

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB de la economía española mostró un crecimiento intertrimestral del 0,4 % en los tres primeros meses del año, dos décimas por encima del registrado en el último trimestre de 2013¹. En términos interanuales, el PIB habría aumentado un 0,6 %, frente a la caída del 0,2 % del trimestre previo. Esta evolución respondería a una mejora de la contribución de la demanda nacional respecto al trimestre precedente, que habría compensado el comportamiento más negativo de la demanda externa.

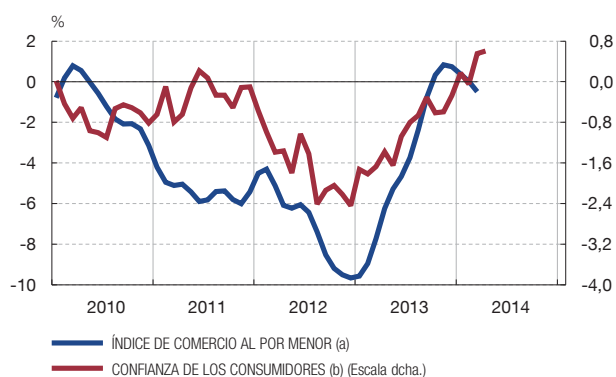
Los indicadores coyunturales más recientes apuntan, en general, a una prolongación de la fase de recuperación de la actividad, si bien se aprecia distinta intensidad según se trate de información procedente de indicadores cualitativos o cuantitativos. Por lo que se refiere al consumo privado, el indicador de confianza de los hogares elaborado por la Comisión Europea registró un nuevo aumento en abril, aunque algo menos intenso que el observado en los tres primeros meses del año, en tanto que la confianza del comercio minorista experimentó un leve retroceso, tras el notable aumento registrado en el primer trimestre. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares mantuvieron en abril una tasa de variación interanual elevada (del 17,2 %, aunque más atenuada que en el promedio del primer trimestre, debido, en buena medida, al efecto ya comentado de la Semana Santa) y una tasa intermensual corregida de estacionalidad levemente negativa (-0,6). Por último, con información más retrasada, hasta marzo, tanto el índice de comercio al por menor como las ventas de bienes y servicios de las grandes empresas moderaron su tasa de crecimiento interanual.

La información reciente relativa a la inversión en bienes de equipo, considerada de forma conjunta, apunta a una prolongación de su senda expansiva. Entre los indicadores cualitativos, los resultados de la encuesta mensual de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros, referidos a abril, muestran una mejora del indicador de confianza y, en particular, de la valoración de la cartera de pedidos recibidos. Por el contrario, el nivel de utilización de la capacidad productiva del conjunto de ramas manufactureras mostró un descenso de 2,9 puntos porcentuales (pp) al inicio del segundo trimestre, así como un mantenimiento de la proporción de empresas que consideran que su capacidad instalada es excesiva. Atendiendo a la información que proporcionan los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga mostraron un elevado crecimiento en abril, consolidando el notable dinamismo registrado en el primer trimestre del año. Por su parte, con información más atrasada, la producción industrial de bienes de equipo moderó su ritmo de crecimiento en marzo, tras la favorable evolución del mes precedente. No obstante, la valoración de este dato requiere una cautela especial, pues podría estar condicionado por las dificultades para estimar adecuadamente el efecto de la Semana Santa. Finalmente, las ventas de bienes de equipo se aceleraron notablemente en marzo, de acuerdo con los datos de la Agencia Tributaria sobre ventas de grandes empresas.

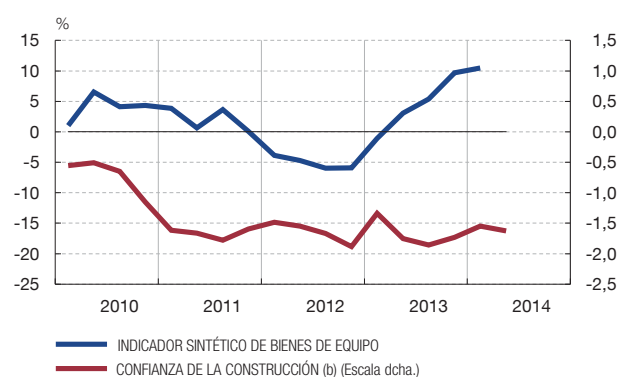
La información relativa a la inversión en construcción apunta hacia una evolución algo menos contractiva de este componente de la demanda. Entre los indicadores contemporáneos referidos a los consumos intermedios, la producción de materiales de construcción, con información hasta marzo, mostró un crecimiento interanual positivo en el primer trimestre

¹ El dato provisional de la CNTR correspondiente al primer trimestre se publicará el 29 de mayo.

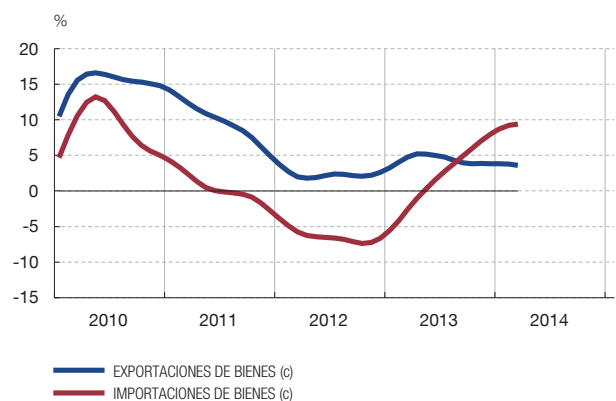
INDICADORES DE CONSUMO



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.

del año, mientras que el consumo aparente de cemento ralentizó notablemente su ritmo de caída. Los indicadores referidos al empleo han mostrado también una mejoría en la etapa más reciente. Así, en abril se registró por segundo mes consecutivo una tasa de variación intermensual ajustada de estacionalidad levemente positiva (0,2 %), al tiempo que el paro registrado volvía a retroceder. Entre los indicadores adelantados, con información más retrasada, los visados de obra nueva de edificación residencial cayeron en tasa interanual en los dos primeros meses del año, tanto en términos del número de visados como de la superficie total.

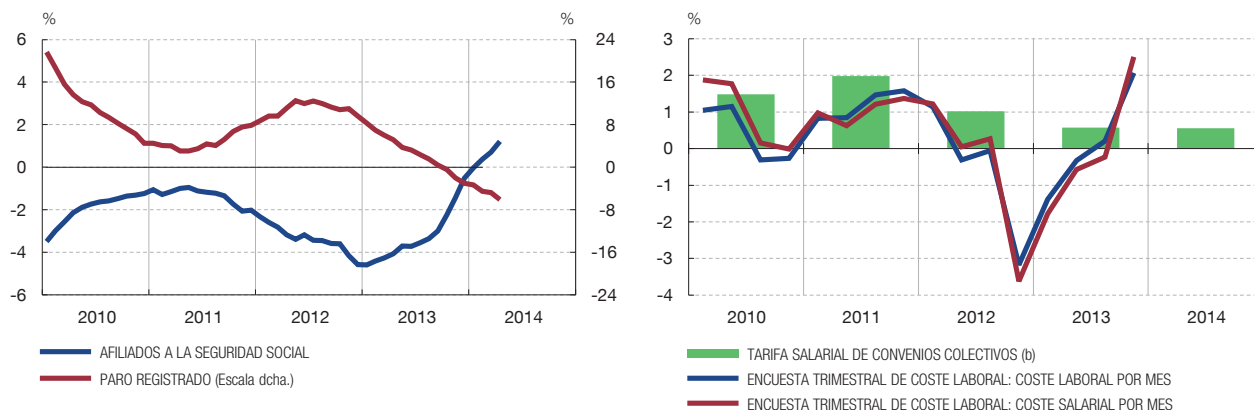
Según los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes registraron un descenso interanual del 1,1 % en marzo, tras los avances en torno al 5 % de los tres meses previos. En el conjunto del primer trimestre de 2014, se produjo un aumento en las ventas al exterior del 3 % (1,8 % en el último trimestre de 2013). Por grupos de productos, tanto las ventas reales de bienes de equipo como las de bienes de consumo mantuvieron un comportamiento positivo, aunque más moderado que en el mes precedente, mientras que las exportaciones de bienes intermedios retrocedieron notablemente. Por áreas geográficas, en el conjunto del primer trimestre, las ventas a los países de la UE se aceleraron hasta alcanzar una tasa interanual del 7,9 %, mientras que las dirigidas al resto del mundo continuaron la tendencia al debilitamiento, de modo que anotaron un retroceso del 4,3 % interanual.

Por su parte, las importaciones de bienes repuntaron notablemente en marzo, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 21,4 % (10,6 % en el mes anterior), reflejando, en parte, los reducidos niveles registrados en marzo de 2013. Este mayor dinamismo afectó a todos los grupos de productos, especialmente al de bienes de equipo. En el conjunto del trimestre, las importaciones aceleraron su ritmo de crecimiento, hasta el 12,7 % interanual, desde el 6,6 % del último trimestre de 2013. El déficit comercial se elevó en marzo a 2,1 mm de euros, en contraste con el superávit de 0,6 mm alcanzado en el mismo mes del ejercicio anterior. En el período enero-marzo, el déficit comercial ascendió a 6,5 mm, como resultado de un superávit comercial no energético de 4,8 mm (un 35 % inferior al de igual período del año anterior) y de un déficit no energético de 11 mm, prácticamente igual al del primer trimestre de 2013.

Los indicadores referidos al turismo receptor correspondientes al mes de abril confirmaron la tendencia observada desde el inicio del año a una moderada desaceleración interanual, dentro de tasas muy elevadas. La consideración conjunta del bimestre marzo-abril, con el fin de evitar los problemas asociados a la comparación interanual en cualquiera de esos dos meses por separado como consecuencia del calendario de la Semana Santa, arroja un incremento del 9,2 % en las llegadas de turistas extranjeros (11,2 % en febrero). Por su parte, de acuerdo con los datos de la Encuesta de Ocupación Hotelera, las pernoctaciones hoteleras realizadas por los viajeros extranjeros aumentaron un 6 % interanual por término medio en marzo y abril, tras el 7,2 % del mes anterior. Con datos referidos a marzo, el gasto nominal de los turistas creció, según la última encuesta de gasto turístico (EGATUR), un 6,6 % interanual (8 % en febrero), fruto del incremento de su gasto medio (5,9 %), mientras que el número de turistas tan solo aumentó un 0,7 %, aunque la escasa cuantía de este aumento podría venir explicada, de nuevo, por el calendario de la Semana Santa. Por último, el Indicador de Clima Turístico (ICTUR), que recoge las expectativas empresariales sobre la evolución del sector, continuó, en el primer trimestre de 2014, la tónica de recuperación que ya mostró en el segundo semestre del pasado año, gracias, fundamentalmente, a la favorable evolución de la demanda extranjera y a una moderada recuperación de la demanda nacional.

De acuerdo con los últimos datos de avance de la Balanza de Pagos, la necesidad de financiación ascendió en febrero a 2,7 mm de euros (1,3 mm de euros en el mismo mes de 2013), cifra superior a la registrada en febrero de 2013, debido al peor resultado de la mayoría de sus componentes, con la excepción de la subbalanza de servicios, cuyo superávit se incrementó.

Por el lado de la oferta, tanto el indicador de confianza de la Comisión Europea como el índice de clima industrial de la Encuesta de Coyuntura Industrial mejoraron en abril. Por su parte, el PMI manufacturero se mantuvo estable en ese mismo mes, consolidándose en terreno expansivo por quinto mes consecutivo. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, los afiliados a la Seguridad Social en el sector industrial aumentaron levemente en abril en tasa de variación ajustada de estacionalidad (0,2 %), con lo que el ritmo de descenso interanual se moderó de forma muy notable, hasta el -3,8 %, desde el -15,3 % de marzo. Con información más retrasada, el dato del IPI referido a marzo arrojó un retroceso intermensual del 0,5 %, tras la evolución positiva del mes precedente. En términos interanuales, el índice moderó su ritmo de expansión en 1,9 puntos, hasta situarse en el 0,6 %, tras el fuerte repunte de febrero. La evolución desfavorable del indicador fue generalizada por componentes, con excepción del avance de los bienes de consumo duradero, impulsado por la producción de automóviles. A pesar del registro de marzo, la producción industrial obtuvo en el conjunto del primer trimestre del año un avance intertrimestral del 0,5 %, tras su variación nula al cierre de 2013.



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 abril de 2014.

Por lo que se refiere al sector servicios, los indicadores disponibles apuntan a un comportamiento reciente expansivo. Entre los indicadores cualitativos, el PMI registró un nuevo aumento en abril, prolongando la tendencia observada desde el inicio del año, en tanto que el indicador de confianza de la Comisión Europea descendió en el mismo mes, si bien se sitúa aún por encima del promedio del primer trimestre. En términos de empleo, el ritmo de crecimiento de la afiliación media a la Seguridad Social se aceleró en abril, hasta alcanzar una tasa de variación del 0,4 %, según la serie corregida de calendario y de estacionalidad. A su vez, el crecimiento del paro sectorial siguió atenuándose.

La información más reciente relativa a la evolución del conjunto del mercado de trabajo muestra una continuación de la tendencia positiva observada en los últimos meses. Por un lado, las afiliaciones a la Seguridad Social se incrementaron en abril, en términos ajustados de estacionalidad, en casi 51.000 personas, con un crecimiento intermensual del 0,3 %, que supera a los observados en los tres meses previos. En términos interanuales, los afiliados crecieron en casi 200.000 personas en abril, elevando su tasa de crecimiento hasta el 1,2 %, tras el 0,7 % mostrado en marzo. Esta mejoría de la afiliación en abril fue bastante generalizada por ramas, si bien afectó especialmente a la de servicios de mercado, donde aumentó en un 1,9 %, y en el agregado que aproxima a las AAPP, con un aumento del 2,2 %². En esta línea se comportaron, a su vez, los datos de contratación en el SEPE, que mostraron un crecimiento del 12,4 % en abril, con un incremento de los contratos indefinidos del 24,7 %. Por su parte, el desempleo continuó intensificando su ritmo de descenso, con una caída de casi 38.000 personas (-0,8 %) respecto al mes de marzo, en términos ajustados de estacionalidad. Esta evolución situó la caída interanual del número de desempleados inscritos en el -6,1 %, tras el -4,8 % observado en marzo.

Por lo que respecta a la información de las Administraciones Públicas (AAPP), el pasado 30 de abril el Gobierno hizo pública la Actualización del Programa de Estabilidad 2014-2017 (APE), que establece los objetivos del proceso de consolidación fiscal para ese período, así como el cuadro macroeconómico correspondiente. También difundió el Programa Nacional de Reformas, en cumplimiento de los requisitos europeos.

2 Este agregado es la suma de las secciones de AAPP y Defensa, Educación, y Sanidad y Servicios Sociales del Régimen General, y excluyendo a los cuidadores no profesionales.

El Programa plantea una senda de objetivos de déficit público del 5,5 % del PIB en 2014, del 4,2 % en 2015, del 2,8 % en 2016 y del 1,1 % en 2017, tras el déficit del 6,6 % de 2013, si se excluye el impacto de las ayudas a instituciones financieras. Esta senda es compatible con la aprobada por el Consejo Europeo en junio de 2013, que establece el año 2016 como el plazo límite para la situación de «déficit excesivo» (déficit superior al 3 % del PIB), aunque establece un objetivo algo más estricto para este año. Como indica el Programa, la mejora de las finanzas públicas en el medio plazo se sustentaría principalmente en la contracción del gasto público, sobre todo en su componente de consumo final público.

Por su parte, la información más reciente sobre la ejecución presupuestaria de las AAPP se refiere al conjunto de los subsectores de Administración Central, Seguridad Social y Comunidades Autónomas hasta febrero. Esta agrupación presentó en los dos primeros meses del año un saldo del -0,94 % del PIB, frente al -1 % del PIB del mismo período del año anterior, según la metodología de la Contabilidad Nacional. En relación con la evolución del gasto público, destacan la estabilización de la remuneración de asalariados (0,3 %) y las caídas en los consumos intermedios (-2,3 %) y en las prestaciones sociales (-0,4 %), mientras que los ingresos públicos crecieron un 0,5 % debido a la fortaleza de los impuestos indirectos (5,5 %), que compensó la debilidad de los impuestos directos (-2 %) y del resto de ingresos.

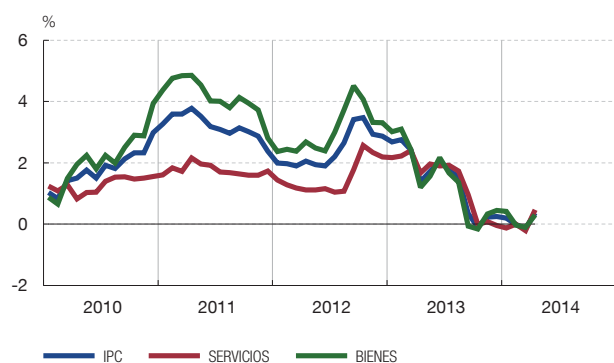
Precios y costes

La información sobre el desarrollo de la negociación colectiva en los cuatro primeros meses de 2014 apunta a un mantenimiento de la tasa de crecimiento de las tarifas en el 0,6 % para el presente ejercicio, similar a lo pactado en el año precedente, con incrementos prácticamente iguales entre los convenios firmados este año y los rubricados en años anteriores. En abril se ha producido un avance significativo en la negociación colectiva, de modo que los convenios registrados afectan a algo más de tres millones de trabajadores, cifra no alcanzada desde 2010. Esta evolución salarial es coherente con la información proporcionada por la Agencia Tributaria para el primer trimestre de 2014, según la cual la retribución bruta media en las grandes empresas registró una leve caída del 0,2 %.

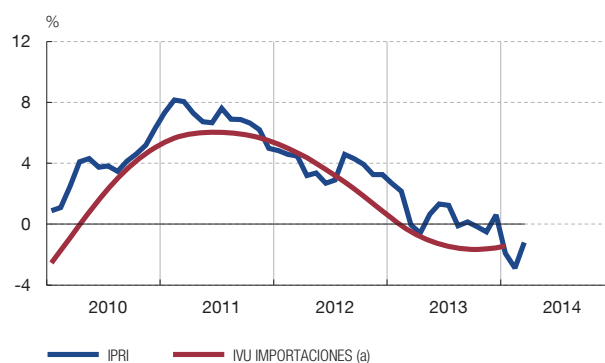
En abril, el IPC repuntó cinco décimas, hasta alcanzar una tasa de variación interanual del 0,4 %. La aceleración del IPC se explica, fundamentalmente, por el aumento de los precios del turismo en Semana Santa y por el efecto base derivado del abaratamiento de la electricidad en 2013. Por componentes, los precios de los servicios se aceleraron en tres décimas, y los de los productos energéticos, en cuatro. Por el contrario, los precios de los alimentos prolongaron la desaceleración de los meses anteriores y los de los bienes industriales no energéticos acentuaron ligeramente su ritmo de descenso. Como resultado de la evolución de los distintos componentes, la tasa interanual del IPSEBENE aumentó tres décimas, hasta un 0,3 %, y la del IPC sin energía dos décimas, hasta el 0,2 %. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó un 0,3 % en abril, tras el descenso del 0,2 % del mes precedente, mientras que la tasa de inflación del conjunto del área del euro se aceleró dos décimas, hasta el 0,7 % interanual. Por consiguiente, el diferencial de inflación negativo se estrechó tres décimas, hasta -0,4 pp, su menor nivel en valor absoluto desde septiembre del año pasado.

La tasa interanual del índice general de precios industriales repuntó 1,7 pp en marzo, hasta el -1,2 %, tras la acusada desaceleración de los dos meses anteriores. La trayectoria del último mes se explica por el incremento de 6 pp de los precios energéticos, hasta una tasa del -0,7 %, mientras que el IPRI sin energía mantuvo estable su ritmo de descenso en el 1,5 %, la menor tasa desde noviembre de 2009. Entre los restantes componentes, se mantuvieron las tendencias de los meses anteriores: leve desaceleración de los precios de

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

los bienes de consumo y de los bienes intermedios, compensada por un ligero repunte de los precios de los bienes de equipo.

Por último, los precios de exportación de productos industriales moderaron en marzo su ritmo de caída interanual, hasta una tasa del -3,7 % (-4,4 % en febrero), mientras que los de importación mostraron un descenso del 3,9 % (siete décimas superior a la del mes anterior).

Evolución económica y financiera en la UEM

Los *mercados financieros internacionales* han tenido un comportamiento favorable en el último mes, influidos por el mantenimiento del apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidad, en un contexto en el que los principales bancos centrales han mantenido sus políticas acomodaticias; el conflicto de Ucrania o la moderación del crecimiento en China han tenido un impacto limitado. En las economías avanzadas, las bolsas han experimentado subidas generalizadas —de hecho, el S&P 500 ha registrado nuevos máximos históricos—, el dólar se ha apreciado ligeramente frente al euro y se han producido leves descensos en las rentabilidades de las principales referencias soberanas a diez años. La evolución de los *mercados emergentes* también fue favorable, con fuertes ascensos de las bolsas, recortes de los diferenciales soberanos —en ambos casos, de mayor entidad en Europa del Este— y apreciaciones de las monedas. Todo ello ha permitido revertir el deterioro observado al inicio del ejercicio, de modo que, en comparación con el cierre de 2013, las bolsas se encuentran, en general, en niveles más elevados, los tipos de cambio se han apreciado significativamente y los diferenciales soberanos han tendido a comprimirse. Asimismo, se han registrado entradas de capitales en fondos tanto de bolsa como de deuda, y las emisiones de renta fija en los mercados primarios han alcanzado nuevos máximos históricos. En los mercados de *materias primas*, los precios del petróleo y de los metales industriales se mantuvieron relativamente estables, mientras que se detuvo la reciente tendencia alcista del precio del oro.

En *Estados Unidos*, según la estimación de avance, el PIB creció un 0,1 % en tasa trimestral anualizada (2,3 % en tasa interanual) en el primer trimestre de 2014, siendo el consumo privado el único componente que presentó una contribución positiva —sobre todo, por el aumento del gasto en servicios—. Los factores meteorológicos explican buena parte de este reducido crecimiento, pero no su totalidad. Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes a marzo evidenciaron un mayor dinamismo de la actividad, pero algunos de los relativos a abril (como los de ventas al por menor y producción industrial) volvieron

a mostrar cierta debilidad. No obstante, el informe de empleo de abril fue especialmente positivo, con una elevada creación de empleo neta (288.000) —que vino acompañada de una revisión al alza de los datos de los dos meses anteriores— y un descenso de la tasa de paro en cuatro décimas, hasta el 6,3 %, aunque este último hecho vino explicado por la brusca caída de la tasa de participación. Los indicadores de salarios siguen sin mostrar presiones al alza, pues los incrementos salariales se mantienen cercanos al 2 %. En el mercado inmobiliario continúa el contraste entre los datos de actividad, con sorpresas a la baja, y los de precios, que siguen registrando incrementos similares a los de trimestres anteriores. La inflación interanual aumentó cinco décimas en abril, hasta situarse en el 2 %; y el componente subyacente en una décima, hasta el 1,8 %. Por su parte, la Reserva Federal prosiguió la reducción gradual del volumen de sus compras mensuales de activos en otros 10 mm de dólares, hasta dejarlo en 45 mm.

En *Japón*, el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2014 se elevó hasta el 5,9 % trimestral anualizado, desde el 0,3 % en el cuarto trimestre de 2013, por el fuerte repunte de la demanda interna privada, impulsada por la anticipación del gasto previa a la subida del tipo impositivo del gravamen sobre el consumo, que en abril pasó del 5 % al 8 %. El impacto contractivo de esta medida se habría dejado notar, ya en marzo, en los niveles de producción industrial, mientras que el consumo y la confianza de los hogares no se habrían resentido hasta abril. El mercado laboral continuó mostrando señales positivas en marzo, la tasa de paro se mantuvo en el 3,6 % y la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo alcanzó un nuevo máximo histórico. Sin embargo, en ese mismo mes, aunque los salarios aumentaron, este ascenso de debió exclusivamente a la contribución de los componentes no regulares —horas extraordinarias o bonus—. La inflación se mantuvo en el 1,3 % interanual y su tasa subyacente se redujo una décima, hasta el 0,7 %. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo sin cambios su programa de compra de activos y el tipo de interés de referencia, y ha revisado a la baja la previsión de crecimiento para el ejercicio fiscal 2014.

En *Reino Unido*, el PIB creció un 0,8 % intertrimestral en el primer trimestre (3,1 % interanual), sustentado en la aportación de la demanda interna, con una contribución nula de los intercambios netos con el exterior. Los indicadores de abril apuntan a la consolidación del ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, con una mejora en los PMI de manufacturas y servicios, así como en la disposición a adquirir bienes de consumo duradero. El crecimiento del empleo se ha reactivado y la tasa de paro se redujo hasta el 6,8 % en marzo. Tras varios meses de descensos sucesivos, la inflación aumentó dos décimas en abril, hasta el 1,8 %, debido a la incidencia de la Semana Santa sobre las tarifas del transporte aéreo y marítimo; y los precios de la vivienda registraron incrementos cercanos al 10 % interanual. El Banco de Inglaterra no modificó sus instrumentos de política monetaria en su reunión de mayo, habiendo valorado, en su reciente *Informe de Inflación*, que sigue existiendo margen para reducir la capacidad ociosa y mantener el objetivo de inflación.

En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro, el dato de avance del PIB del primer trimestre mostró una aceleración de seis décimas, hasta alcanzar un crecimiento del 3,1 % interanual. Por su parte, la inflación continuó marcando niveles mínimos históricos en abril (0,3 %), descendiendo una décima respecto a marzo. En este contexto de ausencia de presiones inflacionistas a corto y medio plazo, el banco central de Hungría recortó el tipo de interés oficial en 10 puntos básicos (pb), hasta el 2,5 %, y, además, con el objetivo de reforzar la estabilidad financiera, también elevó el porcentaje mínimo requerido de activos bancarios en moneda extranjera cubierto con financiación a largo plazo. Entre los países candidatos a la UE, en Turquía la actividad moderó su expansión en el primer trimestre, mientras que la inflación se aceleró con fuerza como consecuencia

de los efectos de la depreciación de la lira en meses anteriores y la evolución desfavorable de los precios de los alimentos. Pese a esta evolución, el banco central de Turquía rebajó inesperadamente el tipo de interés de referencia en 50 pb, hasta el 9,5 %, sustentando su decisión en la caída de la incertidumbre externa e interna.

En *China*, tras el descenso del crecimiento del PIB hasta el 7,4 % interanual en el primer trimestre, en abril los indicadores de alta frecuencia siguen sugiriendo una pérdida adicional de dinamismo, aunque más moderada que la reflejada por los datos de meses anteriores, destacando un mejor comportamiento del sector exterior. La inflación se moderó en abril hasta el 1,8 %, muy por debajo del objetivo del Gobierno (3,5 %), y su tasa subyacente se situó en el 1,5 %. Por su parte, el People's Bank of China ha reducido selectivamente el coeficiente de reservas para dar soporte a las entidades rurales, aunque mantiene un tono relativamente contractivo. En el *resto de Asia* emergente, en el primer trimestre de 2014 el PIB real mostró aumentos de su tasa interanual de crecimiento en Corea del Sur y Malasia, y descensos en Singapur, Hong-Kong e Indonesia. La inflación se mantuvo en cotas moderadas en la región, aunque se elevó en abril en la mayor parte de los países. Además, las políticas monetarias apenas registraron variaciones, a excepción de Filipinas, donde se elevó —por segunda vez en el año— el coeficiente de reservas un 1 %, hasta dejarlo en el 20 %.

En *América Latina*, la publicación de los datos del PIB del cuarto trimestre de 2013 en Argentina y Venezuela (1,4 % y 1 % interanual, respectivamente) arroja un crecimiento del PIB en el conjunto de las siete principales economías del 1,9 % interanual y del 2,3 % alcanzado en el promedio del año. La tendencia a la desaceleración del PIB regional parece haberse prolongado en el primer trimestre de 2014, en el que los indicadores adelantados y los datos de alta frecuencia reflejan un mantenimiento de la debilidad en la mayoría de las economías de la región. Los datos disponibles de PIB en el primer trimestre reflejan esta tendencia, con un crecimiento para México del 1,8 % interanual (0,3 % intertrimestral) y un 2,6 % para Chile (0,7 % intertrimestral). La inflación en el promedio de los cinco principales países con objetivos de inflación aumentó una décima en abril, hasta el 4,7 % interanual, destacando el aumento en Colombia, Perú y Chile, en este último superando la banda superior del 4 % fijada por el banco central. El banco central de Colombia aumentó el tipo oficial en 25 pb, hasta el 3,5 % —tras una fase de bajadas—, mientras que los del resto de países con objetivos de inflación dejaron los tipos de interés sin cambios. El banco central de Brasil, por su parte, decidió reducir la intervención en el mercado de divisas, al no renovar los *swaps* de divisas que expiran en mayo. En México, el Gobierno presentó a principios de mayo las leyes secundarias necesarias para desarrollar la reforma energética aprobada a finales de 2013.

En la *zona del euro*, según la estimación provisional de la contabilidad nacional publicada por Eurostat, el PIB registró un crecimiento en el primer trimestre de 2014 del 0,2 %, la misma cifra que en el período octubre-diciembre del año anterior. Esta evolución ha sido resultado de un comportamiento desigual por países, con un marcado avance del PIB en Alemania y, en menor medida, Bélgica y España; un estancamiento en Francia; y un retroceso en Italia, Finlandia, Portugal y Holanda. En su ejercicio de primavera, la Comisión Europea previó que el crecimiento del PIB del área sería del 1,2 % y del 1,7 % en 2014 y 2015, respectivamente.

La información disponible más reciente sobre la evolución económica, basada principalmente en indicadores cualitativos, apunta al mantenimiento del tono moderadamente expansivo de la actividad en los primeros meses de la primavera (véase cuadro 1). Así, por el lado de la oferta, aunque la producción industrial retrocedió un 0,3 % en marzo, los indicadores de confianza disponibles del segundo trimestre, procedentes de

		2013		2014			
		Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	1,4	1,7	1,7	-0,1		
	Comercio al por menor	-0,3	0,8	1,0	0,9		
	Matriculaciones de turismos nuevos	6,9	5,5	6,0	4,0	5,1	
	Indicador de confianza de los consumidores	-13,5	-11,7	-12,7	-9,3	-8,6	-7,1
	Indicador de confianza industrial CE	-3,4	-3,8	-3,5	-3,3	-3,6	
	PMI de manufacturas	52,7	54,0	53,2	53,0	53,4	52,5
	PMI de servicios	51,0	51,6	52,6	52,2	53,1	53,5
	IAPC	0,8	0,8	0,7	0,5	0,7	
Variables monetarias y financieras	M3	1,0	1,2	1,3	1,1		
	M1	5,7	6,1	6,2	5,6		
	Crédito a los sectores residentes	-2,0	-1,8	-1,8	-2,2		
	AAPP	-0,7	0,2	0,1	-0,9		
	Otros sectores residentes	-2,3	-2,3	-2,3	-2,5		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	0,3	0,2	0,4	0,4		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-2,8	-2,8	-3,1	-3,1		
	Eonia	0,17	0,20	0,16	0,19	0,25	0,21
	Euríbor a tres meses	0,27	0,29	0,29	0,31	0,33	0,33
	Euríbor a un año	0,54	0,56	0,55	0,58	0,60	0,60
	Rendimiento bonos a diez años	3,31	3,21	3,09	2,89	2,61	2,58
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,41	-0,33	-0,37	-0,14	0,11	0,02
	Tipo de cambio dólar/euro	1,370	1,361	1,366	1,382	1,381	1,377
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	17,9	-3,1	1,3	1,7	2,9	3,0

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

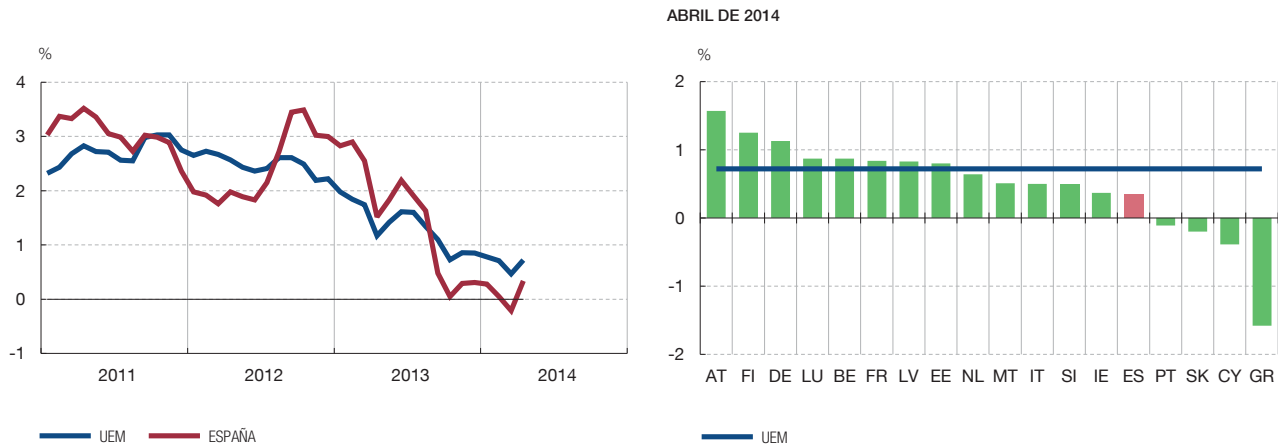
a Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual), y bolsa.

b Datos hasta el día 23 de mayo de 2014.

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

las encuestas de la Comisión Europea y de las encuestas de directores de compras, alcanzaron un nivel superior al observado en el primer trimestre en términos medios, mejora que solo afectó a la rama de servicios. Por el lado de la demanda, en marzo aumentaron las ventas al por menor y la suave caída de las matriculaciones de automóviles se corrigió en abril, lo que vino también acompañado de una mejora de la confianza de los consumidores. La valoración de la cartera de pedidos, que guarda estrecha relación con el agregado de inversión, se elevó en abril. Finalmente, las ventas al exterior, según información procedente de la balanza comercial, retrocedieron en marzo, y las expectativas de exportación para el segundo trimestre registraron un descenso significativo.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se elevó dos décimas en abril, hasta situarse en el 0,7 % (véase gráfico 4). El repunte refleja la aceleración de los precios de los servicios —afectados por la celebración de la Semana Santa en ese mes— y el menor ritmo de retroceso de los precios de los bienes energéticos. Por su parte, los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos mostraron menores tasas de crecimiento. La inflación subyacente, medida por la tasa de variación del IPSEBENE, se incrementó también dos décimas, hasta el 1,1 %. Los precios industriales moderaron levemente en marzo su ritmo de caída interanual, hasta el -1,6 %, con estabilidad



FUENTE: Eurostat.

en la mayoría de sus componentes. Respecto a la evolución de la inflación en los próximos meses, las últimas previsiones de la Comisión Europea recogen una inflación del 0,8 % y del 1,2 % para 2014 y 2015, respectivamente.

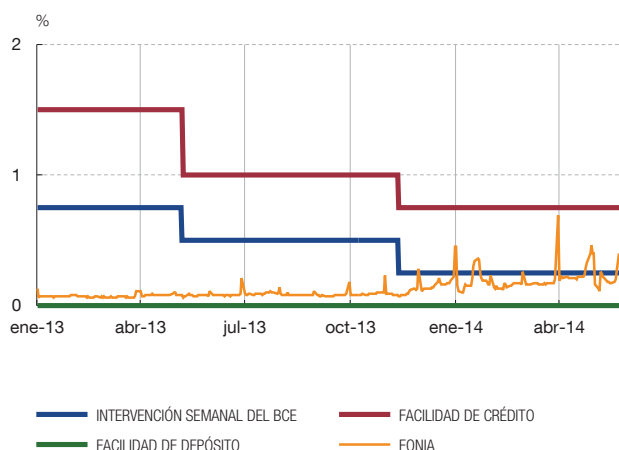
En su reunión celebrada el 8 de mayo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario, mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 0,25 %, el tipo de la facilidad marginal de crédito en el 0,75 % y el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0 %. A su vez, el Consejo confirmó sus indicaciones sobre la orientación futura de su política monetaria, reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado. Además, como ya hizo en su reunión de abril, el Consejo señaló que existe un acuerdo unánime en su seno para utilizar, en caso necesario, instrumentos no convencionales para afrontar los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado.

Las rentabilidades de los bonos a diez años de Alemania registraron una marcada disminución durante el mes de mayo —hasta valores inferiores al 1,4 %—, al igual que ocurrió con las de Estados Unidos, de modo que el diferencial entre ambas se mantuvo en torno a los 120 pb. En los mercados de deuda pública de la UEM, los diferenciales con respecto al bono alemán se sitúan al cierre de este artículo, en términos generales, en niveles algo más elevados que los alcanzados a finales de abril, tras haber mostrado cierta volatilidad durante el mes de mayo. Por su parte, los tipos de interés en el mercado interbancario se han mantenido estables, situándose el euríbor a uno, tres y doce meses en el 0,26 %, 0,42 % y 0,60 %, respectivamente, en términos medios del mes de mayo (véase gráfico 5).

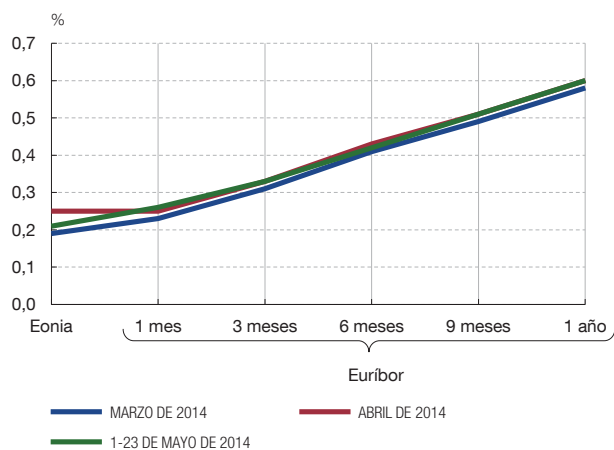
En los mercados de renta variable, la cotización de las acciones, medida a través del índice EUROSTOXX 50, se situó, a fecha de cierre de este artículo, en niveles similares a los de finales de abril, siendo la revalorización desde principio de año del 3 %. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro se depreció en mayo cerca del 1,6 % frente al dólar (hasta situarse en 1,36 dólares/euro) y un 1,4 % en términos efectivos nominales (véase gráfico 6).

En lo que se refiere a la evolución del crédito, los préstamos al sector privado cayeron en marzo a una tasa interanual del 2 % en términos ajustados de titulizaciones. Por sectores, los préstamos a las sociedades no financieras se contrajeron un 3,1 %, mientras que los

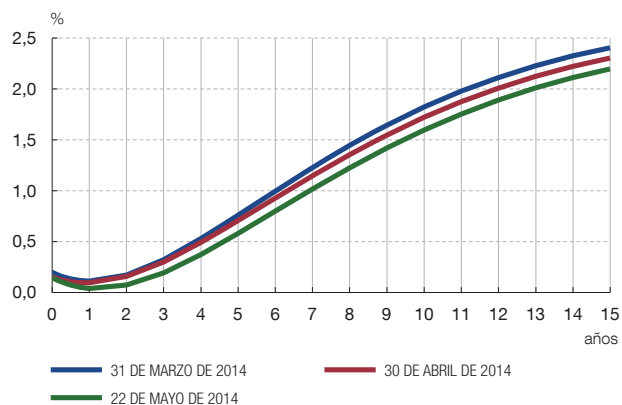
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



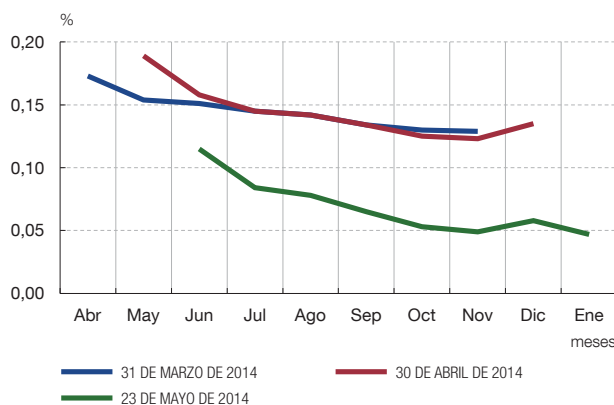
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



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



FUENTE: Banco Central Europeo.

concedidos a los hogares crecieron un 0,4 %, tasas similares en ambos casos a las registradas en febrero. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE referida al primer trimestre de 2014, no se han producido cambios significativos en los criterios de oferta, que se mantiene en niveles relativamente restrictivos en términos históricos, al tiempo que las entidades han percibido un aumento de la demanda de préstamos por parte de hogares y sociedades, que esperan se acelere en los próximos meses a medida que se consolide la recuperación económica.

Evolución financiera en España

Durante la primera quincena de mayo se prolongó la pauta de disminución de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por las empresas, de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo y de su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo horizonte. Esta trayectoria se interrumpió en los días posteriores, en los que se observó un repunte de estos indicadores. Esta evolución ha venido acompañada de una ligera revalorización de los índices bursátiles nacionales. La información más reciente de los balances financieros de los distintos agentes, correspondiente a marzo, muestra un ritmo de contracción interanual de la deuda de los hogares y de las sociedades similar al del mes anterior y una desaceleración de los pasivos de las AAPP. Por su parte, la tasa de avance de los activos financieros más líquidos del sector privado no financiero fue superior a la registrada en febrero. Los datos provisionales correspondientes a abril apuntan a una moderación en el retroceso del crédito a familias y empresas y a un mayor dinamismo de sus activos financieros más líquidos.

En la parte transcurrida de mayo, las rentabilidades medias de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de la deuda pública a diez años fueron del 0,50 % y del 2,96 %, respectivamente. En el primer caso, la cifra es prácticamente la misma del mes anterior, mientras que en el segundo se encuentra 18 pb por debajo (véase cuadro 2). El diferencial medio con respecto a la referencia alemana al mismo plazo también disminuyó, hasta situarse en 155 pb, 5 pb menos que en abril. Y lo mismo ocurrió con las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras, que se redujeron 11 pb, alcanzando un valor promedio de 83 pb.

En el mercado bursátil, el IBEX-35 ganaba, en la fecha de cierre de este artículo, un 1 % en comparación con finales de abril, una evolución algo más favorable que la del EURO-STOXX 50 de las bolsas de la UEM y que la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que se revalorizaron un 0,2 % y un 0,9 %, respectivamente, en el mismo período. De este modo, la plusvalía acumulada por el índice español a lo largo del año era de un 6,5 %, superior a la de la referencia europea (3 %) y a la de la norteamericana (2,9 %).

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, correspondientes a marzo, muestran un ligero repunte en el coste de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, que fue del 3,3 %, y un descenso del de los destinados para consumo y otros fines, que se situó en el 7,3 %, 15 pb por debajo del nivel del mes precedente. Por su parte, el de los créditos a sociedades no financieras disminuyó 3 pb, hasta el 3,9 %; y la remuneración de los depósitos de las familias se redujo hasta el 0,78 %, desde el 0,86 % registrado en febrero.

En marzo, la tasa de retroceso interanual de la financiación recibida por los sectores residentes no financieros se situó en el 1,2 %, una décima más que en el mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 7). El desglose por tipo de agente muestra una ligera disminución en el ritmo de contracción de los fondos captados por los hogares y por las empresas, y una pérdida de dinamismo de los pasivos de las AAPP.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

En porcentaje

	2011	2012	2013	2014				
	Dic	Dic	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May (a)
Tipos bancarios								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	3,66	2,93	3,16	3,32	3,28	3,30
Crédito para consumo y otros fines	7,29	6,98	7,22	7,40	7,45	7,30
Depósitos	1,72	1,72	0,93	0,91	0,86	0,78
Sociedades no financieras								
Crédito (b)	4,02	3,66	3,57	3,89	3,93	3,90
Mercados financieros (c)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,40	2,08	0,85	0,66	0,54	0,48	0,49	0,50
Deuda pública a cinco años	4,63	4,26	2,68	2,32	2,22	1,96	1,71	1,67
Deuda pública a diez años	5,45	5,36	4,14	3,77	3,60	3,34	3,14	2,96
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	3,43	4,00	2,30	1,99	1,94	1,75	1,60	1,55
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	2,68	1,87	1,09	1,08	1,15	1,06	0,94	0,83
IBEX-35 (e)	-13,11	-4,66	21,42	0,04	1,99	4,27	5,47	6,48

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 23 de mayo 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.

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2014	2012	2013	2014		
	Mar (b)	Dic	Dic	Ene	Feb	Mar
Financiación total	2.816,1	1,3	-0,9	-0,1	-1,1	-1,2
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.825,7	-5,2	-5,1	-5,0	-5,3	-5,2
Hogares e ISFLSH	774,7	-3,8	-5,1	-5,0	-4,9	-4,8
<i>De la cual:</i>						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	604,7	-3,6	-4,6	-4,4	-4,2	-4,3
Crédito para consumo y otros fines (c)	166,9	-4,7	-6,9	-7,3	-7,3	-6,8
Sociedades no financieras	1.051,0	-6,1	-5,1	-5,0	-5,7	-5,6
<i>De la cual:</i>						
Préstamos de entidades de crédito residentes y EFC (c)	630,6	-7,8	-9,4	-8,9	-9,4	-9,5
Valores de renta fija (d)	78,7	14,2	5,9	3,5	-0,6	-0,6
AAPP (e)	990,5	20,0	8,6	10,8	8,0	7,2
Valores a corto plazo	79,4	-14,1	6,7	4,1	-2,0	-4,6
Valores a largo plazo	708,7	14,2	15,4	15,1	15,1	13,8
Créditos y resto	202,4	69,1	-9,2	0,9	-7,8	-7,1

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.

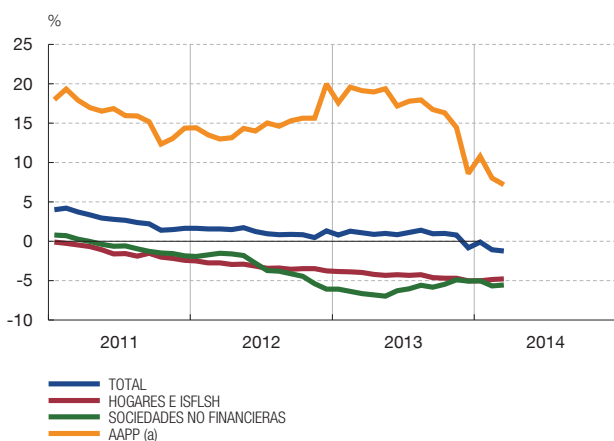
b Saldo en miles de millones de euros.

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

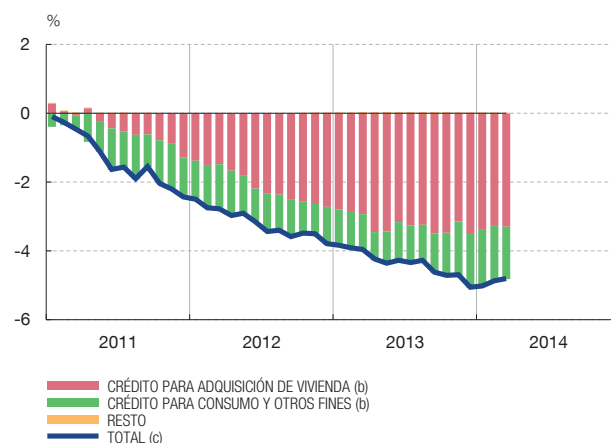
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

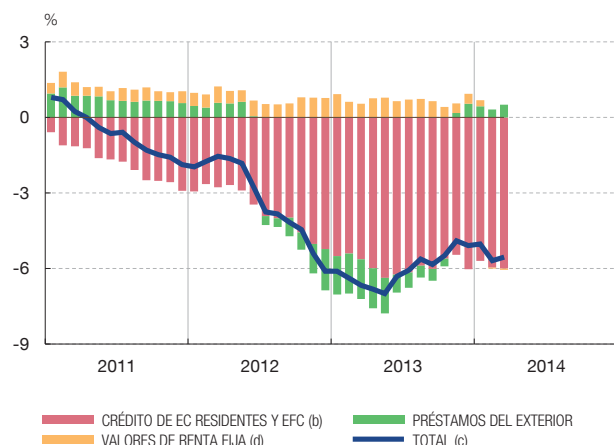
CRECIMIENTO INTERANUAL



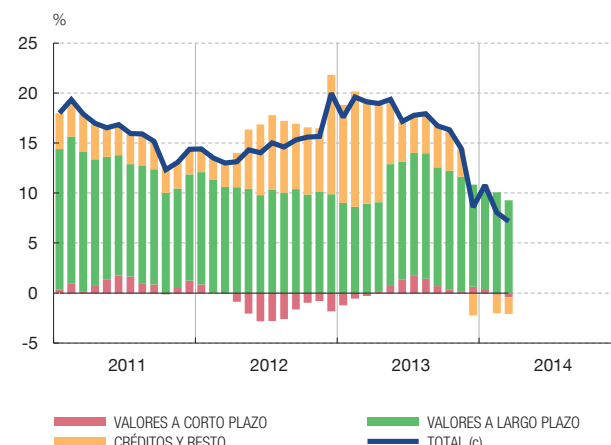
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS AAPP (a). CONTRIBUCIONES



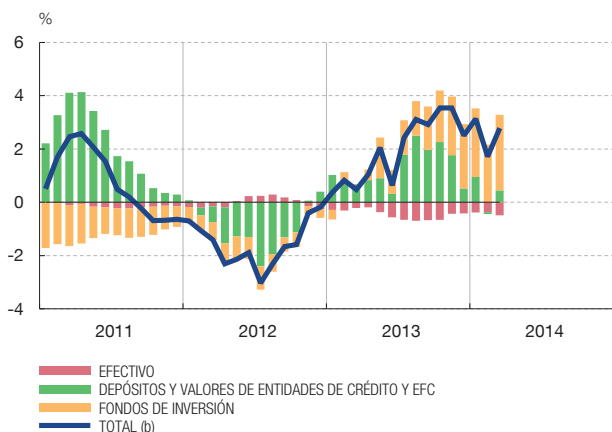
FUENTE: Banco de España.

- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de 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.

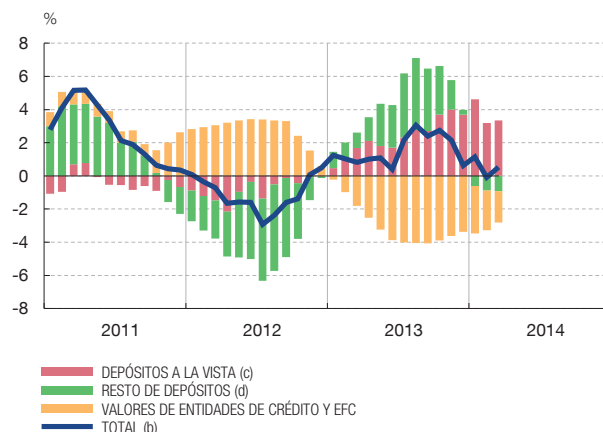
El ritmo de caída interanual de la financiación captada por las familias se situó en marzo en el 4,8 %, 0,1 pp inferior al del mes anterior. La desagregación por finalidades muestra que los préstamos para adquisición de vivienda y los destinados a consumo y otros fines descendieron en los últimos doce meses un 4,3 % y un 6,8 %, respectivamente. El ritmo de retroceso de los pasivos ajenos de las sociedades no financieras disminuyó una décima, situándose en el 5,6 %. Por instrumentos, las tasas de contracción de la financiación otorgada por las entidades residentes (9,5 %) y de las emisiones de valores de renta fija (0,6 %) fueron muy similares a las registradas en febrero.

La tasa de variación interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas disminuyó en marzo hasta el 7,2 %, frente al 8 % registrado en el mes anterior. Por instrumentos, esta evolución resultó del menor dinamismo de los valores de renta fija a largo plazo, de la mayor contracción de los de vencimiento más próximo y de una moderación en el retroceso de los créditos.

TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS. CONTRIBUCIONES



DEPÓSITOS 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.

En marzo, los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se aceleraron (véase gráfico 8). El desglose por instrumentos muestra un aumento en el ritmo de contracción del efectivo y un mayor dinamismo de los pasivos bancarios (depósitos más valores de entidades de crédito) y, sobre todo, de los fondos de inversión.

23.5.2014.

