

Evolución del sector real de la economía española

Según la estimación de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) a finales de mayo, el PIB de la economía española aumentó un 0,4 % en tasa intertrimestral en los tres primeros meses de este año, dos décimas más que en el último trimestre de 2013. En términos interanuales, el PIB creció un 0,5 %, en contraste con la caída del 0,2 % del trimestre previo.

La composición del crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre se reorientó hacia la demanda nacional, que experimentó un incremento del 1 %, frente a la caída del 0,3 % en el trimestre precedente, mientras que la aportación del saldo exterior neto se redujo en 1,1 puntos porcentuales (pp), hasta –0,6 pp. En el comportamiento de la demanda nacional tuvo un papel importante el aumento del 4,4 % del consumo público, en contraste con la caída del 3,9 % del último trimestre de 2013. Por el contrario, el gasto en otras construcciones, componente muy vinculado también al gasto público, descendió un 5,1 % (tras el aumento del 1 % del cuarto trimestre). Los componentes de la demanda privada tuvieron un comportamiento similar al del período precedente. Así, el consumo privado aumentó un 0,4 % —una décima menos que en los dos trimestres anteriores—, la inversión en equipo se aceleró en siete décimas, hasta el 2,4 %, y la inversión residencial en cuatro, hasta el –1 %. La aportación negativa de la demanda externa se explica tanto por el retroceso de las exportaciones como por el repunte de las importaciones, hasta el 1,5 %.

La moderación interanual en el ritmo de descenso del empleo (hasta el –0,3 %, frente al –1,6 % del trimestre precedente) fue más intensa que la aceleración de la actividad, por lo que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo se redujo en 0,7 pp, hasta el 0,8 %. La remuneración por asalariado descendió un 0,1 % interanual, con lo que los costes laborales unitarios para el total de la economía retornaron a una tasa interanual negativa (–0,9 %).

Los indicadores coyunturales referidos al segundo trimestre de 2014 apuntan, en general, a una prolongación de la trayectoria de paulatina recuperación de la actividad. Por lo que respecta al consumo privado (véase gráfico 1), la información más reciente, aún incompleta, apuntaría a un nuevo aumento intertrimestral. Entre los indicadores cualitativos referidos a mayo, el índice de confianza de los hogares elaborado por la Comisión Europea experimentó un avance, mientras que el correspondiente a los comerciantes minoristas permaneció estable, aunque en ambos casos alcanzaron niveles superiores a los del promedio del primer trimestre. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares incrementaron en mayo su tasa de variación intermensual hasta el 5,1 %. El aumento interanual fue del 26,3 %, similar al promedio del primer trimestre. Por último, con información hasta abril, las ventas interiores no financieras de las grandes empresas y el índice de comercio al por menor, sin estaciones de servicio, aumentaron su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 3,2 % y el 0,3 %, respectivamente, en términos de la serie deflactada y corregida de estacionalidad.

De acuerdo con la información más reciente, la inversión en bienes de equipo habría continuado su senda expansiva (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Entre los indicadores cualitativos, tanto el referido al clima industrial como a la valoración de la cartera de pedidos en el conjunto de ramas destinadas a la producción de bienes de equipo de la Encuesta de Coyuntura Industrial mejoraron en mayo. Asimismo, el indicador PMI de bienes

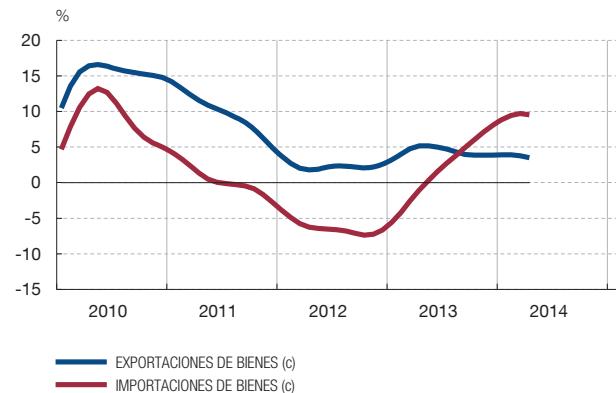
INDICADORES DE CONSUMO



INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



INDICADORES DE INDUSTRIA



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

- a Tasas interanuales sobre tendencia.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

de equipo experimentó un incremento de más de dos puntos en ese mismo mes. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga descendieron ligeramente en mayo (en tasa intermensual ajustada de estacionalidad), si bien crecieron casi un 50 % con respecto al mismo mes de 2013. Con información más desfasada, el índice de producción industrial de bienes de equipo experimentó en abril un crecimiento intermensual del 2 % (en términos de la serie corregida de efectos calendario y de estacionalidad), que situó su ritmo de variación interanual en el 7,2 %. Finalmente, de acuerdo con la Agencia Tributaria (AEAT), las ventas de bienes de equipo de las grandes empresas crecieron en abril a una tasa similar a la del primer trimestre.

La información relativa a la inversión en construcción apunta a la prolongación en los últimos meses de la tónica de ralentización de su ritmo de contracción. Por lo que respecta a los indicadores de consumos intermedios, la producción de materiales de construcción mantuvo una variación interanual positiva en abril y el consumo aparente de cemento prolongó, en el mismo mes, la ralentización de su ritmo de caída. A su vez, los indicadores contemporáneos referidos al empleo confirmaron la dinámica menos desfavorable de la última etapa. Las afiliaciones a la Seguridad Social corregidas de efectos estacionales se stabilizaron en mayo, tras haber registrado tasas levemente positivas en los dos últimos meses, y el paro registrado intensificó su ritmo de reducción interanual, hasta el 17,9 %.

En cuanto a los indicadores adelantados, los visados de obra nueva de edificación residencial mostraron en el primer trimestre una caída interanual similar a la de finales de 2013, en términos tanto del número de visados como de la superficie total visada. Por su parte, la licitación oficial en obra civil intensificó en el primer trimestre la trayectoria de avances que viene mostrando desde el pasado verano.

De acuerdo con las cifras de Aduanas, en el mes de abril tanto las exportaciones reales de bienes como las importaciones registraron caídas interanuales, del 2,1 % y del 1,4 %, respectivamente, si bien dichas tasas estarían sesgadas a la baja por el diferente calendario de la Semana Santa, que el año pasado se celebró en marzo, mientras que en el actual ejercicio ha tenido lugar en abril. En el promedio de esos dos meses, las exportaciones reales descendieron el 1,6 % interanual, mientras que las importaciones se incrementaron en el 9,1 %. Por grupos de productos, las ventas de bienes de equipo retrocedieron en abril, tras los abultados crecimientos de los meses anteriores, y las exportaciones de bienes de consumo mostraron también un descenso, mientras que las ventas de bienes intermedios repuntaron. Atendiendo al destino geográfico, las exportaciones reales dirigidas a la UE se debilitaron, registrando una caída interanual del 1,9 %, mientras que el ritmo de descenso de las ventas reales no comunitarias se recortó hasta el 2,5 %. En la vertiente importadora, la desaceleración fue bastante generalizada, si bien las compras reales de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero siguieron mostrando un elevado dinamismo. En el conjunto del primer cuatrimestre, el déficit comercial ascendió a 8,6 mm —un 52 % superior al de igual período del año precedente—, como resultado de la disminución del superávit no energético (hasta 6,2 mm), que más que compensó la reducción del déficit energético (que se situó en 14,9 mm de euros).

Los principales indicadores del turismo han seguido mostrando una evolución favorable en el período más reciente. La Encuesta de Ocupación Hotelera muestra un aumento en el número de pernoctaciones hoteleras realizadas por los viajeros extranjeros del 10,5 % interanual en abril, frente al 1,4 % del mes anterior, si bien estas tasas también están muy influidas por el diferente calendario de la Semana Santa en 2013 y 2014. En el promedio de marzo y abril, el incremento interanual de pernoctaciones fue del 6,3 %. Por su parte, según los datos de la encuesta de movimientos turísticos en fronteras (Frontur), las llegadas de turistas no residentes alcanzaron en abril los 5,2 millones, lo que supone una tasa de crecimiento interanual de 13,2 % (del 7,5 % conjuntamente en marzo y abril). Finalmente, atendiendo a la última encuesta de gasto turístico (Egatur), el gasto nominal de los turistas creció un 6,6 % interanual en marzo, fruto del incremento de su gasto medio, mientras que el número de turistas —afectado de nuevo por el efecto del calendario de la Semana Santa— aumentó levemente.

Los datos de avance de la Balanza de Pagos más recientes, referidos a marzo, indican una necesidad de financiación de la nación en ese mes de 0,2 mm de euros, frente a la capacidad de financiación de 1,4 mm en marzo del año anterior. Esta evolución fue el resultado del comportamiento de la balanza por cuenta corriente, que registró un déficit de 1,8 mm, en contraste con el superávit de 1 mm del mismo mes de 2013. Ello reflejó el empeoramiento del saldo de la balanza comercial y, en menor medida, la ampliación del déficit de transferencias, mientras que, por el contrario, se produjeron un aumento del superávit de la balanza de servicios y una ligera corrección del déficit de rentas. Por su parte, el saldo de la cuenta de capital registró un superávit de 1,6 mm, superior en 1,3 mm al de marzo de 2013.

Desde la óptica de la oferta, los indicadores referidos a la industria apuntan, en conjunto, a un tono más expansivo de la actividad del sector en el segundo trimestre (panel inferior

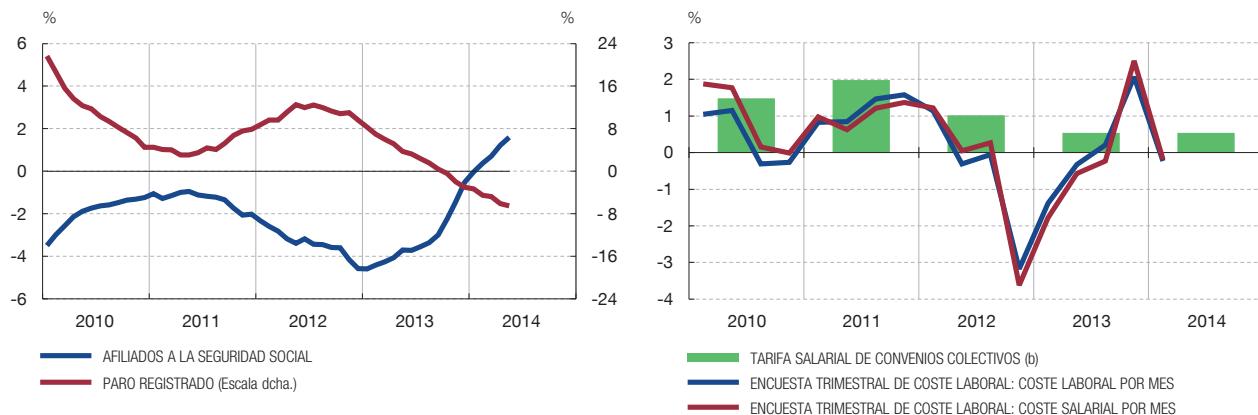
derecho del gráfico 1). En mayo, los principales indicadores cualitativos experimentaron una mejoría. En concreto, la encuesta de opinión de la Comisión Europea y la Encuesta de Coyuntura Industrial experimentaron avances, que vinieron acompañados de un comportamiento más favorable de las expectativas sobre la producción y la cartera de pedidos. Por su parte, el PMI de manufacturas continuó su trayectoria positiva, situándose en terreno expansivo por sexto mes consecutivo, como resultado de la contribución de la mayoría de sus componentes, si bien los nuevos pedidos destinados a la exportación y el empleo moderaron su ritmo de expansión. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, los afiliados a la Seguridad Social en el sector industrial mostraron en mayo un leve incremento en términos intermensuales (con una tasa sobre la serie desestacionalizada del 0,1 %, igual a la de los cuatro meses anteriores), que situó el avance interanual en 0,1 %, la primera tasa positiva desde mayo de 2008. Por último, en línea con lo anticipado por las encuestas, la reactivación de la actividad industrial se ha ido consolidando en los últimos meses. Con información hasta abril, el índice de producción industrial corregido de estacionalidad creció en torno al 1,5 % intermensual en ese mes (la tasa media de marzo y abril fue del 0,8 %) y el ritmo de expansión interanual del índice repuntó hasta el 4,3 %. También en este caso, la mejora del indicador fue generalizada por componentes, destacando el significativo avance de los bienes de equipo y de los de consumo, impulsado por la producción de automóviles.

Los indicadores referidos al sector servicios apuntan, en conjunto, también a una evolución más favorable en el segundo trimestre, donde se observa un mejor registro del empleo y un leve empeoramiento de la información cualitativa. Así, el indicador PMI del sector disminuyó levemente en mayo —si bien mantuvo un nivel superior al del promedio del primer trimestre—, al igual que el índice de confianza de la Comisión Europea. Por su parte, los afiliados a la Seguridad Social en esta rama aumentaron, en mayo, un 0,3 %, en tasa intermensual corregida de estacionalidad, elevando su ritmo interanual, hasta el 2,3 %, en tanto que el paro registrado en el sector intensificó su caída, hasta el 4,9 % interanual en mayo (3,9 % en abril). Finalmente, con información más retrasada, el indicador de actividad del sector servicios aumentó un 1,4 % intermensual en abril, y un 0,3 % en el promedio del bimestre marzo-abril.

La información relativa a la evolución del conjunto del mercado de trabajo prolonga la tendencia positiva observada en los últimos meses. Por un lado, las afiliaciones a la Seguridad Social se incrementaron en mayo en 51.000 personas (en términos ajustados de estacionalidad), con un crecimiento intermensual del 0,3 %, similar al observado en abril, y que eleva su tasa de variación interanual hasta el 1,6 %, tras el 1,2 % del mes precedente (véase gráfico 2). Esta mejoría de la afiliación en mayo fue bastante generalizada por ramas, afectando especialmente a la de servicios de mercado, con un incremento del 2,3 %, así como al agregado que aproxima a las Administraciones Públicas (AAPP), con un aumento del 2,2 %¹. También los datos de contratación en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) tuvieron una evolución favorable, con un incremento de la cifra de nuevos contratos del 13,7 % en mayo (20,9 % en el caso de los contratos indefinidos). Por su parte, el desempleo mantuvo la tónica de descensos de los últimos meses, con una caída de casi 38.000 personas (-0,8 %) respecto al mes de abril, en términos ajustados de estacionalidad. Esta evolución situó la caída interanual del número de desempleados inscritos en el -6,5 %.

Por lo que respecta a la información de las AAPP, las cifras más recientes sobre la ejecución presupuestaria en términos de Contabilidad Nacional (CN) se refieren al agregado

¹ Este agregado es la suma de las secciones de las AAPP y Defensa, Educación, y Sanidad y Servicios Sociales del Régimen General, y una vez excluidos los cuidadores no profesionales.



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

a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2014.

consolidado de Administración Central, Seguridad Social y Comunidades Autónomas (CCAA) hasta marzo. Este agregado presentó en los tres primeros meses del año un déficit del 0,7 % del PIB (0,8 % en el mismo período de 2013). Por subsectores, la Administración Central y las CCAA registraron déficits del 0,75 % y del 0,25 % del PIB, respectivamente, mientras que la Seguridad Social presentó un superávit del 0,32 % del PIB.

Se dispone de información más adelantada relativa al mes de abril. Por una parte, la recaudación de los impuestos compartidos por el Estado y las Administraciones Territoriales en términos homogéneos (caja ajustada por la AEAT de efectos calendario y otros) creció en términos interanuales un 4,4 % entre enero y abril (6,9 % sin ajustar de estos efectos), frente al 4 % registrado hasta marzo (6,3 % sin ajustar), como resultado del impacto de las medidas normativas adoptadas y de una evolución algo más favorable de las bases impositivas. Por otro lado, dentro del gasto del subsector Estado, según la CN destaca la reducción del consumo público, del 4,4 % hasta abril (-5,3 % en el primer trimestre) y, en menor medida, de la inversión pública (-1,1 % frente a -2,1 % en el primer trimestre). No obstante, el aumento del pago de intereses de la deuda y de las subvenciones en enero-abril con respecto al mismo período del año previo determinó un aumento del gasto del Estado en el primer cuatrimestre del año (1,2 %). Por su parte, el gasto en prestaciones sociales, de acuerdo con los datos de caja de la Seguridad Social disponibles hasta abril, continúa en la senda de desaceleración de los últimos trimestres, en particular por las reducciones de los pagos por prestaciones por desempleo, que se contrajeron un 14,5 % en enero-abril en tasa interanual (-14 % en el primer trimestre), y por la moderación del aumento en el gasto en pensiones.

Precios y costes

La moderación salarial continuó en el segundo trimestre, a tenor de la información acerca del desarrollo de la negociación colectiva disponible hasta mayo. Por término medio, el aumento de las tarifas salariales se cifró en el 0,5 %, similar al acordado en el año precedente, con incrementos levemente inferiores para los convenios firmados en este ejercicio (0,49 %) que para los rubricados en años anteriores (0,55 %). En mayo, se produjo un avance significativo de la negociación colectiva, de modo que los convenios registrados afectan a unos 3,5 millones de trabajadores, cifra que supera ampliamente la observada en el mismo período de 2013. Por otro lado, de acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, tanto el coste laboral por trabajador como el coste salarial total se redujeron en el primer trimestre de 2014, un 0,2 % en tasa interanual. Los costes salariales ordinarios mostraron una variación nula en comparación con el mismo período de 2013.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En mayo, el IPC se desaceleró en dos décimas, hasta alcanzar una tasa de variación interanual del 0,2 % (véase gráfico 3). Al descenso en el ritmo de crecimiento del índice contribuyeron todos los componentes no energéticos, mientras que los precios de los productos energéticos registraron una tasa de variación más elevada. El IPC sin energía se redujo un 0,2 % interanual, la menor tasa desde febrero de 2010. Por componentes, los precios de los servicios y de los alimentos elaborados disminuyeron su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 0,2 % y en el 0,6 %, respectivamente; en tanto que el ritmo de descenso de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos no elaborados se intensificó, hasta tasas del -0,5 % y del -2,7 %, respectivamente. En consecuencia, el IPSEBENE registró una tasa nula en mayo, tres décimas menos que en el mes anterior. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó un 0,2 % en mayo, una décima menos que en el mes precedente, mientras que la tasa de inflación del conjunto del área del euro se desaceleró en dos décimas, hasta el 0,5 % interanual. Por consiguiente, el diferencial de inflación negativo se estrechó 1 décima, hasta -0,3 pp, su menor nivel en valor absoluto desde septiembre de 2013.

El índice general de precios industriales alcanzó una tasa interanual del 0,1 % en abril, tras los descensos registrados a lo largo del primer trimestre del año. El repunte de abril vino explicado, fundamentalmente, por el incremento de 4,3 pp en el ritmo de variación de los precios energéticos, hasta una tasa del 3,4 %, mientras que el IPRI sin energía recortó su ritmo de descenso en tres décimas, hasta el 1,2 %. Entre los componentes no energéticos, los precios de producción de los bienes de consumo y de los bienes intermedios frenaron la desaceleración de los meses anteriores, y los correspondientes a los bienes de equipo se mantuvieron prácticamente estables.

El índice de precios industriales de exportación (IPRIX) moderó en marzo su ritmo de caída interanual, hasta una tasa del -2,8 % (-3,7 % en marzo). Asimismo, los precios industriales de importación (IPRIM) repuntaron 1,5 pp, hasta una tasa interanual del -2,4 %, reflejando el menor descenso en los precios de los bienes intermedios y energéticos.

Evolución económica y financiera en la UEM

En el último mes, los *mercados financieros internacionales* mantuvieron el tono favorable del mes anterior caracterizado por la baja volatilidad y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, en un contexto en el que las condiciones de liquidez continuaron siendo muy holgadas. Las bolsas experimentaron subidas generalizadas, y el índice S&P 500 estadounidense alcanzó un máximo histórico. En los *mercados cambiarios* el

dólar se apreció frente al euro, en línea con las medidas expansivas adoptadas en junio por el BCE. En los *mercados de deuda*, los tipos de interés a 10 años de la deuda de Estados Unidos aumentaron ligeramente. En los *mercados emergentes* se observó una mejoría significativa, con fuertes subidas de las bolsas (en especial en América Latina, más de un 5 %, y en Europa del este), y descensos de los diferenciales soberanos, que han permitido, en la mayoría de los casos, volver a los niveles previos al episodio de turbulencias globales desatado en mayo de 2013. El comportamiento de los flujos de capitales resultó, igualmente, favorable, con entradas en fondos de bolsa y de deuda en el período examinado, y un aumento de las emisiones de renta fija. No obstante, en los últimos días se han frenado estas tendencias por el aumento de la tensión geopolítica en Irak y en Ucrania. En los mercados de materias primas, los precios de los alimentos y de los metales industriales se mantuvieron relativamente estables, mientras que se produjo un repunte del precio del oro. Por su parte los precios del petróleo aumentaron ante la incertidumbre generada por la inestabilidad en Irak.

En *Estados Unidos*, la segunda estimación del PIB del primer trimestre de 2014 mostró una contracción de la actividad, con una tasa intertrimestral anualizada del –1 % (2 % interanual), frente al crecimiento del 0,1 % adelantado por la estimación de avance. Esta revisión a la baja ha venido explicada prácticamente en su totalidad por la contribución de las existencias, que pasó a ser de –1,6 pp. Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes a abril y mayo apuntan a que en el segundo trimestre se estaría produciendo un crecimiento sólido, pero no suficiente como para evitar una notable revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para 2014. En mayo se crearon 217.000 empleos netos, con lo que la creación de empleo se situó por encima de los 200.000 empleos por cuarto mes consecutivo, mientras que la tasa de paro se mantuvo en el 6,3 %. Al igual que en meses anteriores, los distintos indicadores salariales siguieron sin mostrar presiones al alza y los incrementos salariales se mantuvieron cercanos al 2 %. En el mercado inmobiliario los precios de la vivienda registraron menores aumentos en sus tasas interanuales. La inflación interanual aumentó una décima, situándose en el 2,1 %, mientras que la subyacente aumentó dos décimas, hasta el 2 %. Por su parte, la Reserva Federal prosiguió la reducción (la quinta consecutiva) de las compras mensuales de activos en otros 10 mm de dólares, hasta 35 mm. Sus nuevas proyecciones incluyen una revisión a la baja del crecimiento en 2014, dada la caída del PIB en el primer trimestre, pero manteniéndose las proyecciones para 2015 y 2016.

En *Japón*, el PIB del primer trimestre se revisó ocho décimas al alza, hasta el 6,7 % intertrimestral anualizado, por la mayor aportación de la inversión fija y del consumo privado, que estaría impulsado por la anticipación de compras previa a la subida en el tipo de gravamen del impuesto al consumo, del 5 % al 8 %. De hecho, los indicadores de abril reflejaron el impacto negativo de dicha subida, con un descenso intermensual de la producción industrial, del consumo real y de las ventas minoristas. En mayo y junio, sin embargo, los indicadores de confianza ya muestran una cierta recuperación y el mercado laboral ha seguido mostrando un comportamiento positivo. La inflación experimentó en abril un aumento sustancial, situándose en el 3,2 % interanual (1,3 % en marzo) como consecuencia del cambio impositivo, y los salarios continuaron aumentando. Excluyendo este efecto, se habría situado en el 1,5 %. El Banco de Japón mantuvo el tono de la política monetaria, al tiempo que las expectativas de mayor relajación monetaria se han puesto hasta el próximo año ante la buena evolución de la inflación. Por otro lado, el Gobierno anunció su nueva estrategia de crecimiento, en la que destaca la reforma del Gobierno Corporativo para impulsar el aumento de la productividad y una reducción gradual del impuesto de sociedades que comenzará el próximo año fiscal.

En *Reino Unido*, la estimación del crecimiento del PIB en el primer trimestre aumentó una décima, hasta el 0,8 % intertrimestral (3,1 % interanual), gracias a la contribución del consumo privado y de la inversión empresarial, principalmente. La información disponible sobre el segundo trimestre indica un mantenimiento del ritmo de crecimiento. Los índices de gestores de compras (PMI) mejoraron ligeramente, mientras que los indicadores de consumo —compra de bienes de consumo duradero y confianza del consumidor— registraron avances más nítidos. El empleo registró un incremento histórico en el primer cuatrimestre de 2014 (345.000 empleos), que llevó a una reducción de la tasa de paro hasta el 6,6 %, aunque el avance de la productividad siguió siendo escaso. La inflación continuó en una senda descendente en mayo y se situó en el 1,5 %, tres décimas menos que en abril, en un contexto de cierta volatilidad en los meses recientes, en parte, debido al efecto de la Semana Santa. El aumento de los precios de la vivienda, cercano al 10 % interanual en los primeros meses del año, parece tender a estabilizarse. El Banco de Inglaterra no modificó sus instrumentos de política monetaria en su reunión de junio, pero de las últimas intervenciones del gobernador se infiere la posibilidad de una anticipación en el inicio de las subidas de tipos.

En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro, la segunda estimación del PIB del primer trimestre resultó en una revisión al alza de una décima en el crecimiento interanual e intertrimestral, hasta el 3,2 % y el 0,8 %, respectivamente (2,5 % interanual y 0,9 % intertrimestral en el último trimestre de 2013). La inflación permaneció sin cambios, en el 0,3 %, en mayo. Las débiles presiones inflacionistas y la persistencia de una brecha de producto negativa motivaron un nuevo recorte en el tipo de interés oficial por parte del banco central de Hungría, que además introdujo otros cambios en su estrategia de política monetaria, incrementando el papel de los bancos residentes en la financiación del sector público de aquel país. Entre los países candidatos a la UE, en Turquía, el PIB moderó su avance interanual una décima, hasta el 4,3 % en el primer trimestre, mientras que el crecimiento intertrimestral aumentó en ocho décimas, hasta el 1,7 %. La inflación continuó aumentando y se situó en el 9,7 % en mayo (9,4 % en abril), mientras que prosiguió el ajuste del déficit por cuenta corriente (7,4 % del PIB), reduciéndose un punto entre enero y abril.

En *China*, tras la desaceleración del PIB hasta el 7,4 % interanual en el primer trimestre, los indicadores de alta frecuencia de mayo apuntan a una estabilización, fruto de los estímulos introducidos por el Gobierno en los primeros meses del año. La inflación aumentó hasta el 2,5 %, influída por los precios de los alimentos, aunque aún es inferior al objetivo del Gobierno (3,5 %). El banco central chino ha publicado las condiciones para el recorte del coeficiente de reservas anunciado a finales de mayo, y se han adoptado nuevas medidas fiscales para dar soporte al crecimiento. En el *resto de Asia emergente*, el crecimiento del PIB del conjunto de la región se redujo ligeramente en el primer trimestre, hasta un 4,3 % interanual (4,4 % en el trimestre anterior). La inflación permaneció en niveles moderados, apreciándose cambios de escasa entidad. En este contexto, las políticas monetarias de las economías de la región no registraron variaciones.

En *América Latina*, los datos del PIB del primer trimestre de 2014 continuaron reflejando la atonía de la actividad en las economías con objetivo de inflación, a excepción de Colombia, con un crecimiento intertrimestral agregado del 0,4 % (2,5 % interanual). En Perú el crecimiento fue de un 0,1 % intertrimestral (4,8 % interanual) y del 0,2 % en Brasil (1,9 % interanual), inferiores a los registrados en el trimestre anterior. En Colombia, sin embargo, el PIB sorprendió de forma positiva, al registrar un crecimiento del 2,3 % intertrimestral (6,4 % interanual). Los bancos centrales de México y Chile recortaron su previsión de cre-

cimiento para 2014 en siete y cinco décimas, respectivamente, hasta situarlas en los intervalos 2,3 %-3,3 % y 2,5 %-3,5 %. La inflación registró un ligero repunte en los países con objetivo de inflación hasta el 4,8% interanual en mayo (4,7% en abril). El nuevo índice de inflación de Argentina (IPCNu) aumentó en mayo un 1,4% intermensual (1,8% en el mes anterior). En Venezuela, la inflación mostró un crecimiento del 5,7% intermensual en mayo, acumulando un avance interanual del 57,1% (desde el 57,8% de abril). En el ámbito de la política monetaria, el banco central de México redujo por sorpresa en 50 puntos básicos (pb) el tipo de interés oficial, hasta el 3%, en respuesta al débil crecimiento del primer trimestre, mientras que el de Colombia lo elevó en 25 pb, hasta el 3,75%, y el de Perú disminuyó la tasa de encaje bancario en moneda local, hasta el 11,5%, desde el 12% anterior. Por otra parte, Argentina alcanzó un acuerdo sobre el esquema de pagos de su deuda con el Club de París, que fija un monto total de la deuda de 9.700 millones de dólares a pagar en cinco años. Finalmente, la Corte Suprema de Estados Unidos rechazó el recurso que Argentina había presentado contra el fallo de la Corte de Nueva York en el litigio con los *hold-outs*, lo que obliga al país a pagar 1.330 millones de dólares a los *hold-outs* y habilita el embargo del dinero destinado a la deuda reestructurada si la sentencia se incumple. Además, esta sentencia podría desencadenar nuevas peticiones por parte de los acreedores que quieran acogerse a los términos de pago de la sentencia, que podrían multiplicar el monto total de pagos derivados de ella. El Gobierno argentino ha reafirmado su voluntad de cumplir con las obligaciones de pago derivadas de los bonos reestructurados.

En la zona del euro, la segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó que el PIB aumentó un 0,2% en el primer trimestre de 2014, prolongando así la moderada recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2013. El incremento del PIB se apoyó en la evolución favorable de todos los componentes de la demanda interna, incluida la variación de existencias. Por el contrario, la demanda exterior neta tuvo una aportación negativa debido a que las importaciones se expandieron a un ritmo mayor que las exportaciones. En términos interanuales, la actividad creció a una tasa del 0,9%, cuatro décimas por encima de la observada en el trimestre anterior. En su ejercicio de proyección de junio, el Eurosistema revisó ligeramente a la baja el crecimiento del PIB esperado para 2014, conservando un perfil de fortalecimiento gradual de la actividad a lo largo del horizonte de proyección. En concreto, se espera que el incremento del PIB en el conjunto de 2014 sea del 1%, del 1,7% en 2015 y del 1,8% en 2016.

De acuerdo con la Contabilidad Nacional, el empleo en la zona del euro creció un 0,1% en el primer trimestre, manteniendo la senda de moderado aumento iniciada en el trimestre anterior. La productividad de los trabajadores, en términos interanuales, aumentó un 0,8% —tasa inferior al incremento del 1,2% experimentado por la remuneración por asalariado—, de forma que los costes laborales unitarios crecieron un 0,4%, tres décimas menos que en el trimestre anterior. Dado que el deflactor del PIB aumentó un 0,9%, se produjo, en consecuencia, una expansión de los márgenes empresariales.

La mayoría de los indicadores de coyuntura han registrado una evolución favorable a lo largo del segundo trimestre (véase cuadro 1). Por el lado de la oferta, la producción industrial aumentó en abril. Asimismo, en el promedio de abril y mayo, y en comparación con el primer trimestre, mejoró la confianza de la industria y de los servicios medida por los indicadores de opinión de la Comisión Europea. En la encuesta PMI de directores de compras, la mejora, en el conjunto del segundo trimestre, se limitó al sector servicios, mientras que la referida a las manufacturas mostró un retroceso, si bien ambas permanecen por encima de los niveles acordes con la expansión de la actividad. Por el lado de la demanda, en abril

		2014					
		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	1,7	1,8	0,2	1,4		
	Comercio al por menor	0,7	1,0	1,0	2,4		
	Matriculaciones de turismos nuevos	5,5	6,0	4,0	5,1	3,3	
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,7	-12,7	-9,3	-8,6	-7,1	-7,4
	Indicador de confianza industrial CE	-3,8	-3,5	-3,3	-3,5	-3,0	
	PMI de manufacturas	54,0	53,2	53,0	53,4	52,2	51,9
	PMI de servicios	51,6	52,6	52,2	53,1	53,2	52,8
	IAPC	0,8	0,7	0,5	0,7	0,5	
Variables monetarias y financieras	M3	1,1	1,3	1,0	0,8		
	M1	6,1	6,2	5,6	5,2		
	Crédito a los sectores residentes	-1,8	-1,8	-2,2	-2,2		
	AAPP	0,2	0,1	-0,9	-0,9		
	Otros sectores residentes	-2,3	-2,3	-2,5	-2,5		
	<i>Del cual:</i>						
	Préstamos a hogares	0,2	0,4	0,4	0,4		
	Préstamos a sociedades no financieras	-2,8	-3,1	-3,1	-2,7		
	Eonia	0,20	0,16	0,19	0,25	0,25	0,07
	Euríbor a tres meses	0,29	0,29	0,31	0,33	0,32	0,25
	Euríbor a un año	0,56	0,55	0,58	0,60	0,59	0,52
	Rendimiento bonos a diez años	3,21	3,09	2,89	2,61	2,55	2,31
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,33	-0,37	-0,14	0,11	0,02	0,30
	Tipo de cambio dólar/euro	1,361	1,366	1,382	1,381	1,373	1,358
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-3,1	1,3	1,7	2,9	4,4	6,2

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

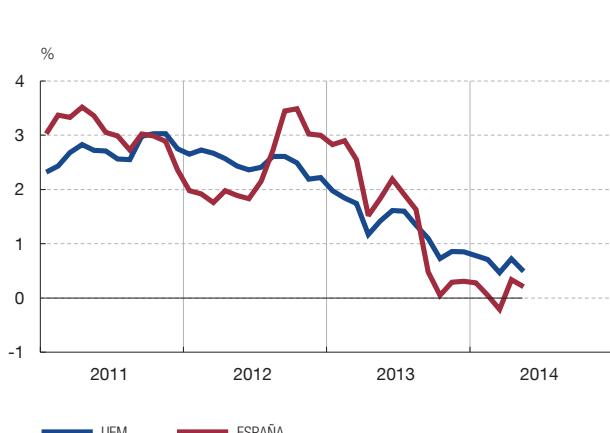
a Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual), y bolsa.

b Datos hasta el día 20 de junio de 2014.

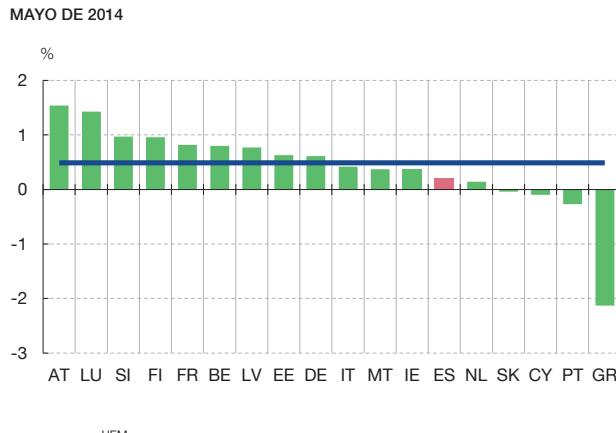
c Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

se aceleraron las ventas al por menor, mientras que las matriculaciones de automóviles y la confianza de los minoristas experimentaron un avance en el conjunto de abril y mayo en términos medios con respecto al primer trimestre, al igual que ocurrió con la confianza de los consumidores en el promedio del segundo trimestre. A su vez, la valoración de la cartera de pedidos, indicador asociado a la evolución de la inversión, volvió a aumentar en mayo. Finalmente, las exportaciones cayeron en abril y la valoración de la cartera de pedidos exteriores registró una ligera mejoría en mayo que no llegó a compensar el deterioro de abril.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, disminuyó dos décimas en mayo, hasta el 0,5 % (véase gráfico 4). Esta evolución se explica por la desaceleración de los precios de los servicios —partida afectada el mes anterior por la estacionalidad de la Semana Santa—, de los alimentos y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos. Por su parte, los precios de la energía se mantuvieron estables, truncando su tendencia descendente de los últimos meses. La inflación subyacente, medida por la tasa de variación del IPSEBENE, se situó en el 0,8 % en mayo, tres décimas menos que el mes anterior. Por otra parte, el ritmo de caída interanual de los precios industriales se suavizó cuatro décimas en abril, hasta el -1,2 %. En el ejercicio de previsión de junio, el Eurosistema revisó a la baja las perspectivas de inflación, siendo las nuevas



FUENTE: Eurostat.



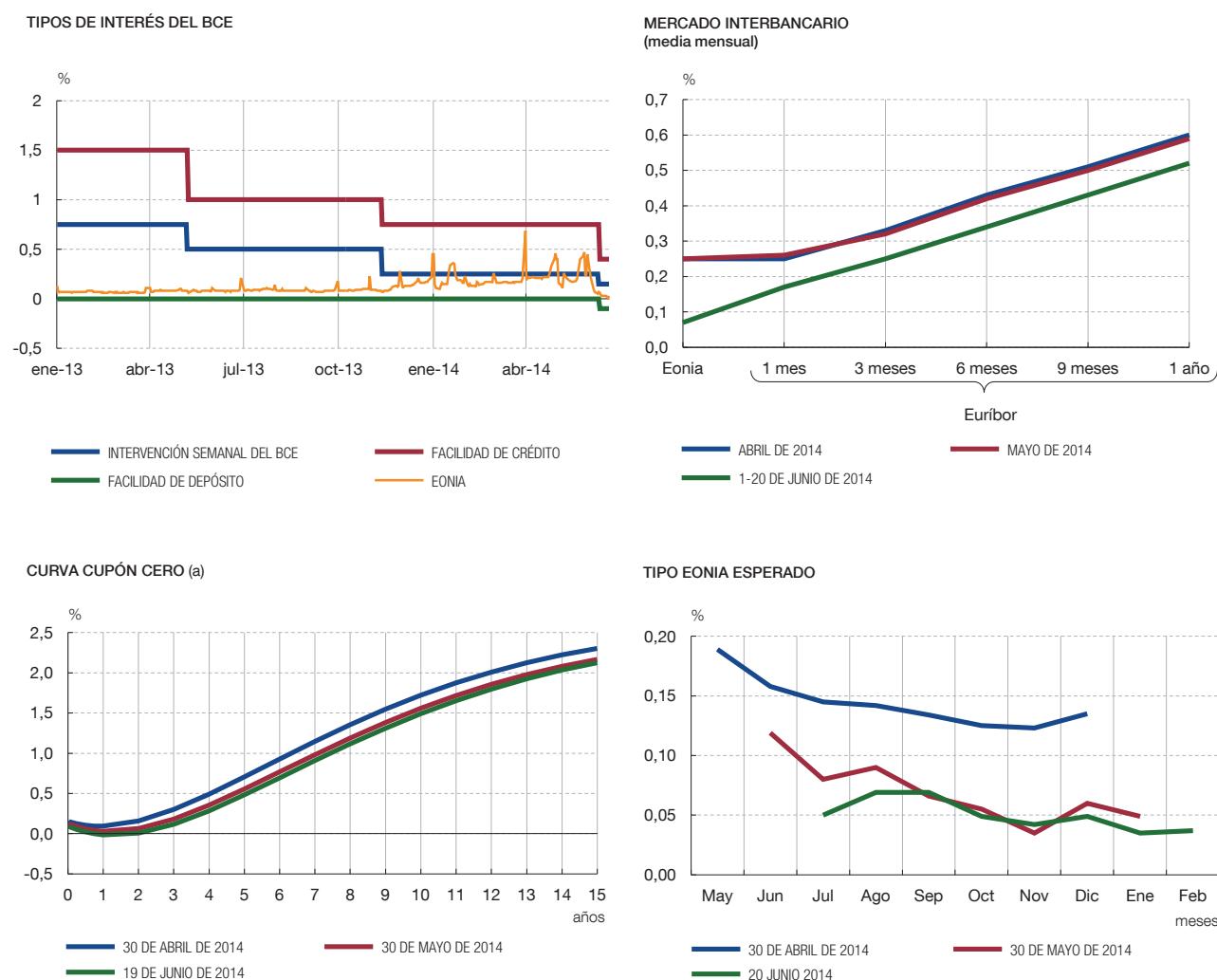
previsiones medias anuales del crecimiento del IAPC del 0,7 % en 2014, del 1,1 % en 2015 y del 1,4 % en 2016.

A comienzos de junio la Comisión Europea publicó, en el marco del Semestre Europeo de 2014, las recomendaciones específicas en materia de reforma estructural para el conjunto del área del euro y para cada uno de sus países miembros, que deberán ser aprobadas en el Consejo Europeo del 26 y 27 de junio. Estas recomendaciones favorecen revisiones en los sistemas impositivos y de los gastos públicos para lograr una consolidación fiscal más favorable al crecimiento, un mayor progreso en la reforma de los mercados de servicios, la mejora del acceso al crédito para las pequeñas y medianas empresas y la finalización de los procesos de reestructuración bancaria. Asimismo, en el marco del procedimiento de déficit excesivo, el ECOFIN decidió su derogación en Austria, Bélgica, Países Bajos y Eslovaquia, lo que reduce a ocho el número de países del área con el procedimiento abierto.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 5 de junio, adoptó un conjunto amplio de medidas de relajación de la política monetaria y de mejora de su mecanismo de transmisión para afrontar los riesgos de una situación prolongada de baja inflación. Así, por un lado, redujo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 10 pb, hasta el 0,15 %, situando el tipo de la facilidad marginal de crédito y de depósito en el 0,40 % y en el -0,10 %, respectivamente. Por otra parte, el BCE indicó su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales durante un período prolongado, dadas las perspectivas de inflación existentes. En el ámbito de las operaciones de liquidez, el Consejo también anunció una extensión del procedimiento de adjudicación plena y tipo fijo al menos hasta finales de 2016. En cuanto a la política monetaria no convencional, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó realizar una serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, según su acrónimo en inglés) para promover los flujos de préstamos al sector privado no financiero —excluidos los destinados a hogares para adquisición de vivienda—. El BCE también decidió intensificar los trabajos preparatorios para un posible programa de adquisición de valores de titulización de activos (ABS), dado el papel relevante que juegan estos mercados como catalizadores del crédito bancario. Por último, el BCE suspendió las operaciones de drenaje de liquidez vinculadas al Programa para el Mercado de Valores.

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 5

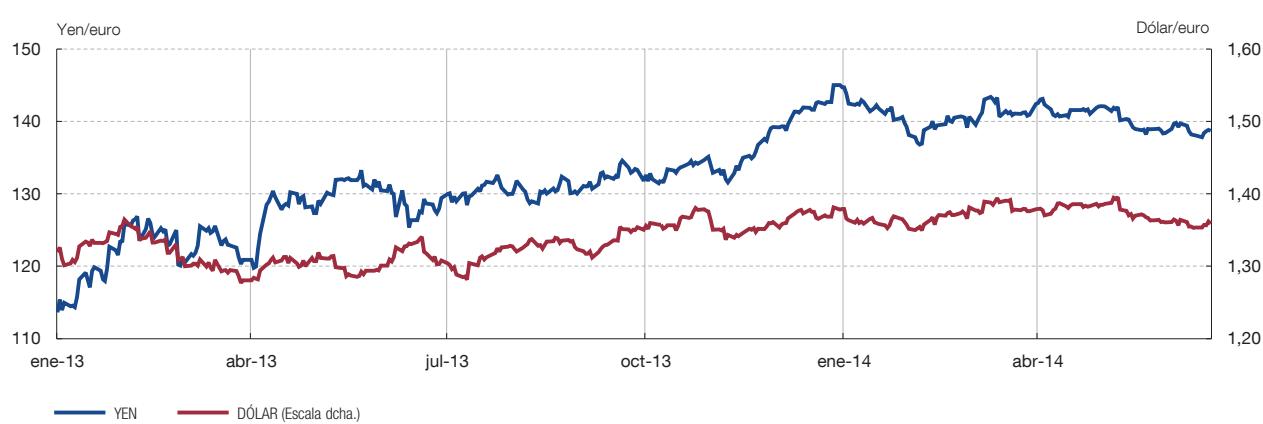


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 6



FUENTE: Banco Central Europeo.

En porcentaje

	2011	2012	2013	2014				
	Dic	Dic	Dic	Feb	Mar	Abr	May	Jun (a)
Tipos bancarios								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	3,66	2,93	3,16	3,28	3,30	3,19
Crédito para consumo y otros fines	7,29	6,98	7,22	7,45	7,30	7,34
Depósitos	1,72	1,72	0,93	0,86	0,78	0,72
Sociedades no financieras								
Crédito (b)	4,02	3,66	3,57	3,93	3,90	4,03
Mercados financieros (c)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,40	2,08	0,85	0,54	0,48	0,49	0,49	0,34
Deuda pública a cinco años	4,63	4,26	2,68	2,22	1,96	1,71	1,66	1,38
Deuda pública a diez años	5,45	5,36	4,14	3,60	3,34	3,14	2,94	2,71
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	3,43	4,00	2,30	1,94	1,75	1,60	1,53	1,34
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	2,68	1,87	1,09	1,15	1,06	0,94	0,83	0,71
IBEX-35 (e)	-13,11	-4,66	21,42	1,99	4,27	5,47	8,89	12,49

FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Media de datos diarios hasta el 20 de junio de 2014.
 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 Medias mensuales.
 d Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2013.
 e Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

En el mercado interbancario, el recorte de los tipos de interés oficiales se tradujo en una disminución de las rentabilidades. El euríbor a uno, tres y doce meses se situó en junio en el 0,11 %, el 0,21 % y el 0,49 %, respectivamente (véase gráfico 5). Por otra parte, en los días transcurridos de junio, la rentabilidad de los bonos a diez años de Alemania se redujo hasta el 1,3 %, mientras que la correspondiente a Estados Unidos registró cierto repunte, de modo que el diferencial entre ambas se ensanchó hasta los 130 pb. En el resto de los mercados de deuda pública de la UEM, los diferenciales con respecto al bono alemán mostraron disminuciones en la mayoría de los países.

En los mercados de renta variable, las acciones tendieron a revalorizarse. El índice EUROSTOXX 50 acumuló un aumento del 1,8 % durante el mes de junio, incrementando la revalorización en el año al 6,2 %. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro se depreció en junio un 0,3 % en términos efectivos y un 0,1 % frente al dólar, manteniéndose en torno a los 1,36 dólares/euro (véase gráfico 6).

Por último, en abril, los préstamos bancarios concedidos al sector privado no financiero moderaron su caída en términos interanuales. Mientras que los préstamos a las sociedades no financieras redujeron su contracción cuatro décimas, hasta el -2,7 %, el aumento interanual de los otorgados a los hogares se mantuvo estable en el 0,4 %.

Evolución financiera en España

En el período transcurrido de junio, descendieron la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo, su diferencial con respecto a la referencia alemana y las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los agentes residentes, y se revalorizaron los índices bursátiles nacionales. En cuanto a los balances financieros de los distintos sectores, los últimos datos disponibles, correspondientes a abril, muestran un moderado repunte de la tasa de crecimiento

	2014	2012	2013	2014		
	Abr (b)	Dic	Dic	Feb	Mar	Abr
Financiación total	2.803,3	1,3	-0,9	-1,1	-1,2	-1,1
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.820,5	-5,2	-5,1	-5,4	-5,2	-5,0
Hogares e ISFLSH	771,6	-3,8	-5,1	-4,9	-4,8	-4,6
<i>De la cual:</i>						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	602,3	-3,6	-4,6	-4,2	-4,2	-4,0
Crédito para consumo y otros fines (c)	166,3	-4,7	-6,9	-7,3	-7,2	-6,9
Sociedades no financieras	1.048,9	-6,1	-5,1	-5,7	-5,4	-5,4
<i>De la cual:</i>						
Préstamos de entidades de crédito residentes y EFC (c)	626,2	-7,8	-9,4	-9,4	-9,5	-9,1
Valores de renta fija (d)	80,6	14,2	5,9	-0,6	0,7	-0,2
AAPP (e)	982,8	20,0	8,6	8,1	7,1	7,4
Valores a corto plazo	75,1	-14,1	6,7	-2,0	-4,6	-7,5
Valores a largo plazo	706,4	14,2	15,4	15,1	13,8	14,4
Créditos y resto	201,3	69,1	-9,2	-7,7	-7,4	-7,2

FUENTE: Banco de España.

a La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b Saldo en miles de millones de euros.

c Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb. EFC son establecimientos financieros de crédito.

d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

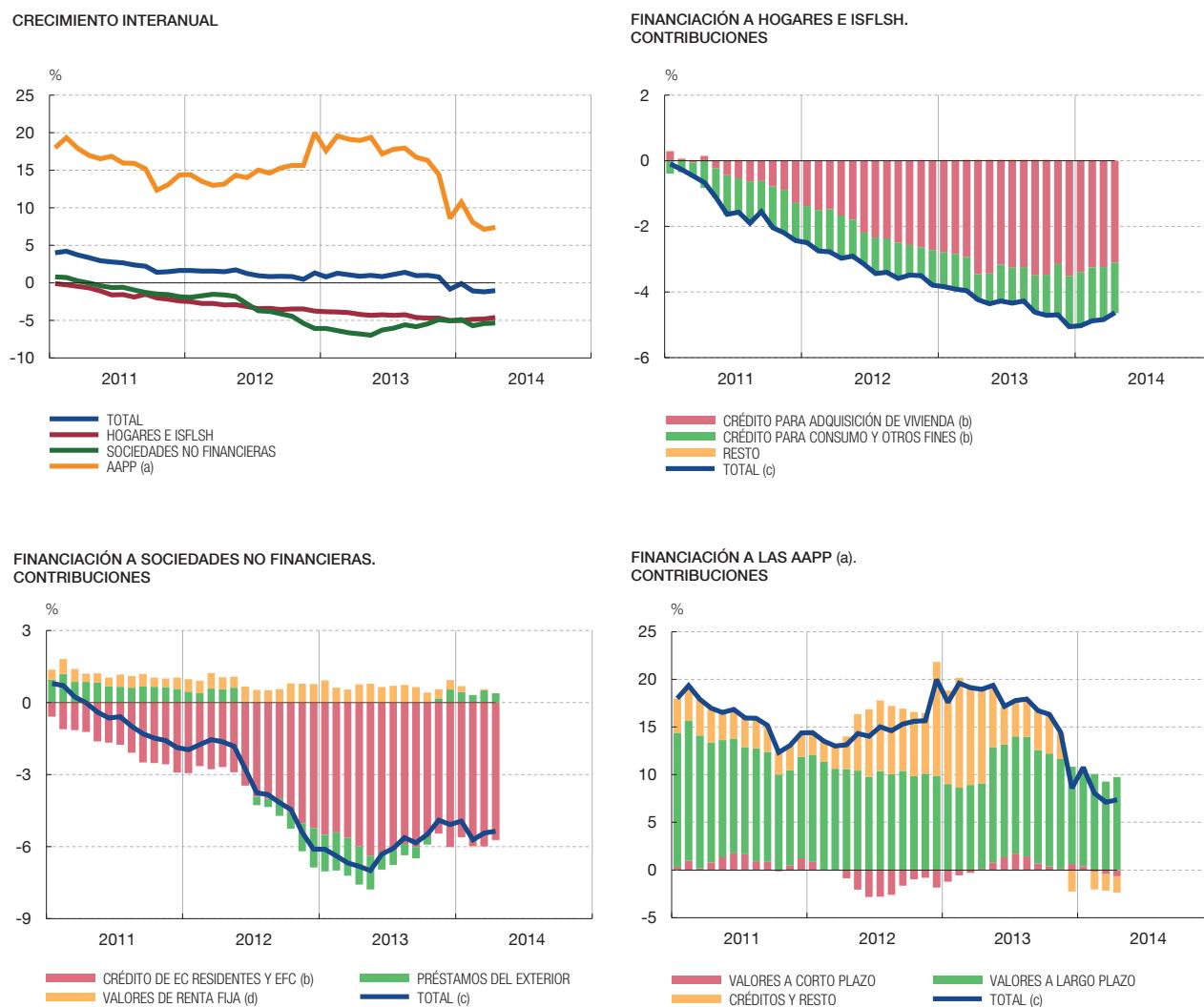
e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de las AAPP.

de los pasivos de las AAPP, un cierto descenso en el ritmo de contracción interanual de la financiación de los hogares y de las sociedades, y una ligera aceleración de sus activos financieros líquidos. La información provisional referida a mayo apunta a una estabilidad en la disminución del crédito a las familias, una moderación en el retroceso del destinado a las empresas y un avance de los activos líquidos mantenidos por estos dos tipos de agentes similar al del mes precedente.

Entre el 1 y el 20 de junio, las rentabilidades promedio de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de la deuda pública a diez años se situaron en el 0,34 % y en el 2,71 %, respectivamente, lo que supone un descenso de 15 pb y 23 pb respecto a las correspondientes cifras de mayo (véase cuadro 2). El diferencial medio de rentabilidad entre la deuda pública española a diez años y la referencia alemana al mismo plazo disminuyó 19 pb, hasta situarse en 134 pb, y las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras bajaron 12 pb, alcanzando un nivel medio de 71 pb.

En el mercado bursátil, el IBEX-35 se revalorizaba, en la fecha de cierre de este artículo, un 3,3 % con respecto al nivel alcanzado a finales de mayo, un comportamiento mejor que el registrado durante el mismo período por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM y el S&P 500 de las de Estados Unidos, que aumentaron un 1,8 % y un 2 %, respectivamente. En términos acumulados desde principios del año, el índice español mostraba una ganancia del 12,5 %, superior a la obtenida por la referencia europea y por la norteamericana (6,2 %, en ambos casos).

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, referentes a abril, muestran descensos en el coste de la financiación a los hogares para la adquisición de vivienda y en la remuneración



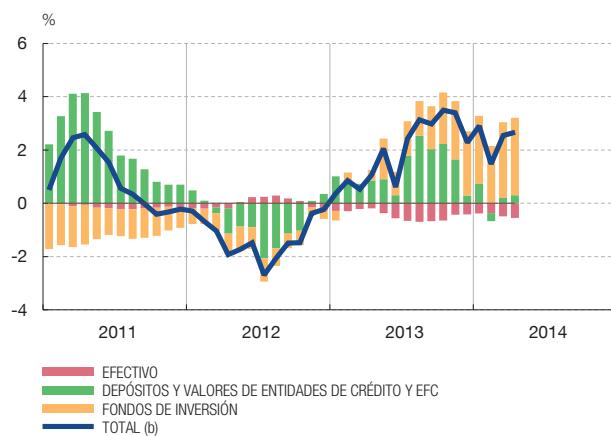
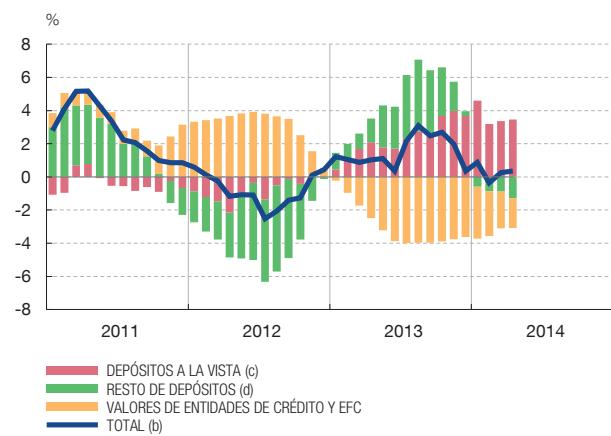
FUENTE: Banco de España.

- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de las AAPP.
- b Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb. EFC son establecimientos financieros de crédito.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

de sus depósitos, que bajaron hasta el 3,19 % y el 0,72 %, respectivamente (11 pb y 5 pb menos que en el mes anterior). En cambio, el tipo de interés del crédito a las empresas y el del destinado para consumo y otros fines distintos de la compra de inmuebles se elevaron 13 pb y 4 pb, hasta situarse en el 4,03 % y el 7,34 %, respectivamente.

El ritmo de retroceso interanual de la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros se situó, en abril, en el 1,1 %, una décima menos que en el mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 7). Esta evolución fue el resultado de una ligera disminución en la tasa de contracción de la deuda de los hogares y de las sociedades, que pasó del 5,2 % al 5 %, y de un mayor dinamismo de los pasivos de las AAPP.

La reducción interanual de los pasivos de las familias fue, en abril, del 4,6 %, 0,2 pp menos que en el mes anterior. El desglose por finalidades evidencia un menor ritmo de caída tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como del crédito para consumo y

TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS.
CONTRIBUCIONESDEPÓSITOS Y VALORES DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC (a).
CONTRIBUCIONES

FUENTE: Banco de España.

a EFC son establecimientos financieros de crédito.

b Crecimiento interanual.

c Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.

d Depósitos a plazo, cesiones temporales y depósitos de residentes en sucursales extranjeras de entidades de depósito residentes

otros fines, que bajaron al 4 % y al 6,9 %, respectivamente, desde el 4,2 % y el 7,2 % registrados un mes antes. La tasa de contracción de los recursos ajenos de las sociedades no financieras se mantuvo en el mismo nivel de marzo, un 5,4 %. Por instrumentos, se observó un menor descenso de los préstamos otorgados por entidades residentes (un 9,1 %, frente al 9,5 % de marzo), que vino acompañado de una pérdida de dinamismo de las emisiones de renta fija, cuyo saldo disminuyó un 0,2 % en relación con los niveles de hace un año, frente al 0,7 % de aumento interanual del mes anterior.

La tasa de avance interanual de la financiación captada por las AAPP fue, en abril, del 7,4 %, tres décimas superior al dato de marzo. Por instrumentos, se observó una intensificación en el ritmo de reducción de los valores a corto plazo, acompañado por un mayor dinamismo de los títulos emitidos a horizontes más largos y un retroceso interanual de los créditos recibidos por el sector muy similar al registrado en el mes previo.

En abril, los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se aceleraron ligeramente (véase gráfico 8). El desglose por instrumentos muestra el mantenimiento de un elevado ritmo de crecimiento de los fondos de inversión, un moderado aumento de la tasa de expansión de los depósitos y valores emitidos por las entidades de crédito, y una cierta acentuación del retroceso interanual del efectivo.

20.6.2014