	0,4				
Compras	3.528	-18,3	2.857	-19,0	1.044	1.014	-2,8				
Intereses	26.055	17,3	38.615	48,2	11.555	12.713	10,0				
Transferencias corrientes	84.244	5,4	81.751	-3,0	39.553	40.303	1,9				
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.595	—	—	—	—				
Inversiones reales	6.762	-1,9	3.903	-42,3	1.941	1.931	-0,5				
Transferencias de capital	4.917	-52,6	7.695	56,5	1.485	1.723	16,0				
3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-29.013	—	-38.064	—	-19.793	-25.084	—				
PRO MEMORIA: Impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)											
TOTAL	160.739	3,9	167.840	4,4	63.944	60.502	-5,4				
IRPF	70.631	1,2	74.215	5,1	30.124	28.378	-5,8				
Sociedades	21.435	29,0	19.012	-11,3	3.572	2.111	-40,9				
IVA	50.463	2,4	54.657	8,3	22.782	22.542	-1,1				
Impuestos especiales	18.209	-4,0	19.956	9,6	7.466	7.470	0,1				

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de caja.

b Fuente: Presupuestos Generales del Estado 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.

de los ingresos de las AAPP, así como una continuación de la senda de consolidación de las principales partidas de gasto.

Por lo que se refiere a los ingresos, se observa un mejor comportamiento de la recaudación impositiva (Estado más la participación de las Administraciones Territoriales) en términos de caja (véase cuadro 6), que registró una caída interanual del 5,4 % en enero-mayo, frente a la reducción del 8 % en enero-marzo. Además, si se corrige la evolución de los impuestos por, entre otros factores, el distinto ritmo de las devoluciones en 2012 y 2013, las tasas homogéneas resultantes serían, según la Agencia Tributaria, más favorables, con un incremento del 0,3 % hasta mayo (-1,2 % en el primer trimestre). A su vez, los cambios normativos introducidos el año pasado habrían generado, de acuerdo con la Agencia Tributaria, 8,4 mm de euros hasta mayo (de los que 4,1 mm corresponden al IVA), en comparación con los 3,5 mm ingresados hasta marzo (1,9 mm por IVA). Por su parte, la recaudación

Millones de euros y porcentaje

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto inicial 2013	Variación porcentual 2013/2012	Ejecución						
					2012 ene-may	2013 ene-may	Variación porcentual 7 = 6/5				
					1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 Ingresos no financieros	118.604	0,1	129.287	9,0	51.931	52.974	2,0				
Cotizaciones sociales	101.106	-4,0	105.863	4,7	42.952	41.403	-3,6				
Transferencias corrientes	12.191	46,2	18.808	54,3	7.025	9.710	38,2				
Otros ingresos	5.307	9,6	4.615	-13,0	1.953	1.862	-4,7				
2 Pagos no financieros	124.416	4,6	129.404	4,0	44.024	45.195	2,7				
Personal	2.270	-3,8	2.313	1,9	917	864	-5,7				
Compras	1.505	-3,5	1.561	3,7	560	540	-3,5				
Transferencias corrientes	119.873	4,9	124.908	4,2	42.505	43.746	2,9				
Pensiones contributivas	103.515	4,0	106.350	2,7	36.812	38.611	4,9				
Incapacidad temporal	8.231	-13,7	5.831	-29,2	2.702	2.399	-11,2				
Resto	8.127	57,2	12.727	56,6	2.990	2.736	-8,5				
Otros gastos	768	3,1	623	-19,0	43	45	4,2				
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-5.813	—	-117	—	7.907	7.779	—				
PRO MEMORIA											
Servicio Público de Empleo Estatal											
Cotizaciones sociales	19.234	-6,1	19.551	1,7	8.335	7.745	-7,1				
Prestaciones por desempleo	31.589	5,3	26.696	-15,5	13.302	13.319	0,1				
Sistema Seguridad Social y SEPE											
Cotizaciones sociales	120.340	-4,3	125.415	4,2	51.287	49.148	-4,2				

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.

por cotizaciones de la Seguridad Social en caja (véase cuadro 7) mostró una caída del 4,2 % hasta mayo, siguiendo el perfil de las afiliaciones y la evolución de los salarios, lo que supone una ligera mejora con respecto al primer trimestre (reducción del 4,8 %). Finalmente, cabe mencionar que los ingresos propios de las CCAA (véase cuadro 8) se desaceleraron en el segundo trimestre, aunque aumentaron hasta abril un 1,9 % (2,8 % hasta marzo).

En cuanto al gasto público, lo más destacable es la continuación en abril y mayo de las tasas de variación negativas del consumo público (en lo que respecta tanto a los gastos de personal como a las compras de bienes y servicios) y de la inversión pública, según muestra la información parcial relativa a los distintos agentes de las AAPP (véanse cuadros 6, 7 y 8). No obstante, estas partidas presupuestarias mostraron, en general, una cierta ralentización del ritmo de ajuste con respecto al trimestre anterior. Por su parte, el gasto en pensiones (véase cuadro 7) se aceleró ligeramente, presentando un aumento del 4,9 % acumulado hasta mayo, frente al 4,8 % de enero-marzo, mientras que las prestaciones por desempleo se desaceleraron sustancialmente hasta el 0,1 % de enero-mayo, desde las tasas cercanas al 2 % en el primer trimestre, reflejando tanto la caída del número de beneficiarios como el efecto directo de las medidas de ahorro aprobadas por el Gobierno en julio del pasado año.

Con respecto al saldo de los distintos subsectores de las AAPP, se dispone de datos de Contabilidad Nacional Mensual para la Administración Central, la Seguridad Social y

Millones de euros y porcentaje

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Objetivos oficiales 2013 (b)	Variación porcentual 2013/2012	Ejecución		
					2012 ene-abr	2013 ene-abr	Variación porcentual
					1	2	3
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	124.659	-1,3	129.046	3,5	42.172	38.965	-7,6
Ingresos corrientes	119.262	-1,1	120.863	1,3	41.485	38.348	-7,6
Impuestos directos	48.239	18,7	37.185	-22,9	12.890	12.595	-2,3
Impuestos indirectos	57.889	23,0	50.038	-13,6	14.663	15.730	7,3
Tasas, precios y otros ingresos	4.740	-1,7	4.786	1,0	1.270	1.215	-4,4
Transferencias corrientes	7.197	-73,7	28.337	—	12.499	8.655	-30,8
Ingresos patrimoniales	1.197	68,5	517	-56,8	162	153	-5,7
Ingresos de capital	5.396	-6,5	8.183	51,6	687	617	-10,2
Enajenación de inversiones reales	273	48,9	2.569	—	54	65	18,8
Transferencias de capital	5.124	-8,3	5.615	9,6	633	552	-12,7
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	150.199	-0,3	139.176	-7,3	42.837	38.792	-9,4
Pagos corrientes	134.816	1,4	123.350	-8,5	39.658	36.736	-7,4
Gastos de personal	52.541	-8,4	53.415	1,7	16.778	16.105	-4,0
Gastos corrientes en bienes y servicios	35.614	28,7	24.798	-30,4	8.212	7.081	-13,8
Gastos financieros	6.268	37,4	8.237	31,4	1.744	2.217	27,2
Transferencias corrientes	40.393	-6,7	36.506	-9,6	12.924	11.332	-12,3
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	395	—	—	—	—
Pagos de capital	15.383	-13,4	15.826	2,9	3.179	2.056	-35,3
Inversiones reales	6.662	-13,5	6.853	2,9	1.545	985	-36,2
Transferencias de capital	8.720	-13,3	8.973	2,9	1.634	1.071	-34,5
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	-25.540	—	-10.130	—	-666	173	—
<b>PRO MEMORIA</b>							
Ingresos propios	19.312	1,4	22.836	18,2	5.714	5.825	1,9
Impuesto sobre sucesiones y donaciones	2.535	3,8	2.334	-7,9	1.029	1.071	4,0
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	5.639	-12,1	6.722	19,2	1.914	1.866	-2,5
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.740	-1,7	4.786	1,0	1.270	1.215	-4,4
Otros (c)	6.398	19,3	8.994	40,6	1.501	1.673	11,5

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.
- b Los datos relativos a los objetivos oficiales proceden de la información sobre ejecución presupuestaria mensual de las CCAA, publicada el 22 de mayo de 2013 por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Dichas cifras son el resultado de diversas modificaciones presupuestarias realizadas por las CCAA sobre los presupuestos iniciales. En el caso de los ingresos, las cifras se corresponden con lo que el Ministerio de Hacienda denomina «Previsiones definitivas». En el caso de los gastos, además de las modificaciones sobre los créditos iniciales, las CCAA han alterado los créditos totales declarando algunos como no disponibles. Las cifras de gastos contenidas en esta columna se han calculado como la diferencia entre los créditos totales («Créditos iniciales» + «Modificaciones de crédito») y los «Créditos declarados no disponibles».
- 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.

las CCAA hasta mayo (véase cuadro 5). El déficit agregado de estos tres subsectores se situó en el 3,2 % del PIB en enero-mayo (excluyendo ayudas a las instituciones financieras, que ascendieron a un 0,2 % del PIB), frente al 1,4 % del primer trimestre.

#### 4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

El proceso de corrección del desequilibrio exterior de la economía española prosiguió en el primer cuatrimestre de 2013, en el que el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 1,3 mm de euros, un 91 % inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 9). Por lo que respecta a la cuenta corriente, la

## BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (a)

CUADRO 9

Millones de euros

		Enero-abril		Tasa de variación 2013/2012 (b)
		2012	2013	
Ingresos	Cuenta corriente	120.972	127.042	5,0
	Mercancías	74.007	80.116	8,3
	Servicios	30.208	31.090	2,9
	Turismo	10.389	10.502	1,1
	Otros servicios	19.819	20.588	3,9
	Rentas	11.479	10.304	-10,2
	Transferencias corrientes	5.278	5.532	4,8
	Cuenta de capital	1.385	3.277	136,7
	Cuentas corriente + capital	122.357	130.320	6,5
Pagos	Cuenta corriente	136.344	130.653	-4,2
	Mercancías	86.006	83.589	-2,8
	Servicios	21.820	21.850	0,1
	Turismo	3.311	3.118	-5,8
	Otros servicios	18.509	18.732	1,2
	Rentas	18.686	15.119	-19,1
	Transferencias corrientes	9.832	10.094	2,7
	Cuenta de capital	396	959	142,0
	Cuentas corriente + capital	136.741	131.612	-3,8
Saldos	Cuenta corriente	-15.372	-3.610	11.762
	Mercancías	-11.999	-3.473	8.526
	Servicios	8.388	9.240	852
	Turismo	7.078	7.384	306
	Otros servicios	1.310	1.856	547
	Rentas	-7.207	-4.815	2.392
	Transferencias corrientes	-4.554	-4.562	-8
	Cuenta de capital	989	2.318	1.330
	Cuentas corriente + capital	-14.384	-1.292	13.092

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

mejora se debió fundamentalmente a la disminución de los saldos negativos de las balanzas de mercancías y de rentas, aunque también contribuyó a ello la ampliación del superávit de servicios. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital también aumentó en términos interanuales en el período enero-abril.

El déficit de la balanza comercial se redujo un 71 % en el primer cuatrimestre de 2013, hasta situarse en 3,5 mm de euros, lo que, de acuerdo con los datos de Aduanas, se debió fundamentalmente a la ampliación sustancial del superávit no energético, aunque también se produjo una reducción de la factura energética. Además, aumentó el saldo positivo de la balanza de servicios, que ascendió a 9,2 mm de euros, un 10 % por encima del acumulado en los cuatro primeros meses de 2012, gracias a la ampliación tanto del superávit turístico como, sobre todo, del no turístico. El déficit de la balanza de rentas se redujo hasta 4,8 mm de euros, un 33 % menos que en el mismo período de 2012, como resultado de la disminución de los pagos netos de intereses, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes, de 4,6 mm de euros, fue casi idéntico al observado un año antes.

### 5.1 Rasgos más destacados

El segundo trimestre de 2013 se caracterizó, hasta finales del mes de mayo, por la estabilidad en los mercados financieros nacionales. Así, las rentabilidades de la deuda pública española y sus diferenciales respecto a los bonos alemanes se redujeron hasta niveles no observados desde octubre de 2010 y agosto de 2011, respectivamente, las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por el sector privado financiero y no financiero descendieron, y los principales índices bursátiles se revalorizaron. Esta tendencia revirtió a finales de mayo, a raíz del incremento de la incertidumbre sobre posibles cambios en el tono acomodaticio de la política monetaria en Estados Unidos. De este modo, a finales de junio el tipo de interés del bono español a diez años se situaba en el 4,8% (aun así, 30 pb por debajo del nivel de finales de marzo), y su diferencial con la referencia alemana con el mismo vencimiento, en los 307 pb (frente a los 381 pb registrados al cierre del primer trimestre (véase gráfico 23). Las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por las empresas financieras y no financieras también se encontraban en junio algo por debajo de los niveles de tres meses antes. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 presentó, durante el conjunto del trimestre, unas pérdidas del 2%, descenso superior al del EUROSTOXX 50 (0,8%), mientras que el S&P 500 se revalorizó un 2,4%. En el mercado interbancario, los tipos de interés apenas variaron. Concretamente, el euríbor a un año se situaba a finales de junio en el 0,53%, frente al 0,55% de marzo. Asimismo, el BCE rebajó en mayo el tipo oficial de intervención 25 pb, hasta el 0,5%.

En la parte transcurrida de julio, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha descendido ligeramente (hasta el 4,7%), aunque en menor medida que la del bono alemán al mismo plazo, por lo que el diferencial entre ambas ha aumentado algo (situándose en la fecha de cierre de este Informe en torno a los 315 pb). Las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por las empresas no han registrado cambios apreciables. En los mercados bursátiles, el IBEX 35 se ha revalorizado un 2,5%, incremento menor que el del EUROSTOXX 50 (4,4%) y que el del S&P 500 (5,2%).

En el mercado inmobiliario, según los datos del Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda libre continuó cayendo en el segundo trimestre de 2013. Así, la tasa de disminución interanual se situó en junio en el 7,8%, 0,1 pp menos que en marzo (véase gráfico 2). En términos intertrimestrales, el retroceso registrado en el segundo trimestre (2,5%) fue superior al de los tres primeros meses del año (0,8%).

La última información disponible sobre los costes de financiación del sector privado, correspondiente al mes de mayo, muestra un encarecimiento de los préstamos en casi todos los segmentos analizados (en los concedidos a las familias para adquisición de vivienda, apenas variaron). Estos aumentos se han reflejado en un ascenso de los diferenciales entre los tipos bancarios y las rentabilidades interbancarias de referencia.

Los datos más recientes sobre la financiación del sector privado, correspondientes a mayo, evidencian una intensificación de su tendencia contractiva, especialmente en el caso de las sociedades no financieras. Así, en este mes la disminución de los pasivos de las familias (4,3%, en términos interanuales) fue algo más acusada que la registrada en marzo, como resultado del mayor descenso de los créditos para adquisición de vivienda y la moderación del ritmo de contracción de los destinados a consumo y otros fines.

## CONDICIONES DE FINANCIACIÓN Y PRECIO DE LOS ACTIVOS

GRÁFICO 23

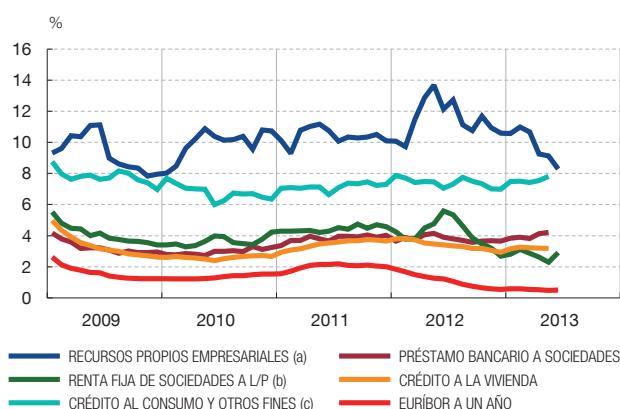
### ÍNDICES BURSÁTILES



### DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



### COSTE DE FINANCIACIÓN



### PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



FUENTE: 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 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 al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
- d Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

La tasa de retroceso de los recursos ajenos con coste de las empresas se elevó en mayor medida, y se situó algo por encima del 7 %. Por instrumentos, se acentuó la disminución de los préstamos otorgados por entidades residentes, mientras que se observó un mayor dinamismo de los valores de renta fija. Las tasas intertrimestrales anualizadas también recogen ritmos de retroceso de los préstamos de las familias y de las sociedades superiores a los de marzo. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre de 2013, refleja que las disminuciones del saldo vivo de la financiación bancaria fueron superiores a las de 2012 en todas las ramas de actividad<sup>11</sup>.

La reducción de la deuda en empresas y familias propició la prolongación del proceso de desapalancamiento de ambos sectores en el primer trimestre de 2013, que, no obstante, se está viendo ralentizado por el comportamiento desfavorable de las rentas. Como resultado de estos desarrollos y del retroceso del tipo medio de la deuda, la carga financiera también se redujo en ambos sectores. El patrimonio neto de las familias apenas varió, ya

11 Estas cifras están corregidas del efecto de la transferencia de préstamos a la SAREB.

Porcentaje del PIB (a)

	2008	2009	2010	2011	2012				2013
					I TR	II TR	III TR	IV TR	
Economía nacional	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-3,1	-2,6	-1,7	-0,2	1,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-6,5	5,5	5,0	4,2	4,1	4,0	4,2	4,3	5,8
Sociedades no financieras	-6,7	-0,4	1,6	1,1	0,4	1,1	2,7	3,1	4,3
Hogares e ISFLSH	0,2	5,9	3,3	3,1	3,7	2,9	1,4	1,3	1,6
Instituciones financieras	1,8	1,3	0,9	2,0	2,1	3,2	4,2	6,1	5,6
Administraciones Públicas	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-9,4	-9,8	-10,0	-10,6	-10,4
PRO MEMORIA									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (b)	-11,6	-1,4	-2,6	0,6	1,4	1,2	1,8	3,1	3,1

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

que el ascenso del valor de su componente financiero se vio compensado por el retroceso del valor del inmobiliario. Por su parte, en el caso de las sociedades, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revelan un retroceso de la actividad y de las rentas empresariales en los tres primeros meses de 2013 superior al registrado en el primer trimestre de 2012.

El volumen de créditos dudosos continuó creciendo en los primeros meses del año, lo que, unido a la reducción de la financiación bancaria concedida al conjunto de los otros sectores residentes, ha llevado a que la ratio de morosidad de estos préstamos haya seguido elevándose, alcanzando en mayo el 11,2%, 0,7 pp por encima del primer trimestre.

La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la contracción del PIB, se tradujo en nuevos aumentos de la ratio de endeudamiento de este sector en el primer trimestre de 2013. Como consecuencia de estos desarrollos y del descenso del coste medio de la deuda, la carga financiera apenas varió. Los datos más recientes disponibles, correspondientes a mayo, muestran que en este mes la financiación de las AAPP siguió mostrando un elevado dinamismo. Así, su tasa de avance interanual se situó en el 19,3%, 0,2 pp más que en marzo.

En los tres primeros meses de 2013 se volvieron a observar entradas netas de capital en la economía española excluyendo las operaciones del Banco de España. Estos flujos resultaron de la inversión de los no residentes en España, que superó la compra por parte de los residentes de activos foráneos, y fueron superiores a la necesidad de financiación de la nación, lo que se reflejó en un nuevo descenso de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. Por otra parte, aunque esa necesidad de financiación ascendió al 0,4 % del PIB del trimestre, en términos acumulados de doce meses se registró una capacidad de financiación del 1 % del PIB, lo que supone una mejora del saldo de 1,3 pp (véase cuadro 10). Este comportamiento resultó del aumento del saldo acreedor de las sociedades no financieras y, en menor medida, de los hogares, de la reducción del de las instituciones financieras y del descenso de la posición deudora de las AAPP.

En resumen, aunque durante abril y gran parte de mayo se consolidó la mejoría de meses anteriores en los mercados financieros nacionales, desde finales de mayo ha venido observándose una mayor inestabilidad. Por su parte, las condiciones de financiación del sector privado siguen sin mostrar signos de relajación, por lo que continúan siendo más estrictas de lo que correspondería al tono expansivo de la política monetaria. A pesar de que la contracción del crédito a sociedades y hogares se ha intensificado, el negativo comportamiento de sus rentas sigue dificultando el proceso de desapalancamiento de estos sectores, que continúan sujetos a un nivel de presión financiera elevado, como reflejan sus altas y crecientes tasas de morosidad.

## 5.2 El sector hogares

Entre marzo y mayo, el tipo de interés de los préstamos concedidos a las familias para adquisición de vivienda apenas varió, permaneciendo alrededor del 3,2 %, mientras que el de los fondos destinados para consumo y otros fines aumentó en 39 pb, hasta situarse en el 7,8 %. De este modo, el diferencial entre el coste de financiación y las rentabilidades de mercado utilizadas habitualmente como referencia en estos créditos se elevó 2 pb en el primero de estos segmentos y 40 pb en el segundo.

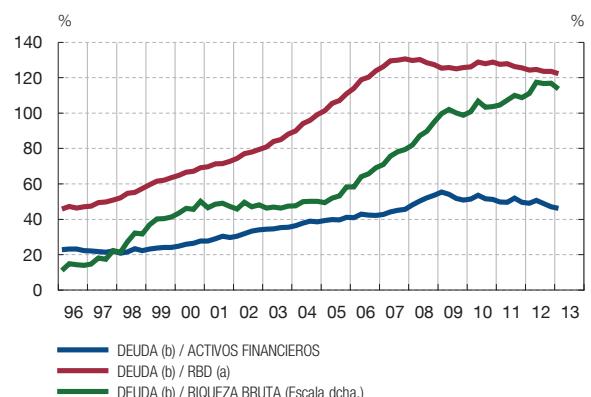
El ritmo de contracción de la deuda de las familias se intensificó entre marzo y mayo, alcanzando, en términos interanuales, el 4,3 %, 0,4 pp superior al de finales del primer trimestre. El desglose por finalidades evidencia una caída de los créditos para adquisición de vivienda del 4,5 % respecto al mismo período de 2012 (descenso 0,7 pp superior al de marzo) y del 4,1 % en los destinados a consumo y otros fines (frente al 4,6 % del primer trimestre).

La reducción de los pasivos de las familias permitió que, a pesar del comportamiento desfavorable de los ingresos del sector, la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) se redujese en el primer trimestre de 2013 (véase gráfico 24). Como resultado de esta evolución y del retroceso del tipo medio de la deuda, la carga financiera en relación con la RBD habría seguido reduciéndose. La información provisional disponible apunta a que entre marzo y junio estas tendencias se habrían prolongado. Al mismo tiempo, una vez ajustadas de estacionalidad y efectos atípicos, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las amortizaciones se mantuvieron en niveles similares a los de tres meses antes, permaneciendo por tanto el segundo de estos indicadores en registros negativos. Por su parte, la riqueza neta de los hogares apenas varió, como resultado de una revalorización de los activos financieros netos similar al retroceso del valor del patrimonio inmobiliario.

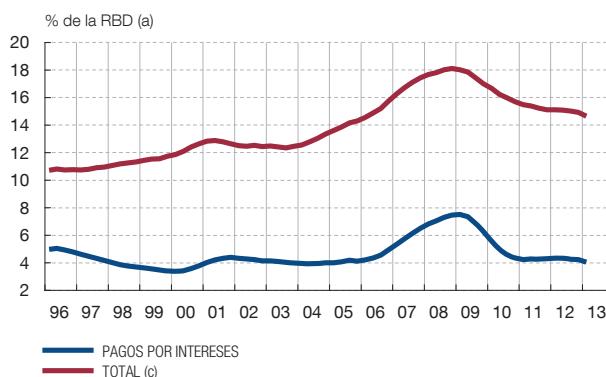
De acuerdo con las cuentas financieras, la inversión de los hogares en activos financieros volvió a ser positiva (por un importe equivalente al 0,7 % del PIB) en los tres primeros meses de 2013, aunque inferior al del trimestre previo (1,9 %). De este modo, en términos acumulados de doce meses, la desinversión del sector en este tipo de instrumentos se moderó 0,2 pp, hasta alcanzar el 1,3 % del PIB (véase cuadro 11). Destacó el incremento del saldo de sus depósitos, que volvió a concentrar el grueso de la inversión en este período (3,4 % del PIB —2 % del PIB en términos acumulados de doce meses—), la canalizada a través de las participaciones en fondos de inversión, que volvieron a presentar suscripciones netas positivas por primera vez desde el tercer trimestre de 2011, y la materializada en seguros de vida y de jubilación. En contraposición, las familias redujeron sus tenencias de valores de renta fija por un importe equivalente al 4,8 % del PIB del trimestre (2,8 % en términos acumulados de doce meses).

Por último, la ratio de morosidad del sector volvió a aumentar en el primer trimestre de 2012, hasta alcanzar el 5,1 %. El desglose por destino de los fondos refleja que en los préstamos

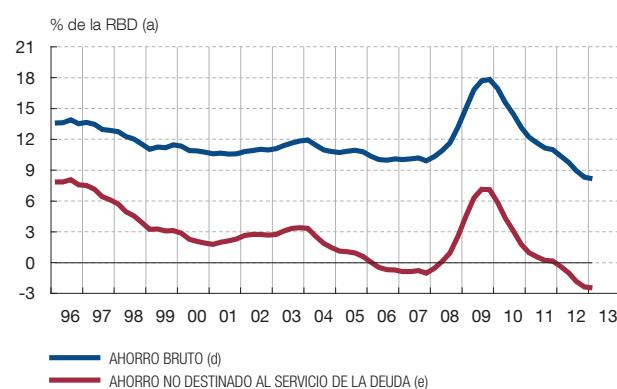
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



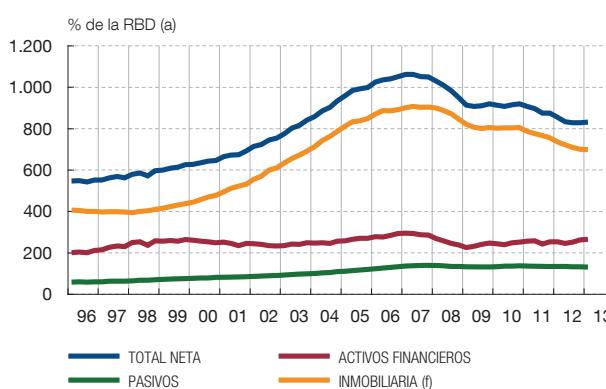
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



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

- a La serie de RBD está ajustada de estacionalidad.
- b Incluye crédito bancario y crédito titulado 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 Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

otorgados a hogares para compra de vivienda esta ratio se incrementó en 16 pb (hasta el 4,2 %), y para los destinados a consumo y otros fines lo hizo en 41 pb (hasta el 10 %).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades aumentaron entre marzo y mayo. El incremento fue más acusado en las operaciones de importe superior a un millón de euros (34 pb) que en aquellas inferiores a este importe (21 pb). Estos aumentos se han reflejado en un ascenso de la misma cuantía de los diferenciales entre los tipos bancarios y las rentabilidades interbancarias de referencia. Respecto a las otras fuentes de financiación empresarial, con datos hasta junio, tanto el coste de las emisiones de renta variable como el de las de valores de renta fija a corto plazo descendieron (239 pb y 49 pb, respectivamente), mientras que el asociado a los bonos y obligaciones aumentó ligeramente (6 pb).

Los datos más recientes sobre la financiación de las sociedades, correspondientes a mayo, muestran una intensificación en su ritmo de caída interanual, que alcanzó el 7,3 %, frente al 6,8 % de marzo. Por instrumentos, se acentuó la disminución de los préstamos otorgados por entidades residentes, que alcanzó el 9,7 % – 1,2 pp superior a la del primer trimestre –, y se registró un mayor dinamismo de los valores de renta fija, que crecieron un 9,8 % (3,8 pp más que en marzo). La información más reciente del crédito por finalidades,

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013
				III TR	IV TR
					I TR
<b>Hogares e ISFLSH</b>					
Operaciones financieras (activos)	4,6	4,2	2,2	-0,4	-1,6
Efectivo	0,3	-0,2	-0,1	0,2	-0,3
Depósitos	2,5	2,6	-0,1	-2,3	0,6
Valores de renta fija (b)	0,7	0,9	2,0	1,0	-1,4
Acciones y otras participaciones (c)	0,9	1,0	0,4	2,0	1,7
Fondos de inversión	-0,1	-1,8	-0,4	-0,9	-1,1
Reservas técnicas de seguros	0,8	0,5	-0,3	-0,2	-0,1
De las cuales:					
De vida	0,6	0,1	0,5	0,1	0,0
De jubilación	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Resto	-0,6	1,1	0,6	-0,3	-1,0
Operaciones financieras (pasivos)	-1,5	0,8	-1,1	-1,9	-2,9
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-0,3	0,1	-2,2	-3,2	-3,5
Créditos para adquisición de vivienda (d)	0,1	0,5	-1,1	-2,2	-2,3
Créditos para consumo y otros fines (d)	-0,4	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9
Resto	-1,2	0,7	1,1	1,3	0,6
<b>Sociedades no financieras</b>					
Operaciones financieras (activos)	-10,0	8,5	1,3	-0,5	-4,5
Efectivo	-0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,1
Depósitos	-0,3	0,1	-1,3	-2,1	0,0
Valores de renta fija (b)	-0,6	1,8	1,5	2,5	0,0
Acciones y otras participaciones	-0,1	3,9	0,2	-0,2	-1,0
De las cuales:					
Frente al resto del mundo	0,2	3,4	-0,1	0,7	-0,4
Crédito comercial e interempresas	-9,0	2,1	-2,0	-1,1	-3,4
Resto	0,3	0,5	3,0	0,4	-0,1
Operaciones financieras (pasivos)	-9,6	6,9	0,1	-3,4	-7,7
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-3,3	-0,8	-3,7	-5,1	-6,5
Préstamos exteriores	-0,1	1,0	0,6	-0,6	-1,4
Valores de renta fija (e)	1,3	0,6	0,5	0,4	0,7
Acciones y otras participaciones	1,7	2,9	3,8	2,5	3,0
Crédito comercial e interempresas	-8,9	2,5	-2,3	-1,0	-3,2
Resto	-0,3	0,7	1,2	0,4	-0,2
<b>PRO MEMORIA: Tasas de crecimiento interanual (%)</b>					
Financiación (f)	-0,9	0,4	-2,1	-3,9	-5,1
Hogares e ISFLSH	-0,3	0,2	-2,4	-3,6	-3,8
Sociedades no financieras	-1,4	0,6	-2,0	-4,1	-6,1

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.

referida al primer trimestre de 2013, refleja que las disminuciones del saldo vivo de la financiación bancaria fueron superiores a las de 2012 en todas las ramas de actividad<sup>12</sup>. En el sector de la construcción, con una caída del crédito de un 18,4 % (1,8 pp superior a

12 Estas cifras están corregidas del efecto de la transferencia de préstamos a la SAREB.

la de 2012), siguieron registrándose las reducciones más intensas. En la industria y los servicios inmobiliarios las tasas de retroceso alcanzaron el 9,1 % y el 9,2 %, respectivamente, mientras que en la rama de servicios no financieros ni inmobiliarios fue del 6,3 %.

Según la última ola de la Encuesta sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las Pymes en el área del Euro (SAFE, en sus siglas en inglés), el acceso a la financiación bancaria de las pymes españolas se endureció entre octubre de 2012 y marzo de 2013, aunque de forma menos acusada que en el semestre anterior. Estas empresas siguen encontrando mayores dificultades en el acceso a los recursos ajenos que sus homólogas del conjunto del área euro y, sobre todo, que las de los países con mayor calificación crediticia. Aunque este hecho está en gran parte explicado por la evolución económica más desfavorable registrada en España, responde también a la fragmentación financiera que persiste en la zona del euro, que obstaculiza la transmisión completa del actual tono expansivo de la política monetaria a los tipos de interés bancarios aplicados a las sociedades (véase recuadro 5).

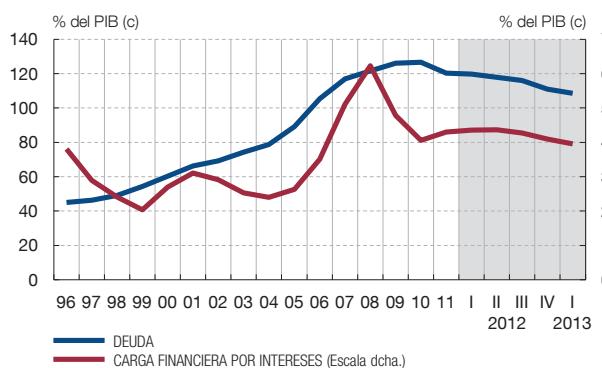
Según los datos más recientes de las cuentas financieras, correspondientes al primer trimestre de 2013, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial aumentó respecto al período anterior, alcanzando, en términos acumulados de doce meses, el 4,3 % del PIB, 1,3 pp más que en 2012. Esta evolución, unida al aumento de sus adquisiciones de acciones y participaciones en el resto del mundo, llevó a que el indicador «brecha de financiación» (que aproxima, cambiados de signo, los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión de carácter permanente) permaneciera en los niveles de hace tres meses (3,1 % del PIB).

La ratio de deuda sobre el PIB continuó descendiendo en el primer trimestre de 2013, como resultado de una caída de los pasivos exigibles más intensa que la del PIB (véase gráfico 25). Estos desarrollos, junto con la ligera reducción del coste medio de la deuda, llevaron a que la carga financiera del sector se redujese nuevamente. La información provisional disponible apunta a que entre marzo y junio estas tendencias se habrían prolongado. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa una intensificación del retroceso de la actividad y de las rentas empresariales en el primer trimestre de 2013. Concretamente, el valor añadido bruto se redujo en los tres primeros meses de 2013 un 5,8 % en términos interanuales (frente al 3,6 % registrado un año antes) y el resultado económico bruto un 9,5 % (3,6 pp más que en el mismo período de 2012). En cambio, se moderó el retroceso del resultado ordinario neto (11 %, frente al 38,1 % en 2012), gracias a la evolución positiva de ingresos y gastos financieros. De esta forma, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios cayeron hasta el 3 % y el 2,6 %, respectivamente, 6 pp y 1 pp menos que en marzo del ejercicio precedente. Este curso desfavorable de las rentas empresariales, junto con un cierto aumento de los pasivos ajenos en los primeros meses de 2013, llevó a un leve repunte de la ratio de endeudamiento en este período (para los grandes grupos empresariales, sin embargo, este indicador descendió, como resultado de una reducción de los pasivos ajenos superior al descenso de los excedentes). La carga financiera también mostró un incremento moderado para las empresas de esta muestra, pues la disminución registrada por los gastos financieros en el primer trimestre fue algo menor que la de la suma de los excedentes ordinarios brutos y los ingresos financieros. Como resultado de estos desarrollos, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo aumentaron respecto a tres meses antes y continúan en niveles históricamente elevados. Por su parte, los analistas prevén una continuación de las caídas de los beneficios de las empresas cotizadas en el corto plazo, aunque a un ritmo mucho más

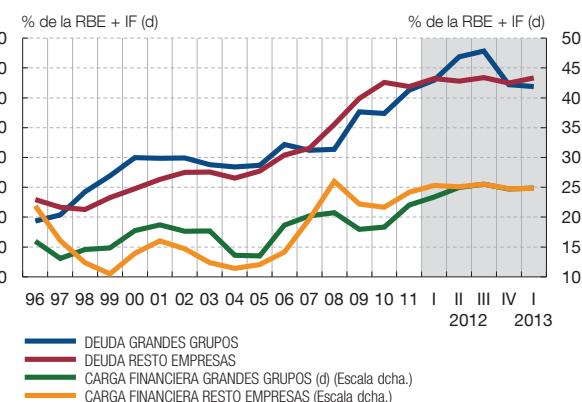
## INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 25

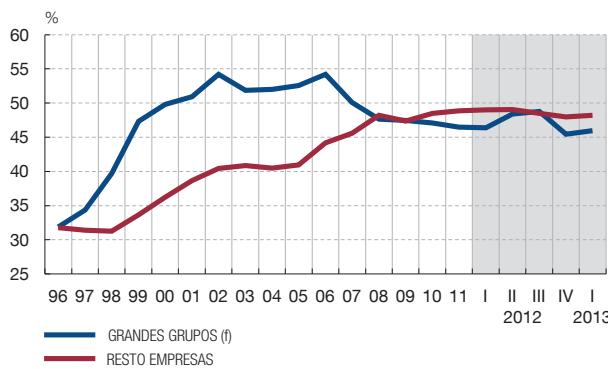
### DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



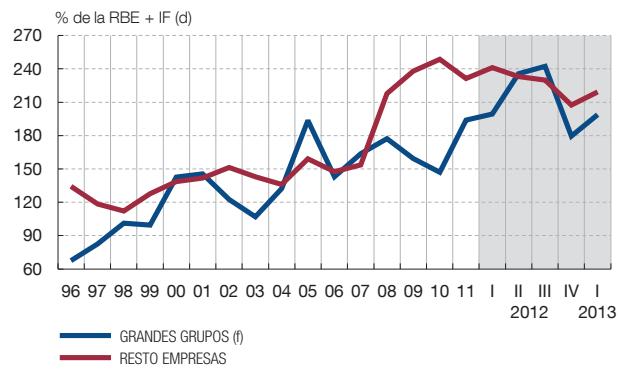
### DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



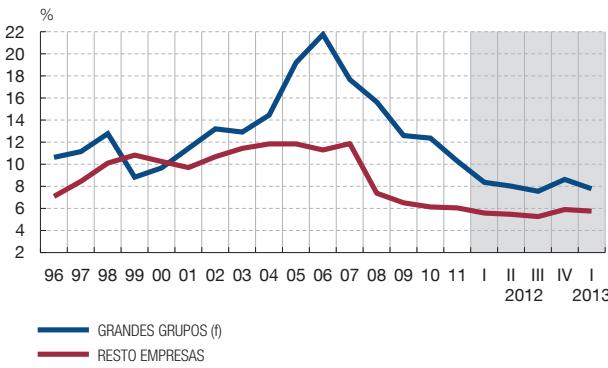
### DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



### 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 Central de Balances se han construido hasta 2011 con la información de la CBT. 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.

El acceso de las sociedades a recursos ajenos constituye un elemento fundamental tanto para la creación de nuevas empresas como para la supervivencia y expansión de las ya existentes. Este se ha endurecido notablemente en los últimos años, a raíz de los cambios registrados en el contexto económico financiero, tal y como revela la Encuesta sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las Pymes en el Área del Euro (SAFE, en sus siglas en inglés)<sup>1</sup>.

Como puede observarse en el gráfico 1, de acuerdo con la SAFE, en los últimos años las pymes del área del euro han percibido un deterioro en su acceso a financiación bancaria, generalizado por países, pero más acusado en España que en el conjunto de la UEM y, sobre todo, que en los países con mejor calificación crediticia de su deuda pública (Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos). Así, desde el período de creación de esta encuesta (el primer semestre de 2009), el porcentaje neto de pymes españolas que ha reportado un endurecimiento en este aspecto<sup>2</sup> ha estado persistentemente por encima del registrado para el conjunto de la UEM (entre cinco y diez puntos porcentuales desde septiembre de 2010, llegando a alcanzar los 18 pp en el primer semestre de 2009), alejándose aún más del grupo de países con calificación crediticia AAA. De hecho, en estos últimos, la proporción de pymes que reporta un tensionamiento se ha tendido a situar muy próxima a cero a lo largo de todo el período analizado. Asimismo, una comparación por tamaños pone de manifiesto que las empresas pequeñas y medianas han percibido mayores cambios en la disponibilidad de las entidades a conceder financiación que las sociedades de mayor dimensión, tanto en España como en el conjunto de la UEM. Los datos más recientes, referentes al semestre comprendido entre octubre de 2012 y marzo de 2013, reflejan una moderación del deterioro del acceso a créditos bancarios, algo más marcada en España que en el conjunto de la UEM. Así, el porcentaje de pymes españolas que informaron sobre un tensionamiento en este aspecto descendió hasta el 17%, la cifra más reducida de toda la serie histórica (e idéntica a la que se observó en el período comprendido entre abril y septiembre de 2011), desde el 30% registrado entre marzo y septiembre de 2012, cuando España se vio fuertemente afectada por las tensiones derivadas de la crisis de la deuda soberana.

Uno de los factores que ha desempeñado un papel más relevante a la hora de explicar el deterioro comparativamente más acusado del acceso a la financiación de las pymes españolas es el contexto económico más desfavorable en el que han operado estas empresas en relación con el conjunto de la UEM. Así, en las últimas cinco ediciones de la SAFE el porcentaje neto de pymes que reportó un descenso en sus ventas se mantuvo en torno al 40% y el correspondiente a aquellas que indican que disminuyeron sus beneficios osciló entre el 50% y el 60%, valores muy altos y claramente superiores tanto a los de las sociedades de la zona del euro como sobre todo a las del grupo con calificación AAA, y también más elevados que los registrados para las empresas españolas de mayor dimen-

sión. Los datos más recientes para el período comprendido entre octubre de 2012 y marzo de 2013 reflejan un deterioro más moderado que en el semestre previo, si bien el porcentaje neto de pymes españolas que reportan un retroceso de sus ventas o sus beneficios sigue siendo elevado, y superior al registrado en la UEM.

Al analizar la percepción de las pymes acerca de la incidencia que algunos factores han ejercido sobre la concesión de préstamos se alcanzan conclusiones similares (véase gráfico 4). Así, de acuerdo con las respuestas de las empresas encuestadas, en todo el período analizado el deterioro de la situación económica general ha sido el factor que ha desempeñado un papel más relevante a la hora de explicar el endurecimiento del acceso a financiación bancaria, seguido de las perspectivas específicas sobre la empresas y la disposición de las entidades de crédito a conceder nuevos préstamos. Sus homólogas de la UEM, y especialmente aquellas que desarrollan su actividad en los países con máxima calificación crediticia, han percibido una incidencia menor de estos factores sobre el acceso al crédito. Los datos más recientes reflejan un deterioro menos intenso que en semestres anteriores en los tres factores analizados, aunque todavía notable y más acusado que en el conjunto de la zona del euro y, sobre todo, que en los países con mejor calificación crediticia.

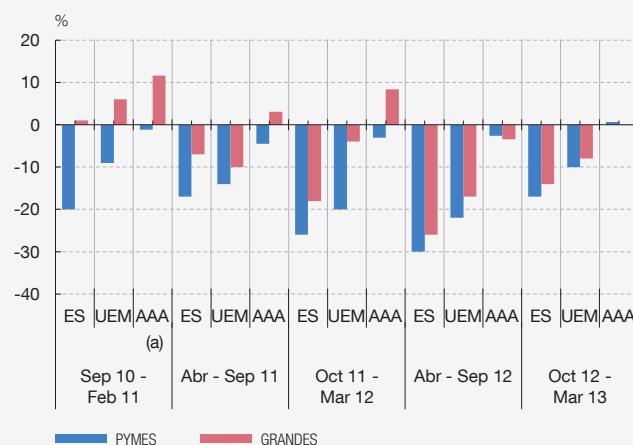
Al analizar las condiciones aplicadas por las entidades en los préstamos bancarios, se observa que desde comienzos de 2009 las pymes españolas han percibido un mayor endurecimiento de aquellas, tanto en lo relativo a los costes (véase gráfico 5) como respecto a la cantidad disponible, plazos de vencimiento o garantías requeridas (véase gráfico 6). También en este caso es en los cuatro países con la calificación crediticia más elevada en los que se ha observado una evolución comparativamente más favorable. Los resultados de la última oleada para España recogen un endurecimiento de las condiciones de oferta menos acusado que en el semestre anterior (tanto en términos de costes como de cantidades concedidas y de garantías requeridas). En cualquier caso, como resultado del tensionamiento acumulado desde el inicio de la crisis, las pymes españolas siguen enfrentándose a unas condiciones crediticias mucho más estrictas que las sociedades del área del euro y, en especial, que las de los países con mayor calificación crediticia. Como ya se ha comentado, ello se debe, en parte, a la situación cíclica más desfavorable de la economía española, que se traduce en unas primas de riesgo más elevadas. No obstante, las diferencias observadas respecto al resto de la UEM (y, en particular, en relación con los países con calificación AAA) difícilmente pueden justificarse únicamente por este factor, y están en parte ligadas a los problemas de fragmentación del sistema financiero de la zona del euro, que dificultan la transmisión completa del tono expansivo de la política monetaria a los costes de financiación de las empresas españolas.

En resumen, los resultados más recientes de la SAFE recogen una moderación del deterioro percibido por las pymes españolas en su acceso a la financiación y en las condiciones crediticias aplicadas por las entidades. Aunque el tensionamiento comparativamente elevado registrado en España en relación con la UEM en los últimos años está en gran parte asociado al contexto económico más desfavorable, responde también a los problemas de fragmentación que persisten en los mercados financieros de la zona del euro.

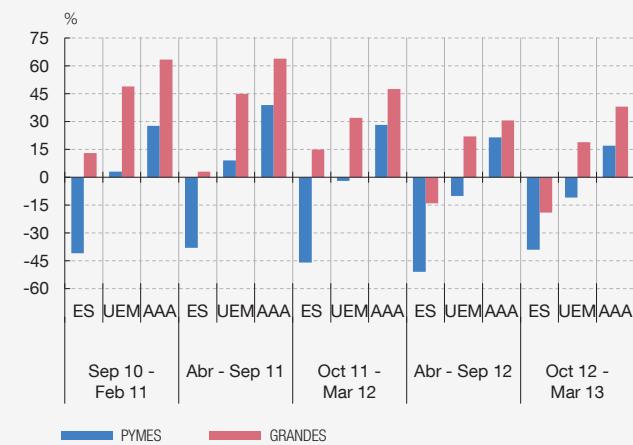
1 Esta encuesta tiene periodicidad semestral, y se realiza sobre una muestra de unas 8.000 sociedades domiciliadas en la UEM, de las cuales aproximadamente 1.000 son españolas. La mayoría de las empresas encuestadas son pymes, aunque también se incluye un grupo de sociedades de mayor tamaño.

2 Diferencia entre la proporción que reporta una menor disponibilidad de préstamos bancarios y el porcentaje que indica lo contrario.

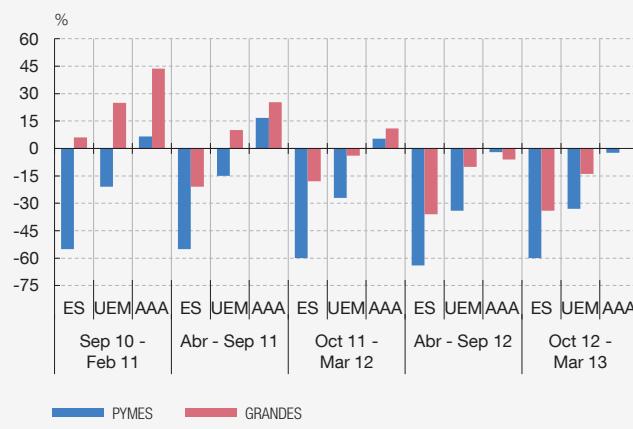
1 EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO (b)



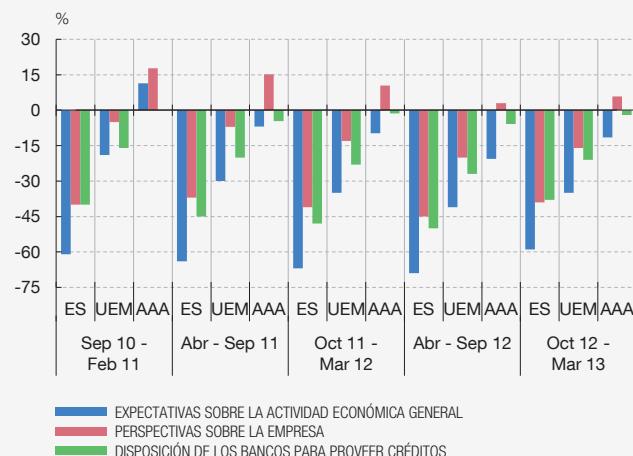
2 EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS. DESGLOSE POR TAMAÑO (c)



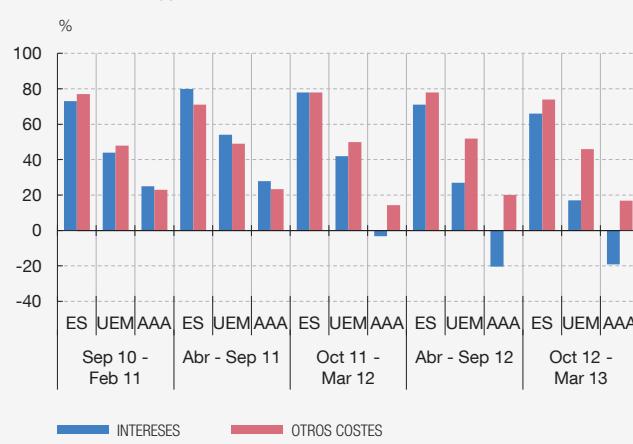
3 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS. DESGLOSE POR TAMAÑO (c)



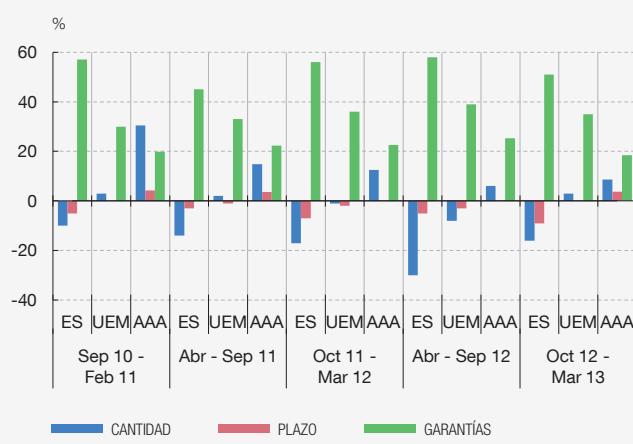
4 FACTORES CONDICIONANTES DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA. PYMES (b)



5 EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN BANCARIA. COSTES. PYMES (c)



6 EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN BANCARIA. OTRAS CONDICIONES. PYMES (c)

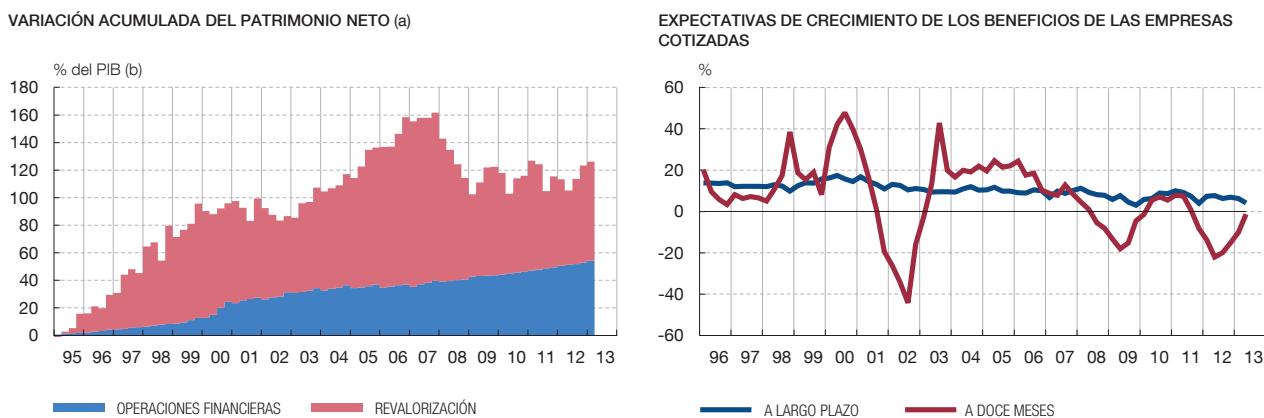


FUENTE: Banco Central Europeo.

a) Países con calificación AAA, aquí considerados: Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.

b) Porcentaje de empresas que señalan una mejora menor el de las que señalan un deterioro.

c) Porcentaje de empresas que señalan un aumento menor el de las que señalan un descenso.



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

- a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.  
 b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

moderado del que anticipaban hace tres meses, mientras que las expectativas correspondientes a horizontes más largos han empeorado ligeramente (véase gráfico 26).

Por último, la proporción de préstamos dudosos de las sociedades no financieras apenas varió en el primer trimestre de 2013, situándose en el 16 %, frente al 16,1 % de tres meses antes. Esto se debió a que la ratio de morosidad se redujo 19 pb en la rama de construcción y servicios inmobiliarios, situándose en el 28,1 %, retroceso que está ligado a la transferencia de créditos a la SAREB de las entidades del grupo<sup>13</sup> (y que no refleja, por tanto, una mejoría genuina de la situación patrimonial de estas empresas), mientras que en el resto de ramas se elevó 56 pb (hasta el 9,3 %).

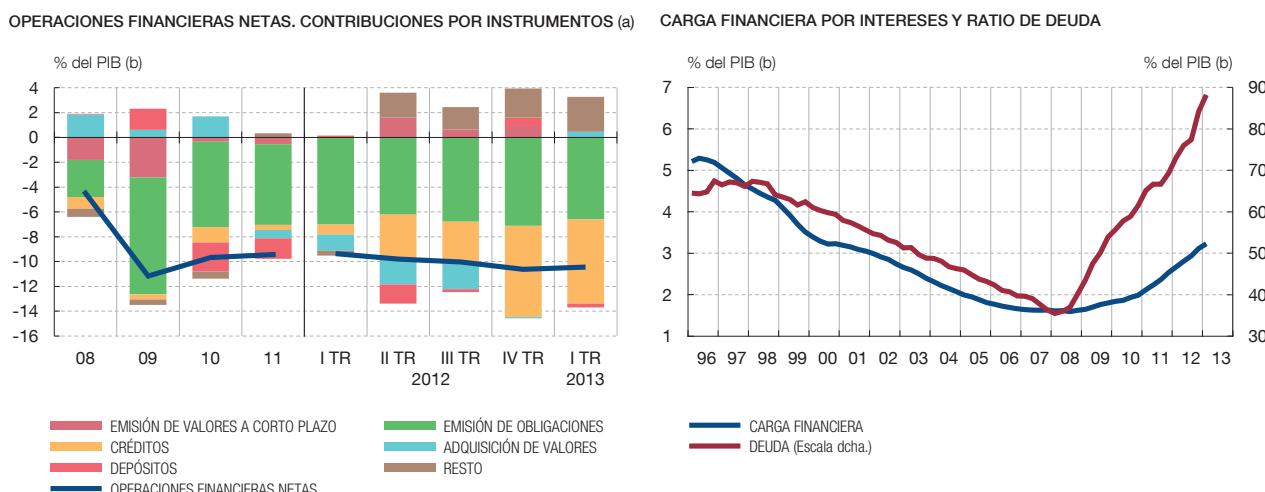
#### 5.4 Las Administraciones Públicas

En el primer trimestre de 2013, según las cuentas financieras, las necesidades de financiación de las AAPP disminuyeron ligeramente (0,2 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses), por lo que continúan en registros elevados (10,4 % del PIB) (véase cuadro 10). Hay que tener en cuenta que parte de este déficit (4 pp) está asociado a las inyecciones de fondos realizadas en las instituciones financieras en diciembre de 2012 y en febrero de 2013, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital.

Como es habitual, en el primer trimestre de 2013 la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que se obtuvieron fondos equivalentes al 14 % del PIB de este período. En términos acumulados de doce meses, los recursos obtenidos mediante estos instrumentos alcanzaron el 6,6 % del PIB, 0,5 pp menos que en diciembre (véase gráfico 27). Por otra parte, la captación de recursos a través de valores de corto plazo fue del 0,9 % del PIB del trimestre, y la obtenida mediante créditos, del 0,6 %. Este importe incluye el segundo préstamo del MEDE al FROB en el marco de ayudas concedidas para la recapitalización de algunas entidades financieras<sup>14</sup>. Por el lado del activo, en términos acumulados de doce meses, destacó la inversión en valores, que fue positiva por primera vez desde el tercer trimestre de 2011 y alcanzó una cuantía equivalente al 0,4 % del PIB.

13 Este grupo lo constituyen Caja3, Banco Mare Nostrum, Banco CEISS y Liberbank. Son entidades que han necesitado ayuda pública para cubrir su déficit de capital, pero que no estaban participadas mayoritariamente por el FROB antes de las pruebas de resistencia al sector bancario.

14 En febrero, el MEDE realizó un préstamo al FROB por un importe de 1,9 mm, destinado a la recapitalización del denominado «grupo 2».



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 financiación de las AAPP siguió mostrando un elevado dinamismo, creciendo en mayo, en términos interanuales, un 19,3 %, 0,2 pp más que en marzo. Por instrumentos, esta evolución resultó del mayor avance de los valores a corto plazo, que, en términos interanuales, pasaron a presentar una tasa de crecimiento positiva (del 8,1 %), así como de la aceleración de los instrumentos de renta fija a largo plazo (del 17,2 %, 4,7 pp más que al cierre del primer trimestre) y del menor aumento de los créditos recibidos (32,4 %, frente al 59,6 % de dos meses antes). Estos dos últimos desarrollos están ligados, en gran medida, a la conversión de parte del préstamo sindicado del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores en bonos a finales de mayo.

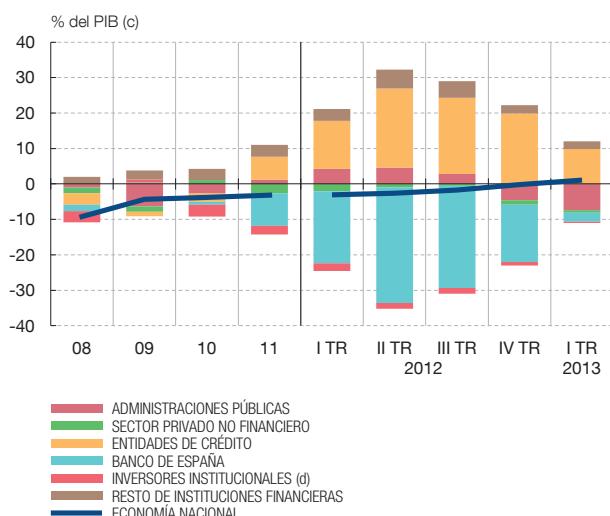
El desglose por tenedores muestra que los hogares y sociedades fueron el único sector que, en términos netos, adquirió valores del Estado en abril, período en el que la emisión neta de este tipo de títulos fue negativa. En cambio, las entidades de crédito, que habían incrementado sus tenencias de este tipo de títulos en los tres meses anteriores, pasaron a reducirlas. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la contracción de la actividad, se ha traducido en nuevos aumentos de la ratio de endeudamiento, que alcanzó el 88,2 % del PIB en marzo (4 pp más que en diciembre de 2012), mientras que la carga financiera apenas varió, situándose en el 3,1 % del PIB.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

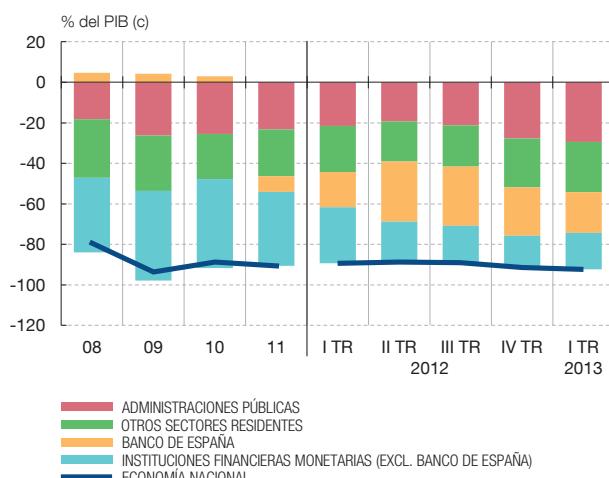
De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el primer trimestre de 2013 la economía española presentó una necesidad de financiación del 0,4 % del PIB del trimestre. No obstante, en términos acumulados de doce meses, la capacidad de financiación aumentó 1,3 pp, pasando de este modo a situarse en registros positivos (del 1 % del PIB) (véase cuadro 10). Este incremento resultó del aumento del saldo acreedor de las sociedades no financieras y, en menor medida, de los hogares, de la reducción del de las instituciones financieras y del descenso de la posición deudora de las AAPP.

En el primer trimestre de 2013, la entrada neta de capitales, excluyendo las operaciones del Banco de España, fue superior a las necesidades de financiación de la econo-

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 contrapartida.

c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

d Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

mía, lo que llevó a un descenso del saldo deudor de este último frente al resto del mundo. De este modo, en términos acumulados anuales, los pasivos canalizados a través del banco central disminuyeron sustancialmente, hasta situarse en el 2,5 % del PIB, 13,7 pp menos que en 2012 (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a abril, revela que en este período los no residentes redujeron su exposición a la economía española (excluyendo el Banco de España), por un importe algo inferior a la desinversión en activos foráneos de los residentes. Estos desarrollos, junto con la capacidad de financiación de la economía española, se reflejaron en un nuevo descenso de la posición deudora del Banco de España frente al exterior.

El detalle por instrumentos muestra que en los tres primeros meses de 2013 el grueso de los fondos captados del exterior se canalizó a través de los mercados interbancarios (tanto a través de operaciones bilaterales como de cámaras contrapartida central) y ascendió al 13,6 % del PIB del trimestre. En términos acumulados de 12 meses siguieron observándose desinversiones, aunque mucho más modestas que en 2012 (véase cuadro 12). Asimismo, destacó la inversión foránea en acciones y otras participaciones emitidas por los agentes nacionales (y, en concreto, por las sociedades no financieras), así como la inversión directa del exterior en España, que representaron un 3,6 % y un 4,2 % del PIB trimestral, respectivamente, y aumentaron en términos anuales hasta el 3,7 % en el primer caso y el 2,6 % en el segundo. Por otra parte, el flujo de fondos canalizado a través de créditos ascendió al 1 % del PIB trimestral, cuantía que incluye el préstamo concedido por el MEDE al FROB en el marco de las ayudas concedidas para la recapitalización de algunas entidades financieras. En contraposición, se registró una desinversión en valores de renta fija por un importe equivalente al 0,6 % del PIB, que se concentró en el sector de las otras instituciones financieras no monetarias (las AAPP, en cambio, captaron fondos del exterior por esta vía).

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN  
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 12

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013
				III TR	IV TR
Operaciones financieras netas	-4,3	-3,8	-3,2	-1,7	-0,2
Operaciones financieras (activos)	-0,6	-3,6	2,0	1,0	2,5
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-3,3	-1,4	0,1	0,7	0,6
<i>De los cuales:</i>					
Interbancario entidades de crédito	-1,7	-1,3	0,0	0,5	0,2
Valores distintos de acciones	0,0	-7,3	-1,1	-2,5	-1,2
<i>De los cuales:</i>					
Entidades de crédito	1,2	-3,2	1,3	-0,4	1,3
Inversores institucionales	-1,0	-4,1	-2,2	-1,8	-1,5
Acciones y otras participaciones	1,6	3,1	0,6	0,7	0,4
<i>De los cuales:</i>					
Sociedades no financieras	0,2	3,3	-0,1	0,6	-0,4
Inversores institucionales	0,6	0,5	-0,4	-0,1	0,4
Préstamos	0,3	1,0	2,1	1,4	1,6
Operaciones financieras (pasivos)	3,7	0,1	5,2	2,7	2,7
Depósitos	-0,5	-0,5	8,8	12,7	0,6
<i>De los cuales:</i>					
Interbancario entidades de crédito (b)	0,7	-7,4	-3,6	-5,4	-5,3
Cesiones temporales entidades de crédito (c)	0,1	5,8	2,8	-8,6	-8,1
Interbancario Banco de España (posición intrasistema)	-0,8	0,2	10,6	29,1	14,7
Valores distintos de acciones	3,5	-2,7	-7,2	-13,4	-5,3
<i>De los cuales:</i>					
Administraciones Públicas	5,2	1,9	-1,0	-3,1	0,7
Entidades de crédito	1,0	-1,8	-2,7	-5,7	-4,0
Otras instituciones financieras no monetarias	-2,7	-2,9	-3,4	-4,6	-2,0
Acciones y otras participaciones	1,0	2,1	2,6	2,6	3,4
<i>De los cuales:</i>					
Sociedades no financieras	0,4	2,3	2,7	2,5	3,1
Préstamos	0,2	1,4	0,9	0,7	4,0
Otros neto (d)	-1,1	-1,1	-0,3	-0,6	-0,8
PRO MEMORIA					
Inversión directa de España en el exterior	0,9	2,7	2,7	1,2	-0,3
Inversión directa del exterior en España	0,7	2,9	2,8	2,1	2,6

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, en el primer trimestre los sectores residentes incrementaron sus tenencias de activos frente al resto del mundo por un importe equivalente al 0,5 % del PIB trimestral (0,6 % en términos acumulados de doce meses). La inversión en el exterior se concentró en acciones y otras participaciones (4,7 % del PIB) y créditos (1,1 % del PIB). Para los valores de renta fija se registró una pauta contractiva (se observaron desinversiones por una cuantía equivalente al 1,7 % del PIB —1,4 % en términos acumulados de cuatro trimestres—). De este modo, la inversión directa de España en el exterior se incrementó hasta el 2,6 % del PIB trimestral (0,5 % del PIB, en términos acumulados anuales).

Como resultado de los flujos financieros transfronterizos y de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo equivalía al 92,4 % del PIB en marzo de 2013, 1 pp más que a finales de 2012, de acuerdo con los datos procedentes de la Balanza de Pagos (véase gráfico 28). Por sectores, esta evolución resultó del aumento del saldo deudor de las instituciones financieras monetarias (excluyendo el Banco de España) y, en menor medida, de las AAPP, que fue parcialmente compensado por el descenso de la posición deudora del Banco de España, mientras que los activos netos del sector privado no financiero apenas variaron.

18.7.2013.

