

Durante la primera mitad del año ha continuado afianzándose el dinamismo de la economía española. Tras el aumento del PIB del 0,9 % entre enero y marzo, la información coyuntural disponible indica que la actividad podría experimentar una ligera aceleración adicional en el segundo trimestre, hasta el 1 % intertrimestral, que situaría la tasa interanual en el 3,1 % (véanse gráfico 1 y cuadro 1). Este elevado ritmo de crecimiento, que viene acompañado por una rápida creación de empleo, se produce en un entorno de avance en la corrección de los desequilibrios y de mejoría de las condiciones de financiación, al hilo de las importantes medidas no convencionales de política monetaria adoptadas por el Eurosistema desde mediados del pasado año.

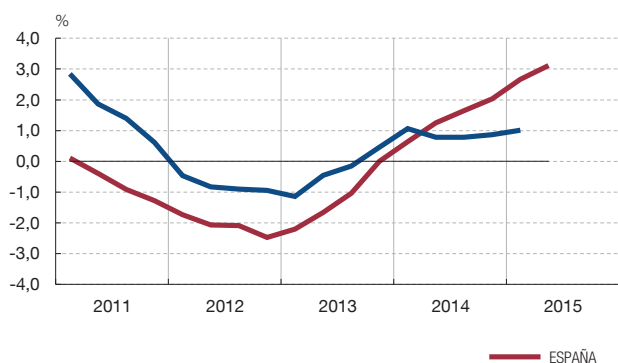
Como resultado de este comportamiento de la actividad en la primera mitad del año, más positivo de lo anticipado en marzo, el crecimiento estimado del PIB en 2015 se ha revisado al alza en tres décimas, hasta el 3,1 % en media anual (véase recuadro 1). Para 2016 se espera una continuación de la fase de dinamismo, si bien dentro de una pauta de cierta contención, que podría empezar a percibirse en la segunda mitad de este ejercicio, una vez que algunos de los impulsos expansivos recientes, como el descenso del precio del crudo y la depreciación del euro, moderen su impacto sobre las tasas de avance del PIB. De este modo, se estima para 2016 un crecimiento medio anual del 2,7 %, tasa igual a la que se proyectó en marzo. Los riesgos de desviación respecto a este escenario central presentan un balance equilibrado, si bien la reciente volatilidad en los mercados financieros aumenta la incertidumbre.

La tasa de variación interanual del IPC —en terreno negativo desde prácticamente el inicio de la recuperación— prolongó en el segundo trimestre la trayectoria alcista que inició a principios de este año, situándose en mayo en el -0,2 %. Ello fue el resultado del ligero encarecimiento del crudo y de la paulatina recuperación de la inflación subyacente, que, tras alcanzar un mínimo del -0,1 % el pasado otoño, ha ido aumentando, hasta el 0,5 % en mayo, en un entorno de mejoría cíclica y de depreciación cambiaria. Esta evolución ha ido acompañada de un cierto repunte de las expectativas de inflación en los últimos meses. Las proyecciones de variación de los precios de consumo apenas han cambiado en comparación con las que se realizaron en marzo. Tras terminar el año en valores positivos, la tasa de variación del IPC se situaría en el -0,2 % en la media de 2015 y se elevaría hasta el 1,3 % en 2016. En este caso, los riesgos de desviación respecto al escenario central se han tornado ligeramente al alza, si bien el grado de incertidumbre acerca del curso futuro del precio del crudo sigue pesando sobre la senda proyectada de inflación.

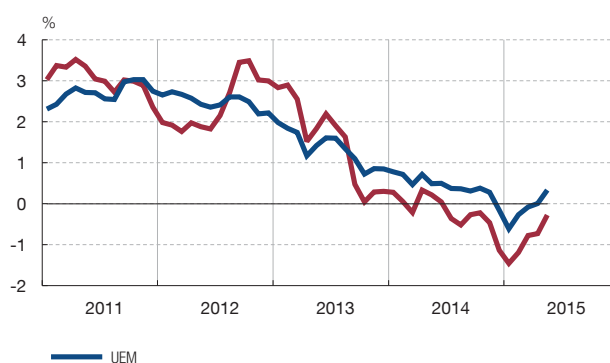
En los últimos meses, la evolución favorable de las condiciones financieras en España, a pesar del repunte en los tipos de interés a largo plazo inducido por el recrudecimiento de la crisis griega, ha apoyado el dinamismo de los principales componentes de la demanda interna. Las AAPP se han seguido financiando en condiciones beneficiosas (véase recuadro 4) y las entidades de crédito han continuado reduciendo el coste de los nuevos préstamos bancarios a sociedades y a hogares. El volumen de las nuevas operaciones de crédito ha continuado aumentando, al tiempo que el ritmo de descenso del endeudamiento agregado ha vuelto a moderarse.

El consumo de los hogares se está viendo impulsado por el aumento de la confianza y por el impacto que sobre su renta disponible está teniendo la positiva evolución de las rentas

PRODUCTO INTERIOR BRUTO



ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasas de variación interanual sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB y sobre las series originales en los índices de precios de consumo.

laborales, el menor precio del petróleo y la reforma del IRPF. A su vez, la inversión residencial sigue dando muestras de incipiente recuperación, como indican tanto el repunte de los visados y de las cifras de transacciones (que, no obstante, continúan en niveles históricamente bajos) como el ligero aumento de los precios en algunos segmentos del mercado inmobiliario. Por último, la inversión empresarial se está viendo apoyada por la progresiva mejoría de los condicionantes financieros, en un contexto en el que las favorables perspectivas sobre la demanda estimulan la adopción de nuevos proyectos de inversión. En conjunto, el fortalecimiento de la posición patrimonial de empresas y de familias empiezan a desempeñar un papel en las decisiones de gasto del sector privado no financiero.

Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta al avance intertrimestral del PIB en el período abril-junio habría sido prácticamente neutral, si bien la información sobre los flujos comerciales con el exterior es aún muy incompleta. Cabe esperar que en el conjunto del trimestre las exportaciones de bienes aceleren ligeramente su ritmo de crecimiento, en un contexto de recuperación de la zona del euro y de mantenimiento de las ganancias de competitividad. A su vez, los indicadores de turismo anticipan un crecimiento robusto de la actividad del sector, que podría alcanzar nuevos máximos históricos en el segundo trimestre. Asimismo, se estima un mayor dinamismo de las compras al resto del mundo, asociado a los componentes de bienes de consumo duradero y de equipo, en línea con la intensidad de la recuperación del gasto de hogares y de empresas.

En el ámbito del mercado de trabajo, el empleo mostró una cierta aceleración de su ya elevado ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, con un repunte adicional de las afiliaciones a la Seguridad Social en la industria y en los servicios de mercado y con el mantenimiento de tasas altas de creación de empleo en el resto de ramas productivas. A su vez, el número de parados registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) se redujo significativamente (7,8% en mayo). Con este trasfondo se estima una tasa de variación interanual del empleo en términos de la CNTR en el entorno del 0,9% en el segundo trimestre y un nuevo descenso de la tasa de paro. Los costes laborales prolongaron la pauta de moderación salarial en el período más reciente, con una subida pactada en la negociación colectiva del 0,7% hasta mayo, si bien el número de convenios firmados se mantiene en niveles reducidos. La firma por los agentes sociales del tercer Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, el pasado 8 de junio —que, entre otros aspectos, establece recomendaciones de incrementos salariales de hasta el 1% en

	2013	2014	2014				2015	
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional								
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria								
Producto interior bruto	-1,2	1,4	0,3	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0
Contribución de la demanda nacional (b)	-2,7	2,2	0,6	0,9	0,7	0,5	0,8	1,0
Contribución de la demanda exterior neta (b)	1,4	-0,8	-0,3	-0,4	-0,2	0,2	0,1	0,0
Tasas de variación interanual								
Empleo	-3,3	1,2	-0,4	1,0	1,7	2,4	2,8	2,9
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)								
IPC	1,4	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	-1,0	-0,7	-0,2
IPSEBENE	1,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta 19 de junio de 2015.

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

c El último dato disponible de los índices de precios de consumo es de mayo de 2015.

2015 y del 1,5% en 2016, condicionados a la evolución de la inflación—, podría agilizar las negociaciones en marcha, aunque sería altamente deseable que estas recomendaciones se adopten con la flexibilidad suficiente para tener en cuenta la disparidad de situaciones de partida y de crecimientos de la productividad que afrontan empresas y sectores productivos.

La actualización de las proyecciones macroeconómicas para el período 2015-2016 que se presenta en este recuadro se basa en la contribución del Banco de España al último ejercicio conjunto de proyección del Eurosistema para la economía del área del euro, que fue publicado por el BCE a principios de junio¹. Estas proyecciones se han adaptado para incorporar la información de la Contabilidad Nacional Trimestral del primer trimestre de 2015 y la evolución más reciente de los supuestos técnicos (véase cuadro 1)².

De acuerdo con estas proyecciones, se prevé que la fase de expansión del producto de la economía española se prolongue a lo largo del bienio 2015-2016. En concreto, en el presente ejercicio el crecimiento del PIB alcanzaría el 3,1 % en promedio anual, tasa que sería el resultado de una evolución muy dinámica de la actividad en el primer semestre y de una gradual desaceleración posterior, que se prolongaría el próximo año, de modo que el avance medio anual del PIB en 2016 sería del 2,7 % (véase cuadro 2). Esta moderación en la tasa de crecimiento del PIB vendría explicada por la previsible amortiguación de algunos de los impulsos expansivos que han procedido de la reducción del precio del petróleo y de la depreciación del euro.

En comparación con las proyecciones publicadas en el *Boletín Económico* de marzo, el crecimiento del PIB se ha revisado al alza

en 0,3 pp en 2015, como resultado de la incorporación de las estimaciones de la CNTR para el primer trimestre del año y de la información coyuntural referida al segundo, más favorables en ambos casos de lo proyectado hace tres meses, ya que los cambios en los supuestos externos en este mismo período han sido reducidos. Por su parte, el ritmo de crecimiento del producto en el conjunto de 2016 no difiere del proyectado en marzo. Al igual que entonces, el avance del PIB a lo largo del horizonte de proyección vendrá determinado, fundamentalmente, por el vigor de la demanda interna, en un contexto de mantenimiento del tono positivo del empleo y de las condiciones para la financiación de familias y empresas, y por el progresivo fortalecimiento de las exportaciones.

Por lo que respecta a los supuestos externos, las previsiones sobre los mercados de exportación apenas han cambiado. En efecto, si bien las perspectivas de evolución de la demanda procedente de algunas áreas emergentes han experimentado un cierto deterioro en los tres últimos meses, ello se ha visto contrarrestado por la mejora de las proyecciones de las importaciones con origen en el resto del área del euro. Por otro lado, la modificación de la cotización del petróleo tanto en los mercados de contado como en los de futuros entre ambos ejercicios es pequeña, habiendo experimentado un modesto repunte en comparación con los niveles observados al inicio de la primavera. La senda proyectada para el tipo de cambio del euro frente al dólar es similar a la correspondiente al ejercicio de marzo. Tampoco hay modificaciones significativas en la evolución esperada para el tipo de interés del euríbor a tres meses, mientras que los cambios son de magnitud mayor en el caso de las rentabilidades de la deuda pública a diez años, que, de acuerdo con las expectativas implícitas en la curva de rendimientos, se han elevado en comparación con el ejercicio precedente, hasta niveles del 2 % y del 2,7 %, respectivamente, en cada uno de los dos años del horizonte de proyección.

- 1 Las proyecciones agregadas para el conjunto del área fueron presentadas al Consejo de Gobierno del BCE del miércoles 3 de junio y publicadas en esa misma fecha en el sitio web de esta institución.
- 2 En concreto, las proyecciones del Eurosistema se elaboraron con la información relativa a los supuestos externos disponible hasta el 12 de mayo, mientras que, en el caso de las proyecciones presentadas en este recuadro, la fecha de cierre de la recogida de información es el 15 de junio.

1 ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyección actual		Diferencias con proyección de marzo de 2015		
	2014	2015	2016	2015	2016
Entorno internacional					
Producto mundial	3,4	3,2	3,8	-0,3	0,0
Mercados mundiales	2,9	2,6	5,0	-1,2	0,0
Mercados de exportación de España	3,0	3,4	5,0	-0,1	0,1
Precio del petróleo en dólares (nivel)	98,9	61,8	68,1	3,1	3,7
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,3	1,1	1,1	0,0	0,0
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	2,7	2,0	2,7	0,7	1,3

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de elaboración de los supuestos: 15 de junio de 2015.

No obstante, esta evolución comporta una revisión más modesta en el coste de financiación de hogares y de empresas, debido, en parte, a que los tipos a corto plazo, que tienen un peso importante en la determinación del coste financiero total de dichos agentes, apenas han variado durante este período.

Los supuestos fiscales incorporan las medidas de índole presupuestaria aprobadas con posterioridad al ejercicio de proyección macroeconómica de marzo. En concreto, se incorpora la información contenida en la actualización del Programa de Estabilidad, que el Gobierno remitió a la Comisión Europea el 30 de abril y que se detalla en el recuadro 4 de este Informe.

El crecimiento que se proyecta para el PIB en 2016 se sustenta sobre el empuje de la demanda interna, para la que se espera una contribución al avance del producto de 3,1 pp en 2015 y de 2,7 pp en 2016, en tanto que la demanda exterior neta tendría una aportación prácticamente neutral, tanto en 2015 como en 2016. Las proyecciones actuales contemplan que el consumo de los hogares crezca un 3,4 % en 2015, impulsado principalmente por la notable mejoría de las condiciones del mercado de trabajo y, de manera más transitoria, por el efecto positivo sobre el crecimiento de su renta disponible de la reducción del precio del crudo y la rebaja de la imposición directa. Se espera que la gradual pérdida de impulso de estos últimos elementos a lo largo del horizonte de

proyección dé lugar a una moderación del dinamismo del consumo privado, de modo que su tasa de variación media anual se desaceleraría hasta el 2,3 % en 2016.

Se espera que la inversión empresarial continúe experimentando un crecimiento robusto, en un contexto de fortaleza de la demanda final y de condiciones financieras favorables, en el que sigue presente la necesidad de ampliar el capital existente. Por su parte, la incipiente estabilización del mercado de la vivienda, tanto en precios como en cantidades, dará paso a una recuperación gradual y moderada de la inversión residencial, en un entorno de persistencia de un *stock* relativamente elevado de viviendas pendientes de venta.

En el ámbito del comercio exterior, se anticipa una trayectoria ascendente de las exportaciones, favorecidas tanto por la progresiva recuperación de los mercados de destino, que será más acusada en 2016, como por los efectos desfasados de la reciente depreciación cambiaria. Por su parte, se espera que las importaciones continúen mostrando un comportamiento dinámico, en línea con la demanda final. Como resultado de esta evolución de los flujos comerciales reales y de la senda proyectada para los deflatores del comercio exterior, se estima que el saldo de la balanza de bienes y servicios mantendrá, a lo largo del período de proyección, superávits algo mayores que los observados en 2014.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2014	Proyección actual		Proyección de marzo de 2015	
		2015	2016	2015	2016
PIB	1,4	3,1	2,7	2,8	2,7
Consumo privado	2,4	3,4	2,3	3,3	2,4
Consumo público	0,1	0,1	0,1	-0,4	-0,1
Formación bruta de capital fijo	3,4	5,9	6,1	5,9	6,7
Inversión en bienes de equipo y activos inmateriales	12,2	8,8	8,9	9,1	9,1
Inversión en construcción	-1,5	4,8	4,5	4,1	5,1
Exportación de bienes y servicios	4,2	5,1	5,7	5,2	5,8
Importación de bienes y servicios	7,6	5,3	5,9	6,2	6,3
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,2	3,1	2,6	3,0	2,7
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,8	0,0	0,1	-0,2	0,0
PIB nominal	0,9	3,3	3,3	3,2	3,4
Deflactor del PIB	-0,5	0,2	0,6	0,4	0,7
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,2	1,3	-0,2	1,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	1,2	2,9	2,6	2,7	2,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,0	1,2	1,1	1,0	0,8

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2015.

a Fecha de cierre de las predicciones: 19 de junio de 2015.

Las actuales proyecciones contemplan la prolongación del proceso de intensa creación de empleo y de moderación salarial que se viene observando desde el inicio de la recuperación. El avance del empleo comportará reducciones adicionales de la tasa de paro, que, no obstante, se verán atemperadas por el modesto aumento previsto de la población activa.

Las proyecciones de variación de los precios de consumo apenas han cambiado en comparación con el ejercicio de marzo. Como se ha indicado, los cambios en los supuestos externos han sido muy reducidos y los datos de los últimos meses han confirmado, en líneas generales, las proyecciones formuladas entonces. En el período de proyección se espera un repunte de la inflación, que, en parte, está motivada por el moderado encarecimiento del crudo al que apuntan los mercados de futuros y, en parte, por un incremento de los precios del componente subyacente, como consecuencia del impacto de la depreciación cambiaria y de la reducción del grado de holgura en la economía. La tasa de crecimiento del IPC alcanzaría valores positivos en el tramo final de 2015 y experimentaría una moderada aceleración posterior, si bien no alcanzaría niveles próximos al 2 % hasta más allá del horizonte de proyección. En términos del deflactor del PIB, se estima que los precios podrían crecer, por término medio, un 0,3 % en 2015 y un 0,6 % en 2016.

Los riesgos que rodean al escenario central de crecimiento del PIB presentan un balance equilibrado. Por un lado, persiste alguna incertidumbre sobre los posibles desarrollos en el área del euro. Asimismo, un eventual agravamiento de los conflictos geopolíticos existentes afectaría negativamente a la senda de crecimiento

descrita en estas proyecciones, como también lo haría una evolución de algunas economías, tanto emergentes como avanzadas, de fuera de la UE, peor que la prevista. En el ámbito interno, la incertidumbre acerca de la agenda de reformas a medio plazo podría generar un descenso en la confianza de los agentes. En sentido opuesto, no se puede descartar que algunos de los impulsos presentes en la actualidad prolonguen sus efectos más allá de lo que contempla este escenario central, de modo que la demanda interna mantenga en los próximos meses el fuerte ritmo de recuperación observado en el período más reciente. Hay que tener en cuenta, por ejemplo, la dificultad de estimar con precisión los efectos de las importantes medidas no convencionales adoptadas por el Eurosistema sobre las condiciones de financiación, el tipo de cambio o el crédito, y, en particular, los posibles retrasos en la materialización plena de sus efectos positivos sobre la actividad.

En el terreno de la inflación, desde la publicación, en marzo, de las anteriores proyecciones, los riesgos de desviación se han inclinado ligeramente hacia el lado positivo. En concreto, coincidiendo con la aplicación simultánea de las últimas medidas extraordinarias de política monetaria adoptadas por el BCE, se han reducido apreciablemente los riesgos de un posible desanclaje de las expectativas de inflación. De hecho, los distintos indicadores disponibles revelan un cierto repunte de dichas expectativas en los últimos meses, que, de mantenerse en el futuro, podría contribuir a acelerar la tasa de inflación a mayor ritmo que el que contempla el escenario central. Con todo, el grado de incertidumbre acerca del curso futuro de los precios del petróleo sigue siendo elevado, limitando la precisión de las proyecciones de inflación.

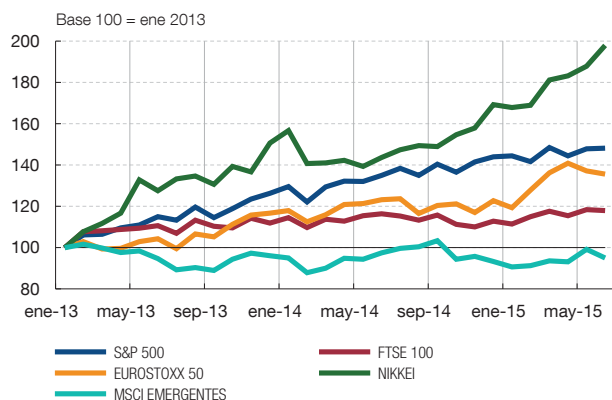
2.1 Entorno exterior del área del euro

Durante los últimos tres meses, la evolución de la actividad en las principales economías avanzadas fue relativamente dispar. En concreto, tras la ralentización experimentada por las economías de Estados Unidos y Reino Unido en el primer trimestre, los datos más recientes apuntan a una recuperación, aunque algo menos intensa de lo esperado a comienzos de año, lo que contrasta con el aumento en el ritmo de crecimiento en Japón. Entre las economías emergentes, los indicadores más recientes siguen señalando una desaceleración de la actividad en Asia y, especialmente, en América Latina, aunque con algunas diferencias por países. Por su parte, la inflación continuó mostrando tasas muy reducidas en las economías avanzadas y en algunas emergentes de Asia y Europa, lo que permitió una relajación adicional del tono de las políticas monetarias en alguna de ellas. Por el contrario, en Brasil prosiguió el ciclo de subidas de tipos oficiales, pese a la debilidad de la actividad, ya que la inflación continuó por encima del límite superior del objetivo del banco central.

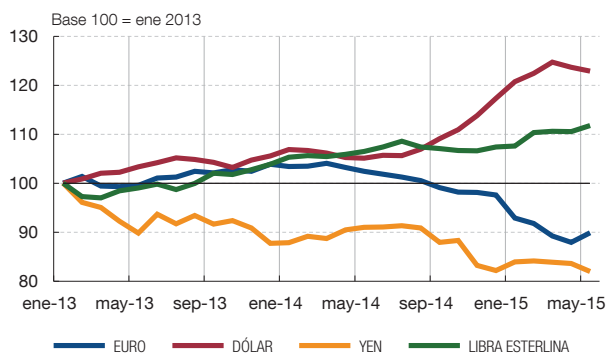
Al principio del trimestre, los mercados financieros internacionales prolongaron su tono favorable, en un contexto de baja volatilidad apoyada por la continuidad de las políticas acomodaticias de los principales bancos centrales. Sin embargo, a principios de mayo se desencadenó un brusco repunte de los tipos de interés a largo plazo en los mercados de deuda soberana europea, con un aumento de la volatilidad. Este episodio se trasladó a otros mercados, como el de la deuda soberana americana, y, posteriormente, a los de renta variable, que registraron descensos, especialmente en las economías en las que el aumento de los tipos a largo fue más pronunciado. Los mercados emergentes experimentaron desde mediados de mayo un aumento en sus diferenciales soberanos y descensos en los mercados de renta variable, con la excepción de China, donde se está registrando un marcado aumento de las cotizaciones bursátiles como resultado de algunos factores idiosincrásicos (véase recuadro 2). En los mercados cambiarios, el dólar se depreció ligeramente frente a las principales divisas, con la excepción del yen, y se apreció frente a las monedas de las economías emergentes. Por su parte, el precio del petróleo Brent experimentó un alza de unos 10 dólares por barril, en abril, hasta alcanzar el entorno de los 65 dólares, donde se ha mantenido desde entonces.

La evolución de la actividad en las economías avanzadas no pertenecientes al área del euro se ha caracterizado por una cierta disparidad. Este comportamiento obedeció en parte a factores de naturaleza transitoria que han incidido sobre la economía de Estados Unidos, pero también refleja la respuesta diferencial de las demandas externas, asociada a los pronunciados movimientos cambiarios (en particular, a la apreciación acumulada del dólar entre el pasado verano y comienzos de mayo). Por otro lado, un factor común en la evolución de estas economías ha sido la debilidad del consumo privado, que sugiere que, de momento, se ha producido una escasa traslación de la caída en el precio del petróleo al gasto de los hogares. Así, tras los datos decepcionantes de crecimiento del PIB en el primer trimestre en Estados Unidos (-0,7 % en tasa intertrimestral anualizada y 2,7 % en tasa interanual) y Reino Unido (0,3 % intertrimestral y 2,4 % interanual), los datos publicados hasta el momento apuntan a una evolución algo más favorable, aunque sin llegar a compensar el decepcionante comienzo de año. En Estados Unidos se anticipa un rebote moderado de la actividad, destacando la creación de empleo, que repuntó en mayo hasta los 280.000 empleos netos, por encima del bache observado en los meses anteriores, y el un ligero aumento en la tasa de participación. En Reino Unido se prevé que la pérdida de

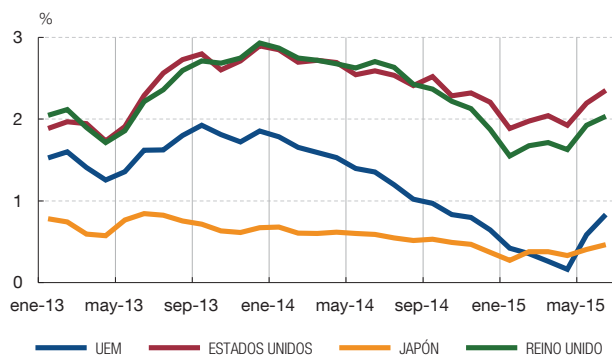
ÍNDICES BURSÁTILES



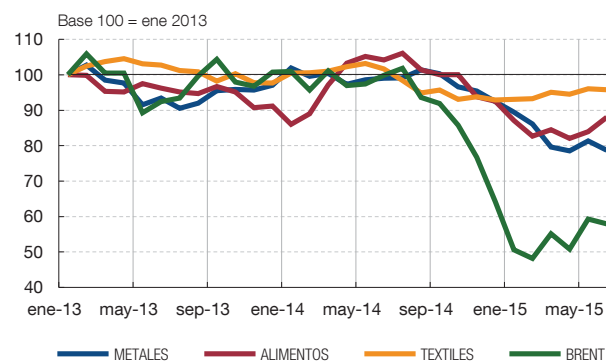
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



MATERIAS PRIMAS



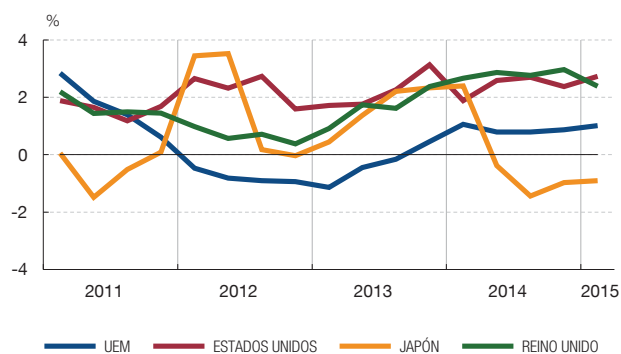
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

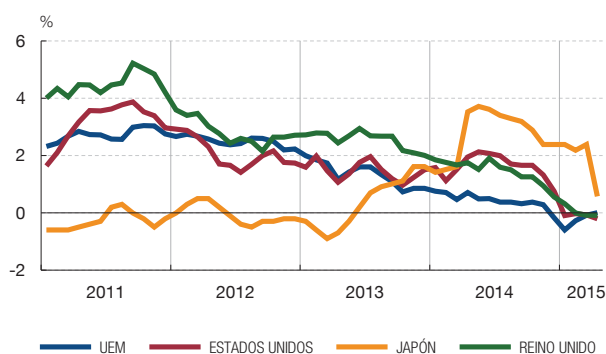
dinamismo del comienzo de año haya sido transitoria, si bien no se espera un repunte pronunciado. Por el contrario, en Japón el crecimiento del PIB en el primer trimestre (3,9 % intertrimestral anualizado) estuvo por encima de lo esperado, y, aunque la contribución de las existencias fue destacada, los indicadores de inversión y mercado laboral han ido mostrando progresivamente un comportamiento más dinámico en el segundo trimestre, apoyando la tendencia de mejora del crecimiento. La inflación ha continuado en niveles muy reducidos en estas tres economías. La tasa de variación interanual de los precios de consumo se situó en mayo en el 0 % en Estados Unidos y en el 0,1 % en Reino Unido, y en abril en el 0 % (excluyendo el alza impositiva) en Japón, mientras que las tasas subyacentes permanecen muy por debajo de los objetivos de los bancos centrales. No se han producido novedades en el tono de la política monetaria en estas economías.

En las áreas emergentes, los indicadores de actividad más recientes apuntan a una desaceleración generalizada en las economías asiáticas, con la excepción de la India, que se viene acelerando en los últimos trimestres. La pérdida de dinamismo sería algo más pronunciada en las economías de América Latina —más afectadas por el cambio de ciclo en los precios de las materias primas—, y, en cambio, los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro mantuvieron ritmos de crecimiento apreciables. En América Latina, tras un crecimiento del PIB regional del 0,5 % trimestral en el cuarto trimestre de 2014, los datos publicados indican que la actividad se habría mantenido

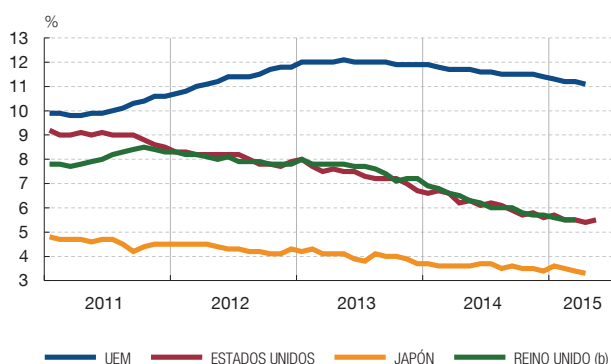
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



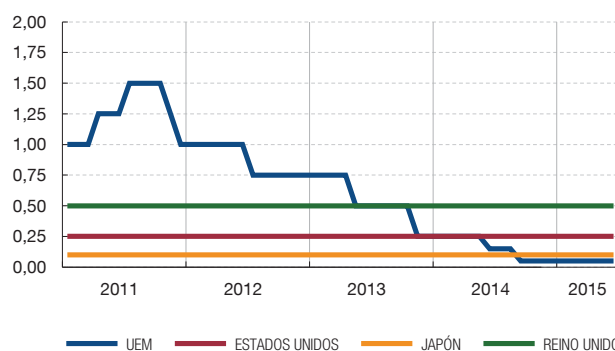
INFLACIÓN
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

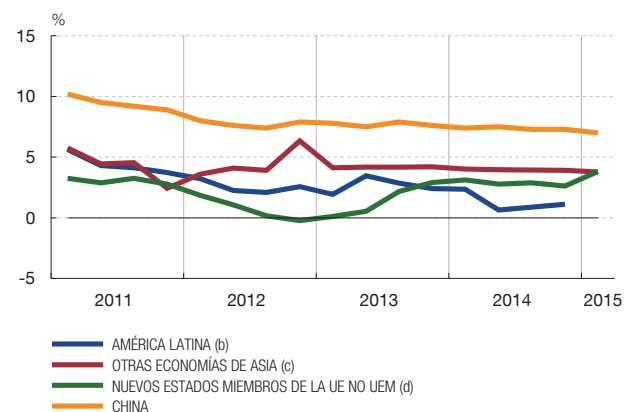
a Porcentaje de la población activa.

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

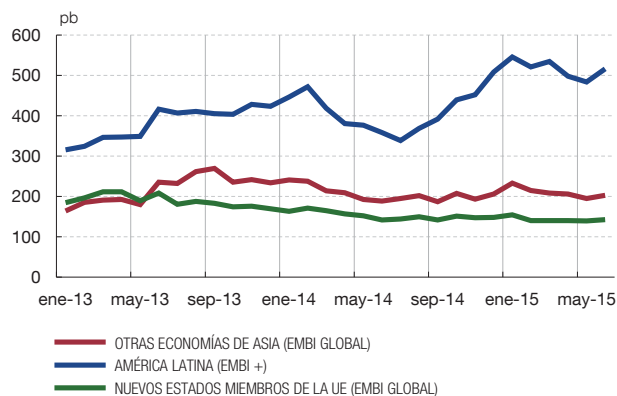
débil en el primer trimestre de 2015, aunque con patrones diferenciados. Así, mientras que la actividad mejoró en Chile y Perú, y experimentó una desaceleración moderada en México y Colombia, la ralentización fue más marcada en Brasil, donde el PIB se contrajo un -1,6 % interanual como consecuencia de la caída registrada en todos los componentes de la demanda interna. El ajuste procíclico de las políticas macroeconómicas contribuyó a esta evolución. En particular, el banco central de Brasil continuó el ciclo alcista del tipo oficial, con dos subidas de 50 puntos básicos (pb) cada una en abril y en junio, hasta el 13,75 %, dada la resistencia a la baja de la inflación, situada en abril en el 8,2 %. Los restantes bancos centrales de la región mantuvieron los tipos oficiales sin cambios, en un entorno de depreciación de las monedas y de expectativas de inflación ancladas dentro de las bandas objetivo.

En China, tras una moderación de su crecimiento hasta el 7 % interanual en el primer trimestre, la economía ha mostrado síntomas adicionales de debilidad. En este contexto, el rasgo más destacable del segundo trimestre de 2015 es el fuerte impulso que se ha dado a la reforma financiera en paralelo con los estímulos monetarios para dar soporte al crecimiento. En las principales economías del sudeste asiático se mantuvo la senda de moderada desaceleración económica y las políticas monetarias tendieron a relajarse en algunos países (la India, donde se redujo el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 7,25 %, y Tailandia

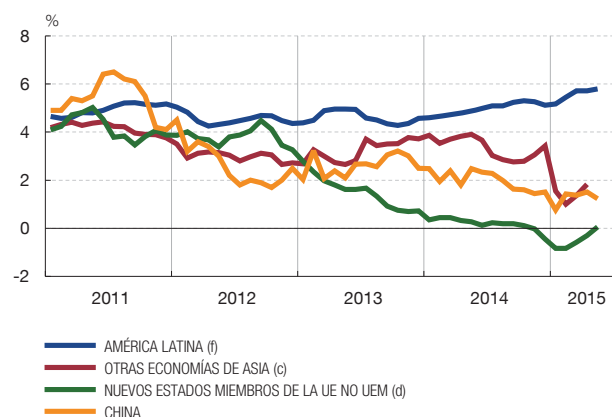
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



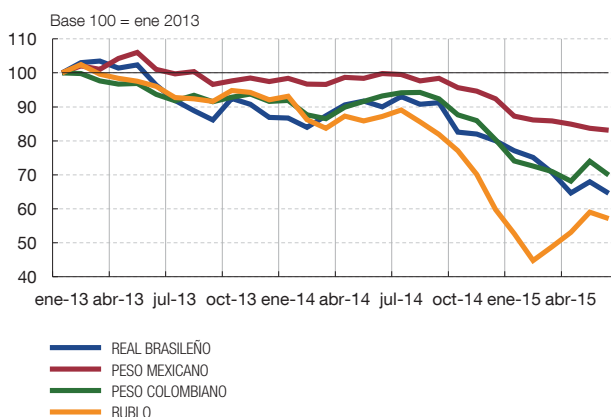
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (g)



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

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

y Corea, donde también se recortaron los tipos de referencia en la misma magnitud, hasta el 1,50 %, en ambos casos). Los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro siguieron sorprendiendo positivamente en términos de crecimiento y creación de empleo. Los niveles de inflación por debajo de objetivos empezaron a corregirse, aunque siguen siendo muy reducidos. Se produjeron recortes de tipos oficiales en Hungría y Rumanía, y se espera que la política monetaria en los países de la zona mantenga un tono relajado durante un período prolongado.

2.2 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

En el área del euro, la mejoría de la situación económica continuó afianzándose durante la primera mitad del año, aunque el ritmo de crecimiento resulta todavía moderado si se compara con el observado en otras áreas geográficas o con la experiencia histórica de anteriores episodios de recuperación. Las medidas adoptadas por el BCE desde mediados de 2014 han permitido mantener unas condiciones financieras muy favorables, a pesar

	2013		2014				2015	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	0,4	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,2	0,0	0,3	0,3	0,5	0,4	0,5	
Variación de existencias	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,6	
Demanda exterior neta	0,7	0,5	0,5	-0,5	0,1	0,4	0,8	
Otros indicadores								
Tasa de paro	1,6	0,2	0,7	1,3	1,7	0,8	1,2	
IAPC (tasa interanual)	0,5	0,8	0,5	1,3	1,4	0,8	0,6	
IPSEBENE (tasa interanual)	0,3	0,1	0,3	0,1	0,3	0,4	0,5	

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

a Información disponible hasta el 19 de junio de 2015.

de la significativa corrección observada desde mediados de abril en los tipos de la deuda a largo plazo. El impulso procedente de la política monetaria se ha visto complementado con un tono más neutral de la política fiscal, un tipo de cambio más competitivo y unos reducidos precios del petróleo. Todos estos elementos configuran un escenario favorable para asentar una expansión duradera, según se ha venido reflejando en las revisiones al alza de las previsiones de crecimiento llevadas a cabo por organismos internacionales y analistas privados en los últimos meses. Con todo, las tensiones geopolíticas y la reciente volatilidad observada en los mercados financieros constituyen importantes elementos de riesgo para este escenario de recuperación duradera, que —como ha recordado recientemente el Consejo de Gobierno del BCE— está basado en la implementación plena de las medidas de política monetaria acordadas.

Por su parte, la inflación, tras alcanzar valores históricos mínimos en enero, ha vuelto a situarse en terreno positivo, condicionada por la dinámica a corto plazo de los precios de las materias primas y, más recientemente, por una cierta aceleración de los precios de los servicios, uno de sus componentes menos volátiles. La mejora de la situación económica ha propiciado una recuperación moderada de las expectativas de inflación a medio y largo plazo, que —no obstante— permanecen todavía algo alejadas de la referencia del 2 %.

Evolución económica

El crecimiento del PIB del área del euro fue del 0,4 % en el primer trimestre de 2015, tasa similar a la observada en los meses finales del año anterior (véase cuadro 2). Al igual que en dicho período, la expansión del producto se apoyó en el dinamismo del consumo privado en la mayoría de los países de la UEM, como consecuencia de la mejora de la confianza, la expansión del empleo y el impacto de la caída de los precios del petróleo sobre la renta disponible real. Pero, además, en este último trimestre se apreció una aceleración notable de la formación bruta de capital fijo, tras la atonía de los meses precedentes. La buena marcha de la demanda interna se vio compensada en parte por la aportación negativa de la demanda exterior neta, al ralentizarse el crecimiento de las exportaciones, en un contexto de marcada debilidad del comercio mundial, mientras que las importaciones cobraron mayor dinamismo. Por países, el crecimiento adquirió también un carácter más

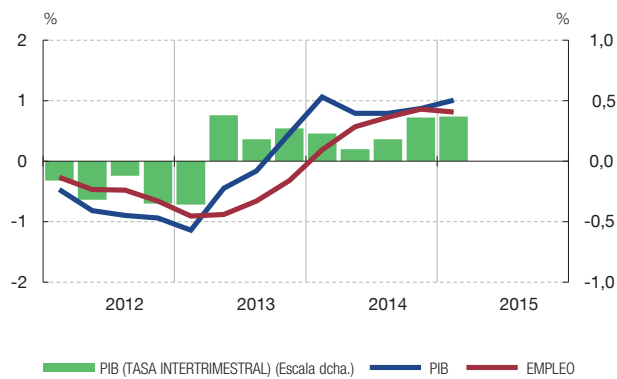
generalizado, aunque de intensidad desigual, destacando, entre los países de mayor tamaño, la salida de la recesión de Italia y el dinamismo de España (0,9 %) y de Francia (0,6 %) —aunque en este último caso las cifras podrían estar afectadas por factores transitorios—, frente al moderado avance en Alemania, fruto en buena medida del comportamiento del sector exterior.

La información coyuntural correspondiente al segundo trimestre de 2015 indica que la expansión económica del área se ha prolongado, en ese período, a ritmos similares a los observados en los dos trimestres precedentes (véase gráfico 5). Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo privado —como las ventas del comercio al por menor y las matriculaciones de automóviles— mantienen una evolución positiva, que se ve sustentada por el avance de la confianza de los consumidores y del empleo. En el caso de la inversión, el progresivo incremento que han registrado los indicadores de utilización de la capacidad productiva en los últimos trimestres, hasta situarse por encima de su media histórica, y la mejora de los márgenes de explotación están sentando las bases para que continúe expandiéndose, en consonancia con la mejora de las expectativas sobre su crecimiento para el conjunto de 2015 que se desprenden de la encuesta de inversiones industriales del segundo trimestre. La mejora de las expectativas de exportación y de la cartera de pedidos exteriores contribuye a incrementar también la demanda a que se enfrentan las empresas.

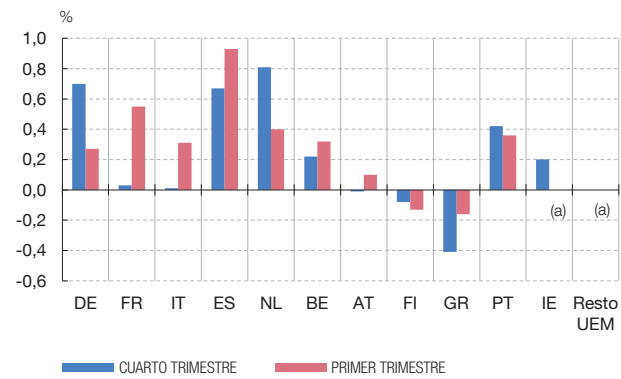
La recuperación del área del euro se está viendo impulsada por numerosos factores. En primer lugar, la caída en el precio del petróleo desde el verano del año pasado ha afectado positivamente a la renta real de las familias y a los beneficios empresariales. Además, las medidas de mejora del crédito y de expansión cuantitativa que ha venido implementando el Eurosistema a lo largo de la segunda mitad de 2014 y en los meses transcurridos de 2015 han reducido los costes de financiación a los que han de hacer frente empresas y familias. Por su parte, la política fiscal ha adoptado un tono más neutral, tras varios años de consolidación presupuestaria. Finalmente, la depreciación del tipo de cambio del euro ha impulsado la competitividad exterior y las ventas a algunos mercados, como Estados Unidos, si bien este dinamismo se ha visto compensado por la debilidad de la demanda proveniente de las economías emergentes. La acción conjunta de estos factores se ha traducido en una revisión al alza de las previsiones de crecimiento a medio plazo de la mayoría de organismos internacionales y analistas privados (véase cuadro 3), que ahora se sitúan en línea con las perspectivas publicadas por el Eurosistema. En relación con estas últimas, el ejercicio de proyecciones de junio situó el incremento esperado del PIB en el período 2015-2017 en el 1,5 %, 1,9 % y 2 %, respectivamente, en cada uno de esos años, con una evolución más positiva de la demanda interna privada y del sector exterior.

La inflación ha mantenido una senda creciente, tras alcanzar su nivel mínimo en enero, situándose en el 0,3 % en mayo. Esta trayectoria refleja principalmente la evolución de los precios de la energía, si bien las cifras más recientes incorporan también un cierto incremento de la inflación subyacente, que se situó en el 0,9 % en mayo (véase gráfico 6), un nivel todavía muy moderado. A ello han contribuido la subida de los precios de los servicios (en particular, algunas rúbricas —como las de material de transporte— que se ven muy influidas por los precios energéticos) y el mayor dinamismo de los bienes industriales no energéticos, que comienzan a reflejar las menores caídas de los precios en las fases más tempranas de producción. La persistencia de una brecha de producción elevada sugiere la ausencia de tensiones inflacionistas en el medio plazo, como confirma la evolución salarial, que mantiene avances muy moderados. Por su parte, los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo, que han detenido el deterioro que venían experimentando antes de que el BCE anunciara su programa de expansión cuantitativa,

PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual



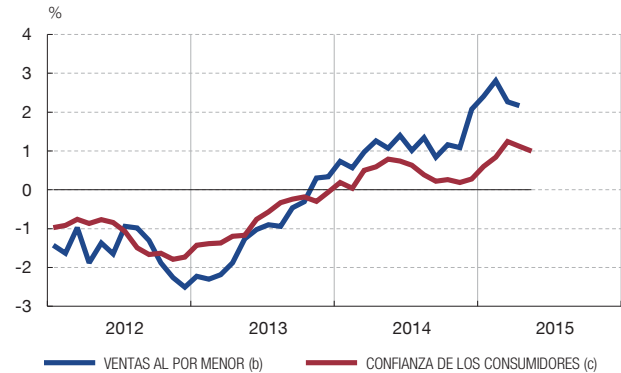
PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral



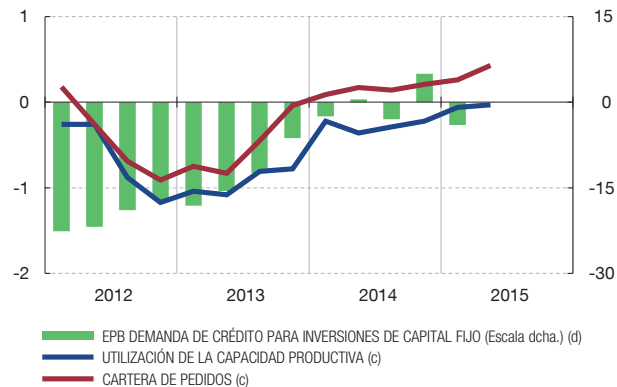
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



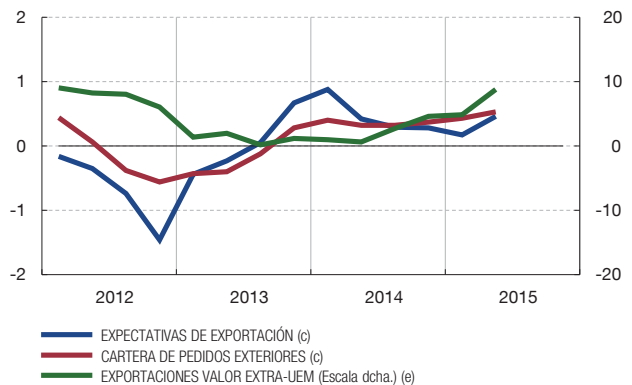
INDICADORES DE CONSUMO



INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, *Markit Economics* y Banco de España.

- a Dato no disponible para el cuarto trimestre.
- b Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.
- c Series normalizadas para el período representado.
- d Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- e Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

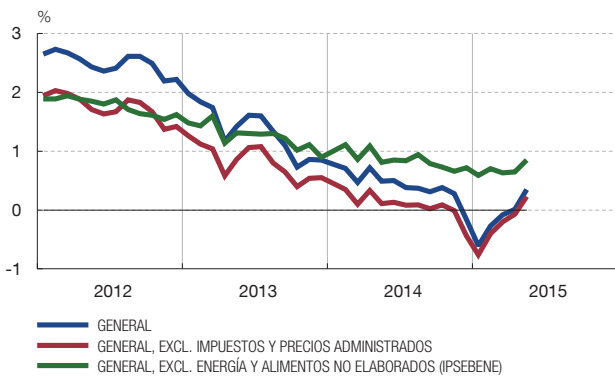
	2015		2016	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (junio de 2015)	1,5	0,3	1,9	1,5
Comisión Europea (mayo de 2015)	1,5	0,1	1,9	1,5
Fondo Monetario Internacional (abril de 2015)	1,5	0,1	1,7	1,0
OCDE (junio de 2015)	1,4	0,0	2,1	1,3
Consensus Forecast (mayo de 2015)	1,5	0,1	1,8	1,2
Eurobarómetro (mayo de 2015)	1,5	0,1	1,9	1,2

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

UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 6

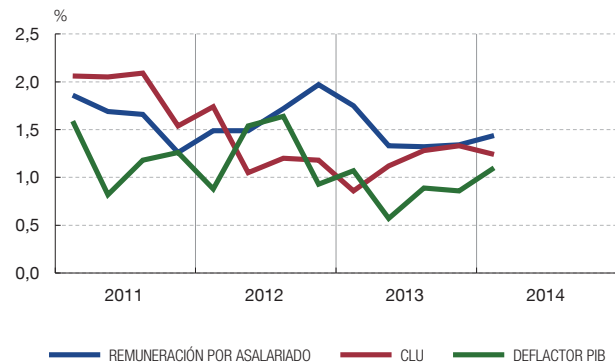
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



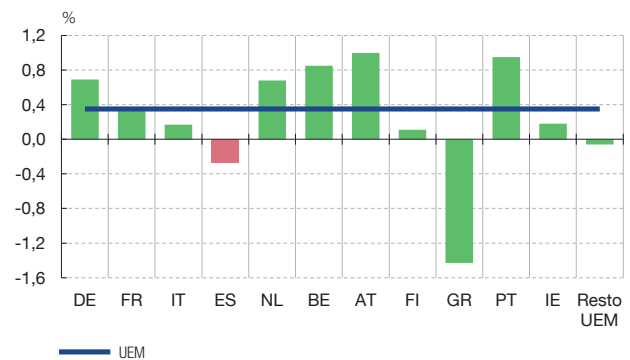
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



SALARIOS Y COSTES



IAPC GENERAL
Mayo de 2015



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

a Inflación implícita calculada a partir de los swaps de inflación.

continúan todavía en niveles algo alejados de la referencia del 2 %. El ejercicio de proyecciones del Eurosistema publicado en junio revisa al alza en tres décimas la inflación esperada para 2015, hasta situarla en el 0,3 %, al tiempo que anticipa una gradual aceleración de los precios, hasta el 1,5 % en 2016 y el 1,8 % en 2017. Esta trayectoria ascendente se apoya en el impacto retardado de la depreciación del euro y en los efectos

de base relacionados con el precio del petróleo y, más a medio plazo, en la aceleración de los salarios y de los márgenes empresariales que cabe esperar que se produzca a medida que se consolide la recuperación de la actividad y se reduzca la tasa de paro.

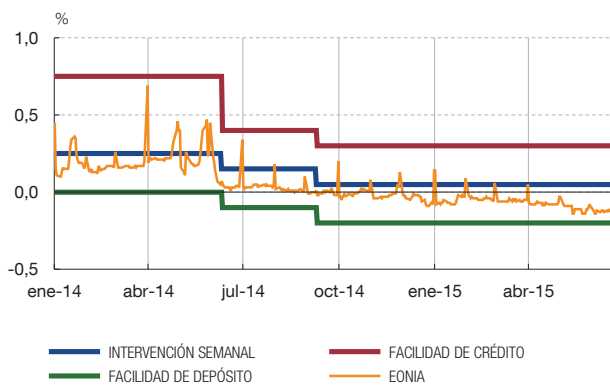
En el contexto del Semestre Europeo, la Comisión Europea (CE) presentó el 12 de mayo las recomendaciones que cada Estado miembro deberá tener en cuenta a la hora de diseñar su política económica y sus planes presupuestarios. En el recuadro 3 se resumen las relativas al ámbito de las reformas estructurales. En el terreno de las finanzas públicas, la CE considera apropiado el tono neutral que mantiene la política fiscal para el conjunto del área, si bien reclama una mayor diferenciación por países, dentro de los márgenes de flexibilidad que ofrece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En la actualidad, las previsiones de la CE esperan una reducción adicional del déficit público en la UEM, hasta situarse en el 2 % del PIB en 2015, como consecuencia de la recuperación económica, que contribuirá a una estabilización de los ingresos públicos y a una mayor contención de los gastos, y a la caída de la carga de intereses. El mantenimiento de saldos primarios positivos, los reducidos niveles de los tipos de interés y el crecimiento del PIB nominal deberán permitir, a su vez, que la ratio de deuda pública sobre el PIB comience a reducirse en 2015 por primera vez desde el inicio de la crisis. En cuanto a los países sujetos a procedimiento de déficit excesivo, la CE considera que existe el riesgo de que España, Francia, Portugal y Eslovenia incumplan los plazos acordados para su corrección. Y son también reseñables las dudas sobre la situación en Finlandia, donde podría volver a abrirse dicho procedimiento.

Evolución financiera y política monetaria

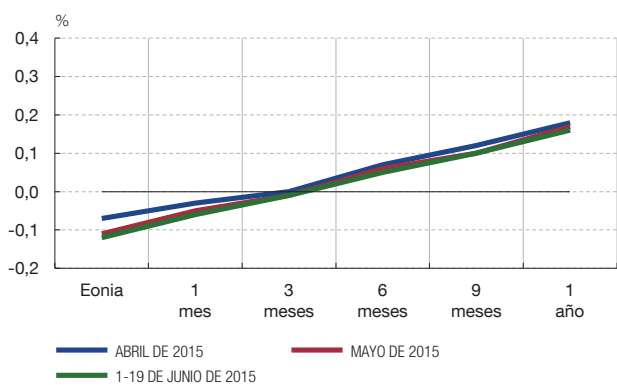
La evolución financiera en el segundo trimestre de 2015 estuvo marcada por el cambio de tendencia que registraron los mercados de deuda soberana desde mediados de abril, después de que los rendimientos de los bonos hubieran alcanzado niveles mínimos históricos. En dichas fechas, el tipo de interés de la deuda soberana alemana a diez años se había reducido hasta valores prácticamente nulos, mientras que las referencias a seis y siete años cotizaban rentabilidades negativas sin precedente. Posteriormente, los precios iniciaron una rápida corrección, elevando la rentabilidad del *Bund* alemán a diez años hasta registros algo por debajo del 1 %, movimiento que se extendió a todos los países del área. Para el conjunto de esta, los tipos de interés a largo plazo mantienen niveles similares a los observados a principios de 2015.

El movimiento al alza en los tipos de interés de largo plazo, que se produjo en un contexto de acumulación de nuevas emisiones en mayo, es coherente con la mejora de las expectativas de crecimiento y de inflación observadas desde que el BCE anunciara sus medidas y, hasta el momento, puede considerarse una normalización de los niveles de tipos anormalmente bajos que se llegaron a observar en marzo y principios de abril como consecuencia de expectativas excesivamente pesimistas sobre las perspectivas económicas del área. Por otro lado, lo abrupto de la corrección podría estar reflejando un conjunto de factores de carácter técnico, entre los cuales algunos analistas han venido señalando singularmente los efectos de los cambios regulatorios sobre la liquidez de los mercados de renta fija. Con todo, los tipos de interés de la deuda soberana permanecen en niveles significativamente más reducidos que los observados antes de que el BCE anunciase el programa de compras, con la excepción de Grecia, donde la incertidumbre sobre el desenlace de las negociaciones entre el Gobierno y las instituciones ha provocado un alza notable de los rendimientos de su deuda. Las tensiones en torno a Grecia contribuyeron también a un incremento, moderado hasta el momento, de los diferenciales de otros países frente al bono alemán.

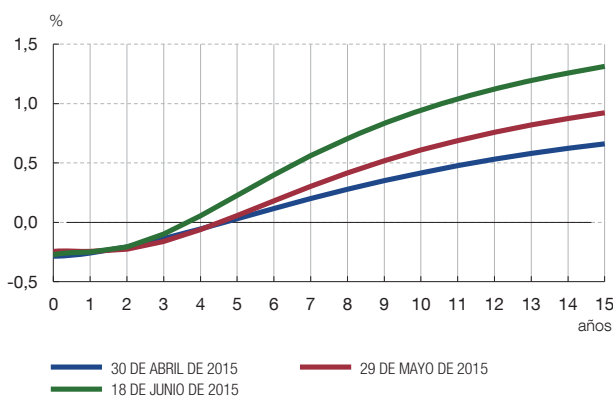
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



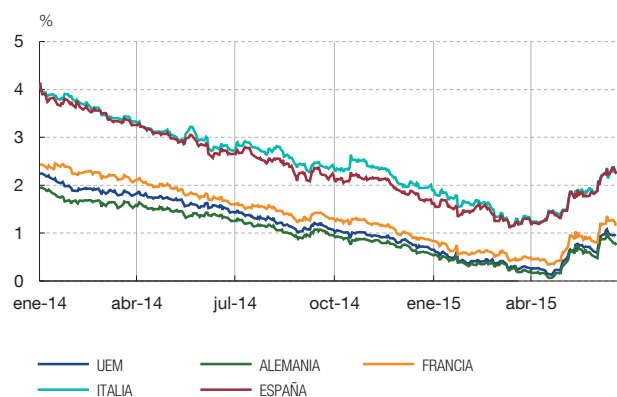
MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual



CURVA CUPÓN CERO (a)



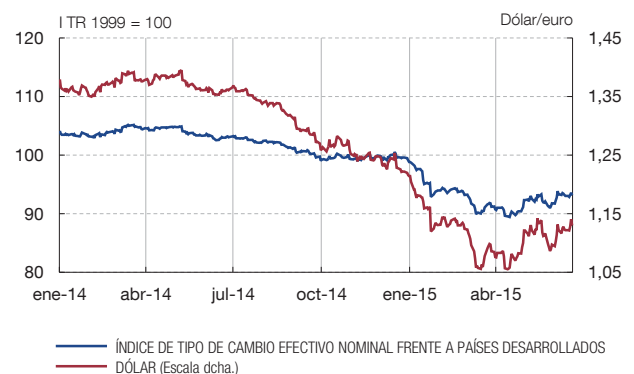
RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



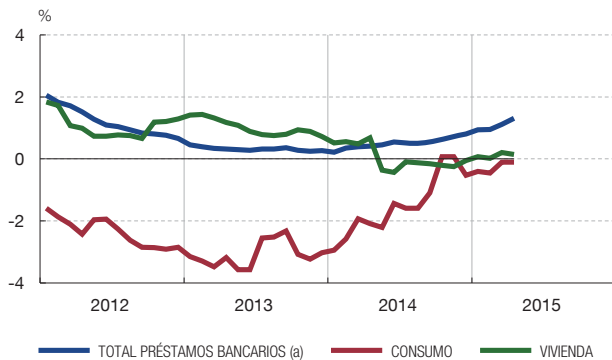
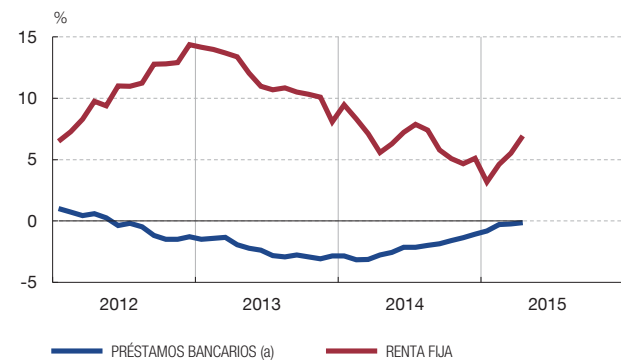
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

La volatilidad de los mercados de deuda se extendió también a los mercados bursátiles del área del euro, que registraron un retroceso desde mediados de abril que compensó parcialmente las ganancias acumuladas desde enero. El tipo de cambio del euro también modificó su tendencia, de modo que, en el conjunto del trimestre, el euro se apreció un 3,1 % en términos efectivos nominales, mientras que la cotización frente al dólar se elevó un 5,1 %, hasta situarse en 1,13 dólares/euro a mediados de junio (véase gráfico 7).

HOGARES
Tasas de variación interanualSOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual

FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y ventas.

No obstante, en términos acumulados desde el anuncio de los programas de compras en junio de 2014, el euro se ha depreciado un 17 % respecto del dólar y un 8 % en términos efectivos nominales.

Por su parte, la implementación de las medidas de expansión monetaria del BCE ha seguido el curso anunciado, que incluye un objetivo mensual para las compras de activos públicos y privados de aproximadamente 60 mm de euros. A fecha de cierre de este Boletín, el total de adquisiciones superaba los 268 mm, de los cuales unos 170 mm correspondían a deuda pública, con vencimiento medio en torno a ocho años. Con ello, el balance del Eurosistema alcanzó una magnitud de 2.442 mm de euros a mediados de junio. Por su parte, en la cuarta TLTRO celebrada el 18 de junio se adjudicó un volumen de fondos de más de 73 mm. El Consejo de Gobierno ha reafirmado, tras las reuniones celebradas el 15 de abril y el 3 de junio, su intención de mantener estas operaciones de compra de activos hasta al menos septiembre de 2016 y, en cualquier caso, hasta que la inflación retome de manera sostenida una senda coherente con el objetivo a medio plazo.

Por último, el crédito bancario al sector privado continuó mejorando en el conjunto del área, registrando tasas interanuales positivas en abril por cuarto mes consecutivo. Por sectores, la contracción de los préstamos a sociedades no financieras siguió moderándose en tasa interanual, hasta situarse en el -0,1 % en abril en términos ajustados de titulaciones y ventas. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó en dos décimas, hasta alcanzar el 1,3 % (véase gráfico 8). El agregado monetario amplio M3 creció también a un mayor ritmo, del 5,3 %.

Desde octubre del año pasado, la bolsa de Shanghai ha registrado un incremento superior al 100 %, un comportamiento muy diferente del mostrado por el índice MSCI para el conjunto de países emergentes, que ha disminuido ligeramente, un -3,2% (véase gráfico 1). Este comportamiento diferencial está estrechamente relacionado con los procesos de liberalización financiera que se están produciendo en China.

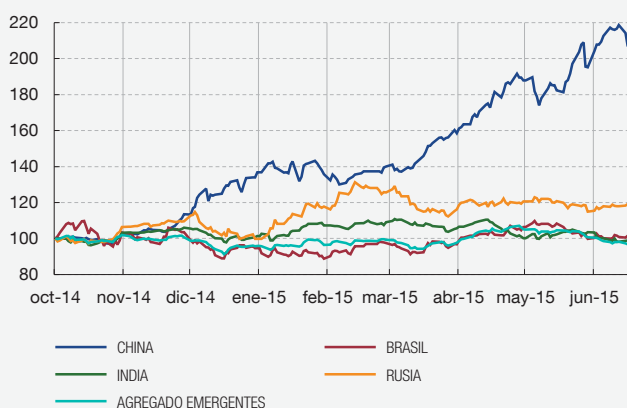
El inicio de la escalada de la bolsa coincidió con la puesta en marcha, el pasado mes de noviembre, de la conexión entre las bolsas de Shanghai y Hong-Kong, que permite a un amplio conjunto de inversores autorizados, residentes en China, comprar una selección extensa de acciones en el mercado de Hong-Kong, y a los inversores extranjeros, a su vez, comprar otro conjunto amplio de acciones en el mercado de Shanghai, a través de los operadores en Hong-Kong. Esta conexión supone un salto cualitativo y cuantitativo en el proceso de apertura externa, pues las operaciones de compra están sujetas a cuotas bastante más elevadas que las

de los programas que estaban en vigor hasta ese momento¹. Los nuevos límites establecen que, al finalizar el día, las entradas netas en Shanghai no podrán superar los 300 mm de yuanes, ni las entradas netas en Hong-Kong los 250 mm de yuanes. A su vez, las órdenes de compra, netas de las ventas realizadas, no podrán exceder en ningún momento del día los 13 mm de yuanes en Shanghai, ni los 10,5 mm de yuanes en Hong-Kong (véase gráfico 3). Las órdenes de venta no están sujetas a restricciones, ni en Shanghai ni en Hong-Kong.

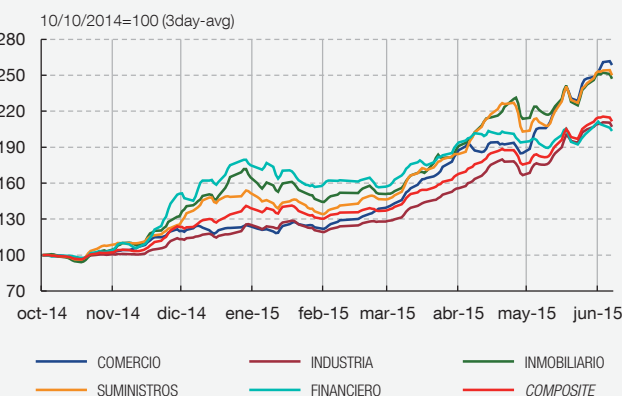
Como se observa en el gráfico 1, la subida inicial de la bolsa se prolongó hasta enero de 2015, cuando los índices se estabilizaron,

1 El precedente de la conexión entre las bolsas de Shanghai y Hong-Kong fueron los programas piloto de relativa pequeña escala para inversores institucionales cualificados tanto para la inversión de extranjeros en China por medio de operaciones sobre acciones con moneda extranjera (QFII), o por medio de operaciones en acciones y bonos realizados en renminbi (RQFII), como de nacionales en el exterior (QDII).

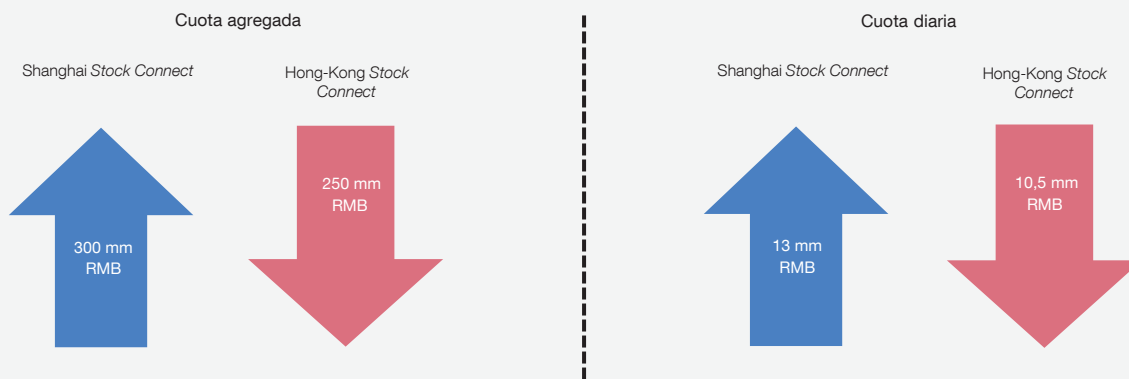
1 EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES



2 EVOLUCIÓN DE LA BOLSA DE CHINA



3 FLUJOS BANCARIOS TRANSFRONTERIZOS ENTRE CHINA Y HONG-KONG



FUENTES: Datastream, CEIC y Shanghai Stock Exchange.

en paralelo con la publicación de algunos indicadores económicos que sugerían una moderación adicional de la actividad en China. A mediados de marzo emergieron expectativas de un mayor estímulo en las políticas económicas, tras la celebración del Congreso Nacional Popular, que reveló la intención de las autoridades de intervenir si el crecimiento se reducía hasta el punto de afectar significativamente a la creación de empleo o al aumento de las rentas salariales. Además, y en consonancia con la intención del Gobierno de dar prioridad a aquellas reformas que pudieran incentivar el crecimiento, se dio un salto cualitativo en el proceso de liberalización financiera interna. En este contexto, se autorizó a los fondos de inversión residentes para operar en la conexión de las bolsas de Hong-Kong y Shanghai, lo que ha resultado clave para potenciar la actividad en el corredor —hasta su plena capacidad— y retroalimentar el interés inversor.

De esta forma, desde mediados de marzo, hasta mayo, la tendencia alcista de las bolsas se intensificó, a pesar de las señales de moderación en el crecimiento económico. De hecho, a mediados de abril la Comisión Reguladora de Valores alertó a los pequeños inversores sobre los riesgos de las operaciones de préstamo de valores (*margin lending*, por su denominación anglosajona), que estaban elevándose muy significativamente, incluso a pesar de las sanciones a varios intermediarios por prácticas dudosas. El crecimiento de las cuentas de valores de pequeños inversores llegó a alcanzar un ritmo superior a 1,5 millones de nuevas cuentas por semana, reflejando el fuerte interés de estos agentes por aprovechar el alza de las bolsas tomando prestada la cantidad necesaria para la inversión inicial.

La evolución de los distintos valores de la bolsa no ha sido homogénea. En concreto, los subíndices de suministros y de comercio

han superado al índice total, favorecidos por las políticas asociadas al reequilibrio económico: así, el del sector inmobiliario, influido por la reciente relajación de las restricciones hipotecarias (véase gráfico 2). Sin embargo, el sector financiero se ha quedado atrás desde que, a mediados de abril, las autoridades anunciaron su intención de acotar la actividad de préstamo de valores (*margin lending*), que se aplica desde junio, y dado que la liberalización de los intereses activos y pasivos de la banca podría dar lugar a una comprensión más intensa de los márgenes del sector.

Por otra parte, cabe señalar que el proceso de apertura controlada de las operaciones bursátiles ha discurrido en paralelo con una serie de medidas de relajación monetaria iniciada a finales de 2014, que se ha traducido en sucesivos recortes de los tipos de interés de referencia y del coeficiente de caja por parte del Banco Popular de China. A la par, se ha avanzado muy significativamente en la liberalización financiera interna. Todo ello ha contribuido a elevar la confianza de los inversores.

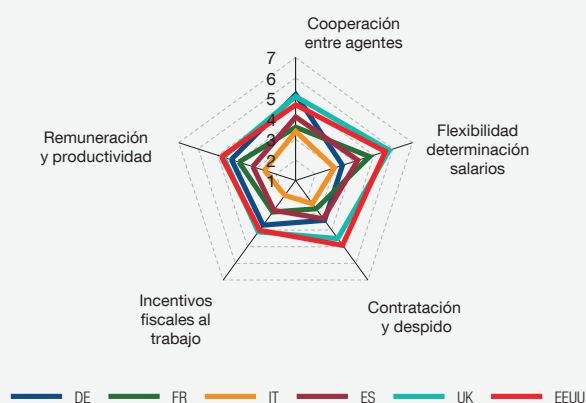
En definitiva, el impulso al proceso de liberalización financiera en China en los últimos dos años se ha materializado en la apertura al exterior de la bolsa, con límites de negociación muy superiores a los anteriormente establecidos por los programas piloto para inversores institucionales cualificados (y podría extenderse próximamente, con la apertura de un canal de conexión, similar al de Shanghai, entre los mercados de Shenzhen y Hong-Kong). En todo caso, cabe señalar que, aunque el actual proceso de liberalización financiera, como ha sido habitualmente el caso en procesos similares en otras economías, plantea riesgos para la estabilidad financiera, las autoridades están gestionando esta apertura con cautela para evitar que la materialización de estos riesgos dificulte el objetivo de reconducir la economía hacia un crecimiento más sostenible y equilibrado.

Como parte del ciclo anual de orientación normativa y vigilancia de la UE, conocido como Semestre Europeo, la CE presentó el 12 de mayo sus propuestas sobre el conjunto de recomendaciones que cada Estado miembro deberá tener en cuenta para el diseño de su política económica y de los planes presupuestarios en el bienio 2015-2016. Dichas propuestas serán, primero, debatidas por los ministros de la UE y refrendadas por los jefes de Estado y de Gobierno en junio, para luego ser adoptadas formalmente por el Consejo en julio, antes de que los países las incorporen en su planificación económica. Tras la reforma de 2011 (conocida como *six-pack*), que reforzó fuertemente el liderazgo de la CE en este proceso, las propuestas y recomendaciones de esta se considerarán adoptadas por el Consejo, a menos que una mayoría cualificada de países vote en contra.

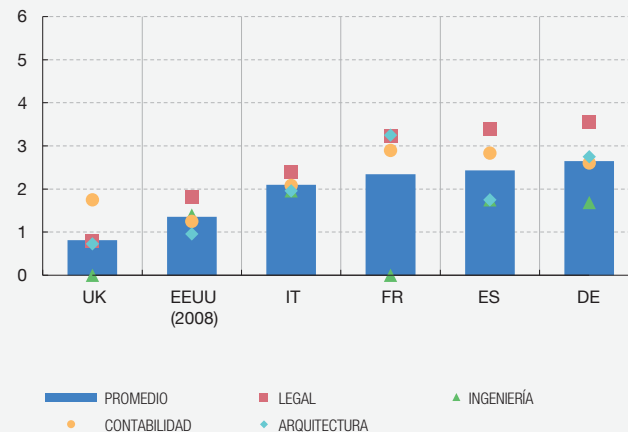
Este año, las prioridades se han centrado en torno a tres pilares, que se consideran esenciales para sostener el crecimiento a medio y largo plazo: el impulso de la inversión, la necesidad de proseguir con la transformación estructural de las economías y el mantenimiento de la responsabilidad fiscal. La CE también ha aprovechado esta ocasión para valorar el grado de cumplimiento de las recomendaciones realizadas en 2014, que considera ha sido limitado, especialmente en lo que se refiere a la adopción de reformas en el marco normativo y administrativo y en aquellas destinadas a impulsar la competencia en los mercados de bienes y servicios, para fomentar la inversión.

Aunque es temprano para ver plenamente sus efectos, las reformas de los mercados de trabajo (véase gráfico 1) han sido en

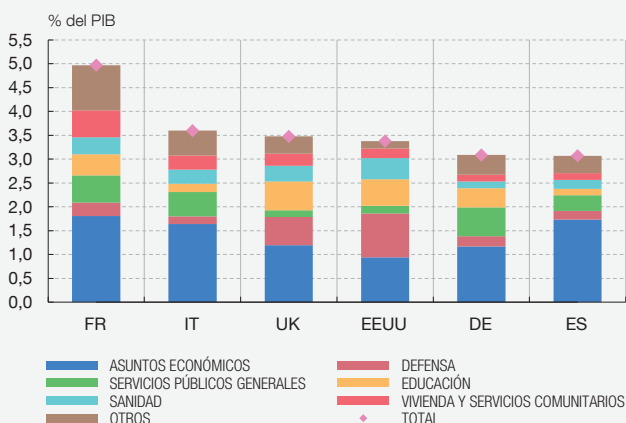
1 EFICIENCIA DEL MERCADO DE TRABAJO
Escala de 1 (peor práctica) a 7 (mejor práctica)



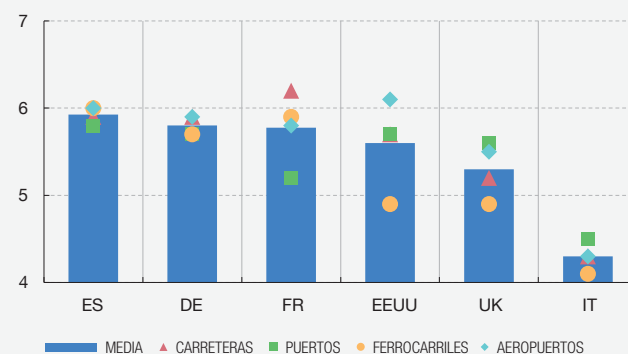
2 REGULACIÓN DE SERVICIOS PROFESIONALES (2013)
Escala de 0 (menos restrictiva) a 6 (más restrictiva)



3 INVERSIÓN PÚBLICA (a)
Contribuciones por función de gasto



4 CALIDAD DE LAS INFRAESTRUCTURAS (2014-2015)
Escala de 1 (extremadamente infradesarrolladas) a 7 (extensas y eficientes)



FUENTES: Eurostat, OCDE, Indicators of Product Market Regulation y *Global Competitiveness Report*, World Economic Forum.

a Incluye transferencias de capital.

general las más ambiciosas, de acuerdo con la CE, si bien afirma que existe margen adicional para reducir la imposición sobre el trabajo y para mejorar el alineamiento entre los salarios reales y la productividad a escala de país y de empresa, al tiempo que se mantienen prestaciones sociales para los desempleados de larga duración y mejoran los servicios públicos de empleo.

En el caso de la Administración Pública y de sus finanzas, la CE considera adecuado el carácter neutral que mantiene la política fiscal a escala agregada, pero reclama una mayor diferenciación por países que permita aprovechar el margen de maniobra que tienen algunas economías con un superávit estructural mayor que el objetivo de medio plazo, mientras que otras con mayores déficits y deuda públicos prosiguen la consolidación. La CE también incide en la necesidad de proseguir con la reforma de los sistemas de pensiones y sanitario, incrementar la eficiencia de las AAPP a través de una mejor coordinación entre los distintos niveles administrativos, reducir las cargas administrativas, racionalizar el gasto y simplificar los sistemas tributarios.

En el ámbito financiero, la mayoría de los países ha proseguido con la reestructuración del sector bancario, que debe permitir eventualmente la normalización de los flujos de crédito, especialmente de los que se dirigen hacia las pequeñas y medianas empresas. Para ello es necesario culminar la recapitalización y el saneamiento de acuerdo con los resultados de las pruebas de resistencia al sector bancario que se realizaron en 2014, la implementación plena de la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria y la ratificación del Acuerdo Intergubernamental sobre el Fondo Único de Resolución, de modo que esté operativo en enero de 2016. La iniciativa más reciente sobre la unión de mercado de capitales contribuirá también a una mayor integración de los mercados financieros y a mejorar las fuentes de financiación disponibles, en particular para las pymes y los proyectos de infraestructuras.

Recomendaciones para las principales economías

La CE constata también que persisten importantes desequilibrios macroeconómicos que incluso se han acentuado en algunas economías de mayor tamaño. Destaca en particular el caso de Francia, cuyos desequilibrios han pasado a considerarse excesivos (categoría 5 en la escala definida por la CE), como ocurría ya con Italia. El diagnóstico sobre los desequilibrios de Alemania también se ha deteriorado y ahora se considera que requieren una «acción política decidida» (categoría 3), mientras que España mantiene la necesidad de «seguimiento específico y acción política decidida» (categoría 4).

En cada país, pueden identificarse espacios de mejora que responden a cuestiones idiosincrásicas. Así, en el caso de *Alemania*,

la CE señala que se encuentra entre las economías con un entorno menos competitivo en los servicios profesionales (véase gráfico 2) y que, en consecuencia, debe realizar mayor progreso en este ámbito. Asimismo, se hace especial hincapié en la conveniencia de aprovechar el espacio fiscal disponible para incrementar los niveles de inversión pública, que se sitúan por debajo de los de otros países con similar grado de desarrollo (véase gráfico 3).

En el caso de *Francia* se establece un conjunto de recomendaciones dirigidas a profundizar en la mejora del funcionamiento del mercado de trabajo, entre las que figuran combatir la rigidez en las condiciones de trabajo y los elevados costes laborales y salarios mínimos, y la regulación de los servicios para frenar el deterioro de la posición competitiva del sistema productivo. También se destacan el margen existente para incrementar la competencia en los servicios profesionales (véase gráfico 2) y la necesidad de eliminar las distorsiones al crecimiento del tamaño de las empresas. En el ámbito de consolidación de las finanzas públicas, la CE recomienda limitar el aumento del coste administrativo local e incrementar la eficiencia del sistema tributario.

En *Italia*, un primer ámbito de reforma diferencial respecto al resto de países es el de la gobernanza y funcionamiento de las instituciones públicas. Además, la CE señala que los avances en la reforma de la justicia no parece que se estén reflejando en una mayor agilidad efectiva de los procedimientos judiciales. Un segundo ámbito donde Italia presenta un retraso comparativo considerable es el de la calidad de las infraestructuras (véase gráfico 4), de modo que las recomendaciones reclaman mayores esfuerzos en la mejora de puertos y aeropuertos.

Finalmente, en el caso de *España* se pide garantizar la corrección del déficit excesivo en 2015 y 2016 utilizando las sorpresas positivas para acelerar el proceso de consolidación. Se enfatiza la necesidad de modernizar los servicios públicos de empleo para aumentar su eficacia, junto con la racionalización de los programas de garantía de rentas mínimas y el aumento de la movilidad regional. La CE recomienda acelerar la aplicación de la ley de garantía de la unidad de mercado, adoptar la reforma de los servicios profesionales, suprimir los obstáculos al aumento de tamaño de las empresas y completar la reforma de las cajas de ahorros.

Por último, en el ámbito del conjunto del área del euro se establecen recomendaciones para mejorar el grado de coordinación de las políticas económicas nacionales en los ámbitos de las reformas estructurales y fiscal. También se recuerda la necesidad de seguir avanzando en la reforma de la gobernanza del área con el objetivo último de construir una unión económica y monetaria más genuina. A este respecto, el Consejo Europeo de finales de junio discutirá el nuevo informe de los presidentes de la CE, del BCE, del Parlamento Europeo, del Consejo Europeo y del Eurogrupo.

3 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

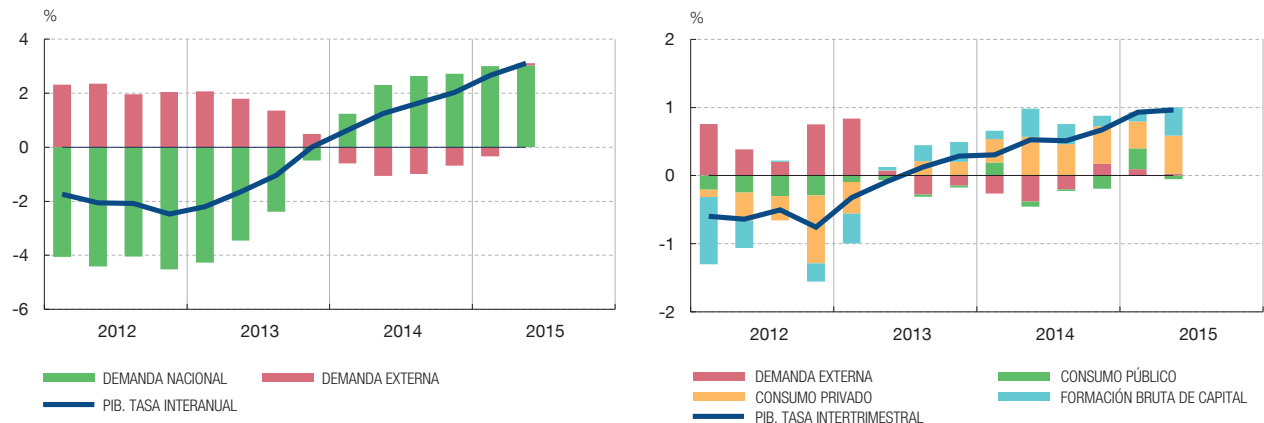
De acuerdo con las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB avanzó un 0,9 % en tasa intertrimestral durante el primer trimestre del año. Estas estimaciones indican que, en el período enero-marzo, el crecimiento del producto habría seguido sustentándose, como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, en la demanda interna. Dentro de esta última, habrían cobrado un mayor peso el consumo público y la inversión en construcción no residencial, a expensas de una cierta desaceleración del consumo privado y de los restantes componentes de la inversión. Por su parte, la aportación del saldo neto exterior fue ligeramente positiva.

De acuerdo con la información disponible, en el segundo trimestre del año se produciría una ligera aceleración en el ritmo de avance del producto, que se estima en torno al 1 % en tasa intertrimestral (véase gráfico 9). El crecimiento de la actividad, en el período más reciente, se habría continuado apoyando en la fortaleza de la demanda interna, dentro de la cual habrían recuperado un mayor vigor los componentes más vinculados al gasto de los agentes privados, tales como el consumo de los hogares y la inversión en equipo y en vivienda. Además, se estima que la demanda exterior neta habría tenido una contribución prácticamente neutral al crecimiento del PIB. Un rasgo destacado es el mantenimiento de un elevado ritmo de creación de empleo, similar al de la expansión del producto, de modo que la productividad aparente del trabajo se habría mantenido estable.

El descenso de los precios de consumo ha continuado moderándose a lo largo del segundo trimestre. En concreto, la tasa de variación interanual del IPC se situó en el -0,2 % en mayo, frente al -0,7 % de marzo. En parte, ello se debió al aumento del precio del petróleo, que ha motivado una ralentización de las caídas del componente energético. No obstante, el IPSEBENE también ha prolongado la moderada aceleración que comenzó al final del pasado año, impulsada por la depreciación cambiaria y por el mayor empuje de la demanda, que, a su vez, sería coherente con el repunte observado recientemente en las expectativas de inflación.

Como en otros mercados de deuda europeos, en la parte transcurrida del segundo trimestre de 2015 se ha observado un alza de los tipos de interés a largo plazo de los valores emitidos por el Tesoro español. Así, en la fecha de cierre de este Informe, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años se situaba en el entorno del 2,2 %, alrededor de 1 punto porcentual (pp) superior a la de finales de marzo (véase gráfico 10). El incremento ha sido mayor que el correspondiente a la referencia alemana al mismo plazo, de modo que el diferencial entre ambas se ha elevado unos 40 pb, hasta los 145 pb. Durante este período también aumentaron las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por las empresas financieras y las no financieras. Por su parte, el IBEX 35 disminuyó un 5 % y, en el mercado interbancario, los tipos de interés descendieron marginalmente (hasta niveles inferiores al 0,2 % en el caso del euríbor a un año), alcanzando mínimos históricos.

El coste de los nuevos préstamos bancarios a sociedades y a hogares ha continuado disminuyendo durante los últimos meses, lo que ha favorecido que los volúmenes brutos de las nuevas operaciones crediticias hayan seguido creciendo en términos interanuales. En línea con esta evolución, aunque el saldo de la deuda del sector privado continúa retrocediendo, lo hace a tasas más moderadas. Por otra parte, de acuerdo con la información de



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

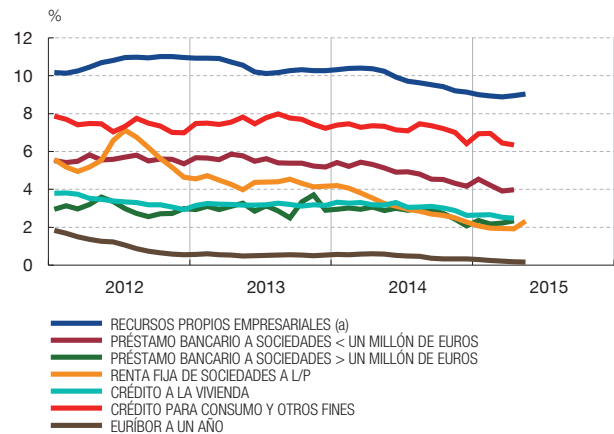
a Series ajustadas de estacionalidad.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

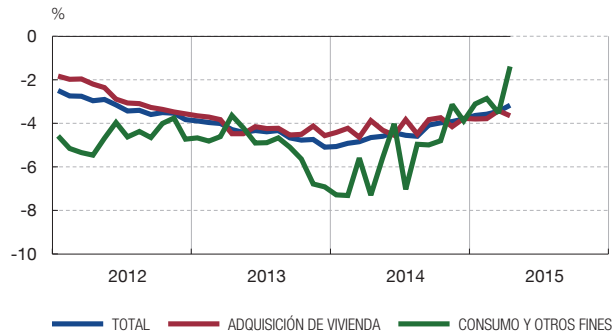
MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



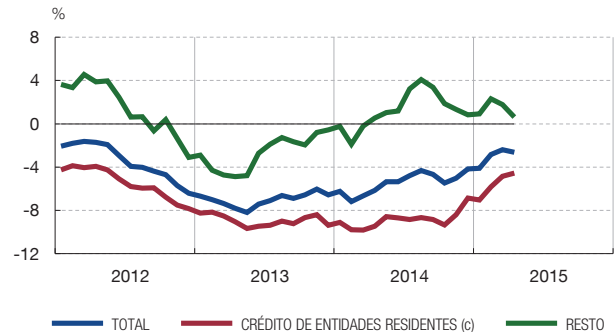
COSTE DE FINANCIACIÓN



CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES (b)



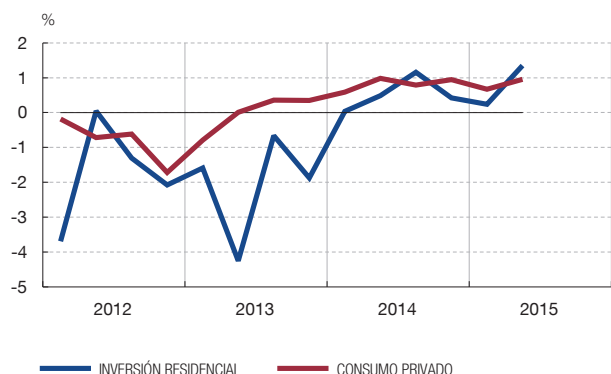
FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES (b)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- b El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.
- c Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



INDICADORES DE CONSUMO (b)



INDICADORES DE CONFIANZA (c)



PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

- a Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).
- d Suma móvil de 12 meses.

avance disponible, la posición patrimonial de los hogares y de las sociedades no financieras se habría vuelto a fortalecer en el primer trimestre de 2015.

3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares habría mantenido en el segundo trimestre de 2015 el tono expansivo que comenzó a mostrar desde el inicio de 2014. La tasa de crecimiento intertrimestral podría cifrarse en el 0,9%, dos décimas más que en el período enero-marzo (véase gráfico 11). Entre los indicadores cualitativos, la senda creciente del indicador de confianza de los consumidores se prolongó en el promedio de abril y mayo. Como en trimestres anteriores, esta mejora vino determinada por el avance del componente relativo a las perspectivas de mejoría del desempleo. De modo análogo, el indicador de confianza del comercio minorista registró nuevos aumentos en ese bimestre. Por su parte, los indicadores cuantitativos relacionados con el consumo privado han mostrado una evolución más dispar. Por un lado, con datos hasta abril, el índice de producción industrial de bienes de consumo y las importaciones de este tipo de productos apuntan a un mayor crecimiento en tasa intertrimestral móvil de tres meses. Por otro lado, en el período abril-mayo se produjo un descenso del ritmo de avance de las matriculaciones de vehículos particulares, lo que en parte se debió a que, al inicio de este período, no estaba en vigor ningún plan de apoyo a la compra de automóviles, tras el agotamiento de los fondos del plan PIVE 7 y con anterioridad a la aprobación del siguiente plan.

Los indicadores disponibles apuntan a un afianzamiento de la senda de suave recuperación de la inversión residencial en el segundo trimestre, tras el avance intertrimestral del 0,2 % del primero, en un contexto de ligero repunte de los visados de obra nueva residencial (véase gráfico 11). Por su parte, según la estadística notarial, las transacciones de vivienda aumentaron un 2,3 % interanual en el primer cuatrimestre del año, con un nivel de operaciones algo inferior a 30.000, en promedio mensual. Esta recuperación procede del segmento de las ventas de vivienda usada y se observa tanto en las compras de ciudadanos extranjeros como en las adquisiciones por parte de residentes españoles. Los precios de la vivienda libre aumentaron en el primer trimestre un 1,5 % interanual, según los datos publicados por el INE (véase gráfico 11). En términos intertrimestrales se produjo un descenso del 0,6 %.

Como en trimestres anteriores, la evolución expansiva del gasto de los hogares ha discurrido pareja al dinamismo del empleo. La favorable evolución del mercado de trabajo, reflejada en los datos de afiliación a la Seguridad Social hasta mayo, está sirviendo de estímulo al consumo no solo a través del crecimiento de la renta disponible, sino también como consecuencia de la disminución del ahorro precautorio.

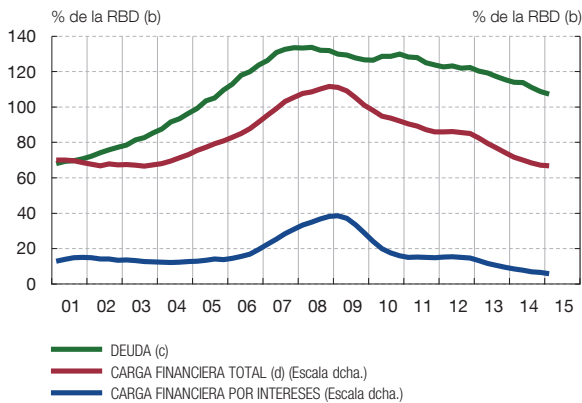
Un factor adicional de apoyo al gasto de los hogares viene dado por la progresiva mejora de los condicionantes financieros. En la parte transcurrida de 2015, con datos hasta abril, el coste de los créditos para la adquisición de vivienda disminuyó hasta el 2,5 % y el de los destinados al consumo y otros fines lo hizo hasta el 6,4 % (véase gráfico 10). Esta mejoría en las condiciones de financiación de los hogares favoreció una mayor actividad crediticia. Así, los volúmenes brutos de las nuevas operaciones continuaron aumentando, en términos interanuales, durante los últimos meses, y el ritmo de retroceso interanual del saldo de crédito bancario siguió suavizándose, hasta el 3,2 % en abril, 0,6 pp menos que a finales de 2014. Por finalidades, se observó una moderación del descenso tanto del destinado a compra de vivienda (3,6 %, 0,2 pp menos que cuatro meses antes) como, en mayor medida, del concedido para consumo y otros fines (1,4 %, frente al 3,9 % de finales de 2014). En línea con esta evolución, las entidades participantes en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) contestaron en la edición de abril que durante el primer trimestre de 2015 volvieron a percibir un incremento de la demanda de fondos para consumo y otros fines, mientras que las solicitudes de financiación para adquisición de inmuebles se mantuvieron estables. Por el lado de la oferta, indicaron que no habían variado sus criterios de concesión de préstamos en ninguno de los dos segmentos durante el primer trimestre, aunque estos serían menos exigentes que los vigentes un año antes.

Por otra parte, los datos de avance disponibles apuntan, en conjunto, a una nueva mejoría de la situación patrimonial de los hogares durante el primer trimestre de 2015. Así, la ratio de endeudamiento en relación con la renta bruta disponible (RBD) habría seguido reduciéndose debido a la disminución de la deuda y al ascenso de las rentas (véase gráfico 12). El retroceso de la deuda, unido al descenso de los costes medios de financiación, se habría traducido en una nueva caída de la proporción de la RBD que absorben los pagos por intereses, si bien la carga financiera total, que incorpora además la amortización de préstamos, apenas habría variado. Por su parte, la riqueza de las familias se habría incrementado algo en este período debido al aumento del valor de los activos financieros y a los menores pasivos del sector, en un contexto de escasa variación de su patrimonio inmobiliario.

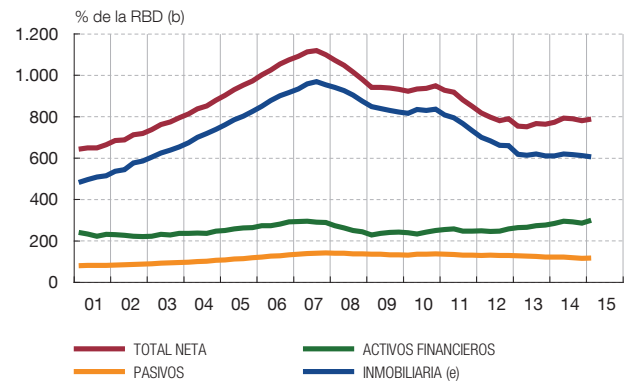
3.2 La actividad de las empresas

La actividad empresarial habría mantenido durante el segundo trimestre un tono dinámico, con un avance sostenido de las principales ramas, en línea con la evolución positiva tanto de la demanda final como de las condiciones financieras (véase gráfico 13).

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



RIQUEZA

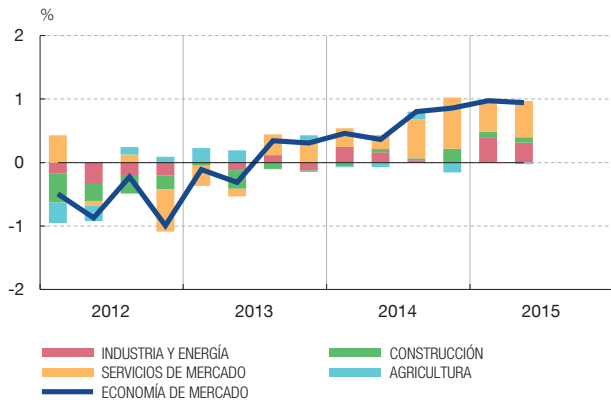


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

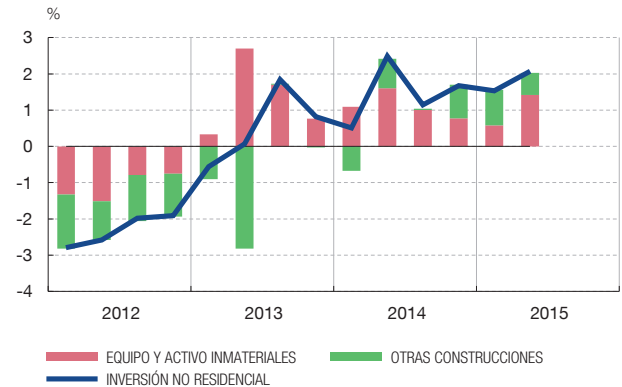
- a El último dato de cada serie es una estimación.
- b Datos acumulados de cuatro trimestres.
- c Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- e Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

DECISIONES DE LAS EMPRESAS

VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



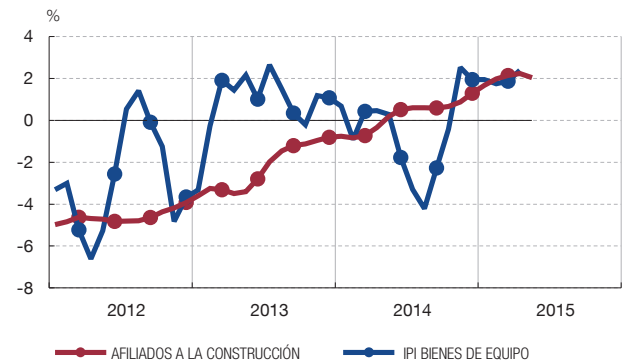
INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



INDICADORES DE ACTIVIDAD



INDICADORES DE INVERSIÓN (b)



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

- a Series ajustadas de estacionalidad.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

La información más reciente referida a la industria es coherente con una intensificación del dinamismo que el sector mostró en el primer trimestre, según la estimación de la CNTR, que reflejó un avance notable del valor añadido tanto de las manufacturas como de las ramas energéticas. Entre los indicadores cualitativos, el PMI de manufacturas registró nuevos aumentos en el período abril-mayo, impulsado por la mejora de la cartera de pedidos, tanto interiores como exteriores. El incremento fue más intenso en el caso de los bienes de equipo e intermedios. El nivel del indicador de confianza de la industria manufacturera, elaborado por la CE, también aumentó en ese mismo bimestre, sobre todo como consecuencia de la mejora de la valoración de la producción esperada. La información cuantitativa apunta en la misma dirección. En concreto, el índice de producción industrial (IPI) repuntó ligeramente en abril, en términos de la tasa media móvil de tres meses. Como en meses pasados, la evolución del índice sigue sustentándose, sobre todo, en la producción de bienes de equipo e intermedios.

Los indicadores cualitativos relativos a la actividad en las ramas de servicios de mercado mantuvieron un tono expansivo en el conjunto de abril y mayo, si bien en este último mes se observó una ligera moderación tanto del índice PMI de actividad comercial como del indicador de confianza de la CE. En todo caso, dentro de este último, el componente de expectativas de actividad mantuvo un perfil ascendente en mayo. Por su parte, los indicadores cuantitativos no registraron en abril mejoras apreciables en relación con el primer trimestre del año. En concreto, las ventas de las grandes empresas crecieron en ese mes a una tasa media móvil de tres meses muy similar a las observadas recientemente. En cuanto al indicador de actividad del sector servicios, la media móvil de tres meses del índice general en abril se mantuvo invariable, si bien algunos de sus componentes, como la hostelería y el comercio —en particular, el comercio al por mayor de bienes alimenticios y el comercio al por menor—, registraron repuntes adicionales. Por su parte, el índice de ventas y reparación de vehículos retrocedió, probablemente afectado por la discontinuidad que se produjo entre los dos últimos planes de incentivo (PIVE 7 y PIVE 8) entre abril y mayo.

El valor añadido de las empresas de la construcción habría seguido acelerándose en el segundo trimestre de 2015. Los indicadores referidos a los consumos intermedios registraron un notable avance en abril, en tanto que el número de afiliados a la Seguridad Social mantuvo, con datos hasta mayo, un ritmo de crecimiento similar al del trimestre anterior. Por tipo de obra, el incremento de la actividad constructora en el segundo trimestre sería atribuible tanto al componente de vivienda como al resto de construcciones. A futuro, la información más reciente relativa a la concesión de visados de vivienda nueva apunta a una prolongación de la tendencia de mejora en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil habría atenuado el dinamismo mostrado en los últimos trimestres.

El crecimiento de la inversión en bienes de equipo se habría intensificado en el segundo trimestre, conforme a la información disponible, tras la ligera desaceleración observada en el período enero-marzo (véase gráfico 13). Entre los indicadores de carácter cuantitativo, el IPI de este tipo de bienes, así como sus importaciones, mantuvo en abril un tono de elevada fortaleza. En cambio, las matriculaciones de vehículos de carga se han desacelerado recientemente, con datos hasta mayo. El nivel de los indicadores cualitativos, por su parte, ha seguido aumentando en abril-mayo, con avances tanto en el PMI de bienes de equipo como en la cartera de pedidos exteriores.

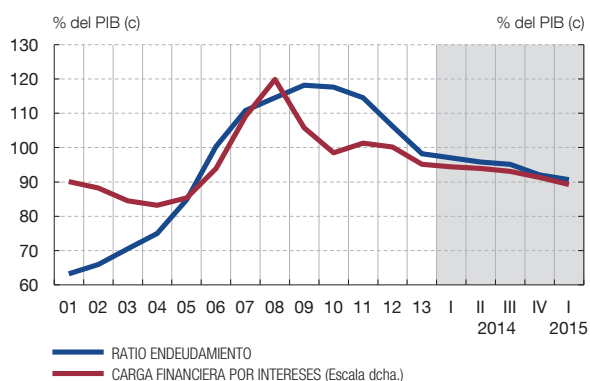
Al igual que en el caso del gasto de los hogares, las decisiones de las empresas se han desarrollado en unas condiciones de financiación favorables. En la parte transcurrida de 2015, el tipo de interés de los préstamos a sociedades de importe superior a un millón

de euros no ha mostrado una tendencia clara, situándose en abril, último mes para el que hay datos disponibles, en el 2,3 % (véase gráfico 10). En cambio, el aplicado en las operaciones de menor cuantía, segmento en el que se concentran los créditos a las pymes, se volvió a reducir, hasta situarse en el 4 %. En este mismo período también disminuyó el coste del resto de fuentes de financiación de las empresas, si bien en mayo y en la parte transcurrida de junio se ha producido un repunte de los tipos de interés a largo plazo de los valores de renta fija emitidos por las compañías no financieras, en línea con lo ocurrido en los mercados de deuda pública (el de los pagarés y el de la renta variable apenas variaron).

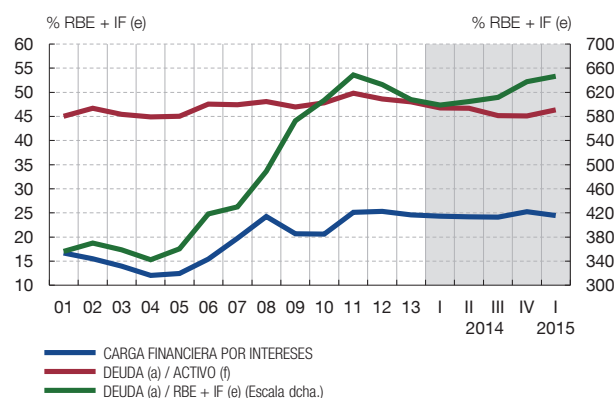
El ritmo de descenso interanual de la financiación ajena de las sociedades no financieras se situó en abril en el 2,6 %, 1,6 pp inferior al observado en diciembre. El desglose por instrumentos muestra una moderación del descenso de los créditos otorgados por las entidades residentes, hasta situarse en el 4,6 % (2,3 pp menos que a finales de 2014), un mayor dinamismo de los fondos captados mediante valores de renta fija y una desaceleración de los recursos procedentes del exterior. Por su parte, la información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre, sigue mostrando tasas de disminución más elevadas en las ramas de construcción y servicios inmobiliarios (alrededor del 14 %, cifra similar a la de finales de 2014) que en el resto de sectores no financieros (en estos, la caída interanual se situó, en conjunto, en el entorno del 2 %, retroceso menor que el de tres meses antes). Los volúmenes brutos de los nuevos préstamos siguieron creciendo, en términos interanuales, en el segmento de las operaciones inferiores a un millón de euros y también avanzaron, por primera vez desde mediados de 2012, en el de una cuantía superior (en el que principalmente se recogen los créditos a las empresas de mayor tamaño). Las entidades participantes en la EPB indicaron en la edición de abril que durante el primer trimestre de 2015 observaron un incremento de las peticiones de financiación, que fue más intenso en las procedentes de las pymes, mientras que respondieron que no habían modificado los criterios de concesión aplicados en ese período, si bien, al igual que en el caso del segmento de la financiación a los hogares, estos serían menos exigentes que los existentes un año antes. En esta misma línea, la última edición de la encuesta del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación externa evidencia una mejoría significativa, entre septiembre de 2014 y marzo de 2015, en la percepción de estas empresas en España sobre la disponibilidad de fondos. En sintonía con estos resultados, la información de la Central de Información de Riesgos del Banco de España revela que la tasa de aceptación de solicitudes de préstamos de las sociedades ha seguido aumentando durante los últimos meses. Esta misma fuente también pone de manifiesto que los procesos de desendeudamiento empresarial afectan a un número progresivamente más reducido de compañías.

Por último, la información de avance disponible apunta a un cierto fortalecimiento de la posición patrimonial del sector de sociedades no financieras durante el primer trimestre de 2015. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB habrían continuado descendiendo, debido tanto a la disminución de los recursos ajenos como al crecimiento del PIB y, en el segundo caso, también por la caída del coste medio del saldo vivo de deuda (véase gráfico 14). Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral se prolongó e intensificó la tendencia de recuperación de la actividad que ya se venía observando a lo largo de 2014. Así, entre enero y marzo de 2015 el resultado económico bruto avanzó a una tasa interanual del 3,4 %, incremento 1,9 pp superior al registrado un año antes en estos mismos meses. Esta evolución, junto con el descenso de los gastos financieros y el aumento de los ingresos de esta naturaleza, llevó a un crecimiento del 23,6 % del resultado ordinario neto, frente a la variación prácticamente nula de un año antes,

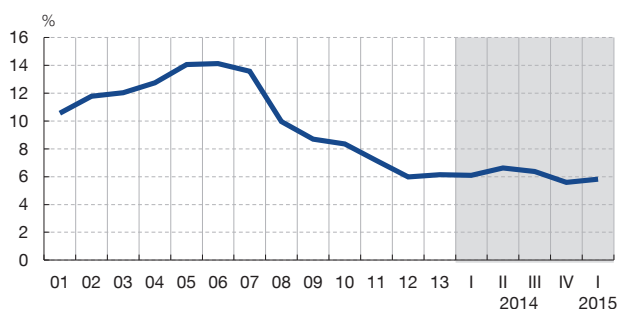
DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



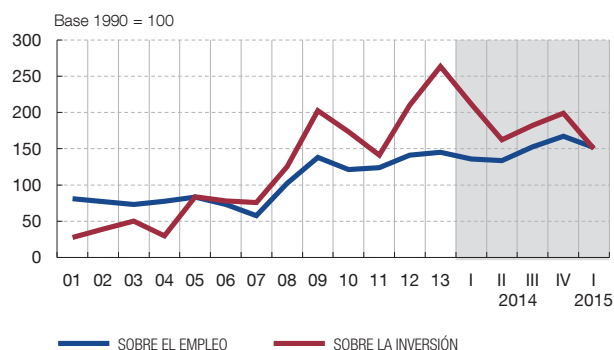
ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANES (d)



RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANES (d) (g)



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (d) (h)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

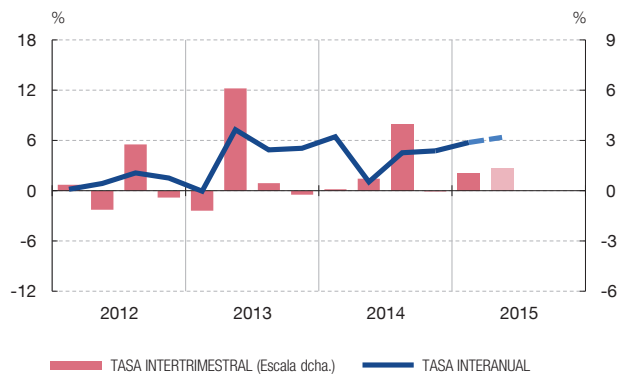
- a Recursos ajenos con coste.
 b El último dato de cada serie es una estimación.
 c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
 d Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2013 con la información de Central de Balances Anual (CBA). Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral (CBT).
 e Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
 f Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
 g Definida como Resultado ordinario neto / Recursos propios medios.
 h Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

y a un ascenso de la rentabilidad media del activo, que alcanzó el 3,5% (dos décimas más que en el primer trimestre de 2014). Por su parte, los pasivos ajenos agregados de esta muestra repuntaron, lo que se tradujo en una ligera elevación de la ratio de deuda sobre activos. En cambio, la carga financiera por intereses en relación con los ingresos operativos mostró un retroceso moderado, tanto por la caída del numerador de esta ratio como por el aumento del denominador. Como consecuencia de todos estos desarrollos, disminuyeron los indicadores sintéticos de presión financiera, lo que revela que la situación financiera de las empresas es más favorable para sus decisiones de inversión y empleo.

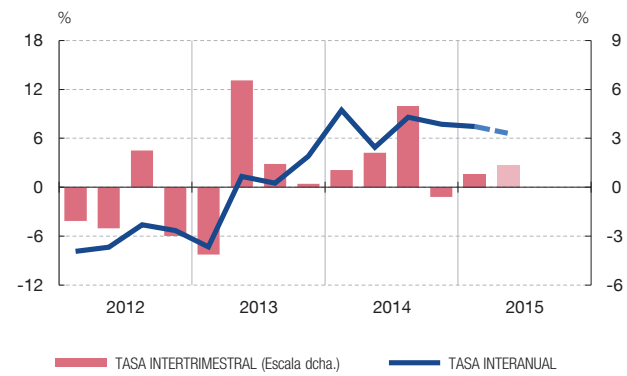
3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

De acuerdo con la información disponible, la demanda exterior neta tendría una contribución neutra al crecimiento intertrimestral del PIB durante el segundo trimestre, tras registrar una aportación modesta —de 0,1 pp— en el período enero-marzo, en un contexto en que tanto las exportaciones como las importaciones habrían intensificado moderadamente su ritmo de avance intertrimestral. En tasa interanual, las ventas reales al exterior habrían acentuado su ritmo de crecimiento, mientras que las compras se habrían desacelerado (véase gráfico 15).

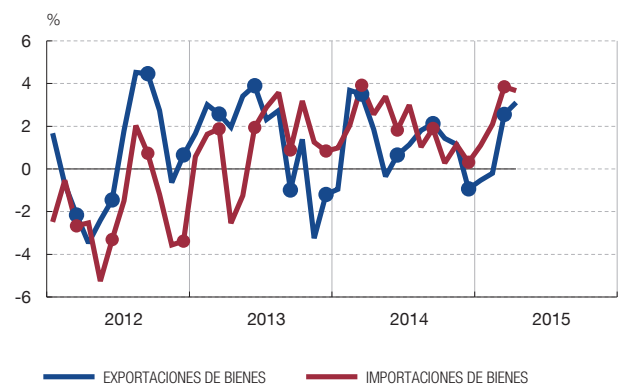
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



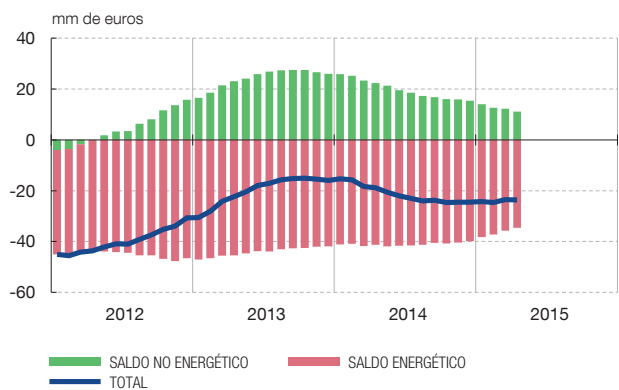
INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



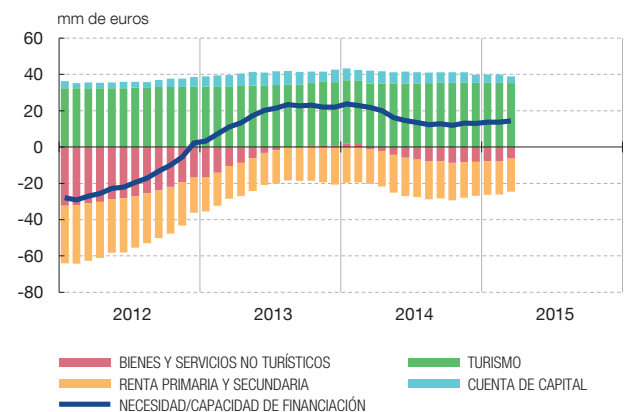
INDICADORES DE TURISMO (c)



COMERCIO EXTERIOR DE BIENES
Cifras acumuladas de los últimos doce meses



DESGLOSE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (d)



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

- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.
- c Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- d Datos conforme al sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*.

Según los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes repuntaron significativamente en abril, al crecer un 6,6 % interanual, frente al 3,7 % registrado en el primer trimestre. Esta mejora de las ventas al exterior se explicaría por la recuperación en curso de la zona del euro y por las ganancias de competitividad, a las que están contribuyendo

tanto la disminución de los costes laborales unitarios relativos como la depreciación del tipo de cambio del euro. El avance fue generalizado por grupos de productos, destacando, en particular, las ventas de bienes de consumo duradero. En cuanto al destino por áreas geográficas, el aumento de las exportaciones se concentró en las dirigidas a la UE. De acuerdo con los indicadores disponibles, el turismo receptor habría mantenido un tono positivo al inicio del segundo trimestre. En particular, las entradas de turistas extranjeros y sus pernoctaciones hoteleras registraron en abril aumentos interanuales del 5,5 % y del 2,6 %, respectivamente, tasas solo ligeramente inferiores a las observadas en el primer trimestre. En ese mismo mes, el gasto nominal de los turistas siguió mostrando un notable dinamismo, apoyado en el incremento del gasto medio por persona y día. Entre los mercados emisores, destacan algunos de los tradicionales, como el británico, el francés y el italiano, así como el buen comportamiento del turismo procedente de Asia y América Latina, en tanto que los mercados alemán y nórdico mostraron una menor fortaleza.

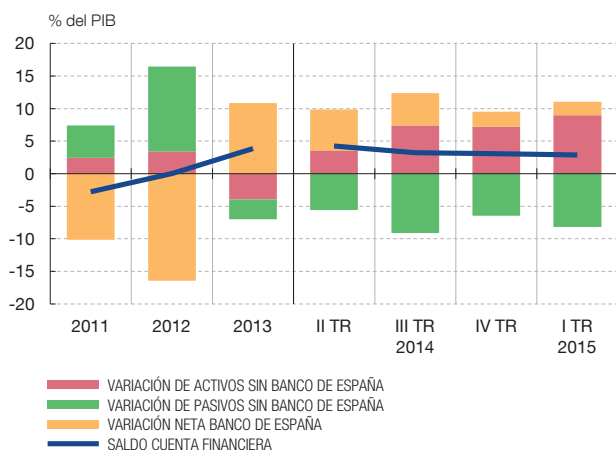
Las importaciones reales de bienes también se aceleraron en abril, según la información de Aduanas, con un crecimiento del 8 % interanual, 4 pp más que en el primer trimestre del año. Como en el caso de las ventas, el aumento de las compras exteriores también fue especialmente intenso en el caso de las procedentes de la UE. Por grupos de productos, sobresalió el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo duradero y de equipo, en línea con la intensidad de la recuperación del gasto de consumidores y empresas.

De acuerdo con los datos de avance de Balanza de Pagos, la economía española registró una necesidad de financiación de 0,8 mm de euros en el primer trimestre de 2015, 1,4 mm inferior a la registrada en el mismo período de 2014¹. Esta mejora del saldo se explica, principalmente, por la ampliación del superávit de bienes y servicios, gracias, en particular, a la reducción de la factura energética, que refleja el impacto del descenso del precio del petróleo. La disminución del déficit de la balanza de rentas primarias y secundarias también contribuyó, aunque en menor medida, a la corrección de la necesidad de financiación (véase gráfico 15).

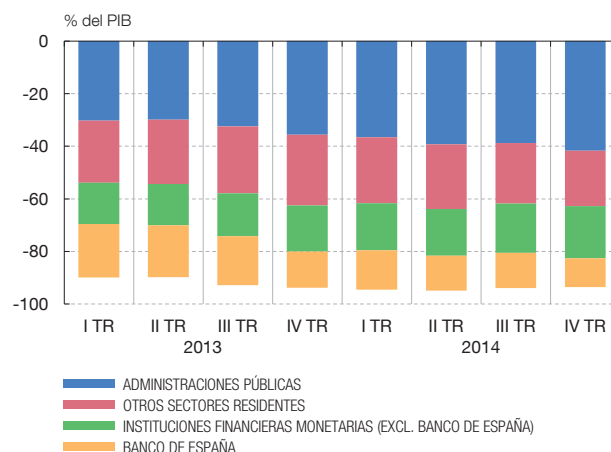
En cuanto a los flujos financieros con el resto del mundo, los no residentes realizaron inversiones en la economía española por un valor cercano a los 35 mm de euros entre enero y marzo de 2015, según los datos de la Balanza de Pagos. Por su parte, las tenencias de activos en el exterior de los residentes, excluido el Banco de España, se incrementaron en unos 50 mm de euros. En ambos casos, los flujos se concentraron principalmente en inversiones de cartera y, en menor medida, en inversiones directas. La salida neta de fondos durante este período, junto con la necesidad de financiación de la nación, se reflejó en un aumento de la posición deudora frente al exterior del Banco de España. En términos acumulados de cuatro trimestres, el importe de las adquisiciones por parte del resto del mundo de activos financieros emitidos en nuestro país también fue algo inferior al de las realizadas por los sectores nacionales en el extranjero (véase gráfico 16). No obstante, la salida neta de capitales fue menor que la capacidad de financiación que presentó en ese período el conjunto de la economía española, reflejo de la reducción de los pasivos netos exteriores del Banco de España. Por su parte, los datos más recientes de la posición de inversión internacional, correspondientes al cuarto trimestre de 2014, muestran que durante los tres últimos meses del pasado ejercicio se registró un ligero descenso (de 0,5 pp) en la posición deudora neta de nuestro país frente al resto del mundo, hasta el 93,5 % del PIB.

¹ A finales del mes de junio se publicará una primera revisión de los datos del trimestre, junto con la difusión de los datos detallados.

CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTE: Banco de España.

a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.

3.4 El mercado de trabajo

Los datos de las afiliaciones a la Seguridad Social en el bimestre abril-mayo apuntan a una cierta aceleración adicional del empleo en el segundo trimestre del año (véase gráfico 17). El buen tono de las afiliaciones se apreció en todas las ramas, destacando el repunte observado en la industria y en los servicios de mercado, mientras que en la construcción se mantuvo un crecimiento elevado, aunque algo inferior al del primer trimestre. En la agricultura se apreció un avance en el número de trabajadores inscritos, tras el descenso del primer trimestre. En conjunto, esta información apunta a un crecimiento del empleo en el segundo trimestre en el total de la economía del 0,9 % en términos de la CNTR, una décima por encima del registrado en el primero.

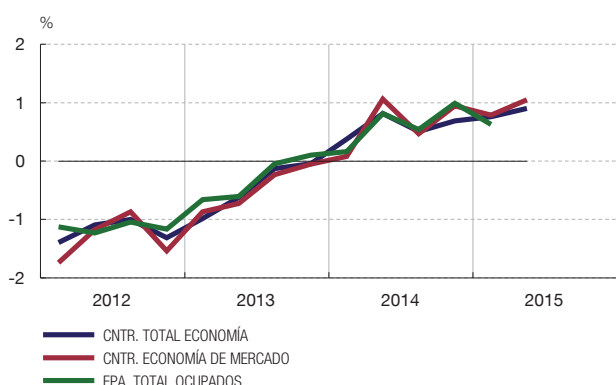
En los meses de abril y mayo se mantuvo la senda de descenso del paro registrado en el SEPE. Por su parte, los contratos registrados moderaron el ritmo de avance interanual hasta mayo, manteniéndose estabilizado, respecto al mismo mes del año pasado, el peso de los contratos indefinidos.

Esta evolución del empleo está teniendo lugar en un contexto de aumentos salariales moderados. Con datos hasta mayo, los convenios colectivos reflejan una subida salarial del 0,7 % en 2015 para algo más de 2,5 millones de trabajadores. Este incremento resulta coherente con la recomendación contenida en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva que los agentes sociales suscribieron el pasado 8 de junio, según la cual los incrementos salariales no deberían superar el 1 % en 2015 ni el 1,5 % en 2016. Por su parte, la retribución bruta media en las grandes empresas creció en abril un 0,6 % interanual, tras el repunte del 0,8 % en el primer trimestre del año, que se explica, en parte, por la devolución de una parte de la paga extraordinaria de 2012 a los empleados en las empresas públicas. En su conjunto, la información disponible apunta a una tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en el segundo trimestre similar a la observada en el primero (véase panel inferior izquierdo del gráfico 17).

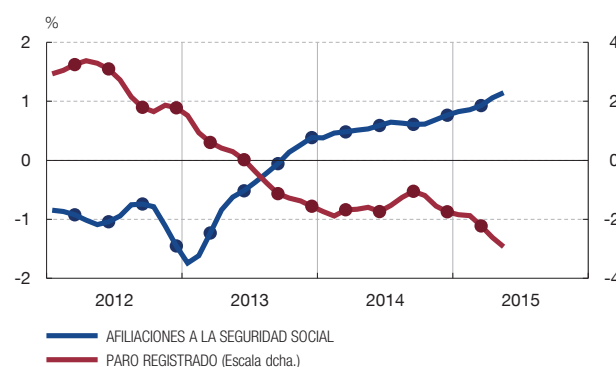
3.5 La evolución de los precios

En el segundo trimestre de 2015 se estima que el deflactor de la demanda final experimentó un ligero descenso interanual. La magnitud de la caída habría sido similar a la observada en el primer trimestre, como consecuencia de la evolución contrapuesta de los precios de importación y los interiores. En concreto, la caída interanual del deflactor

EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



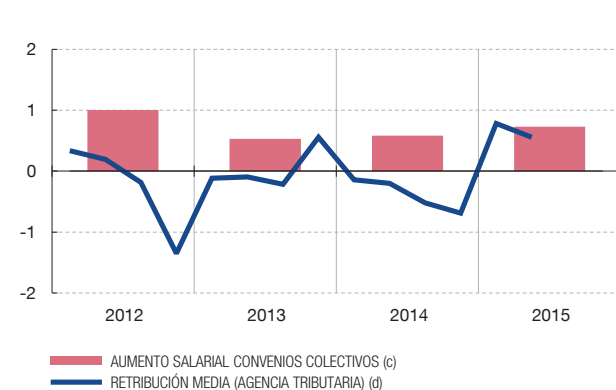
INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales (a)



INDICADORES DE SALARIOS
Tasas interanuales



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

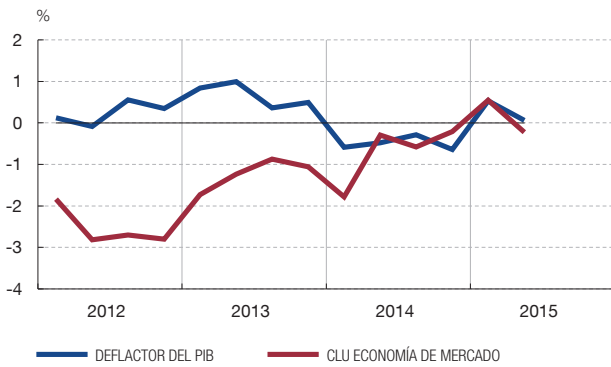
- a Tasas calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR medido en términos de empleo equivalente.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Con información hasta mayo de 2015. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales, excepto el segundo trimestre de 2015, que se corresponde con el dato de abril.

de las importaciones se habría atenuado, acusando el encarecimiento del crudo en los mercados internacionales. Por el contrario, los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, habrían moderado su incremento respecto al observado en el primer trimestre (véase gráfico 18).

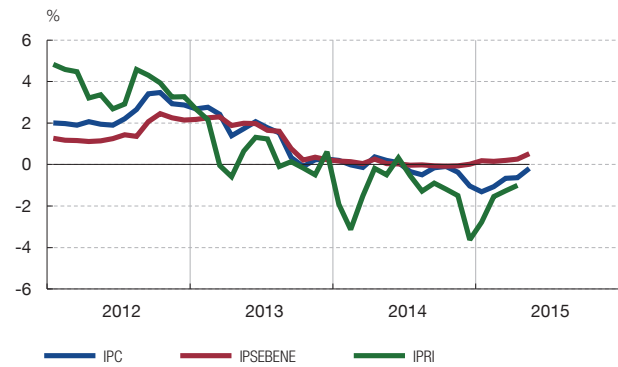
Durante el segundo trimestre del año, el IPC moderó su ritmo de descenso, alcanzando una variación interanual del -0,2 % en mayo, frente al -0,7 % de marzo (véase gráfico 18). En parte, esta evolución respondió a la trayectoria del componente energético, cuyos precios se redujeron un 6,4 % al final del segundo trimestre, en contraste con la caída del 7,4 % de marzo, acusando el encarecimiento de los combustibles ligado a la evolución del precio del petróleo en los mercados internacionales.

Más relevante resulta, no obstante, el comportamiento del IPSEBENE, que, en el período transcurrido del segundo trimestre, ha consolidado el repunte mostrado desde el final de 2014. En concreto, la tasa de variación de este indicador se situó en mayo en el 0,5 % interanual, tres décimas más que en marzo. Todos los componentes del IPSEBENE se aceleraron en ese período. En concreto, las tasas de variación de los precios de consumo de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos aumentaron seis

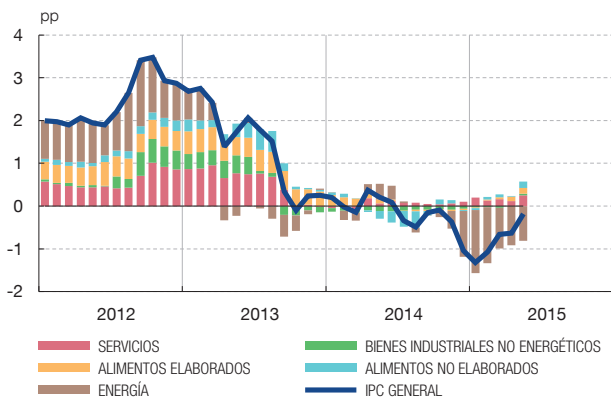
DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



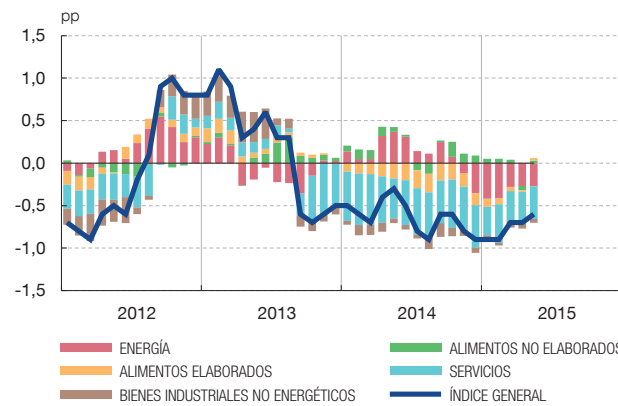
INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales



CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

y tres décimas, respectivamente (hasta el 0,9 % y el 0,1 %), en un contexto en que tanto los precios de producción nacional de ambos tipos de bienes como los de importación registraron variaciones algo superiores a las de meses previos. Por su parte, los precios de los servicios se incrementaron en mayo un 0,6 %, dos décimas más que en marzo.

Como en el caso del IPC nacional, el ritmo de variación del IAPC de España se incrementó en cinco décimas entre marzo y mayo, hasta situarse en el -0,3 % interanual. La tasa del IAPC del área del euro aumentó en ese período cuatro décimas, por lo que el diferencial negativo entre la inflación española y la de la UEM se estrechó una décima, hasta 0,6 pp. En términos del IPSEBENE, el diferencial negativo permaneció en 0,5 pp, en un contexto en que el repunte de la inflación en los alimentos elaborados y los bienes industriales no energéticos fue más intenso en el caso español.

19.6.2015.

Las últimas cifras publicadas sobre la actuación de las Administraciones Públicas (AAPP) en términos de la Contabilidad Nacional (CN) se refieren al primer trimestre de este año y son relativas al conjunto de la Administración Central, las Comunidades Autónomas (CCAA) y la Seguridad Social (véase cuadro adjunto)¹. De acuerdo con esta fuente, el conjunto de estos subsectores registró en enero-marzo un déficit del 0,8 % del PIB, una décima superior al del mismo período de 2014.

Por componentes, los ingresos de las AAPP [excluyendo las Corporaciones Locales (CCLL)] aumentaron un 1,3 % en enero-marzo

¹ Se trata de cifras de CN mensual que publica la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

en tasa interanual, lo que supone un ritmo de avance inferior al del mismo período del año anterior (2,6 %), debido principalmente a que las cotizaciones y el resto de ingresos registraron un menor dinamismo, mientras que se aceleró la recaudación de los impuestos tanto directos como indirectos. La información más reciente relativa al mes de abril sobre los ingresos del Estado y la recaudación de los impuestos compartidos por el Estado, las CCAA y las CCLL muestra una aceleración con respecto a la tasa acumulada hasta finales del primer trimestre.

Por su parte, el gasto de las AAPP (excluyendo de nuevo las CCLL) presentó una tasa interanual del 2,6 % hasta marzo, tasa muy superior a la del mismo período del año anterior (-0,9 %), aunque este aumento está condicionado por el impacto transitorio sobre el gasto salarial de la devolución de un cuarto de la paga

EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)

	Millones de euros		Tasas de variación interanual		
	2014 ene-dic	2014 ene-dic	2014 ene-mar	2015 ene-mar	Objetivos oficiales 2015 (b)
1 Recursos totales	366.651	1,7	2,6	1,3	3,7
Impuestos sobre producción e importaciones	94.828	2,8	3,2	3,4	4,3
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	97.458	0,7	2,7	3,7	2,5
Cotizaciones sociales	129.692	1,4	1,1	0,6	3,6
Otros recursos	44.673	2,8	5,9	-8,5	4,8
2 Empleos totales (c)	432.454	0,0	-0,9	2,6	0,1
Remuneración de asalariados	94.121	-0,1	-0,4	4,4	0,2
Otros gastos en consumo final (d)	63.365	-0,9	0,6	0,8	-0,9
Prestaciones sociales (no en especie)	170.374	0,1	-1,1	-0,2	0,3
Intereses efectivos pagados	33.910	1,6	5,2	0,5	-3,0
Subvenciones	9.545	6,2	-1,2	99,4	1,6
Otros empleos y transferencias corrientes	37.525	-2,1	-2,3	7,0	4,7
Formación bruta de capital	15.635	-8,7	-14,2	-0,2	1,0
Otros gastos de capital (c)	7.979	27,2	-2,1	-7,3	-10,3

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Millones de euros		En porcentaje del PIB nominal anual (f)		
	2014 ene-dic	2014 ene-dic	2014 ene-mar	2015 ene-mar	Objetivos oficiales 2015
3 Agregado consolidado (3 = 1 - 2) (c)	-65.803	-6,2	-0,7	-0,8	-4,2
Administración Central (c)	-37.060	-3,5	-0,7	-0,8	-2,9
Fondos de la Seguridad Social	-11.202	-1,1	0,3	0,2	-0,6
Administración Regional	-17.541	-1,7	-0,3	-0,2	-0,7
4 Corporaciones Locales	5.662	0,5	0,1	—	0,0
5 Total AAPP (5 = 3 + 4) (c)	-60.141	-5,7	-0,6	—	-4,2
Pro memoria					
Ayudas a instituciones financieras (e)	1.204	0,1	0,0	0,0	

FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Programa de Estabilidad 2015-2018 (publicado el 30 de abril de 2015).

a Los datos de ingresos y gastos se refieren a las cuentas del agregado consolidado de Administración Central, Administración Regional y Fondos de la Seguridad Social. No se incluyen, por tanto, las Corporaciones Locales, dado que no se dispone de información mensual.

b Objetivos para el conjunto de las Administraciones Públicas.

c Excluye ayudas a instituciones financieras.

d Incluye consumos intermedios y transferencias sociales en especie de productores de mercado.

e Transferencias de capital concedidas a instituciones financieras.

f Para 2015 se toma el PIB nominal anual previsto en el Programa de Estabilidad 2015-2018 (publicado el 30 de abril de 2015).

extraordinaria de diciembre de 2012 a los empleados públicos. Se observa una moderación en el ritmo de reducción de la inversión pública y del gasto en prestaciones sociales, así como un ligero aumento de las compras de bienes y servicios, mientras que el incremento de los pagos por intereses se ralentizó hasta el 0,5 % (5,2 % en el mismo período del año anterior). Por su parte, el gasto salarial mantiene registros negativos (neto del efecto de la devolución parcial de la paga extra), aunque se mantiene la senda ascendente en la creación de empleo neto de las AAPP.

La deuda de las AAPP se cifró en el 98 % del PIB a finales del primer trimestre de 2015, tres décimas del PIB superior a la de finales de 2014, en un contexto en el que las necesidades de financiación de las AAPP siguen dominando la dinámica de esta variable, que se contrarresta parcialmente por el crecimiento del PIB nominal. La mejoría de las condiciones de financiación está atenuando el efecto del mayor endeudamiento sobre los gastos financieros de las AAPP, de modo que, con datos hasta marzo, el peso que representan los gastos financieros del sector en relación con el PIB continuó reduciéndose (véase gráfico adjunto). Por instrumentos, el grueso de los fondos siguió captándose mediante la emisión de bonos y obligaciones. El desglose por tenedores muestra que durante este mismo período los principales compradores, en términos netos, de valores emitidos por las AAPP fueron los no residentes y, en menor medida, las instituciones financieras nacionales distintas de las entidades de crédito, mientras que estas últimas disminuyeron sus tenencias de dichos activos. Los datos más recientes evidencian, no obstante, un repunte del coste de las nuevas emisiones a largo plazo, que se ha observado de forma generalizada dentro de la UEM.

Por otro lado, debe recordarse que a finales de abril el Gobierno español remitió a la CE la actualización del Programa de Estabilidad, que establece las principales líneas de la política presupuestaria para el período 2015-2018. El Programa confirma el objetivo de déficit público para el conjunto de las AAPP para 2015, en

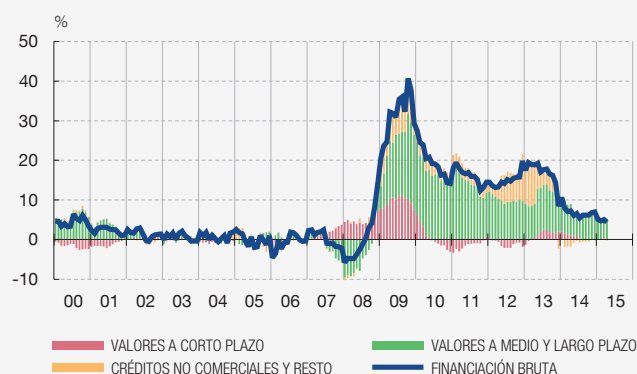
línea con las recomendaciones del Consejo Europeo, en el 4,2 % del PIB. El cumplimiento de este objetivo exigiría, de acuerdo con las estimaciones del Programa, una mejora del saldo estructural primario de las AAPP de 0,2 pp del PIB, un esfuerzo significativamente más moderado que el realizado en el período 2012-2014. El Programa también presenta objetivos de déficit público de medio plazo, que sitúa en el 2,8 %, 1,4 % y 0,3 % del PIB en 2016, 2017 y 2018, respectivamente. Esta senda es coherente con el compromiso de salida de la situación de «déficit excesivo» (déficit superior al 3 % del PIB) en 2016.

En términos de su composición, el Programa de Estabilidad concentra el ajuste en 2015 en el gasto público, cuya ratio sobre el PIB se reduciría en 1,5 pp. Esta disminución se basaría en las medidas presupuestarias ya adoptadas (entre otras, la congelación de los salarios públicos, el mantenimiento de las restricciones a la tasa de reposición de efectivos, la reducción de las compras de bienes y servicios (que recogen los ahorros derivados de la reforma de la Administración Local y de las medidas del informe CORA), la caída de los pagos por intereses y del gasto en prestaciones por desempleo, y la aplicación del factor de revalorización de las pensiones.

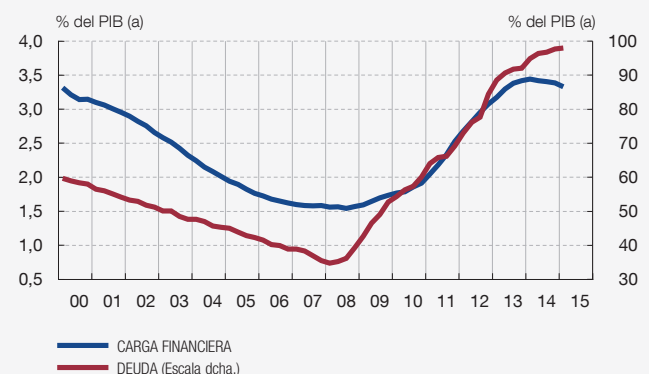
Por el lado de los ingresos, el Programa de Estabilidad prevé un mantenimiento de su peso sobre el PIB, en un contexto en el que la introducción gradual de la reforma del IRPF y del impuesto sobre sociedades tendría un coste presupuestario estimado en 2015 de alrededor de cuatro décimas del PIB. De acuerdo con el Programa, la pérdida recaudatoria asociada a esta reforma se compensaría con incrementos impositivos de las CCAA y las CCLL, la aplicación de ciertas medidas administrativas y de lucha contra el fraude en el caso de la Seguridad Social y una respuesta elevada de los ingresos fiscales a la recuperación económica.

El Programa de Estabilidad presenta también objetivos de deuda pública. Se espera que la ratio de deuda pública sobre el PIB aumente en 2015, hasta situarse en el 98,9 %, e inicie, a partir de esa fecha, una trayectoria decreciente, sobre la base de los superávits

FINANCIACIÓN BRUTA
Tasa interanual y contribuciones por instrumentos



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA
Datos acumulados de cuatro trimestres



FUENTE: Banco de España.

a. La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

presupuestarios primarios previstos y la aceleración del crecimiento económico, de manera que la ratio de deuda pública se situaría en el 98,5 %, 96,5 % y 93,2 % del PIB en 2016, 2017 y 2018, respectivamente.

En conjunto, por tanto, dados los datos de ejecución presupuestaria disponibles, el cumplimiento del objetivo de déficit de las AAPP para este año requerirá que el aumento de los ingresos y/o la contención del gasto en lo que resta de aquel sean superiores a

lo observado en los primeros meses del ejercicio. En concreto, la recaudación deberá continuar mejorando en los próximos trimestres para aproximarse a la previsión oficial de aumento de los ingresos en el conjunto de 2015 (3,7 %). Por su parte, el cumplimiento de los objetivos de gasto (aumento del 0,1 %) requerirá una ejecución presupuestaria muy estricta por parte de todas las administraciones, así como la materialización del ahorro estimado de las distintas reformas aprobadas, en particular de la relativa a la Administración Local.

