

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 PRINCIPALES MENSAJES

A la fecha de cierre de este informe, el 24 de junio, se han conocido los resultados del referéndum celebrado un día antes en el Reino Unido acerca de la continuidad de este país como Estado miembro de la Unión Europea (UE)¹. La consulta se ha saldado con una mayoría a favor de la salida de la UE, lo que ha desencadenado efectos muy intensos sobre los mercados financieros mundiales. En este contexto de elevada incertidumbre, los principales bancos centrales han anunciado medidas extraordinarias de suministro de liquidez para contrarrestar el aumento de volatilidad en los mercados. En este sentido, es preciso subrayar que resulta muy prematuro discernir qué parte de esta reacción inicial de los mercados financieros refleja el impacto que pueda comportar a medio y largo plazo el resultado del referéndum británico frente a los efectos de naturaleza transitoria relacionados con el brusco repunte de volatilidad asociado a la asimilación de una noticia de esta trascendencia.

Con anterioridad a estas noticias, la evolución de la economía mundial había mostrado algunos rasgos tímidamente positivos en el período transcurrido desde la publicación del anterior Informe trimestral. Por lo que respecta a las economías avanzadas ajenas al área del euro, tras la moderación de la actividad al inicio del ejercicio, la información más reciente había proporcionado señales más favorables, mientras que, entre las economías emergentes, la orientación expansiva de las políticas de demanda en China parecía estar estabilizando esta economía en el corto plazo. Por su parte, el precio del petróleo había consolidado la tendencia alcista iniciada a finales de enero. Precisamente, este desarrollo habría sido uno de los factores que explicarían la calma que caracterizó la evolución de los mercados financieros globales durante la mayor parte del trimestre. Sin embargo, ya desde comienzos de junio se puso de manifiesto la persistencia de elementos de vulnerabilidad de la economía mundial, a medida que la incertidumbre acerca del resultado del referéndum en el Reino Unido dio paso a un episodio de turbulencias que el desenlace de la consulta ha amplificado con intensidad, como se ha indicado.

En el área del euro, el crecimiento del PIB sorprendió al alza en el primer trimestre del año, aunque ello parece haber venido asociado a factores fundamentalmente transitorios, de modo que esta evolución no ha conducido a revisiones del crecimiento esperado a medio plazo, tal y como se desprende de las proyecciones más recientes del Eurosystem², que se mantienen inalteradas para el período 2017-2018, si bien se encuentran sometidas a riesgos a la baja, en particular como consecuencia del resultado del referéndum británico. Por su parte, la inflación del área sigue sin mostrar signos de recuperación, con algunas sorpresas negativas adicionales en los datos más recientes, que se han traducido en una revisión a la baja de las proyecciones de la tasa de crecimiento de la inflación subyacente en el corto plazo.

En España, la información disponible confirma la continuación de la fase expansiva de la actividad en la etapa más reciente. En el primer trimestre del año, el PIB creció un 0,8%, tasa coincidente con la observada en los dos trimestres precedentes y superior en una décima a la que el Banco de España proyectó en el Informe trimestral de marzo. El desglose

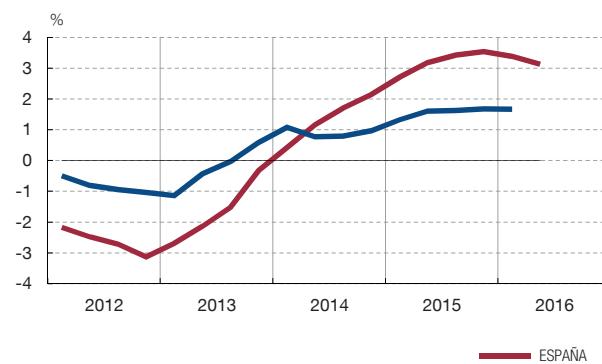
¹ El referéndum había sido convocado para ratificar el acuerdo del Consejo Europeo de febrero de 2016 acerca del estatus especial del Reino Unido en la Unión Europea. Véase el artículo «*Acuerdo sobre un nuevo régimen para el Reino Unido en la Unión Europea*», en el *Boletín Económico* de marzo de 2016.

² Las proyecciones para el conjunto de la UEM están disponibles en <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201606.es.pdf>, y las correspondientes a la economía española pueden consultarse en <http://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/AnalisisEconomico/AnalisisEconomico/ProyeccionesMacroeconomicas/ficheros/be1606-proy.pdf>.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y PRECIOS DE CONSUMO (a)

GRÁFICO 1

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO



2 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.

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

CUADRO 1

	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	1,4	3,2	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7
Contribución de la demanda nacional (b)	1,6	3,7	1,4	1,0	1,2	0,6	1,0	0,6
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,2	-0,5	-0,5	0,0	-0,4	0,2	-0,3	0,1
Tasas de variación interanual								
Empleo	1,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,0	3,2	2,9
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)								
IPC	-0,2	-0,5	-0,7	0,1	-0,9	0,0	-0,8	-1,0
IPSEBENE	0,0	0,6	0,2	0,6	0,8	0,9	1,0	0,7

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 24 de junio de 2016.

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 2016.

de la Contabilidad Nacional Trimestral mostró un mantenimiento del tono expansivo de la demanda interna, en tanto que la aportación de la demanda exterior neta al avance del producto fue negativa, en un contexto en que los flujos comerciales mostraron un debilitamiento notable.

La información coyuntural más reciente continúa apuntando a un crecimiento robusto de la actividad. En concreto, en el período abril-junio, se estima que el PIB habría avanzado a un ritmo del 0,7 % intertrimestral. Desde la perspectiva de la demanda, la composición de este aumento del producto no habría experimentado variaciones sustanciales con respecto a lo observado en el tramo inicial del año. Así, la evolución favorable del mercado de trabajo y la mejora de las condiciones financieras habrían seguido sustentando la expansión del consumo de los hogares, a un ritmo muy similar al de los trimestres anteriores, en tanto que la inversión empresarial habría experimentado una cierta ralentización, conservando, no obstante, su pauta expansiva. Dentro de la inversión en construcción, el

componente residencial habría continuado su proceso de recuperación, en un contexto de repunte de las compraventas de viviendas. Por su parte, el debilitamiento reciente de algunos indicadores, como el consumo de cemento o las afiliaciones a la Seguridad Social en la rama de ingeniería civil, sugiere que la inversión en otras construcciones podría estar acusando una desaceleración de la obra pública.

La información acerca de los intercambios comerciales con el resto del mundo en términos reales en el segundo trimestre del año, aún muy limitada, apunta a un repunte de las exportaciones de bienes, en un contexto en el que se mantiene la tónica de crecimiento de los mercados del área del euro. Por el contrario, las ventas realizadas al resto del mundo habrían seguido mostrando, en términos comparativos, un tono de menor firmeza, como consecuencia de la debilidad de algunas áreas emergentes y de la modesta apreciación del tipo de cambio. El comportamiento expansivo de las exportaciones se habría visto apoyado, además, por la prolongación de la trayectoria positiva de los flujos de servicios turísticos. En términos netos, la contribución del saldo exterior podría terminar siendo algo más favorable que en el trimestre precedente, hasta situarse, posiblemente, en valores neutros o ligeramente positivos.

Por su parte, la inflación ha registrado en los últimos meses retrocesos algo superiores a los previstos hace un trimestre, como reflejo de la desaceleración del componente subyacente. El diferencial de inflación frente al área del euro ha permanecido en los últimos meses en -1 pp, lo que se ha debido al componente energético, de modo que, en términos del IAPC sin energía, el diferencial ha sido nulo desde el comienzo del año, tras haber mostrado valores negativos desde mediados de 2013.

El Informe incluye seis recuadros dedicados, respectivamente, al análisis de las perspectivas del mercado de petróleo (recuadro 1), los avances en el Tercer Programa de Asistencia a Grecia (recuadro 2), la actuación de las Administraciones Públicas en materia presupuestaria en la primera parte del año (recuadro 3), las recomendaciones de la Comisión Europea en el ámbito del semestre europeo (recuadro 4), el ajuste competitivo del sector automovilístico español (recuadro 5) y la evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación (recuadro 6).

Desde la segunda mitad de 2014 hasta enero de 2016, el precio del petróleo crudo se redujo en un 75 %, llegando a alcanzar un mínimo de 28 dólares por barril de Brent (véase gráfico 1). Esta caída se produjo en un contexto de progresiva transformación de la industria petrolera de Estados Unidos, por el desarrollo del petróleo no convencional, y de reacción de la OPEP, y en particular de Arabia Saudí, a este fenómeno, dejando de acomodar la producción para estabilizar los precios y evitar así la entrada de nuevos competidores. Desde febrero, sin embargo, se ha producido una paulatina recuperación del precio del crudo, hasta superar los 50 dólares, que se ha debido tanto a factores de oferta como de demanda. En cuanto a la oferta, en un primer momento el impulso de los precios vino explicado por los indicios de un posible acuerdo entre la OPEP y Rusia para contener la producción; posteriormente, las interrupciones transitorias del suministro en Canadá y Nigeria, acompañadas de una caída sostenida de la producción en Estados Unidos, según se han ido agotando las mejoras de rendimiento de sus tecnologías extractivas, redujeron el suministro al mercado. Los factores de demanda también han ido cobrando importancia, a medida que los principales riesgos de cola sobre el cre-

cimiento global que se contemplaban a comienzos de año —aterriaje brusco de la economía china o recesión en Estados Unidos— se fueron disipando. En cualquier caso, la producción de crudo sigue superando al consumo y los inventarios de la OCDE se encuentran en niveles muy elevados. Las proyecciones de los analistas apuntan a una recuperación gradual y limitada de los precios hasta 2017 (véase gráfico 1). Por su parte, los futuros con vencimiento en diciembre de 2016 y de 2017 cotizan a 50 y 53 dólares para el barril de Brent, respectivamente.

A medio plazo, la evolución de los precios del petróleo dependerá de la incidencia relativa de tres factores: i) los acuerdos en el seno de la OPEP y la evolución de la producción de Irán; ii) la reacción de la oferta de los productores fuera de la OPEP, en particular del petróleo no convencional de Estados Unidos, y iii) por el lado de la demanda, los riesgos macroeconómicos en China y otras economías emergentes. En este recuadro, se presta especial atención a los factores de oferta: la situación en la OPEP, una vez que se han levantado las sanciones a Irán, y la producción de petróleo no convencional en Estados Unidos.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (BRENT)



Gráfico 2
PRODUCCIÓN OPEP

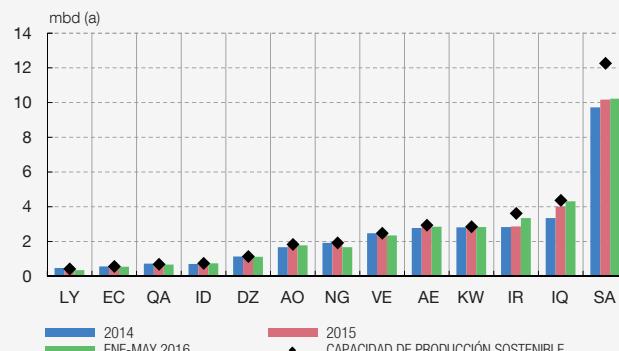


Gráfico 3
ESTADOS UNIDOS: PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO Y NÚMERO DE PLATAFORMAS DE EXTRACCIÓN

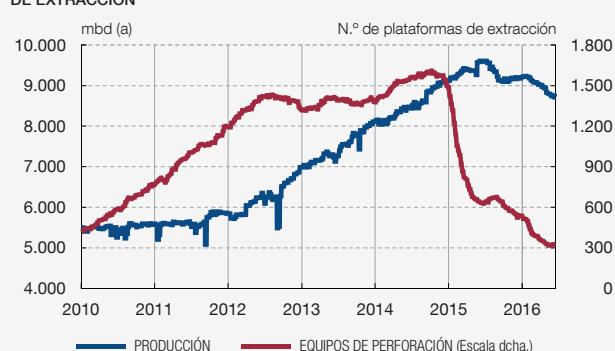
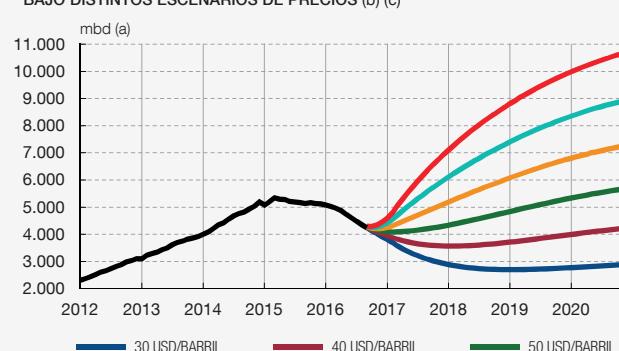


Gráfico 4
ESTADOS UNIDOS: PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO NO CONVENCIONAL BAJO DISTINTOS ESCENARIOS DE PRECIOS (b) (c)



FUENTES: Datastream, International Energy Agency, Baker Hughes y Lasky (2016).

NOTA: LY (Libia), EC (Ecuador), QA (Qatar), ID (Indonesia), DZ (Argelia), AO (Angola), NG (Nigeria), VE (Venezuela), AE (Emiratos Árabes Unidos), KW (Kuwait), IR (Irán), IQ (Iraq) y SA (Arabia Saudí).

a mbd (millones de barriles/día).

b Precios por barril WTI en dólares de 2014; el shock incide a partir de julio de 2016.

c En las cuatro principales áreas de producción de petróleo no convencional.

Desde 2014, la producción de la OPEP comenzó a aumentar, con independencia de la evolución de los precios y de la producción de crudo del resto del mundo, como consecuencia de que Arabia Saudí abandonó su política tradicional de estabilización parcial de la producción¹ (véase gráfico 2). Y lo hizo con el objetivo de dejar bajar los precios y así, por un lado, desincentivar la producción de crudo no convencional de Estados Unidos, con coste de producción más alto, y, por otro lado, obstaculizar el reposicionamiento de Irán, tras el levantamiento de las sanciones internacionales. Así, en la reunión semestral de diciembre de 2015, la OPEP abandonó las metas de producción oficiales hasta evaluar el incremento de producción de Irán, lo que fue interpretado como una muestra de la debilidad del cártel. En 2016, en las reuniones de los miembros de la OPEP con Rusia, en abril, y entre ellos, en junio, tampoco se llegó a acuerdos, ante la negativa de Arabia Saudí de congelar la producción si el acuerdo no vinculaba a Irán. Además, Arabia Saudí se encuentra inmersa en la privatización su empresa estatal de petróleo, Aramco, lo que podría incentivar aumentos de la producción, especialmente si el cambio climático o la eficiencia energética minoran la demanda de petróleo a largo plazo.

Por otra parte, la llamada «revolución del petróleo no convencional», que comenzó alrededor de 2010, ha supuesto un enorme aumento de la producción de crudo en Estados Unidos, gracias a la introducción de nuevas técnicas extractivas, como la fracturación hidráulica (véase gráfico 3). Dados los costes iniciales de estos proyectos, la notable persistencia de la producción de Estados Unidos tras la abrupta caída de los precios sorprendió inicialmente. Esta persistencia se explica, entre otros factores, por los aumentos de productividad que se han ido obteniendo en las actividades de perforación y de fractura hidráulica, por las reducciones de costes de producción —salarios, servicios y energía—, en más de un 10 %, y por las caídas en las regalías e impuestos vinculados al valor de la producción.

1 Arabia Saudí, el principal productor de la OPEP con una producción por encima de los 10 mbd, mantiene además la mayor capacidad excedente (unos 2 mbd). Su comportamiento es clave para el cártel, ya que otros grandes productores como Irak, Irán o Venezuela han incumplido tradicionalmente sus cuotas intentando producir al máximo de su capacidad. El levantamiento de las sanciones a Irán, el tercer productor de la OPEP, ha generado un repunte de su producción de 0,7 mbd, que podría elevarse en el futuro si Irán consigue aumentar su capacidad instalada atrayendo nuevas inversiones.

El aumento de la productividad y la reducción de costes de los insumos han dado lugar a disminuciones considerables en los costes «variables» de los pozos en explotación y en los umbrales de rentabilidad de los nuevos pozos. A corto plazo, la producción continúa en un pozo ya existente siempre y cuando los precios puedan cubrir los costes «variables», y se estima que el coste variable promedio ponderado se ha reducido de 28 a 24 dólares por barril entre 2013 y 2015 (si bien es creciente con los precios del crudo). Por otro lado, a largo plazo se acometerán los proyectos de extracción si la senda esperada para el precio del petróleo hace rentables las nuevas explotaciones, incluyendo todos los costes. Las estimaciones de este precio, que han ido cayendo, se sitúan en el rango de los 50 a los 80 dólares, de forma que los precios actuales estarían en el límite inferior para garantizar la viabilidad económica del petróleo no convencional a largo plazo. El leve aumento observado de las plataformas de extracción tras la recuperación de los precios del crudo apoya esta hipótesis (véase gráfico 3).

En un entorno de precios como los actuales, la Energy Information Administration estadounidense pronostica que la producción no convencional caerá en el corto plazo pero se recuperará a medio plazo, impulsada por futuras ganancias de productividad. En el mismo sentido, la Congressional Budget Office (CBO) espera que desde 2017 las mejoras de productividad generen incrementos de la producción no convencional, hasta alcanzar de nuevo en 2020 el nivel máximo registrado en 2015². Solo un escenario de precios por debajo de los 40 dólares por barril durante un período prolongado generaría caídas significativas de la producción a medio plazo (véase gráfico 4).

En definitiva, se espera que el entorno de abundancia de la oferta se mantenga en 2016, en ausencia de un acuerdo de la OPEP. A partir de 2017, los precios del petróleo podrían aumentar ligeramente por el impacto sobre la oferta mundial del agotamiento de algunos pozos y de la retracción de la inversión, acentuada por las tensiones financieras del sector energético. El alto nivel de inventarios y la viabilidad económica del petróleo no convencional de Estados Unidos a los precios actuales tenderán a limitar el alza en los precios a medio plazo.

2 Mark Lasky (2016), *The Outlook for U.S. Production of Shale Oil*, CBO Working Paper 2016-01.

El pasado 24 de mayo, el Eurogrupo llegó a un acuerdo con el Gobierno griego y el FMI que permite superar la primera revisión del programa y da paso al desembolso del segundo tramo de asistencia financiera¹. Asimismo, el acuerdo permitió que el BCE volviera a admitir la deuda griega como colateral en sus operaciones de política monetaria. Por primera vez, el acuerdo contempla también la introducción secuencial de un conjunto de medidas de alivio de la deuda condicionales al cumplimiento del programa. Aunque estas medidas todavía no se han concretado en su totalidad, sí se acordó que tendrían la magnitud suficiente

1 El Tercer Programa de Asistencia a Grecia se aprobó en agosto de 2015 y durará hasta agosto de 2018. El programa prevé un desembolso de 86 mm de euros, de los que 21,4 mm se desembolsaron en 2015. El desembolso de cada tramo está condicionado a la aprobación de medidas concretas. El segundo tramo de ayuda, de 10,3 mm, fue aprobado por el Consejo de Gobernadores del Mecanismo Europeo de Estabilidad el pasado 16 de junio, de la siguiente manera: 7,5 mm en junio para afrontar los vencimientos de deuda y los pagos aplazados del Estado. El resto, después del verano, sujeto a la comprobación de que efectivamente se han reducido los aplazamientos de pagos del Estado.

para mantener las necesidades de financiación de Grecia por debajo del 15 % del PIB a medio plazo y por debajo del 20 % posteriormente.

Desde que se inició el Tercer Programa de Asistencia, el Gobierno griego ha ido avanzado en el proceso de transformación estructural de esta economía. Muy especialmente, se han producido progresos relativamente rápidos en el proceso de recapitalización bancaria, ya completado. También ha habido avances en el ámbito fiscal, aunque se han llevado a cabo mediante un recorte de gastos no suficientemente sustentado en reformas estructurales y sin afrontar la ampliación de las bases de cotización. Estos avances propiciaron que, pese a los controles de capital que se instauraron en verano de 2015, el crecimiento del PIB y los resultados presupuestarios de ese año superaran las expectativas existentes al comienzo del programa. Al mismo tiempo, no obstante, se fue posponiendo la adopción de algunas medidas que se consideran fundamentales para reconducir los niveles de deuda hacia cotas más sostenibles, lo que retrasó la superación de la primera revisión de este tercer programa.

Cuadro 1
EVOLUCIÓN RECENTE DE ALGUNAS VARIABLES ECONÓMICAS

	2013	2014	2015
PIB (a)	-3,2	0,7	-0,2
Paro (b)	27,5	26,5	24,9
IAPC (a)	-0,9	-1,4	-1,1
Balanza por cuenta corriente (c)	-2,0	-2,1	-0,1
Costes laborales unitarios (a)	-7,4	-2,6	0,4
Saldo público total (c)	-12,4	-3,6	-7,2
Saldo público primario (c)	-8,4	0,4	-3,4

Gráfico 1
DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA POR TENEDORES. 2015

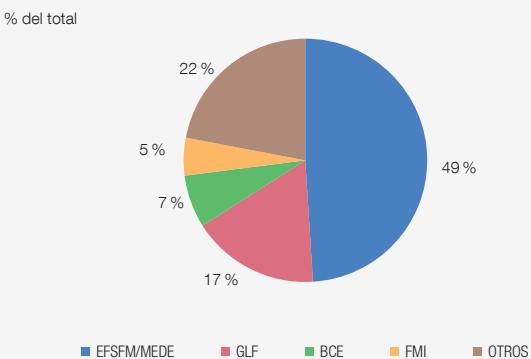


Gráfico 2
DEUDA PÚBLICA. ESCENARIOS DE LOS ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD

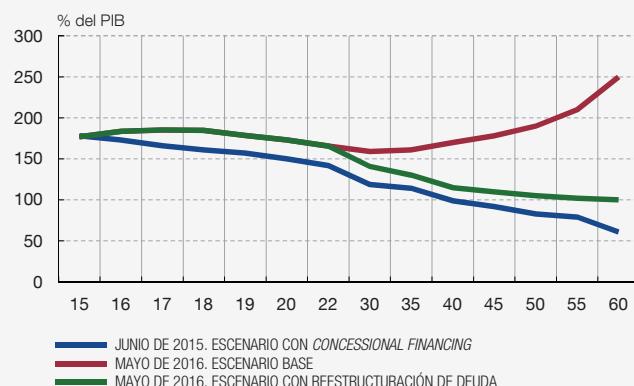
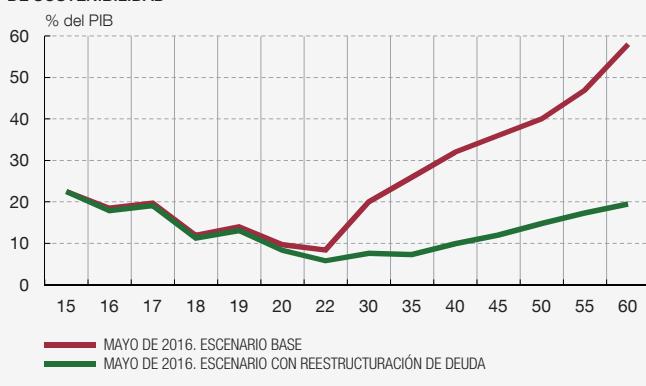


Gráfico 3
NECESIDADES DE FINANCIACIÓN. ESCENARIOS DE LOS ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD



FUENTES: Banco Nacional de Grecia, Fondo Monetario Internacional y Oficina de Estadísticas de Grecia.

- a Tasa de variación interanual.
- b Porcentaje de la población activa.
- c Porcentaje del PIB.

Por ello, el Gobierno griego ha aprobado recientemente nuevas reformas en el sistema de pensiones, el sistema impositivo y la modernización de las Administraciones Públicas, y se ha puesto en marcha el fondo para la privatización de activos y un nuevo procedimiento de insolvencias para hacer frente a los préstamos fallidos. Finalmente, de cara al acuerdo final, Grecia aprobó medidas fiscales paramétricas por importe del 3 % del PIB y un mecanismo contingente que obliga a introducir reformas estructurales o aumentos de impuestos en caso de que haya desviaciones del objetivo de superávit primario.

Con el acuerdo alcanzado en mayo, los acreedores reconocen los avances realizados, pero señalan también que todavía queda mucho por hacer. En particular, quedan pendientes reformas adicionales para mejorar la competitividad y aumentar la productividad de la economía helena y que afectan a áreas muy sensibles, como la competencia en los mercados de bienes y servicios o la negociación colectiva en el ámbito del mercado laboral.

Por ello, persiste todavía una elevada incertidumbre sobre la capacidad de la economía griega para alcanzar las mejoras de productividad que sustentarían un ritmo de crecimiento sostenido a medio plazo y para mantener un superávit presupuestario suficiente, que permita reconducir los elevados niveles de deuda pública todavía existentes. En consecuencia, los acreedores han acordado por primera vez introducir medidas de alivio de la deuda que hagan frente al panorama complejo que anticipan las proyecciones disponibles sobre la evolución de la deuda pública y de las necesidades de financiación de la economía (véanse gráficos 2 y 3), que desempeñan un papel central a la hora de valorar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el caso de Grecia, dada la elevada proporción de deuda que se encuentra en manos de acreedores oficiales a tipos de interés reducidos (véase gráfico 1). A este respecto, los análisis recientes realizados tanto por el FMI como por los acreedores europeos coinciden en anticipar que la evolución de la deuda griega no resulta sostenible en ausencia de medidas de alivio, bien porque esta no retoma una sen-

da descendente en el medio plazo, bien porque el país tendría que afrontar unas necesidades de financiación demasiado elevadas que debería financiar a tipos de interés no concesionales en el mercado. Por todo ello, una parte esencial del acuerdo —que abre la puerta a la posible participación del FMI en el programa— lo constituye la articulación de medidas de alivio que tienen por objetivo mantener las necesidades de financiación de Grecia por debajo del 15 % del PIB a medio plazo y por debajo del 20 % a partir de entonces.

Las medidas que hay que articular, que tienen carácter secuencial, no están todavía definidas de forma muy precisa, lo que impide calcular su alcance en términos del valor presente descontado de la deuda². A corto plazo, antes de la finalización del programa en 2018, incluyen la posibilidad de suavizar el perfil de vencimientos de los préstamos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (sin modificar su vencimiento medio de 31,5 años) y de usar la estrategia de financiación del Mecanismo Europeo de Estabilidad para reducir los márgenes por riesgo de tipos de interés que se aplican a los préstamos a Grecia. A medio plazo, y sujeto a la finalización satisfactoria del programa y al cumplimiento de los criterios fiscales, se podría, entre otras cosas, utilizar el dinero excedente del programa (20 mm asignados a recapitalización, que no han sido utilizados) para anticipar el desembolso de los préstamos del FMI, que son comparativamente más costosos, y suavizar el perfil de vencimientos, y, si fuera necesario, extender los plazos de los préstamos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera e imponer límites a los intereses para garantizar que las necesidades de financiación cumplen el criterio marco establecido. A largo plazo, también sujeto al cumplimiento del criterio de superávit primario del 3,5 % del PIB y de los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se podría establecer un mecanismo para introducir medidas de alivio adicionales que puedan resultar necesarias para satisfacer el criterio de necesidades de financiación máximas.

2 La propuesta del FMI, mucho más detallada, implica un alivio de 50 pp del PIB en valor presente descontado.

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 cubren la Administración Central, las Comunidades Autónomas (CCAA) y la Seguridad Social (véase cuadro 1)¹. De acuerdo con esta fuente, el conjunto de estos subsectores registró en enero-marzo un déficit del 0,8% del PIB, cifra similar a la observada en el mismo período de 2015.

Por componentes, los ingresos consolidados de las AAPP (excluyendo las CCLL) apenas variaron en enero-marzo en tasa inte-

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

ranual, frente al incremento del 3,2% registrado en el año 2015, debido principalmente al comportamiento de la recaudación de los impuestos directos e indirectos. La información más reciente, relativa al mes de abril, acerca de la recaudación de los impuestos compartidos por el Estado, las CCAA y las Corporaciones Locales (CCLL), muestra una continuación de esta tónica de debilidad de los ingresos al comienzo del segundo trimestre.

Por su parte, el gasto de las AAPP (excluyendo las CCLL) presentó un avance interanual del 0,5% hasta marzo, tasa inferior a la del mismo período del año anterior (1,2%), si bien este menor dinamismo se debe, en parte, al efecto base del impacto transitorio sobre el gasto salarial del primer trimestre de 2015 de la devolución a los

Cuadro 1
EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)

	Millones de euros	Tasas de variación interanual			
		2015 ene-dic	2015 ene-dic	2015 ene-mar	2016 ene-mar
1 Recursos totales (b)	368.724	3,2	0,1	-0,0	3,5
Impuestos sobre producción e importaciones	102.148	7,4	3,0	1,6	5,9
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.115	4,0	4,0	-10,3	0,6
Cotizaciones sociales	132.078	1,7	0,5	1,9	3,0
Otros recursos (b)	33.383	-5,1	-28,5	24,9	5,1
2 Empleos totales (b)	416.475	1,1	1,2	0,5	0,1
Remuneración de asalariados	97.543	3,5	4,4	0,1	2,7
Otros gastos en consumo final (d)	65.178	3,1	0,5	2,1	-1,0
Prestaciones sociales (no en especie)	169.847	-0,2	-0,2	1,4	1,7
Intereses efectivos pagados	32.498	-6,1	-4,1	-5,5	-3,5
Subvenciones	11.102	12,1	70,7	-38,9	-1,3
Otros empleos y transferencias corrientes (b)	14.953	-4,8	5,7	-8,7	—
Formación bruta de capital	20.397	25,8	0,8	3,6	-15,5
Otros gastos de capital (b)	4.957	-35,6	-94,1	—	—
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación					
Millones de euros					
En porcentaje del PIB nominal anual (f)					
3 Agregado consolidado (3 = 3.1 + 3.2 + 3.3) (c)	2015 ene-dic	2015 ene-dic	2015 ene-mar	2016 ene-mar	Objetivos oficiales 2016
3.1 Administración Central (c)	-60.583	-5,4	-0,8	-0,8	-3,6
3.2 Fondos de la Seguridad Social	-29.029	-2,5	-0,9	-0,8	-1,8
3.3 Administración Regional	-13.592	-1,3	0,3	0,2	-1,1
4 Corporaciones Locales	4.765	0,4	0,1	—	0,0
5 Total AAPP (5 = 3 + 4) (c)	-55.818	-5,0	-0,7	—	-3,6
Pro memoria					
Ayudas a instituciones financieras (e)	-853	-0,1	0,0	0,0	—
Deuda pública (PDE)	1.072.170	99,2	100,2	100,5	99,1

FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Programa de Estabilidad (2016-2019).

- 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 Consolidado de las transferencias a otras AAPP (CCLL).
- 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 2016 se toma el PIB nominal anual previsto en el Programa de Estabilidad (2016-2019). En el caso de la deuda, el PIB a precios de mercado se ha elaborado a partir de la serie oficial de la CNE trimestral que publica el INE agregando los últimos cuatro trimestres para cada fecha de referencia.

empleados públicos de un cuarto de la paga extraordinaria de diciembre de 2012. Por su parte, la evolución del consumo público en términos reales se mantuvo robusta en el primer trimestre del año, según la Contabilidad Nacional Trimestral.

La ratio de deuda de las AAPP sobre el PIB aumentó 1,4 pp en el primer trimestre de 2016, hasta el 100,5 %. En todo caso, la reducción de los costes medios de financiación permitió que los gastos financieros en porcentaje del PIB siguiesen descendiendo, hasta situarse en el 3,1 % (véanse gráficos 1 y 2). El desglose por instrumentos muestra que la principal vía de financiación de las AAPP en el primer trimestre continuó siendo la emisión de valores a largo plazo. Por tenedores, los principales compradores netos de valores del Estado durante este período fueron los no residentes y las entidades de crédito.

Por otro lado, debe recordarse que a finales de abril el Gobierno español remitió a la Comisión Europea la Actualización del Programa de Estabilidad (APE), que establece las principales líneas de la política presupuestaria para el período 2016-2019. La APE establece el objetivo de déficit público para el conjunto de las AAPP en 2016 en el 3,6 % del PIB, frente al 2,8 % vigente en el marco del Procedimiento del Déficit Excesivo (PDE), que fijó el Consejo Europeo en julio de 2013. El cumplimiento del objetivo oficial supondría una disminución del déficit público de 1,5 pp de PIB en 2016. Según la APE, esta mejora se debería a la favorable evolución cíclica prevista, dado que el tono de la política fiscal que incorpora es prácticamente neutral, con una variación del saldo estructural primario de las AAPP de -0,2 pp del PIB. La APE también presenta objetivos de déficit público de medio plazo, que sitúa en el 2,9 %, 2,2 % y 1,6 % del PIB en 2017, 2018 y 2019, respectivamente. Esta senda implicaría un retraso en el compromiso de salida de la situación de «déficit excesivo» fijado en el PDE (déficit superior al 3 % del PIB) en un año, hasta el 2017.

En el presente ejercicio, la composición de la mejora del déficit de las AAPP se concentraría, según la APE, en la reducción de la ratio

de gasto público sobre el PIB, que caería 1,5 pp, mientras que los ingresos públicos mantendrían su peso en el producto. La APE basa sus proyecciones de evolución del gasto en las medidas ya incorporadas en los presupuestos de las distintas AAPP y añade un conjunto de actuaciones correctoras recientemente adoptadas por el Estado (no disponibilidad de gasto por valor de 2 mm) y CCAA (no disponibilidad de gasto y ajustes ya previstos de inejecución, que ascenderían a 1,5 mm). Por su parte, el mantenimiento de la ratio de ingresos en porcentaje del PIB asumido en la APE se produce como resultado de que el impacto de las reformas del IRPF y del impuesto sobre sociedades, con un coste estimado conjunto de unas 3 décimas de PIB, se vería más que compensado por la aplicación de determinadas medidas administrativas (en particular, de lucha contra el fraude) y, sobre todo, por el grado de respuesta asumido de los impuestos con respecto a la evolución de sus bases imponibles.

La APE presenta también objetivos de deuda pública. En concreto, se espera una prolongación de la trayectoria descendente de la ratio entre esta variable y el PIB, iniciada en 2015, hasta situarse en el 99,1 % en 2016. Dicha senda se mantendría durante todo el horizonte del Programa, apoyada en los superávits presupuestarios primarios previstos y en el mantenimiento de un crecimiento económico sostenido, de manera que la ratio de deuda pública se situaría en el 99 %, 97,9 % y 96 % del PIB en 2017, 2018 y 2019, respectivamente.

En conjunto, el cumplimiento del objetivo de déficit público para este año fijado en la APE requerirá, a la luz de los datos de ejecución presupuestaria disponibles, que el aumento de los ingresos y/o la contención del gasto en lo que resta de 2016 sean superiores a lo observado en los primeros meses del ejercicio. En concreto, la recaudación debería mejorar en los próximos trimestres para aproximarse a la previsión oficial de aumento de los ingresos en el conjunto de 2016 (del 3,5 %). Por su parte, el cumplimiento del objetivo agregado de gasto público, que comporta un avance del 0,1 %, requerirá una ejecución presupuestaria estricta por parte de todas las AAPP.

Gráfico 1
FINANCIACIÓN BRUTA
Tasa interanual y contribuciones por instrumentos



FUENTE: Banco de España.

Gráfico 2
CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA
Datos acumulados de cuatro trimestres



En 2011 la Unión Europea estableció un ciclo anual de coordinación de políticas económicas entre los Estados miembros, el denominado Semestre Europeo, que engloba el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos y el Procedimiento de Déficit Excesivo y cuya cronología se resume en el esquema adjunto. Los objetivos de este proceso son identificar de forma temprana la aparición de desequilibrios fiscales y macroeconómicos, supervisar la aplicación de las políticas necesarias para su corrección y, finalmente, contribuir a la consecución de los objetivos a medio plazo fijados en la Estrategia de Crecimiento Europa 2020. Como resultado del análisis desarrollado por la Comisión Europea (CE) a lo largo del presente año, esta institución propuso el pasado 18 de mayo a los diferentes Estados miembros un conjunto de recomendaciones de política económica (en inglés, *Country Specific Recommendations* o CSR) que deberán ser adoptadas por el Consejo Europeo a lo largo de las próximas semanas. En este recuadro se hace un repaso de los diferentes hitos del proceso a lo largo de los últimos ocho meses y se describen las recomendaciones dirigidas a España.

El Semestre Europeo de este año se inició en noviembre de 2015 con la publicación, por parte de la CE, de un conjunto de tres documentos, entre los cuales destaca el denominado *Informe del Mecanismo de Alerta (IMA)*, cuyo contenido se describe más adelante. El segundo documento es el *Estudio Prospectivo Anual sobre el Crecimiento*, que, como el IMA, afecta al conjunto de la UE y establece tres áreas prioritarias de actuación con el objetivo de impulsar la creación de empleo y el crecimiento económico. Concretamente, la CE subraya la importancia de relanzar la inversión, implementar reformas estructurales y aplicar políticas fiscales orientadas a la consolidación presupuestaria. Por último, la CE publicó, por primera vez, en el marco del Semestre Europeo, sus recomendaciones para el conjunto del área del euro, con el fin de lograr una mayor coordinación entre las dirigidas a los distintos Estados miembros.

El IMA emplea un cuadro de indicadores económicos y sociales a partir del cual se determina qué países requieren un análisis ulterior, en lo que se denomina Examen en Profundidad. Como novedad, el cuadro dado a conocer en el último informe incluye tres nuevos indicadores relacionados con el empleo —la tasa de actividad, el desempleo de larga duración y el paro juvenil—, al objeto de reforzar el análisis acerca de las consecuencias de la crisis en el mercado laboral, pues se considera que estas pueden incidir de forma negativa sobre el producto potencial y acrecentar los riesgos asociados a los desequilibrios macroeconómicos.

A la luz del examen de los indicadores, la CE determinó la necesidad de llevar a cabo Exámenes en Profundidad en una mayoría de los Estados miembros¹. En el caso concreto de España, la Comisión determinó la existencia de siete indicadores que sobrepasan los límites a partir de los cuales se considera que existe un desequilibrio (véase gráfico 1). La mayoría de estos indicadores se corresponden con variables fondo o stock, susceptibles de experimentar dinámicas muy graduales, por lo que su corrección desde niveles excesivos es necesariamente lenta. Estas variables incluyen la posición de inversión internacional, el endeudamiento privado y la deuda pública, cuyos niveles en 2014 del 94,1 % (posición deudora neta), 165,8 % y 99,3 % del PIB están por encima, en algún caso por un margen muy amplio, de los umbrales respectivos del 35 %, 133 % y 60 % a partir de los cuales se considera

1 En total se han realizado Exámenes en Profundidad a un total de 18 países. De entre ellos, se somete por primera vez a examen a Estonia, debido a las presiones de demanda, y a Austria, a causa de las dificultades por las que atraviesa su sector financiero. Bélgica, Bulgaria, Alemania, Francia, Croacia, Italia, Hungría, Irlanda, los Países Bajos, Portugal, Rumanía, España, Eslovenia, Finlandia, Suecia y el Reino Unido son objeto de examen como consecuencia de los desequilibrios identificados en el Semestre Europeo anterior. Por último, en el caso de Grecia y Chipre la supervisión de sus desequilibrios y el seguimiento de las medidas correctoras se desarrollan en el marco de sus programas de ayuda.

Esquema 1
CRONOLOGÍA DEL SEMESTRE EUROPEO



FUENTE: Comisión Europea.

que existe un desequilibrio. La situación es similar en el caso de la tasa de paro, que, en media del trienio 2012-2014, estaba notablemente por encima de la cota establecida (que, para esta variable, es del 10 %). Entre los indicadores flujo, los desequilibrios se encuentran en la variación del desempleo de larga duración y del paro juvenil, que aumentaron en 4 pp y 7 pp, respectivamente, entre 2012 y 2014, frente a las cotas mínimas fijadas en 0,5 pp y 2 pp, así como en la participación de las exportaciones españolas en el total mundial, que disminuyó unas dos décimas en el quinquenio 2012-2014, aproximadamente el doble de la reducción a partir de la cual se considera que existe un desequilibrio². Los valores observados para el resto de los indicadores flujo (el saldo de la balanza por cuenta corriente, los flujos de crédito y de pasivos del sector privado, los cambios en la tasa de participación o las tasas de variación del tipo de cambio efectivo real, los costes laborales unitarios, los precios de la vivienda o los costes laborales unitarios) son coherentes con la ausencia de desequilibrios, dados los umbrales fijados.

En febrero, la Comisión publicó los Exámenes en Profundidad, cuyo objetivo es valorar la evolución de los riesgos macroeconómicos en cada uno de los Estados miembros sometidos al procedimiento. Si como resultado de la evaluación se considera que los desequilibrios existentes son excesivos, ello implica un control reforzado por parte de la CE sobre las políticas recomendadas para su corrección. A la hora de decidir si los desequilibrios son

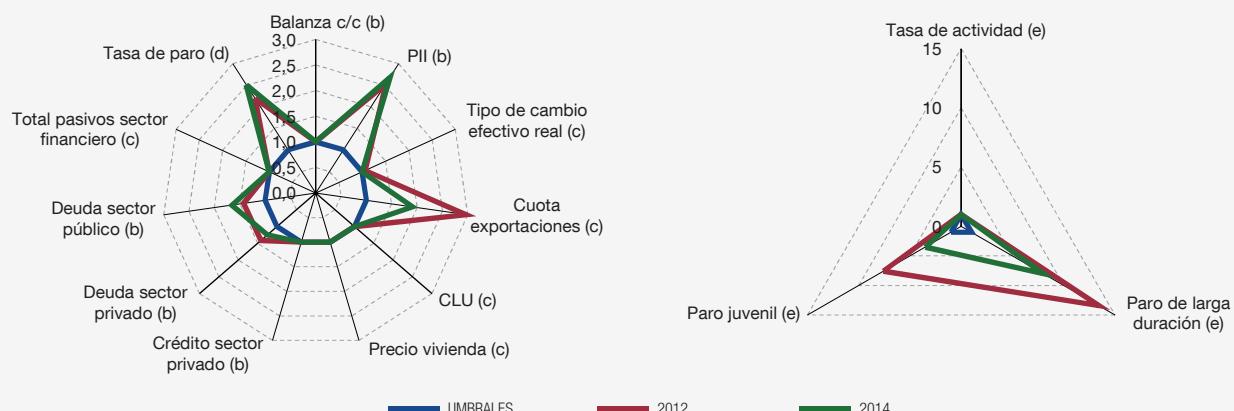
excesivos, la CE tiene en cuenta también el cumplimiento de las recomendaciones adoptadas por el Consejo el año anterior. En caso afirmativo, se entiende que el Gobierno está dando pasos decididos para corregir los desequilibrios.

En el Examen a España, la CE señaló que, aunque se han atenuado los desequilibrios —en parte como resultado de las políticas estructurales aplicadas—, estos no han desaparecido y, aunque no merecen la calificación de excesivos, plantean riesgos para el futuro. En concreto, a pesar de que el grado de vulnerabilidad ha disminuido como consecuencia de la mejora en los flujos del saldo por cuenta corriente, el crédito o el proceso de consolidación fiscal, los niveles todavía abultados de deuda externa, privada y pública y de la tasa de paro constituyen elementos de fragilidad ante hipotéticas perturbaciones. El Examen indica también que, si bien el proceso de desapalancamiento del sector privado avanza adecuadamente, todavía está incompleto, existiendo aún un porcentaje elevado de hogares que sigue siendo muy vulnerable a eventuales aumentos en los tipos de interés. Asimismo, se destaca que no se ha aprovechado que el crecimiento del PIB haya sido mayor del esperado para reducir el déficit público y, con ello, la ratio de deuda.

A largo plazo, según el informe, el principal factor que limita el crecimiento sigue siendo el reducido nivel de productividad, muy relacionado con las ineficiencias en torno a la asignación de factores entre empresas y la escasa adecuación de la fuerza laboral a los requerimientos del mercado de trabajo. En relación con el grado de cumplimiento de las recomendaciones adoptadas por el Consejo Europeo en 2015, el informe avala la adopción de medidas por parte de las autoridades españolas en los últimos años, especialmente en relación con el sector financiero, los marcos de

2 Por lo que respecta a esta variable, hay que tener en cuenta que la pérdida de cuota en las exportaciones mundiales es un fenómeno común a la mayoría de los países europeos (y, en general, desarrollados), en un contexto de incorporación de las economías emergentes a los intercambios comerciales globales.

Gráfico 1
DESVIACIONES DE LOS INDICADORES ESPAÑOLES RESPECTO A SUS UMBRALES (a)



FUENTE: Banco de España, a partir de los datos de Eurostat.

- a Número de veces en que el valor del indicador supera el umbral.
- b En porcentaje del PIB.
- c Variaciones porcentuales.
- d Nivel medio de tres años.
- e Variación en pp entre 2011 y 2014.

insolvencia empresarial y personal, y la legislación laboral. Sin embargo, la Comisión considera que el cumplimiento en materia de evaluación del gasto público sanitario, la racionalización de los esquemas de rentas mínimas y la liberalización de los servicios profesionales ha sido limitado (véase cuadro 1).

En abril de 2016, los Estados miembros presentaron sus Programas de Estabilidad (en el caso de los países del área del euro) o de Convergencia (los demás Estados miembros) y sus Programas Nacionales de Reformas, documentos que han de incluir propuestas de política económica que den respuesta a los problemas identificados. A partir de sus análisis de estos documentos, la Comisión Europea ha publicado las recomendaciones de política económica para los próximos 12 meses para cada uno de los Estados miembros. Próximamente, el Consejo de la UE debe adoptar oficialmente las recomendaciones para cada país³. En el caso particular de España, la CE recomienda la adopción de medidas en 2016 y 2017 en los siguientes ámbitos:

1 Política fiscal. Garantizar la corrección del déficit excesivo en 2017 reduciendo el desequilibrio de las cuentas públicas al 3,7 % del PIB en 2016 y al 2,5 % en 2017. De acuerdo con los cálculos de la CE, esto supondría un ajuste estructural de 0,25 pp de PIB en 2016 y 0,5 pp en 2017. Además, se reco-

3 Las propuestas y recomendaciones de la Comisión al Consejo se consideran adoptadas por este, a menos que una mayoría cualificada de países vote en contra.

mienda que se utilice cualquier hipotética mejora en la ejecución presupuestaria con respecto a lo proyectado para acelerar el proceso de consolidación y que se haga uso de las herramientas de la Ley de Estabilidad Presupuestaria para que todos los niveles de las Administraciones Públicas contribuyan al logro de estos objetivos, así como mejorar los mecanismos de control de la contratación pública y de coordinación entre Administraciones.

- 2 Mercado de trabajo. Promover la integración en el mercado de trabajo, focalizando las medidas en la formación y la orientación individualizada. Adicionalmente, se recomienda una racionalización de los sistemas existentes de garantía de rentas mínimas.
- 3 Educación e innovación. Incentivar la cooperación entre universidades y empresas al objeto de mejorar el emparejamiento entre las necesidades del mercado laboral y la educación terciaria. Aumentar la condicionalidad de la financiación de las universidades y centros de investigación públicos al cumplimiento de determinados objetivos y mejorar los mecanismos de promoción de la investigación llevada a cabo en el sector privado.
- 4 Mercado de productos. Acelerar la implementación de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado, asegurar el cumplimiento de la Ley de Comercio Minorista por las CCAA y aprobar la reforma de los servicios profesionales.

Cuadro 1
CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES A ESPAÑA DEL SEMESTRE EUROPEO 2015

Se ha avanzado	— Reforma de las cajas de ahorros.
Algunos avances	— Transparencia y obligación de rendición de cuentas de las finanzas públicas de las CCAA. — Fijación de salarios. — Mejora de la calidad y eficacia de la ayuda y del asesoramiento en la búsqueda de empleo, incluso como parte de la lucha contra el desempleo juvenil. — Supresión de los obstáculos al crecimiento de las empresas.
Avances limitados	— Mejora de la relación coste-eficacia del sector sanitario y racionalización de los gastos farmacéuticos de los hospitales. — Garantizar la eficacia de los regímenes de apoyo a la renta mínima que permite una transición fluida en el mercado
Ningún avance	— Servicios profesionales.

FUENTE: Comisión Europea.

El sector de la automoción en España resultó severamente afectado por la caída de demanda asociada a la crisis¹. Sin embargo, estas ramas de la industria se sitúan también entre las que han experimentado una recuperación más intensa, lo que podría estar vinculado con determinados rasgos de la configuración estructural del sector que habrían facilitado el ajuste tras las perturbaciones negativas sufridas. De hecho, como se observa en el gráfico 1, la producción sectorial descendió casi un 30% en 2009, frente al retroceso algo superior al 15% en el conjunto de las industrias manufactureras. Pero, tras esta fuerte caída inicial, el sector de la automoción ha registrado crecimientos elevados, de modo que, a finales de 2015, había alcanzado el nivel de producción

1 En este recuadro, el sector de la automoción engloba la división 29 de la CNAE 2009, que, a su vez, comprende las tres subdivisiones de fabricación de vehículos de motor (grupo 29.1), fabricación de carrocerías (grupo 29.2) y fabricación de componentes, piezas y accesorios para vehículos de motor (grupo 29.3).

previo a la crisis, en tanto que el conjunto de los sectores manufactureros presentaba una brecha de en torno al 20% frente a esa referencia.

En parte, el comportamiento favorable que ha mostrado el sector a partir de 2012 obedece a factores de demanda. En primer lugar, se trata de una actividad que, en nuestro país, tiene un eminentemente carácter exportador, en la que los principales mercados son los del resto del área del euro, cuyo núcleo salió de la crisis antes que España. Por este motivo, es lógico que la industria del automóvil repuntara con mayor intensidad que otras para las que la demanda interna representa una proporción de sus ventas más elevada. En segundo lugar, la producción del sector se ha visto también impulsada por los planes públicos de incentivos a la adquisición de vehículos, que han alentado el componente doméstico de la demanda. No obstante, es preciso tener en cuenta que estas medidas han favorecido también las importaciones de coches, cuya participación en el total de ventas aumentó 6 pp entre 2011

Gráfico 1
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN ESPAÑA



Gráfico 2
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DEL SECTOR DE VEHÍCULOS DE MOTOR. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

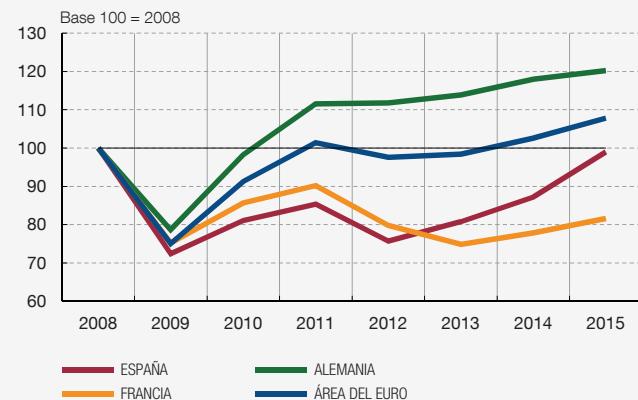


Gráfico 3
COSTES LABORALES UNITARIOS DEL SECTOR DE PRODUCCIÓN DE VEHÍCULOS DE MOTOR. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

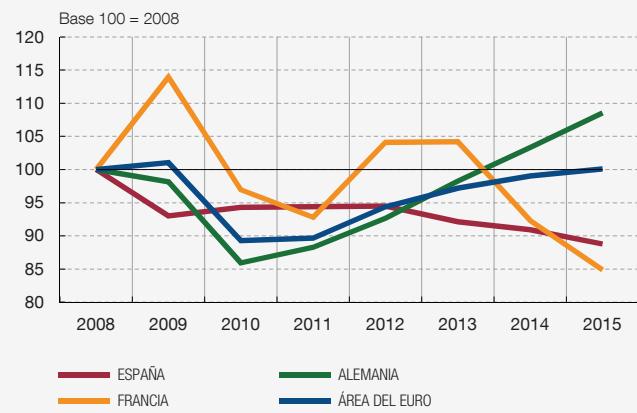
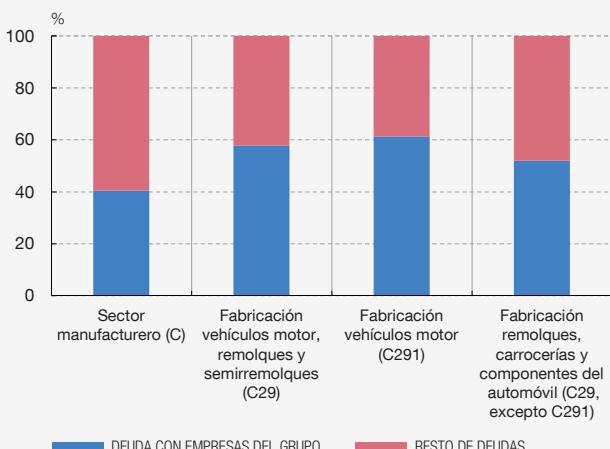


Gráfico 4
DESCOMPOSICIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE AUTOMOCIÓN
Porcentaje total de endeudamiento 2008-2014



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

y 2015, hasta el 41 % del total. Además, los programas de ayuda a la compra de automóviles también han existido en años recientes en otros países de nuestro entorno.

En suma, la existencia de factores de demanda que no son muy diferentes de los que se han observado en otras economías europeas sugiere la posibilidad de que el buen comportamiento relativo de la producción de este sector en España desde 2013 (véase gráfico 2) responda también en parte a otras causas. En particular, la disminución de los costes laborales unitarios (CLU) en términos relativos frente a otros países productores (véase gráfico 3) ha sido un factor crucial para que las factorías españolas hayan atraído volúmenes de fabricación adicionales, materializados a través de inversión exterior directa realizada por las matrices extranjeras, lo que, en último término, se ha traducido en un aumento del empleo del sector. El ajuste de los CLU ha tenido lugar, por un lado, mediante la moderación salarial y, por otro lado, a través del ajuste del total de horas trabajadas por empleado. En efecto, en comparación con otros, este sector mostró durante la crisis un ajuste relativamente elevado de esta variable, lo que, si bien comportó el correspondiente impacto sobre la retribución por trabajador, permitió que se mantuvieran las plantillas². Una posible explicación del compor-

tamiento diferencial en este último aspecto radicaría en algunas peculiaridades que caracterizan el marco de relaciones laborales en el que las ramas de automoción se desenvuelven desde hace casi dos décadas. En concreto, los convenios de empresa tienen, en esta rama de actividad, una presencia casi exclusiva, afectando al 99 % de los trabajadores, frente al porcentaje inferior al 10 % en el resto de la economía. Parece razonable pensar que esta peculiaridad haya podido contribuir a dotar a los productores de mayor flexibilidad para modificar los distintos parámetros de las condiciones laborales en presencia de perturbaciones.

A la positiva evolución del sector en años recientes han contribuido también algunos factores financieros. En particular, sus decisiones de inversión no se han visto particularmente limitadas por el endeudamiento, cuyo nivel al inicio de la crisis era 15 pp inferior al del conjunto de la industria manufacturera. Además, existen razones por las cuales los productores nacionales del sector de la automoción no han padecido las dificultades de financiación experimentadas en otras ramas ante los problemas de acceso a los canales crediticios tradicionales. Por un lado, puesto que las factorías existentes en España son filiales de multinacionales extranjeras, los productores nacionales hacen un uso intensivo de la financiación intragrupo, que supone el 60 % del total (20 pp más que en el conjunto del sector manufacturero) —véase gráfico 4—. Por otro lado, este sector recurre en mayor medida que otros a la financiación a través de crédito comercial. La carga financiera reducida del sector, junto con la recuperación de la demanda, ha permitido que el sector recupere los niveles de rentabilidad previos a la crisis.

2 Las vías utilizadas para ello han sido muy diversas. Por ejemplo, en este sector se observa una mayor utilización de herramientas tales como los ERE de reducción de jornada, las jornadas flexibles o el trabajo a turnos. Todos estos mecanismos permiten ajustar el total de horas trabajadas ante variaciones imprevistas de la demanda.

El BCE hizo públicos, el pasado 1 de junio, los resultados de la decimocuarta edición de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre octubre de 2015 y marzo de 2016. En ella se pregunta a las empresas encuestadas sobre la evolución, en los últimos seis meses, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran que, en conjunto, su situación económica ha continuado mejorando. Así, el número de empresas

que declararon un aumento de las ventas volvió a superar claramente al de las que señalaron lo contrario, siendo la diferencia relativa entre ambos grupos (porcentaje neto) del 20 %, algo por encima de lo observado en el área del euro (16 %), aunque menos que seis meses antes —un 27 %— (véase gráfico 1). En términos de los beneficios, la evolución fue algo menos favorable debido al aumento de los costes, tanto laborales como de otro tipo, circunstancia reportada por una proporción neta elevada de la muestra (38 % y 30 %, respectivamente, frente al 44 % y 29 % en el conjunto del área). De este modo, el porcentaje de las empresas que informaron de un incremento de las ganancias apenas superó en 2 pp al de las que contestaron lo contrario, 4 pp menos que seis

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS Y LOS BENEFICIOS (a)

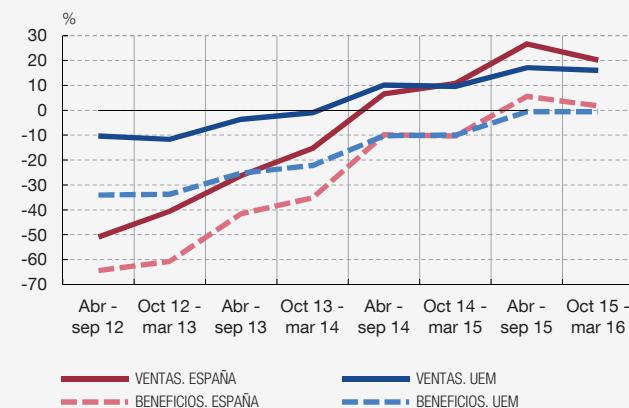


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



Gráfico 3
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)

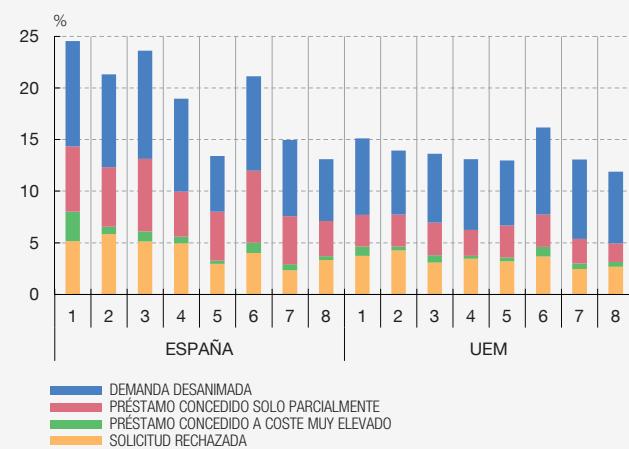
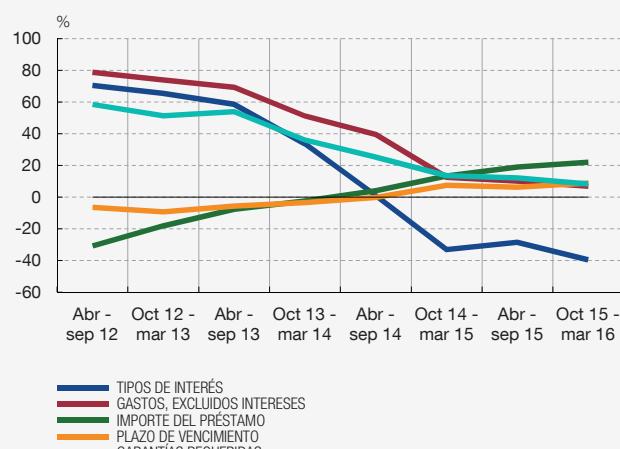


Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.
- b Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
- c Los números en el eje horizontal indican las rondas de la encuesta, correspondiendo el «1» al período abril-septiembre de 2012 y el «8» al período octubre de 2015-marzo de 2016. Este indicador recoge la proporción de sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado, y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada).

meses antes. En el área del euro, dicho diferencial se mantuvo en niveles ligeramente negativos (-1 pp).

Los indicadores de acceso a la financiación externa volvieron a mostrar una nueva mejoría durante el período analizado. Así, el porcentaje de pymes españolas que señaló este factor como el principal problema para la marcha de su actividad volvió a descender, pasando a ser, de entre todos los incluidos en la pregunta, el citado por un menor número de compañías (un 10 % de ellas, proporción similar a la de la UEM y el menor porcentaje registrado desde el comienzo de la encuesta en 2009). La falta de clientes fue la preocupación más señalada por estas empresas (seleccionada por un 32 % de ellas), seguida de la competencia (18 %).

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios disminuyó unos 4 pp, hasta situarse en un 32 %, cifra ligeramente superior a la registrada en el área del euro (30 %). Por su parte, la disponibilidad de financiación bancaria continuó mejorando (véase gráfico 2). Así, en términos netos, el 30 % de las empresas informó de una mejoría en este aspecto, dato idéntico al de la encuesta previa, y 20 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM. Además, las pymes percibieron una evolución positiva en la mayoría de los factores que afectan a la oferta crediticia. En concreto, en términos netos, el 39 % informó de una mayor disposición de las entidades a otorgar préstamos (2 pp más que en la edición previa) y el 16 % indicó una mejora de las perspectivas macroeconómicas (18 pp menos que seis meses antes).

Asimismo, el porcentaje de pymes españolas cuyas peticiones de financiación bancaria fueron rechazadas descendió 4 pp respecto a los seis meses precedentes, situándose en el 5 %, cifra inferior a la registrada en el conjunto de la UEM (8 %). También se percibe una mejoría cuando se considera un indicador más amplio de difi-

cultades para obtener préstamos bancarios¹. Así, las dificultades definidas de esta manera afectaron a un 12 % de estas compañías, dato ligeramente superior al del área del euro (11 %) y 1 pp inferior al registrado en la edición anterior (véase gráfico 3).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje neto de pymes que informó de un descenso en los tipos de interés fue positivo, por tercer semestre consecutivo, y elevado —del 40 %, 11 pp más que en la edición anterior— (véase gráfico 4). Por otro lado, la proporción neta de compañías que señalaron un aumento en la cuantía de los préstamos y una extensión de su plazo de vencimiento siguió siendo positiva (22 % y 9 %, respectivamente). En el caso de las garantías requeridas y otras condiciones de los préstamos, el endurecimiento percibido por las pymes españolas continuó moderándose y fue inferior al percibido por las del conjunto de la zona del euro.

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre octubre de 2015 y marzo de 2016, el acceso de las pymes españolas a la financiación externa continuó mejorando. En un contexto de progresivo fortalecimiento de su situación económica y financiera, estas empresas informaron, en conjunto, de que durante dicho período detectaron un incremento en la disponibilidad de financiación bancaria, que estuvo acompañado de una percepción de una mayor disposición de las entidades a conceder préstamos en condiciones de financiación más favorables. Finalmente, la encuesta también evidencia que las pymes de nuestro país anticipaban una evolución positiva de su acceso a la financiación bancaria entre abril y septiembre de 2016.

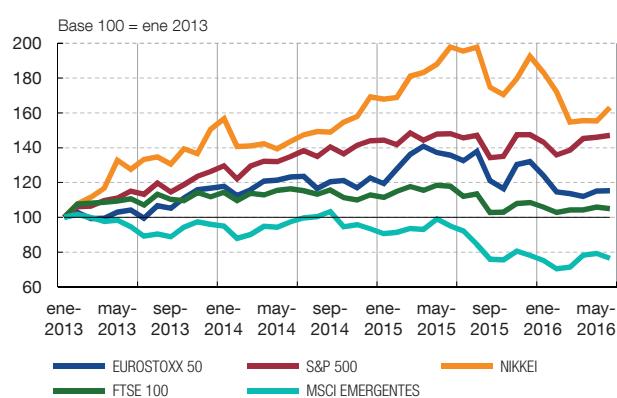
1 Este indicador recoge la proporción de sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado, y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada).

2.1 Entorno exterior del área del euro

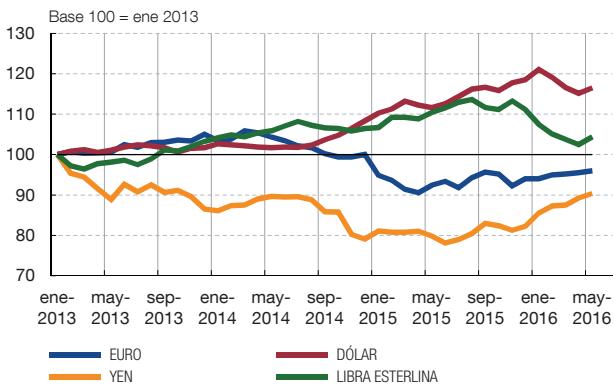
Durante los últimos tres meses, el escenario económico internacional se caracterizó por el ritmo moderado de avance de la actividad global y por una evolución favorable en los mercados financieros, que se truncó a comienzos de junio por la influencia de algunos riesgos de carácter político, principalmente el mantenimiento de una elevada incertidumbre en torno al resultado del referéndum del 23 de junio sobre la permanencia de Reino Unido en la UE. Finalmente, el resultado de la consulta favorable a la salida ha generado una intensa reacción inicial en los mercados financieros internacionales, ante la elevada incertidumbre sobre las implicaciones de este resultado para la economía global, siendo muy difícil pronosticar la intensidad o duración de esta reacción. Por otra parte, la información disponible para el segundo trimestre apunta a una cierta recuperación del ritmo de crecimiento en las economías avanzadas, tras la pérdida de dinamismo del inicio de 2016. En el caso de las economías emergentes, se apreció cierta disparidad en el comportamiento de la actividad en el primer trimestre, si bien China mantuvo su gradual desaceleración. Por su parte, las tasas de inflación se mantuvieron en niveles reducidos en los países desarrollados, con un ligero aumento del componente subyacente, y se mantuvo el tono expansivo de sus políticas monetarias.

La evolución de los mercados financieros durante el segundo trimestre de 2016 presentó un carácter desigual, con una prolongación de la recuperación durante el mes de abril, cierta estabilidad en mayo y un empeoramiento a partir de junio, que culminó con una intensa reacción al conocerse el resultado del referéndum en Reino Unido. En la primera etapa se registraron avances en los mercados bursátiles, una reducción de los diferenciales de crédito y un retroceso de la volatilidad. La progresiva recuperación del precio del petróleo (véase recuadro 1) y la publicación de datos macroeconómicos algo más favorables a ambos lados del Atlántico facilitaron esa mejora, a la que siguió un período de cierta estabilidad. En los mercados cambiarios, no obstante, prosiguieron la apreciación del yen y la volatilidad de la libra esterlina, influida por la incertidumbre asociada al resultado del referéndum sobre la permanencia de Reino Unido en la UE. El dólar, por el contrario, registró fluctuaciones en función de las oscilaciones de las expectativas sobre la posibilidad de que la Reserva Federal subiera los tipos de interés en el verano. La evolución de los mercados emergentes también fue favorable en abril, si bien en mayo se apreció una cierta reversión, debido a factores idiosincrásicos, como los acontecimientos políticos en Brasil, Turquía y Sudáfrica y, sobre todo, por la percepción de que la mejoría de los dos meses anteriores no respondía a una mejora de los fundamentos. Al inicio de junio, los mercados financieros internacionales experimentaron un marcado deterioro, debido al aumento de ciertos riesgos de carácter político, como la publicación de encuestas que otorgaban ventaja a los partidarios de que Reino Unido saliera de la UE. La libra se depreció y la volatilidad del tipo de cambio aumentó notablemente, afectando también a otras monedas. La huida hacia activos refugio llevó a una apreciación del dólar y del yen, a una caída de la rentabilidad de los bonos soberanos estadounidense y alemán, y a un descenso de los precios en los mercados de renta variable, que registraron notables pérdidas en la primera quincena de junio. En los mercados emergentes, igualmente, se observó un deterioro en las bolsas, aumentos de los diferenciales soberanos y depreciaciones de los tipos de cambio. Estos procesos se han intensificado en el día siguiente al referéndum, con una fuerte caída de la libra, una apreciación del dólar y del yen, y un nuevo repunte de la volatilidad. La rentabilidad de la deuda pública de Estados Unidos y de la británica ha disminuido, al haber actuado también como activos refugio. En los mercados bursátiles se ha producido una caída de las cotizaciones, con especial incidencia en los índices del sector financiero.

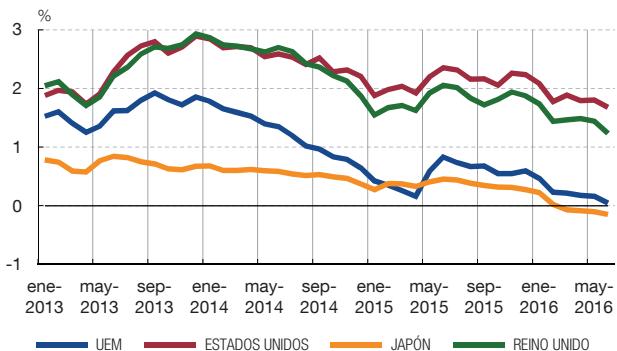
1 ÍNDICES BURSÁTILES



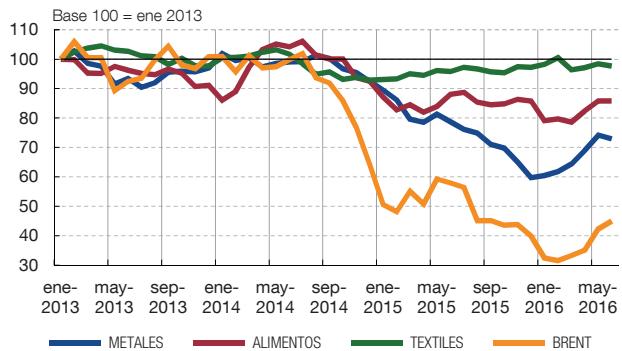
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



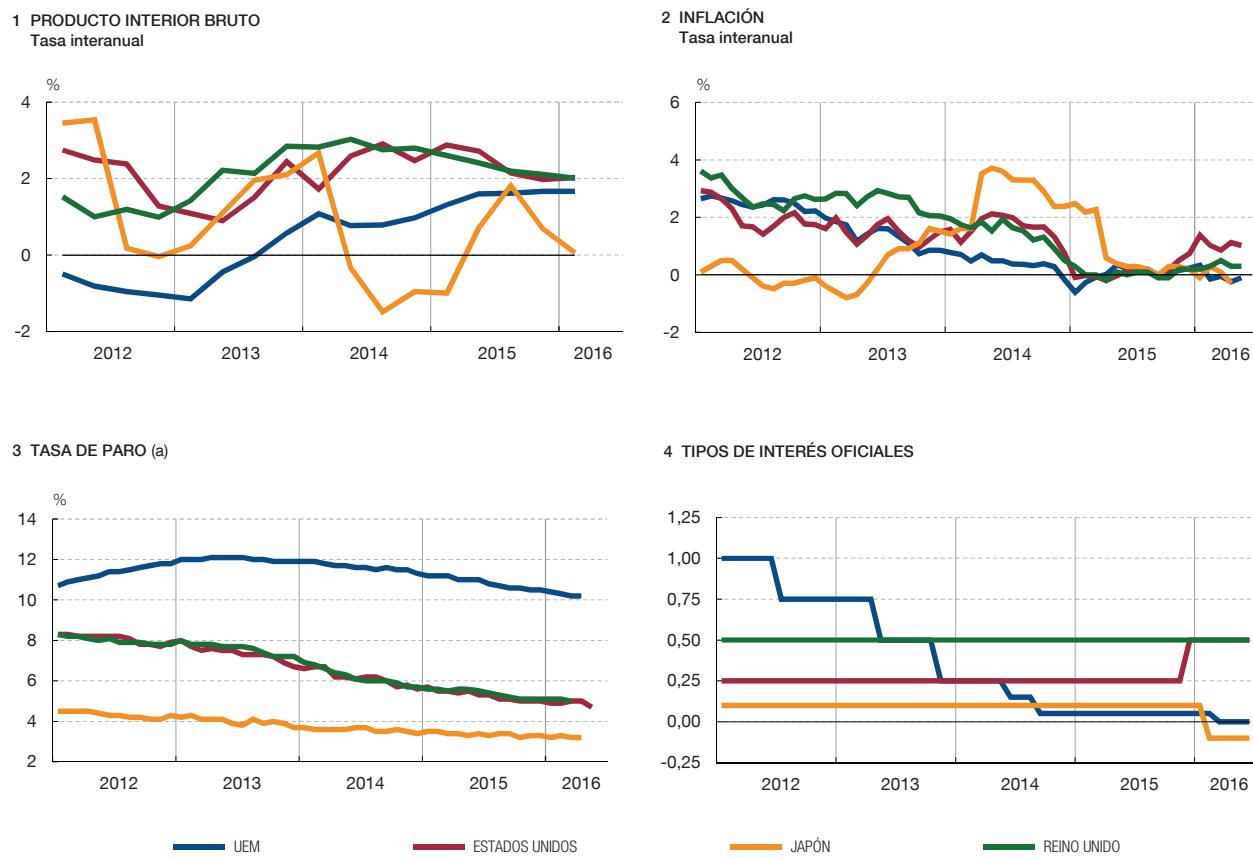
4 MATERIAS PRIMAS



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Rendimientos de la deuda pública a diez años.

La desaceleración de la actividad en las economías avanzadas de fuera de la zona del euro en el primer trimestre de 2016 fue bastante generalizada. En Estados Unidos, el crecimiento trimestral se situó en el 0,8 % anualizado, destacando la debilidad de la inversión no residencial, incluso la no ligada a la extracción de crudo. Sin embargo, los indicadores relativos al segundo trimestre han reflejado, en general, una mayor fortaleza. En Reino Unido, el comportamiento fue similar: pérdida de dinamismo al inicio del año (0,4 % intertrimestral) e indicadores más favorables en el segundo trimestre. En Japón, la variación del PIB del primer trimestre se situó en terreno positivo (0,5 % intertrimestral anualizado) y los indicadores de alta frecuencia de abril y mayo mostraron señales mixtas. Las tasas de inflación en estas economías se mantuvieron en niveles reducidos, sobre todo las correspondientes al índice general. La tasa subyacente se incrementó ligeramente en mayo en Estados Unidos, hasta el 2,2 % en términos interanuales, y se mantuvo en Reino Unido (1,2 %), mientras que en Japón se moderó (0,7 %), con datos de abril. En el ámbito laboral, los salarios nominales siguieron creciendo a tasas moderadas, registrándose una menor fortaleza en la creación de empleo. En este contexto, los bancos centrales mantuvieron el tono expansivo de sus políticas monetarias. La Reserva Federal mantuvo sin cambios el tipo de interés oficial y, aunque las expectativas de subida fluctuaron a lo largo del trimestre, la reunión de su comité de política monetaria de junio concluyó con un sesgo más acomodaticio, que se reflejó en una revisión a la baja de la senda proyectada para el tipo de interés oficial por los miembros del comité. El



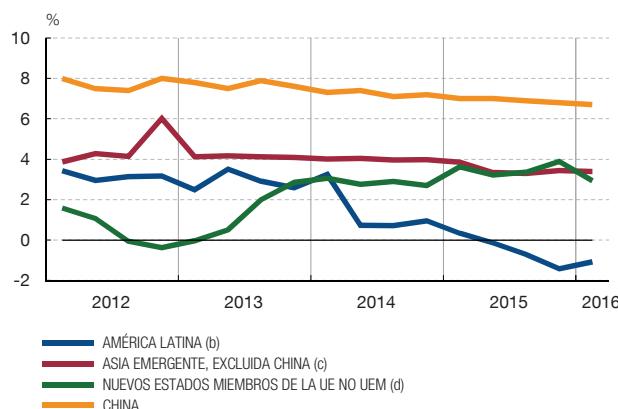
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. Porcentaje de la población activa.

Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios sus instrumentos de política monetaria, reforzando su comunicación sobre sus planes de contingencia en un caso de un resultado favorable a la salida de la UE; los mercados descontaban medidas expansivas adicionales. El Banco de Japón retrasó el logro del objetivo de inflación hasta la segunda mitad de 2017 y mantuvo el tono de la política monetaria, con pequeñas modificaciones para reducir el porcentaje de reservas que están sujetas a tipos de interés negativos. Tras conocerse el resultado del referéndum en Reino Unido, tanto el Banco de Inglaterra como otros bancos centrales han manifestado su disposición para adoptar las medidas necesarias para mantener la estabilidad monetaria y financiera. Los mercados descuentan medidas de expansión monetaria adicional por parte del Banco de Inglaterra y del Banco de Japón, mientras que se han retrasado significativamente, hasta mediados de 2017, las subidas de tipos por parte de la Reserva Federal.

Entre las economías emergentes, en China las medidas de apoyo fiscales, monetarias y crediticias del Gobierno en los primeros meses del año contribuyeron a la estabilización del PIB en el primer trimestre (6,7 % interanual, solo una décima por debajo del registro del trimestre anterior), si bien los indicadores de alta frecuencia disponibles para el segundo trimestre siguen mostrando señales de debilidad, especialmente en el ámbito de las manufacturas y de la agricultura. La tasa de inflación se redujo a lo largo del trimestre (2 % interanual en mayo) y se ha observado una reducción de la presión depreciatoria sobre el tipo de cambio. Por otra parte, se aprecia una menor inclinación de las autoridades chinas a apoyar el crecimiento por la vía del crédito.

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual

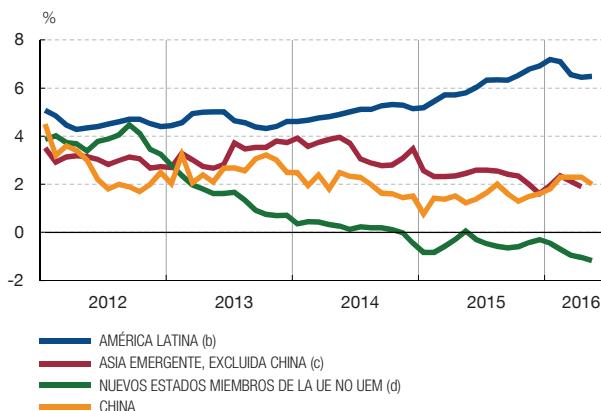


2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)

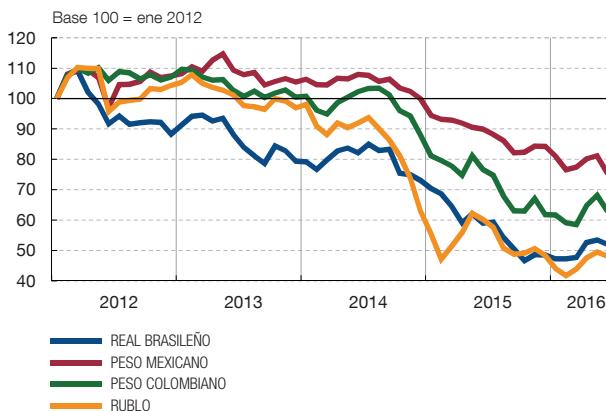


3 PRECIOS DE CONSUMO

Tasa interanual



4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (f)



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 Brasil, Chile, Colombia, México 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 Una disminución del índice supone depreciación de la moneda local.

En América Latina, la economía de Brasil continúa sumida en una profunda recesión, en un entorno de elevada incertidumbre política, marcada por el proceso de destitución de la presidenta, si bien el dato del PIB del primer trimestre reflejó una caída más moderada de lo esperado (-0,3 % intertrimestral y -5,4 % interanual) gracias a la contribución de la demanda externa. Los datos de crecimiento del PIB en Chile, México y Perú fueron mejores de lo anticipado, mientras que los de Colombia sorprendieron a la baja. La información relativa al segundo trimestre indica una leve mejora en las economías de mayor tamaño. La inflación inició una senda descendente en ese período, alcanzando el 6,3 % en abril, en promedio, para los cinco mayores países con objetivos de inflación. En este contexto, los bancos centrales mantuvieron los tipos de interés oficiales, con la excepción del de Colombia, que los elevó en tres ocasiones, hasta el 7,25 %. Argentina, en cambio, redujo su tipo oficial, aludiendo a una progresiva reducción de las expectativas de inflación.

En otras regiones emergentes, cabe destacar que en Asia emergente (excluida China) la actividad económica mostró una relativa estabilidad en el primer trimestre (3,9 %, apenas una décima por debajo del trimestre anterior), gracias al impulso de la economía de India, cuya actividad registró una aceleración hasta el 7,9% interanual. La inflación se mantuvo en el segundo trimestre en cifras similares a las del anterior. En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el crecimiento se debilitó notablemente, con un ritmo interanual del 2,6 %, mientras que la inflación continuó en terreno negativo (-1 % interanual en abril).

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

En el primer trimestre de 2016, el crecimiento del PIB del área del euro registró un impulso notable como consecuencia, en buena medida, de factores de naturaleza transitoria que afectaron a las grandes economías del área. Más allá de este efecto puntual, el contexto macroeconómico mantuvo en el segundo trimestre una tónica similar a la de finales del año anterior. Así, la senda de recuperación continuó sustentándose en la expansión del consumo privado, que se apoyó en el carácter expansivo de la política monetaria, el mantenimiento de los precios del petróleo en niveles reducidos, a pesar de su reciente ascenso, las mejoras del mercado laboral y el tono más neutral de la política fiscal. Sin embargo, la recuperación de la inversión empresarial es todavía débil y existen dudas crecientes sobre la evolución del comercio mundial, que, en el primer trimestre del año, experimentó una desaceleración notable.

A lo largo de este trimestre, se ha seguido avanzando en la implementación del paquete de medidas de estímulo monetario aprobadas por el BCE en marzo, con la puesta en marcha del programa de compra de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) y la celebración de la primera subasta de liquidez correspondiente al programa TLTRO-II. Todas estas medidas están teniendo un impacto favorable sobre los costes de financiación de los hogares y empresas y sobre los volúmenes de crédito concedidos. No obstante, la incertidumbre generada en torno al referéndum de Reino Unido y otros riesgos de naturaleza geopolítica, junto con la persistencia de dudas sobre la calidad de los activos en los balances de algunos bancos europeos, han impedido una mejora más generalizada de las condiciones de financiación de la economía. Así, las bolsas europeas registraron un nuevo retroceso en el trimestre, que se acentuó notablemente al cierre de este informe, tras conocerse los resultados de la consulta. Este evento repercutió también en la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar, que, tras haberse apreciado desde finales de mayo, al descontarse un nuevo retraso en el ciclo de subidas de tipos en Estados Unidos, invirtió drásticamente esa tendencia. En los mercados de deuda, la afluencia de flujos de inversión hacia activos considerados refugio propició una ampliación de los diferenciales soberanos. En sentido positivo, las instituciones europeas y el Gobierno griego llegaron a un acuerdo que permite el desembolso del segundo tramo de ayuda a esta economía, al tiempo que, por primera vez, se acordó la introducción secuencial de medidas de alivio de la deuda, condicionadas al cumplimiento del programa. Todo ello permitió que el BCE volviera a admitir la deuda griega como colateral en sus operaciones de política monetaria (véase recuadro 2).

Por su parte, la inflación en el área del euro se mantuvo en terreno negativo en el mes de mayo (-0,1 %), pese a la reciente subida del precio del petróleo, sin que se perciban presiones al alza en los componentes menos volátiles. Así, la moderación de los precios de los servicios continúa ejerciendo una presión a la baja sobre la inflación subyacente, al tiempo que la apreciación del euro en lo que va de año ha rebajado las presiones sobre los precios procedentes del exterior y los crecimientos salariales se mantienen muy moderados. Los indicadores de expectativas de inflación también han registrado en el período más reciente tasas reducidas, alejadas de la referencia del 2 %.

	2014		2015			2016		
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
Producto interior bruto	0,3	0,4	0,6	0,4	0,3	0,4	0,6	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,4	0,4	0,6	0,3	0,5	0,6	0,6	
Variación de existencias	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,2	0,1	
Demandada exterior neta	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,2	-0,1	
Otros indicadores								
Tasa de paro	11,5	11,4	11,2	11,0	10,7	10,5	10,3	10,2
IAPC (tasa interanual)	0,3	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,0	-0,1
IPSEBENE (tasa interanual)	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	0,8

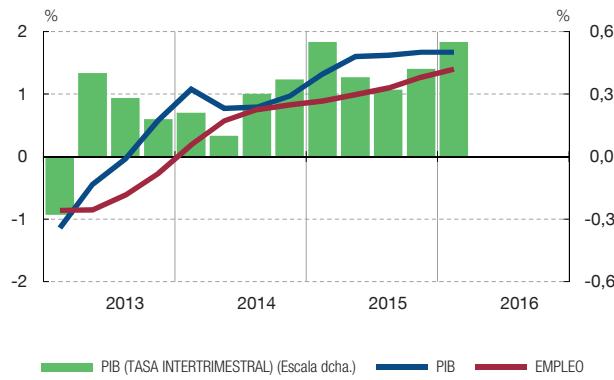
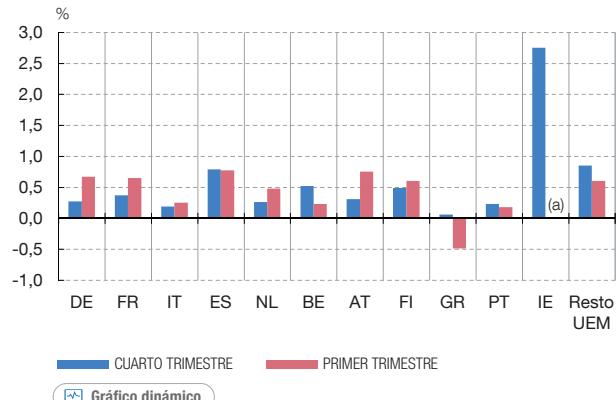
FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 24 de junio de 2016.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Durante el primer trimestre de 2016, el crecimiento del producto en el área del euro mostró una notable aceleración, hasta el 0,6 % intertrimestral, tasa dos décimas superior a la observada en los últimos tres meses del pasado ejercicio (véase cuadro 2). A diferencia del trimestre anterior, buena parte de la expansión de la actividad se sustentó en la aceleración del consumo privado. Por el contrario, la formación bruta de capital fijo experimentó una ralentización significativa respecto al último tramo del año anterior, a pesar de los estímulos provenientes de algunos esquemas de incentivos fiscales y, en el caso de la construcción, de condiciones climatológicas favorables. En conjunto, la aportación de la demanda interna al crecimiento del PIB, incluida la variación de existencias, se redujo con respecto al trimestre precedente. Por su parte, el sector exterior drenó nuevamente crecimiento en el primer trimestre, si bien de forma más moderada que en la segunda mitad de 2015. Aunque las exportaciones se desaceleraron de forma intensa, en un contexto de debilidad del comercio mundial y ligera apreciación del euro, la pronunciada ralentización del ritmo importador explica la menor contribución negativa de la demanda externa al crecimiento. Por países, el crecimiento adquirió también un carácter más generalizado, aunque de intensidad desigual. Entre los países de mayor tamaño, destacó el repunte de la economía alemana, por el dinamismo de su inversión, la recuperación del consumo en Francia, tras los atentados acontecidos en noviembre pasado, y la persistencia del elevado crecimiento en España.

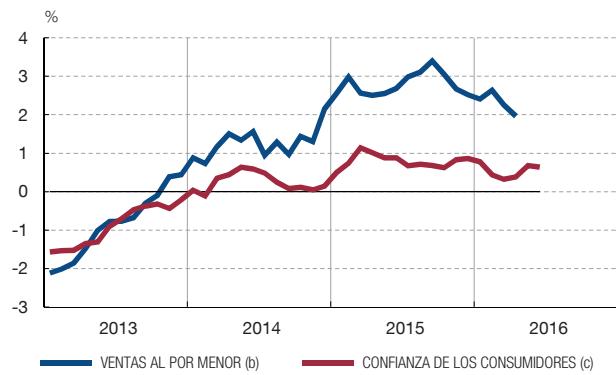
La información coyuntural disponible del segundo trimestre de 2016 confirma el carácter transitorio del repunte de la actividad observado en el primer trimestre y sugiere el retorno a ritmos de crecimiento más moderados, similares a los alcanzados a lo largo de 2015 (véase gráfico 5). Dentro de este tono general de moderación en relación con el primer tramo del año, las señales que proporcionan los distintos indicadores son mixtas. Por el lado de la demanda, la información relativa al consumo privado muestra un avance de la confianza de los consumidores en abril y mayo y una recuperación de las matriculaciones de automóviles, lo que contrasta con la desaceleración de las ventas del comercio al por menor, tras el elevado dinamismo de los dos trimestres precedentes. En el caso de la inversión, la recuperación de la capacidad productiva instalada y la mejora de la valoración de la cartera de pedidos interiores de las empresas sugieren una expansión de este componente de la demanda, apoyada también en la evolución positiva de los márgenes empresariales. En lo referente a la demanda exterior, la debilidad del crecimiento mundial y la ligera apreciación del euro en la primera mitad del año continúan restando dinamismo al pulso

1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral

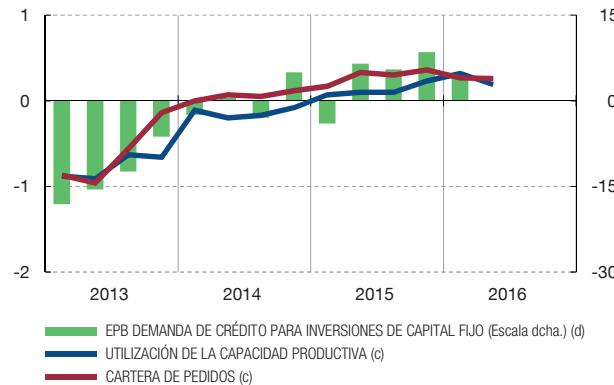
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



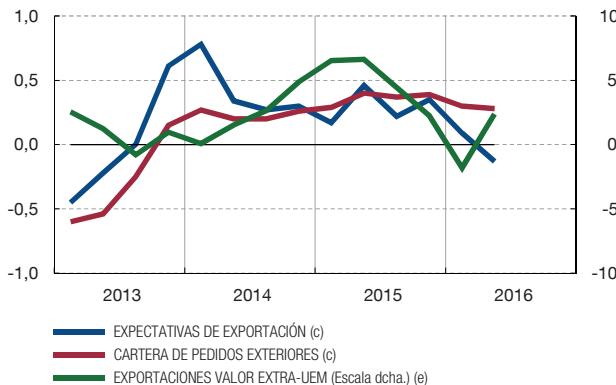
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 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.

[Descargar](#)

	2016		2017	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (junio de 2016)	1,6	0,2	1,7	1,3
Comisión Europea (mayo de 2016)	1,6	0,2	1,8	1,4
Fondo Monetario Internacional (abril de 2016)	1,5	0,4	1,6	1,1
OCDE (junio de 2016)	1,6	0,2	1,7	1,2
<i>Consensus Forecast</i> (junio de 2016)	1,6	0,2	1,6	1,3
Eurobarómetro (junio de 2016)	1,6	0,3	1,7	1,4

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

exportador de las empresas, que son menos optimistas en su valoración de la cartera de pedidos exteriores y en sus expectativas de exportación del segundo trimestre.

Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza empresarial que elabora la Comisión Europea para la industria y los servicios mejoraron sensiblemente, mientras que las encuestas realizadas a los directores de compras se mantuvieron estables en el segundo trimestre, en niveles algo inferiores a los observados a finales de 2015. En cambio, la producción industrial repuntó en abril, tras dos meses consecutivos de contracción. Las expectativas de creación de empleo que se desprenden de las encuestas de la CE apuntan a una nueva expansión de la demanda de trabajo, especialmente en la industria y la construcción, que ha propiciado un descenso de la tasa de paro hasta el entorno del 10 %.

En resumen, tras el repunte transitorio de la actividad en el primer trimestre del año, la información más reciente sugiere que el área del euro ha retomado los ritmos de crecimiento más moderados que habían venido caracterizando la actual fase de recuperación económica. En consonancia, las últimas proyecciones del BCE, que apenas se han modificado respecto a las publicadas en el ejercicio de marzo, proyectan una estabilización del avance del PIB en torno a tasas del 1,6 % en 2016 y del 1,7 % en 2017 y 2018 (véase cuadro 3). El impacto favorable de las medidas de política monetaria adoptadas en marzo se ha visto compensado en parte por un nuevo deterioro del entorno internacional, la reciente apreciación del euro, el incremento de los precios del petróleo, el aumento de las tensiones geopolíticas y la incertidumbre asociada a los resultados del referéndum en Reino Unido. No obstante, se espera que la implementación próxima de algunas de las medidas de política monetaria aprobadas en marzo —el programa de compra de bonos corporativos denominado «CSPP» y la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II)— contribuya a mejorar el balance de riesgos sobre las perspectivas de crecimiento y de inflación.

Por su parte, la inflación mantuvo en el trimestre un comportamiento similar al de los primeros meses del año, caracterizado por la persistencia de sorpresas positivas en su componente energético, que se vio compensada por una evolución menos dinámica de lo esperado del componente de servicios. De esta forma, el IAPC descendió ligeramente en abril y mayo, entre una y dos décimas en tasa interanual, a la vez que la inflación subyacente se situó en valores próximos al 0,7 %-0,8 %, muy alejada de la referencia del 2 %. La apreciación del tipo de cambio del euro en lo que va de año está atenuando las presiones inflacionistas provenientes del exterior, lo que, unido al avance moderado de los costes laborales unitarios, ayuda a explicar la baja inflación, pese al incremento reciente de los precios del petróleo. En

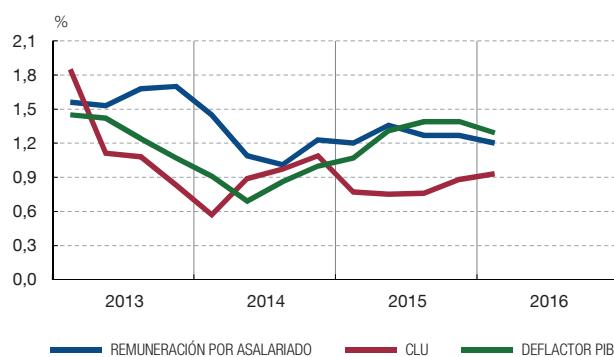
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



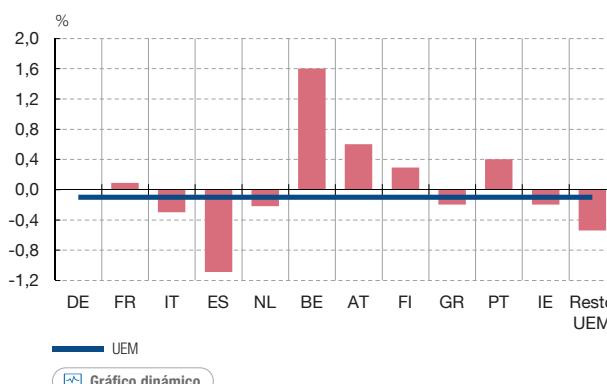
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES



4 IAPC GENERAL
Mayo de 2016



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

Descargar

este sentido, las proyecciones más recientes del BCE anticipan valores muy reducidos para la inflación a corto plazo, de modo que para el conjunto del año en curso se prevé un avance de los precios de solo un 0,2 %. Más a medio plazo, la paulatina desaparición del exceso de capacidad productiva y de los efectos asociados a las pasadas caídas del precio del petróleo propiciará un aumento de la inflación hacia tasas del 1,3 % en 2017 y del 1,6 % en 2018, según las previsiones del Eurosistema, todavía alejadas del 2 %.

En el terreno de las finanzas públicas, tanto las previsiones de primavera de la Comisión Europea como las estimaciones publicadas más recientemente por el BCE apuntan a una paulatina mejora del déficit presupuestario de la zona del euro en 2016, que se prolongará en los próximos años, apoyada en la expansión de la actividad económica, la reducción de las tasas de desempleo y la contención de los pagos por intereses. Además, las estimaciones del saldo estructural sugieren que el tono de la política fiscal será ligeramente expansivo en 2016.

En el ámbito del Semestre Europeo de 2016, el 17 de junio el ECOFIN aprobó las recomendaciones de política económica específicas por países y algunas decisiones que afectan a determinados Estados miembros en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Creci-

miento (PEC). En los casos de España y Portugal, el Consejo pospuso hasta julio la decisión sobre la propuesta previa de la Comisión Europea, en la que recomendaba una extensión del plazo para corregir el déficit excesivo de ambos países, hasta 2017 y 2016, respectivamente. Previamente, la Comisión Europea ha de realizar un análisis sobre si estos países han tomado «acciones efectivas» para corregir el déficit y realizar una propuesta formal bajo el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE).

En particular, el Consejo aprobó el cierre del PDE a Chipre, Irlanda y Eslovenia, lo que reduce a seis el número de países de la Unión Europea con PDE abierto (Croacia, Francia, Grecia, Portugal, España y Reino Unido). Destaca el caso de Italia, país al que se le ha concedido un margen de flexibilidad amplio por la realización de inversiones y reformas de carácter estructural, pese a no haber reducido sus niveles de deuda. En los casos de Alemania y Holanda, las recomendaciones sugieren incrementar la inversión pública en infraestructuras y los gastos en educación e investigación y desarrollo.

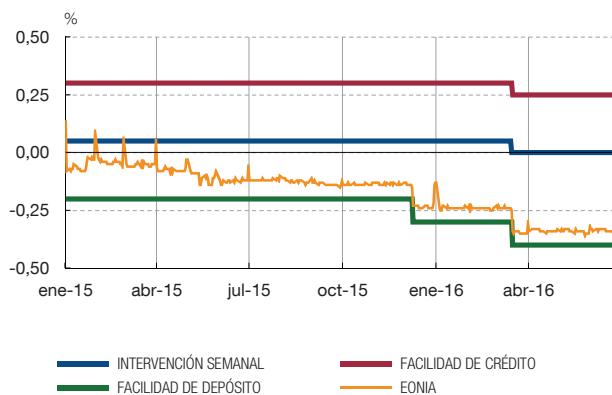
En el ámbito estructural, el Consejo valora favorablemente las reformas aplicadas en el último año —si bien considera que debe acelerarse el ritmo de implementación— y destaca el desigual grado de avance en las diferentes áreas de actuación: con un progreso mayor en el ámbito de los servicios financieros y de las políticas activas del mercado de trabajo, y más reducido en la creación de un entorno regulatorio favorable a la inversión y el empleo y, en particular, en lo referente a la eliminación de las barreras a la competencia en el sector servicios. Para sustentar el avance de la inversión, la Comisión Europea decidió extender el Plan de Inversiones Europeo más allá de 2018.

EVOLUCIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

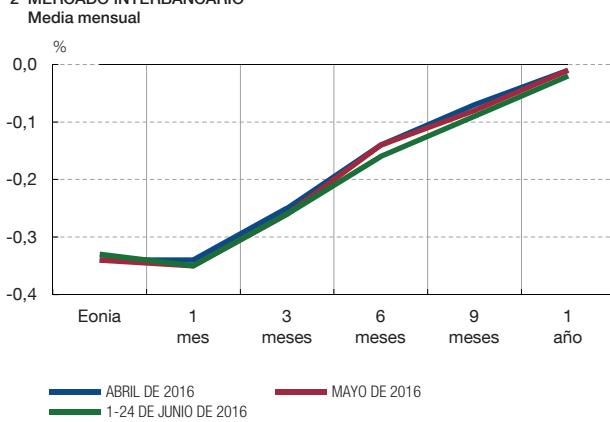
Durante el segundo trimestre de 2016, las medidas de política monetaria continuaron ejerciendo un impacto favorable sobre las condiciones de financiación de empresas y familias del área del euro, que se vio impulsado por la implementación efectiva de los programas de compra de deuda corporativa y de la primera subasta de TLTRO-II. No obstante, persistieron elementos de elevada incertidumbre, tanto a escala global como europea, que prolongaron los movimientos de búsqueda de refugio en activos percibidos como seguros. Esta dinámica propició que los tipos de interés a largo plazo de la deuda alemana a diez años alcanzaran a mediados de junio registros negativos por primera vez en la historia y que se produjera una ampliación de los diferenciales soberanos, más intensa en los países con peor calificación crediticia, con la excepción de Grecia, donde se experimentó un recorte notable tras el acuerdo sobre la primera revisión del tercer programa de asistencia financiera. Estas tendencias se acentuaron tras conocerse que los ciudadanos británicos se han pronunciado a favor de que Reino Unido abandone la UE, lo que abre un período de incertidumbre sobre las relaciones entre ambas áreas.

Las bolsas tuvieron una evolución negativa en el conjunto del trimestre, que fue particularmente acusada en el caso de los índices bancarios, que siguieron reflejando las preocupaciones sobre la calidad del activo y, en general, las perspectivas de rentabilidad reducida del sector, en un contexto de tipos de interés históricamente bajos. En este sentido, destacó la aprobación por parte del Gobierno italiano de un fondo de estabilización del sector bancario para afrontar la elevada tasa de morosidad. Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se mantuvo prácticamente estable en el segundo trimestre, influenciado por factores de signo contrario, entre los que destacaron la intensificación del carácter expansivo de la política monetaria en la UEM, frente al retraso en las perspectivas de subida de tipos oficiales en Estados Unidos, y la incertidumbre asociada al referéndum británico, que ha propiciado en las últimas semanas una intensa depreciación de la libra, especialmente tras conocerse los resultados.

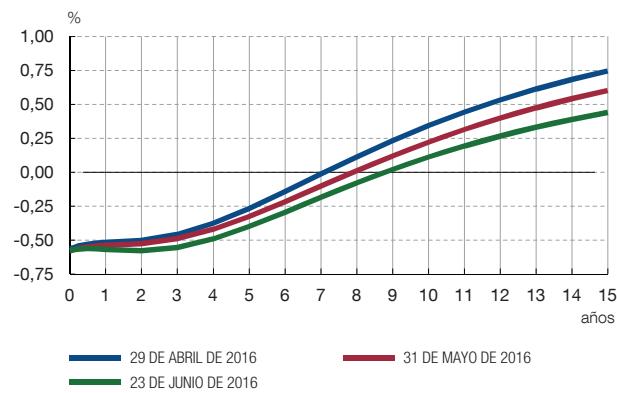
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



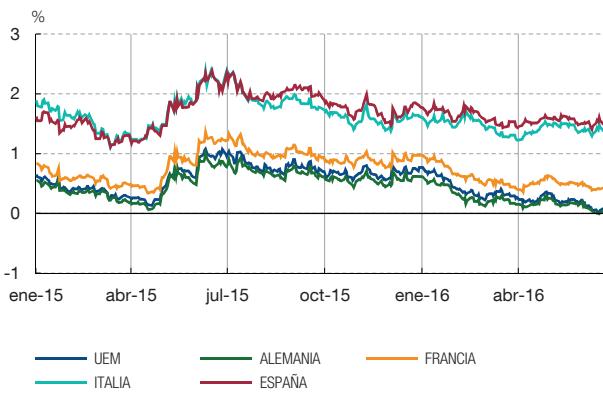
2 MERCADO INTERBANCARIO



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



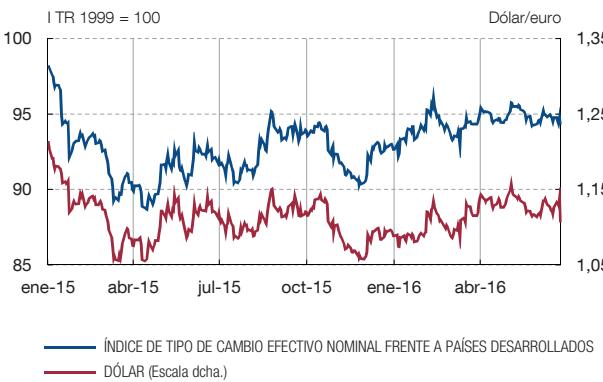
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

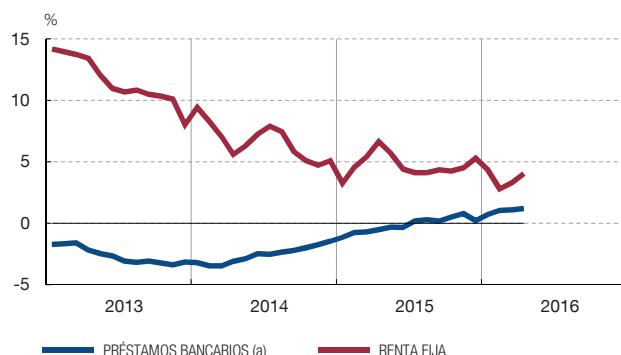
a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

En relación con las decisiones de política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE de junio mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales, reiterando que se mantendrán en los niveles actuales o inferiores durante un período prolongado. El Consejo confirmó que está previsto que las compras de activos por valor de 80 mm de euros mensuales continúen hasta marzo de 2017, o hasta una fecha posterior si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de medio plazo. Según se anunció en marzo, el Eurosistema comenzó a comprar

1 HOGARES
Tasas de variación interanual



2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

bonos corporativos no bancarios en junio, bajo el programa denominado CSPP, lo que ha presionado adicionalmente a la baja las rentabilidades de los bonos corporativos. Estas adquisiciones se dirigen a bonos con un plazo residual de vencimiento de entre seis meses y treinta años y se realizan en mercados tanto secundarios como primarios (con la excepción de bonos de empresas públicas). Además, el 22 de junio el BCE ejecutó la primera operación de la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II), que se saldó con una adjudicación de 400 mm de euros.

El detalle de los principales indicadores financieros muestra que las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública se han reducido en los plazos más largos, presionando a la baja la estructura temporal de los tipos de interés hasta niveles mínimos (véase gráfico 7.3). La rentabilidad del bono alemán a diez años se redujo hasta alcanzar el $-0,08\%$ en la fecha de cierre de este Boletín, 70 pb por debajo de los valores registrados a finales de 2015. Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se depreció un $0,9\%$ desde marzo, después de la notable apreciación que experimentó en el primer trimestre (véase gráfico 7.6). Por monedas, en el trimestre el euro se depreció moderadamente frente al dólar y se apreció frente a la libra esterlina, si bien acumula una apreciación superior al $1,6\%$ y al 10% desde principios de año, respectivamente.

En los mercados bursátiles, el índice EUROSTOXX 50 anotó una caída del $7,6\%$, de manera que el retroceso desde principios de año supera el 15% . En particular, las cotizaciones del sector bancario continuaron mostrando un comportamiento muy desfavorable, con una contracción superior al 16% en el trimestre y una caída acumulada de casi el 34% para el conjunto de 2016.

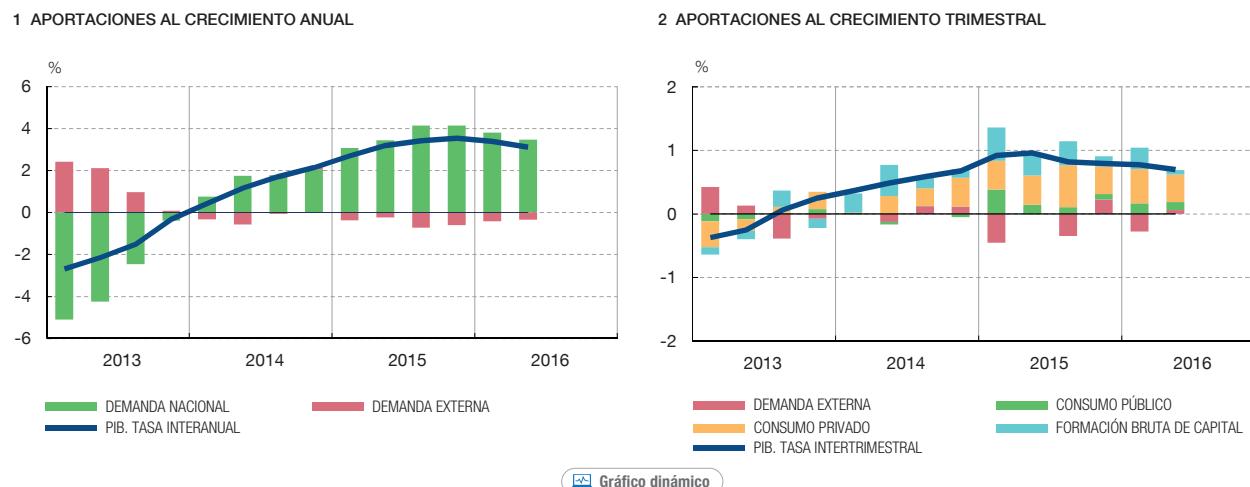
Por último, el crédito bancario al sector privado mantuvo la senda de recuperación gradual que viene observándose desde hace algún tiempo, con un incremento de los préstamos al sector privado que alcanzó el $0,9\%$ interanual en abril. El avance de los préstamos a hogares se redujo en términos interanuales una décima, hasta el $1,5\%$, mientras que el de las empresas no financieras aumentó una décima, hasta el $1,2\%$. En cuanto a los agregados monetarios, en abril la tasa interanual de M3 descendió cuatro décimas, hasta situarse en el $4,6\%$, lo que se explica por la desaceleración de M1 (efectivo más depósitos).

Según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB prolongó su trayectoria expansiva al inicio del año, registrando en el primer trimestre un avance del 0,8 %, tasa coincidente con la de los dos trimestres previos (véase gráfico 9). Por componentes, el crecimiento de la actividad siguió sustentándose en la fortaleza de la demanda interna, con un ligero aumento del dinamismo del consumo (tanto privado como público), mientras que los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo mostraron tasas de variación más contenidas que las del cierre de 2015. Adicionalmente, en el primer trimestre de este año se registró una aportación positiva de la variación de existencias de 0,3 pp, frente a un promedio trimestral de 0,1 pp en 2015. La contribución del saldo neto exterior al crecimiento del producto fue negativa, en un contexto de ralentización de los ritmos de avance de los flujos comerciales, principalmente de las exportaciones. En tasa interanual, el PIB creció un 3,4 %, una décima menos que en el último trimestre del pasado año, mientras que el empleo se aceleró en 0,2 pp, hasta aumentar un 3,2 %, de modo que el ritmo de avance interanual de la productividad descendió en tres décimas, hasta el 0,2 %.

De acuerdo con la información coyuntural más reciente, el PIB habría seguido expandiéndose en el segundo trimestre a un ritmo elevado, que podría haberse situado en el 0,7 %, tasa, por tanto, ligeramente inferior a la observada a comienzos de año. El avance del producto seguiría apoyándose en los componentes privados de la demanda nacional (tanto consumo como inversión), mientras que los relacionados con el gasto público habrían evolucionado de modo un tanto dispar, con una cierta moderación de la inversión en otras construcciones y un mayor sostenimiento del consumo público. En la vertiente externa, los indicadores disponibles, todavía muy incompletos, apuntan a una mejoría de la contribución de la demanda exterior neta, que podría haber dejado de ser negativa. Por último, el empleo habría seguido mostrando un notable dinamismo, con un avance intertrimestral del 0,7 %.

Los precios de consumo han registrado una cierta intensificación de su retroceso en la parte transcurrida del trimestre, como consecuencia, sobre todo, de la desaceleración de los precios de determinados servicios, mientras que el pronunciado ritmo de caída del componente energético ha experimentado una ligera moderación. De este modo, la ralentización del IPSEBENE ha sido mayor que la del indicador general. En concreto, las tasas de variación del IPSEBENE y las del IPC se moderaron entre marzo y mayo en cuatro y dos décimas, respectivamente, hasta el 0,7 % y el -1 %.

En línea con la evolución observada en el resto del área del euro, la volatilidad en los mercados financieros españoles se mantuvo en niveles relativamente reducidos durante la mayor parte del segundo trimestre, observándose variaciones moderadas en los distintos precios negociados. No obstante, a lo largo del mes de junio se produjo un repunte de las volatilidades, vinculado principalmente a la incertidumbre acerca del resultado del referéndum sobre la permanencia de Reino Unido en la UE. Una vez conocidos los resultados de la consulta, se han registrado caídas en las cotizaciones bursátiles y repuntes de las primas de riesgo de los valores de renta fija, que han sido especialmente acusadas en el caso de los títulos emitidos por las empresas financieras. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX-35 acumulaba, en comparación con los niveles de finales de marzo, una pérdida del 10,7 %, retroceso superior al experimentado por el EURO-STOXX 50 (del 7,6 %). En los mercados de deuda pública, tanto la rentabilidad del bono



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

Descargar

Gráfico dinámico

español a diez años como su diferencial frente al tipo del bono equivalente alemán se han incrementado durante el mismo período (en 18 pb y 41 pb), hasta situarse en el 1,6 % y los 169 pb, respectivamente (véase gráfico 10). Por su parte, las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos por las entidades financieras aumentaron, en media, alrededor de 45 pb, mientras que las asociadas a los títulos emitidos por las sociedades no financieras se redujeron, en promedio, unos 10 pb, beneficiándose del inicio del programa de compra de estos activos por parte del BCE. Por último, en los mercados interbancarios, los tipos de interés apenas variaron, con lo que el euríbor a doce meses permanece en cotas próximas a cero (en el -0,05 %).

Durante los últimos meses, las entidades de crédito han continuado financiándose en condiciones favorables, lo que, a su vez, ha facilitado que los tipos de interés de los nuevos préstamos concedidos a empresas y familias permanecieran en niveles reducidos, sin que se hayan observado variaciones significativas recientemente. En este contexto, el volumen de nuevas operaciones siguió creciendo, en términos interanuales, en la mayor parte de los segmentos. En términos de saldos vivos, sin embargo, las caídas interanuales del crédito a hogares y sociedades no financieras se intensificaron algo durante los primeros meses del año, evolución que, en el primer caso, habría estado ligada al mayor volumen de amortizaciones en los préstamos para adquisición de vivienda y, en el segundo, habría sido reflejo, fundamentalmente, de las tendencias observadas en el segmento de grandes empresas, en un contexto de incremento de los volúmenes de emisión de valores. La reducción de la deuda y la expansión de las rentas se habrían traducido en una nueva mejora de la situación patrimonial del sector privado en el primer trimestre del año, con caídas de las ratios de endeudamiento y de carga financiera, que habrían estado acompañadas de un aumento de la riqueza en el caso de las familias.

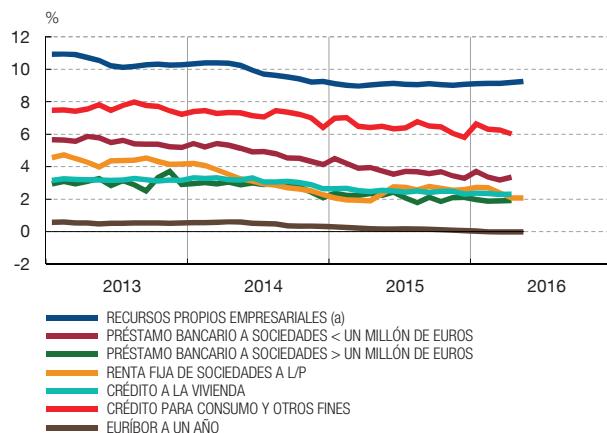
3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

La información disponible apunta a un mantenimiento del comportamiento dinámico del gasto en consumo de los hogares en el segundo trimestre del año, en un contexto en el que prosigue la creación sostenida de empleo y las condiciones financieras siguen siendo favorables. En concreto, el consumo privado habría podido crecer un 0,8 % en el período abril-

1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



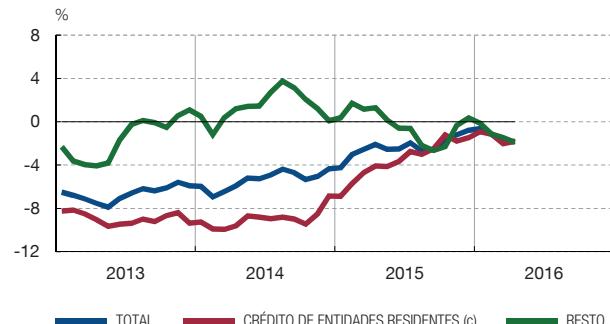
2 COSTE DE FINANCIACIÓN



3 CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES (b)



4 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.

Descargar

junio, tasa ligeramente inferior a la observada en el trimestre precedente (véase gráfico 11). Los indicadores cualitativos registraron en el promedio de abril y mayo un cierto empeoramiento respecto al período enero-marzo, comportamiento que compartieron tanto los índices de confianza de los consumidores, el comercio minorista y los servicios como el PMI de bienes de consumo. El PMI de servicios, cuyo nivel aumentó en abril y mayo, fue la excepción entre los indicadores de esta naturaleza. En conjunto, la información de carácter cuantitativo también ha mostrado una evolución favorable, aunque en este caso el horizonte temporal de los datos disponibles es más limitado, pues solo incluye hasta abril, mes en el cual se aceleraron, en tasa intertrimestral móvil de tres meses, los índices del comercio al por menor y de la producción industrial de bienes de consumo.

La trayectoria de mejora de la inversión residencial se habría mantenido en el segundo trimestre, con un aumento del ritmo de crecimiento de este componente con respecto al observado al inicio de 2016, en un contexto en el que los visados de obra nueva registraron un nuevo repunte. Por el lado de la demanda, las transacciones de vivienda prolongaron su senda expansiva hasta abril, según la estadística notarial, tras el suave descenso de finales de 2015. En concreto, en el período enero-abril se alcanzaron, en promedio, unas 35.000 transacciones mensuales, un 5 % más que en el promedio del año pasado. El incremento

1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (c)



4 PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



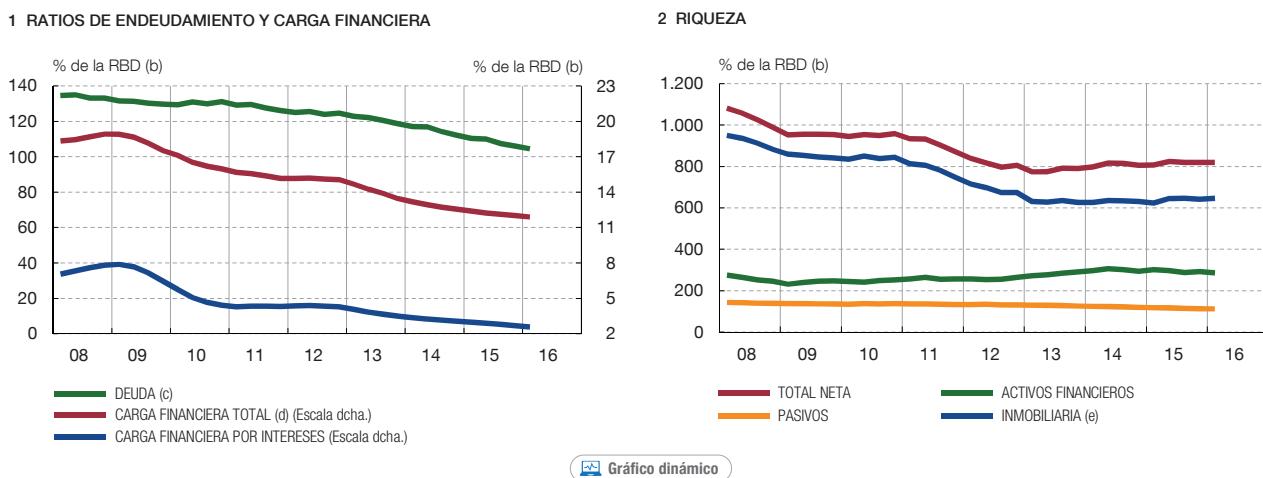
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

- 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 doce meses.

 Descargar

de las ventas de viviendas, que continúa centrándose en el segmento de las usadas, se observa tanto en las compras de ciudadanos extranjeros como en las adquisiciones por residentes españoles. Por su parte, los precios de la vivienda libre aumentaron en el primer trimestre de 2016, según los datos publicados por el INE, un 6,3 % interanual, que se corresponde con un avance del 1,5 % respecto al trimestre anterior (véase gráfico 11.4).

En la parte transcurrida del año, el tipo de interés medio aplicado a las nuevas operaciones de crédito a los hogares para compra de vivienda apenas varió, situándose en abril (mes al que corresponde el último dato disponible) en el 2,3 %, mientras que el relativo a los préstamos para consumo y otros fines, que presenta una mayor variabilidad, se incrementó en 24 pb desde diciembre, hasta el 6,1 % (véase gráfico 10). Según los resultados de la edición de abril de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), las entidades relajaron ligeramente los criterios de aprobación de préstamos a hogares en el primer trimestre del año, tanto para la adquisición de vivienda como para consumo y otros fines, y también las condiciones generales que aplicaron en los créditos a este sector, y en especial los márgenes ordinarios. Al mismo tiempo, las entidades percibieron una cierta contracción de la demanda de financiación para compra de inmuebles y un aumento de la destinada a consumo y otros fines.



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.

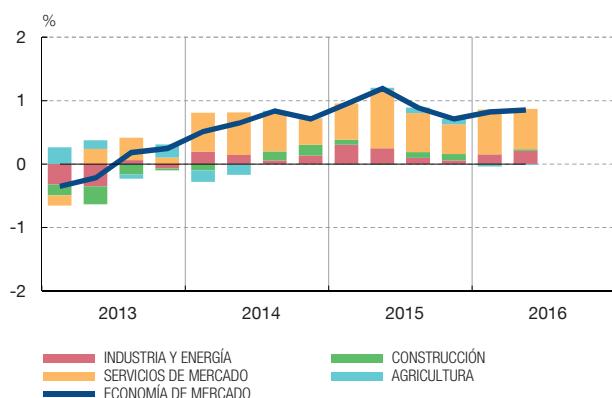
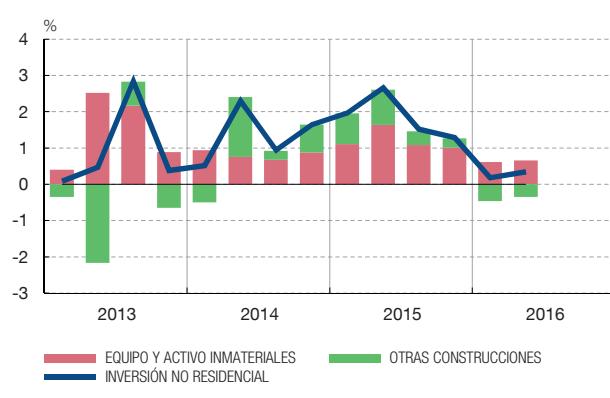
Descargar

En este contexto, el volumen de las nuevas operaciones de crédito a hogares tanto para adquisición de vivienda como para consumo y otros fines continuó creciendo entre diciembre y abril, aunque en este último segmento se ha observado una desaceleración durante los últimos meses. A pesar de ello, en términos de saldos vivos, la caída interanual del crédito a hogares se situó, en abril, en el 2,4 %, retroceso que supera en dos décimas al registrado a finales de 2015 (véase gráfico 10). Esta evolución respondió a una cierta intensificación de la disminución de la financiación para compra de vivienda, que pasó del 3,6 % en diciembre al 3,9 % en abril, reflejando así una cierta intensificación en el ritmo de amortización de los créditos de esta naturaleza. Los préstamos bancarios destinados a consumo y otros fines, en cambio, crecieron a un ritmo algo mayor que el observado a finales de 2015 (del 3 %, 0,5 pp superior al de diciembre).

Por otra parte, de acuerdo con la información de avance disponible, la situación patrimonial de los hogares habría vuelto a mejorar en el primer trimestre del año. En particular, la contracción del crédito, junto con la expansión de las rentas, contribuyó a que la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible de los hogares continuara reduciéndose. A su vez, ambos factores, junto con el ligero descenso del coste medio de los fondos, propiciaron una nueva caída de la ratio de carga financiera (véase gráfico 12). Por otro lado, la riqueza neta del sector habría aumentado como resultado, fundamentalmente, del incremento del valor de su patrimonio inmobiliario.

3.2 La actividad y la inversión de las empresas

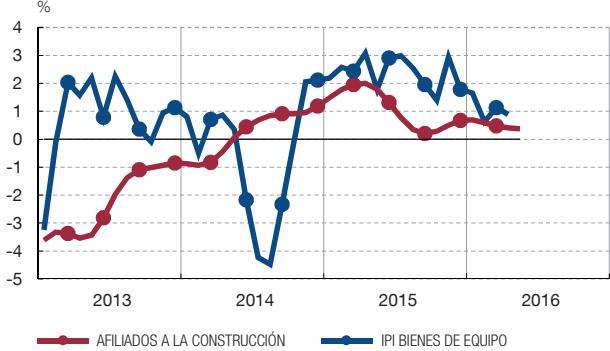
El tono expansivo de la actividad empresarial se prolongó durante el segundo trimestre del año, con un ritmo de avance del valor añadido de la economía de mercado similar al del trimestre precedente (véase gráfico 13). Por lo que respecta a la industria, los indicadores disponibles señalan una prolongación del período de pujanza de la actividad, aunque quizás a un ritmo algo atenuado con respecto al comienzo del año. Así, entre los indicadores cualitativos, tanto los índices PMI de manufacturas como el clima de confianza industrial de la Comisión Europea se moderaron en el período abril-mayo, como consecuencia del menor

1 VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones2 INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones

3 INDICADORES DE ACTIVIDAD



4 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.

Descargar

impulso de las carteras de pedidos nacionales e interiores, si bien este indicador se mantiene en terreno expansivo. Asimismo, el índice de producción industrial de las ramas no energéticas, con datos hasta abril, ralentizó su ritmo de avance, mientras que, por el contrario, el componente energético registró un repunte tras la debilidad registrada en los últimos meses. Por último, el empleo en las ramas industriales mantuvo un tono positivo, según se desprende de las cifras de afiliados a la Seguridad Social en este sector.

En relación con el sector de los servicios de mercado, la información disponible también apunta, en su conjunto, a un mantenimiento del dinamismo de la actividad. Entre los indicadores cualitativos, el PMI mostró una cierta mejora, asociada al impulso de las carteras de pedidos, tras un inicio del año algo titubeante. Por el contrario, el indicador de confianza de la rama de servicios de la Comisión Europea se redujo en el segundo trimestre del año. Entre los indicadores cuantitativos, tanto las ventas de las grandes empresas de la Agencia Tributaria como el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS), en ambos casos con datos hasta abril, han seguido mostrando ritmos de avance sostenido. En el segundo caso, el dinamismo se apoyó, básicamente, en las actividades comerciales y en la hostelería. Finalmente, los afiliados a la Seguridad Social en las ramas de los servicios mantuvieron también una evolución favorable.

El valor añadido de las empresas del sector de la construcción habría continuado mostrando una notable atonía en el segundo trimestre del año, tras el descenso registrado en el período enero-marzo. Entre los indicadores contemporáneos, el crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social mantiene la tendencia ligeramente descendente que viene mostrando desde la primavera de 2015, al tiempo que los indicadores referidos a los consumos intermedios intensificaron su retroceso en abril. Por tipo de obra, la información más reciente relativa a la concesión de visados de vivienda nueva, correspondiente a marzo, apunta a una prolongación de la mejora en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil, con datos referidos a abril, sigue mostrando una notable debilidad. En su conjunto, esta información sugiere que, en el segundo trimestre del año en curso, se habría prolongado el retroceso de la actividad constructora relacionada con el componente no residencial, que se habría visto compensado por un nuevo avance de la rama de vivienda.

En el marco descrito de una evolución favorable de la actividad empresarial, la inversión en bienes de equipo habría mantenido, de acuerdo con la escasa información disponible, un tono positivo en el segundo trimestre del año (véase gráfico 13). Así, entre los indicadores cualitativos, la cartera de pedidos de bienes de equipo registró un repunte en abril y mayo, y el PMI de este tipo de bienes se mantuvo en terreno expansivo, si bien mostró una evolución algo menos dinámica en ese bimestre. Por lo que respecta a los indicadores de carácter cuantitativo, el comportamiento fue un tanto dispar. Así, mientras que las importaciones de bienes de equipo se aceleraron de forma significativa en abril, el IPI de estos bienes moderó marginalmente su crecimiento y las matriculaciones de vehículos de carga continuaron cayendo, aunque a un ritmo menor que en el primer trimestre.

Con respecto a las condiciones financieras aplicables a las empresas, el tipo de interés medio de las nuevas operaciones crediticias por importes inferiores a un millón de euros, segmento en el que se concentran los préstamos a las pymes, aumentó entre diciembre y abril 8 pb, hasta situarse en el 3,3 % (véase gráfico 10). El tipo aplicado en las operaciones de mayor cuantía, en cambio, se redujo 18 pb en este mismo período, hasta el 1,9 %. Por lo que respecta al resto de fuentes de financiación, los costes de los recursos propios y las emisiones de pagarés aumentaron entre diciembre y mayo en 14 pb y 5 pb, respectivamente, mientras que el de las emisiones de renta fija a largo plazo disminuyó 52 pb, descenso que se vio impulsado por la ampliación del programa de compras del Eurosystema de este tipo de valores.

De acuerdo con los resultados de la EPB de abril, los criterios de aprobación de préstamos a sociedades permanecieron, en general, sin cambios en el primer trimestre del año, mientras que las condiciones que aplicaron las entidades a las nuevas operaciones, especialmente en lo referido a los márgenes ordinarios, se relajaron. Esta mejoría de las condiciones de financiación también se observa en los resultados de la última edición de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) referida al período comprendido entre octubre de 2015 y marzo de 2016. Esta misma encuesta también revela que las pymes han vuelto a percibir una nueva mejoría en su acceso al crédito, prolongándose la tendencia iniciada en 2013 (véase recuadro 6). Por lo que respecta a la demanda, de acuerdo con la EPB de abril, las entidades detectaron en los tres primeros meses del año un incremento de las solicitudes de fondos por parte de las pequeñas y medianas empresas, y una cierta contracción de las procedentes de compañías de mayor tamaño.

En este contexto, el volumen de nuevas operaciones por importe superior al millón de euros —segmento en el que se encuentran los préstamos concedidos a grandes empresas,

que tiende a mostrar un comportamiento más volátil — cayó entre diciembre y abril en comparación con el mismo período de un año antes, mientras que el de las de menor cuantía siguió aumentando. En términos de saldos vivos, el ritmo de caída de los préstamos concedidos por las entidades residentes al sector empresarial se acrecentó ligeramente durante los primeros meses del año, situándose en el 1,8 % en abril, frente al 1,5 % de diciembre (véase gráfico 10). La información más desagregada, disponible hasta marzo, sugiere que esta intensificación habría resultado de la evolución observada en el segmento de grandes empresas (la tasa de contracción de los créditos a pymes, en cambio, se habría moderado en el primer trimestre del año). El desglose del crédito por finalidades muestra una evolución diferenciada según ramas de actividad. Las mayores caídas interanuales se siguieron observando en las ligadas al sector inmobiliario, con unos ritmos de contracción interanuales en el entorno del 11 % en marzo de 2016. Los préstamos destinados a la industria se aceleraron, pasando a mostrar un crecimiento positivo —del 0,7 %— en comparación con el mismo período del año anterior, mientras que los dirigidos a la financiación de servicios no inmobiliarios ni financieros la tasa de contracción interanual se elevó en 0,7 pp, hasta el 3,2 %.

En cuanto al resto de fuentes de financiación, en abril se observó un aumento notable del volumen de emisiones de valores de renta fija, que se habrían visto impulsadas por la ampliación del programa de compra de activos del Eurosystema. Este hecho habría llevado a que la tasa interanual del crecimiento del saldo vivo de estos instrumentos se elevara, en comparación con el mes de marzo, en más de 4 pp, hasta situarse en el -0,5 %. Los datos de avance de mayo sugieren que en dicho mes se habría prolongado esta tendencia.

Finalmente, los últimos datos disponibles apuntan a que la posición patrimonial de las sociedades no financieras habría seguido mejorando en el primer trimestre del año. En particular, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera en relación con el PIB continuaron reduciéndose en ese período, impulsadas por el avance del producto y el descenso de la deuda, y, en el caso de la carga financiera, también por la ligera caída del coste del saldo vivo de los recursos ajenos (véase gráfico 14). Por su parte, la reducción interanual de los beneficios ordinarios del conjunto de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral durante los tres primeros meses de 2016, que ha provocado un ligero descenso de los niveles de rentabilidad agregados, es compatible con una mejora de esta ratio en un número creciente de empresas y en la mayoría de sectores. Esta evolución vino acompañada de una caída de los pasivos ajenos del conjunto de empresas de la muestra y de un descenso del coste de la deuda, que se tradujo en una reducción de las ratios de deuda sobre activos y de carga financiera. Como resultado de estos desarrollos, el indicador sintético de presión financiera sobre la inversión descendió en el primer trimestre del año, mientras que el relativo a la presión financiera sobre el empleo aumentó, evolución que estuvo muy condicionada por el incremento observado en este indicador en un número reducido de empresas con un peso elevado en los niveles agregados de ocupación.

3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

A partir de la información disponible, referida únicamente al mes de abril, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, que en el primer trimestre del año había sido negativa, podría haber pasado a ser neutral o incluso ligeramente positiva en el segundo, en un contexto en el que tanto las exportaciones como las importaciones habrían intensificado su crecimiento intertrimestral. También en tasa interanual se habría acentuado el ritmo de avance de los flujos de comercio exterior en sus dos vertientes (véase gráfico 15).

Por lo que respecta al comercio de bienes, las exportaciones se aceleraron, de acuerdo con los datos de Aduanas, desde el -0,2 % interanual de marzo hasta el 7,7 % de abril,

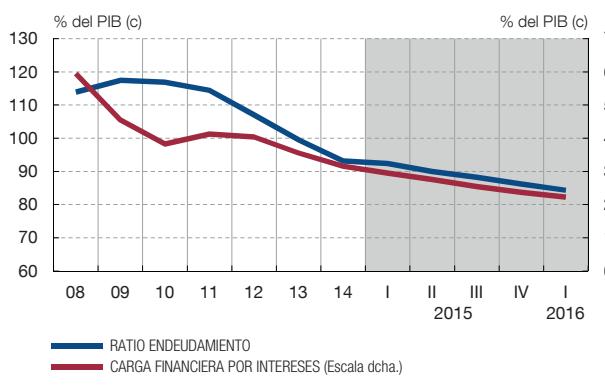
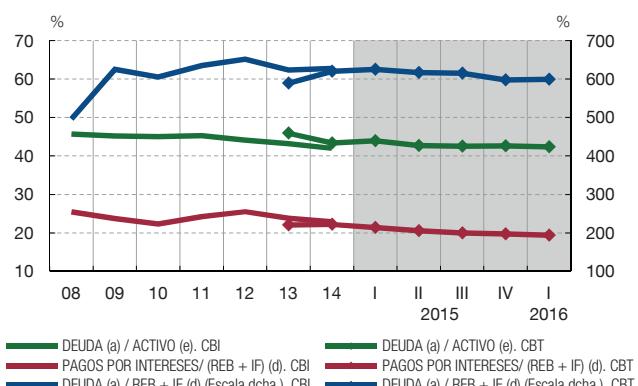
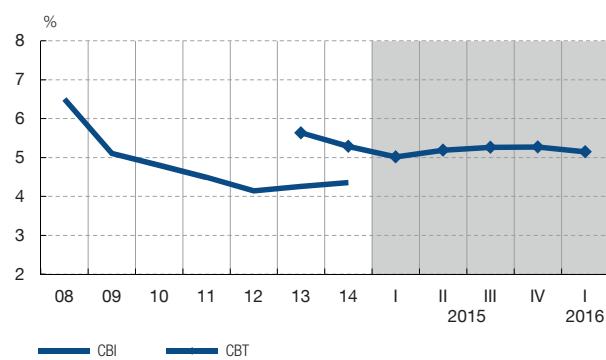
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES.
CUENTAS NACIONALES (b)

Gráfico dinámico

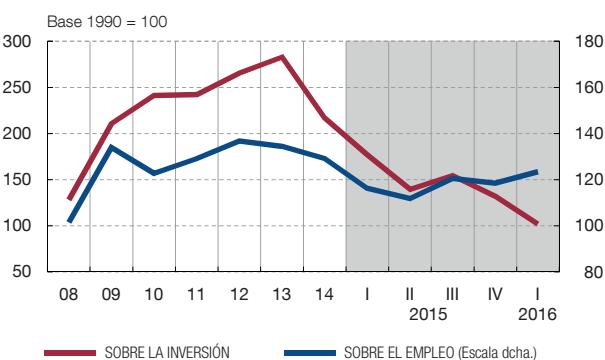
2 ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES



3 RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO. CENTRAL DE BALANCES (f)



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



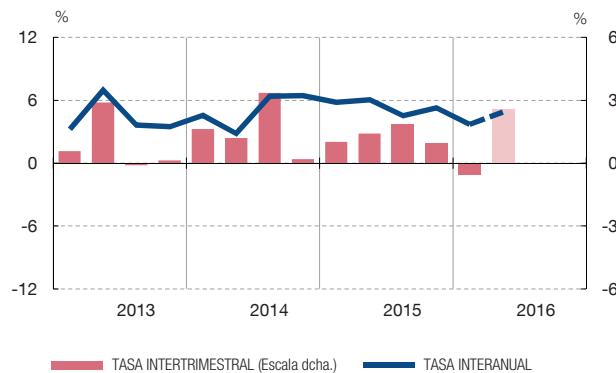
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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 Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f Definida como Resultado ordinario neto / Activo neto.
- g Indicadores calculados a partir de las muestras de la Central de Balances Anual y, para los períodos en los que no se dispone de ella, de la Central de Balances Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

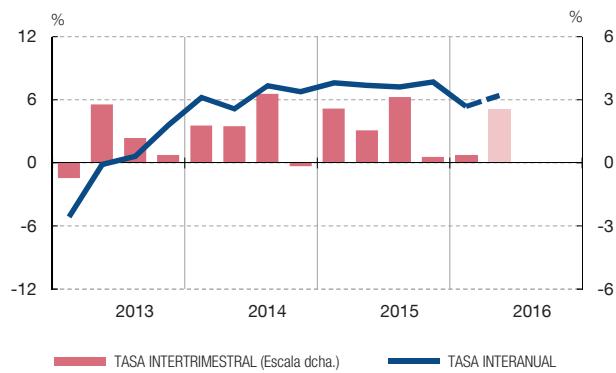
Descargar

evolución que guarda una estrecha relación con el efecto del calendario de la Semana Santa, de modo que la tasa observada en el promedio de los dos meses —del 3,8%—, que además coincide con la registrada en el conjunto del primer cuatrimestre del año, proporciona una visión más adecuada del grado de empuje de las exportaciones. Por grupos de productos, sobresalió el dinamismo de los bienes de equipo y de consumo duradero. Por el contrario, en abril se profundizó el retroceso de las ventas de bienes energéticos. Por áreas geográficas, el dinamismo de las exportaciones comunitarias siguió siendo superior al de las dirigidas al resto del mundo, cuyo ritmo de avance experimentó, no obstante, una notable mejoría. En la vertiente importadora, el aumento interanual se moderó en abril en algo más de 1 pp, hasta el 4,6%, tasa que coincide con la observada en el promedio del primer cuatrimestre del año. Por grupos de productos, las importaciones de bienes de equipo registraron un notable repunte, recobrando el dinamismo perdido en los primeros meses del año. Entre el resto de componentes, destaca la intensificación de los descensos en el componente energético.

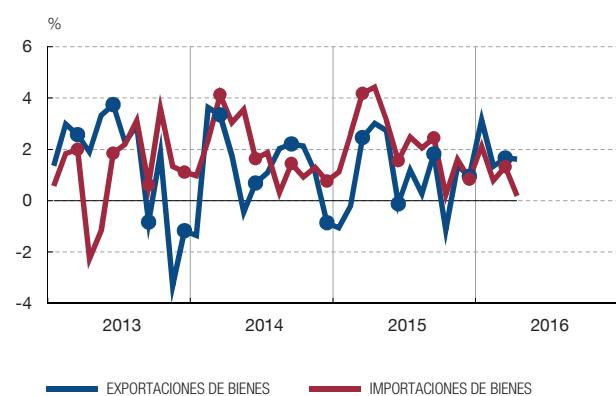
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)

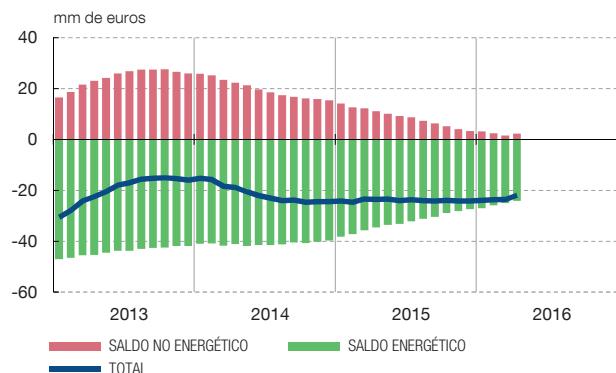


4 INDICADORES DE TURISMO (c)

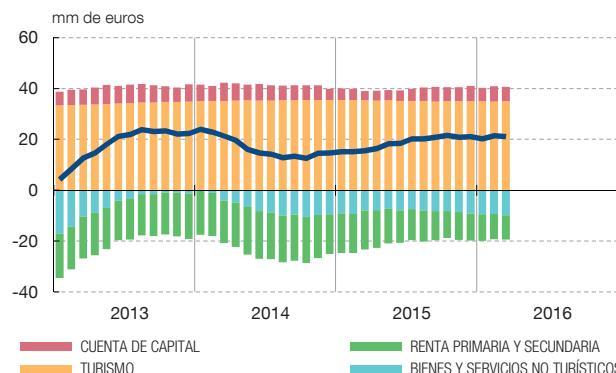


5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

Cifras acumuladas de los últimos doce meses



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

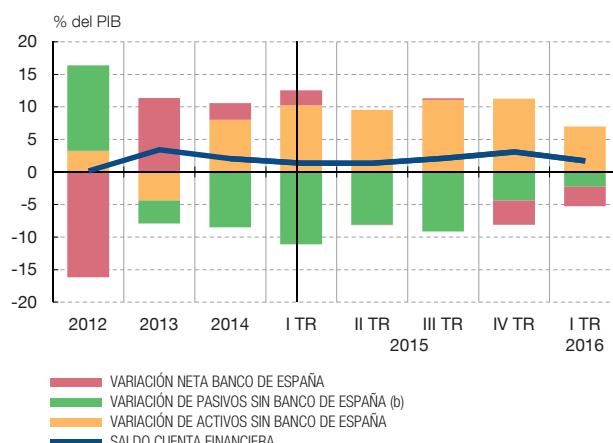


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

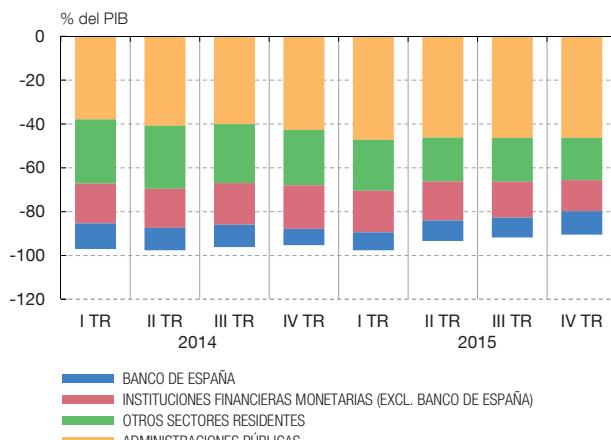
- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.
- c Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.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

[Descargar](#)

1 CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (c)



FUENTE: Banco de España.

a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.

b Con signo cambiado.

c Activos menos pasivos frente al resto del mundo.

[Descargar](#)

El turismo receptor habría mantenido un tono favorable en el segundo trimestre, de acuerdo con los indicadores disponibles. En concreto, las pernoctaciones hoteleras aumentaron en mayo, en términos de la media móvil de tres meses, a un ritmo similar al que se viene observando desde el comienzo del año. Con datos algo más retrasados, relativos a abril, las entradas de turistas extranjeros y el indicador nominal del gasto de los turistas mostraron igualmente una prolongación de la pauta de fortaleza de meses anteriores.

Según los datos de la Balanza de Pagos, las operaciones financieras netas con el exterior, excluyendo el Banco de España, arrojaron un saldo deudor en el primer trimestre de 2016, a diferencia de lo ocurrido en el trimestre precedente. En efecto, los pasivos frente al resto del mundo aumentaron en mayor medida que los activos. Concretamente, los agentes no residentes incrementaron sus tenencias de activos emitidos por residentes por un importe de unos 18,8 mm de euros, adquisiciones netas que se concentraron en las rúbricas de *inversiones directas* y, sobre todo, *otras inversiones*, mientras que el volumen neto de las *inversiones en cartera* fue negativo. Por su parte, las transacciones netas con el exterior de los sectores nacionales, excluyendo el Banco de España, ascendieron a unos 10,8 mm de euros, que resultaron de un flujo positivo de las realizadas a través de *inversiones en cartera y directas*, y negativo de las asociadas a las *otras inversiones*. Por último, la posición deudora neta del Banco de España frente al exterior se incrementó en 7,4 mm, impulsada fundamentalmente por el aumento de los pasivos netos frente al Eurosistema.

En cambio, en términos acumulados de doce meses, las operaciones financieras netas con el resto del mundo, excluyendo al Banco de España, arrojaron un saldo acreedor, por un importe equivalente al 4,7 % del PIB, ya que la inversión en el exterior de los residentes superó a la de los agentes foráneos en la economía española (véase gráfico 16). Por su parte, la capacidad de financiación que presentó la economía española en el cuarto trimestre de 2015 contribuyó a una reducción en su posición deudora neta frente al exterior, que disminuyó en este período en 1,4 pp (último dato disponible), hasta el 90,5 % del PIB.

3.4 El mercado de trabajo

El empleo habría mantenido en los últimos meses, de acuerdo con la información disponible, el tono positivo de los trimestres precedentes. En concreto, la variación mensual de las afiliaciones a la Seguridad Social se mantuvo en abril y mayo en el 0,2 %, en términos desestacionalizados, tasa muy similar a la que se viene observando en cada uno de los meses transcurridos desde junio de 2015. Por ramas de actividad, la afiliación se caracterizó por una elevada estabilidad en la industria y los servicios, mientras que en la agricultura y en la construcción se ha observado un leve empeoramiento, contrarrestado por un repunte en las ramas de no mercado. En conjunto, esta información indica que el crecimiento del empleo del total de la economía, en términos de la CNTR, podría situarse en el segundo trimestre en torno al 0,7 %, una décima menos que en el período enero-marzo (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

Por su parte, el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) mantuvo en abril y mayo un ritmo de descenso similar al del primer trimestre, con lo que la tasa interanual se situó en el segundo de estos meses en el -7,7 %. Por su parte, los contratos registrados en el SEPE mostraron un repunte en estos dos meses, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 11,1 % en mayo. Este dinamismo se extendió tanto a los de carácter temporal como a los indefinidos, que aumentaron en mayo un 10,6 % y un 17 %, respectivamente.

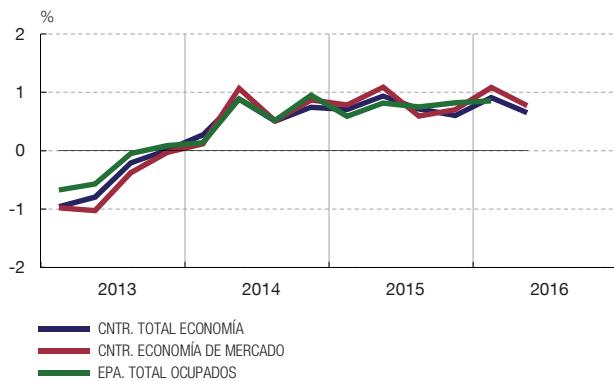
En cuanto a los indicadores salariales, la información relativa a la evolución de la negociación colectiva hasta mayo señala un aumento interanual de las tarifas salariales del 1,1 % para 2016, por encima del 0,8 % registrado en el conjunto de 2015. Los convenios cerrados hasta mayo afectan a más de 4,8 millones de trabajadores, cifra muy superior a la correspondiente al mismo período de los seis años previos¹. La gran mayoría (casi un 95 %) de estos acuerdos han sido firmados en ejercicios anteriores, sin que existan apenas diferencias entre aumentos salariales de los convenios plurianuales firmados en años anteriores y los de nueva firma. Por su parte, la retribución bruta media en las grandes empresas experimentó un notable repunte en abril, hasta el 1,3 % (véase gráfico 17.4), si bien esta evolución debe ser considerada con las debidas cautelas que se derivan de la volatilidad habitualmente elevada de los datos mensuales de esta estadística, a lo que cabría sumar en el período más reciente los efectos de la devolución en algunas empresas públicas de parte de la paga extraordinaria suprimida en 2012. Por su parte, la CNTR del primer trimestre de 2016 recogió una desaceleración de cinco décimas de la remuneración por asalariado en la economía de mercado, hasta caer un -0,4 %. Una ralentización de magnitud análoga se observó también en la Encuesta Trimestral del Coste Laboral (ETCL) para el agregado de la economía de mercado no agrícola, si bien en este caso la tasa se mantuvo en valores ligeramente positivos (0,1 %). Para el segundo trimestre, se espera un cierto incremento de la remuneración por asalariado, algo más intenso en el total de la economía que en las ramas de mercado (véase gráfico 17.3).

3.5 La evolución de los precios

El deflactor de la demanda final habría registrado, en el segundo trimestre del año, un retroceso interanual similar al observado en el primero, en un contexto de continuación de las caídas de los precios de las importaciones, mientras que los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, habrían registrado una tasa de variación aproximadamente nula (véase gráfico 18).

¹ Este mayor avance en la negociación se deriva de un cambio metodológico en la estadística de convenios. Desde enero de 2016, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social introduce automáticamente en la estadística las revisiones de aquellos convenios cuyo incremento salarial esté ya acordado y no dependa de una cifra por conocer, mientras que, con anterioridad, los convenios solo eran incorporados a la estadística después de haber sido registrados.

1 EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



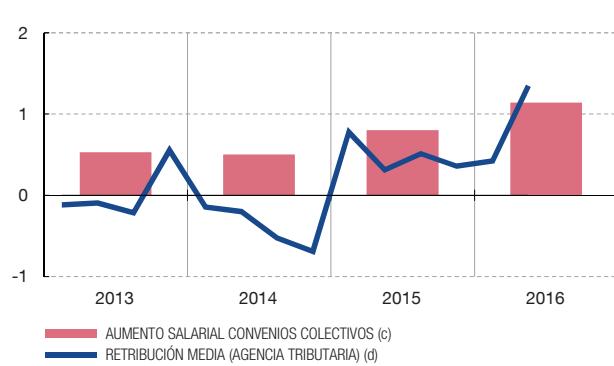
2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales (a)



4 INDICADORES DE SALARIOS
Tasas interanuales



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

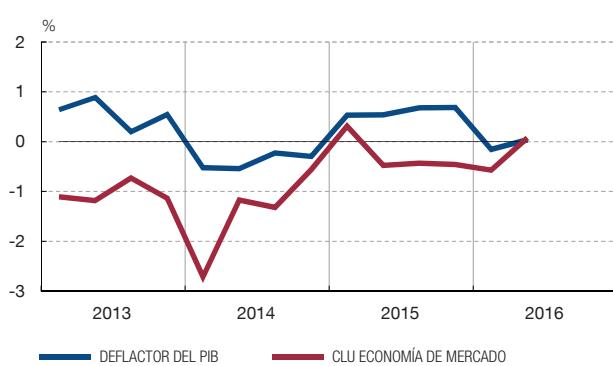
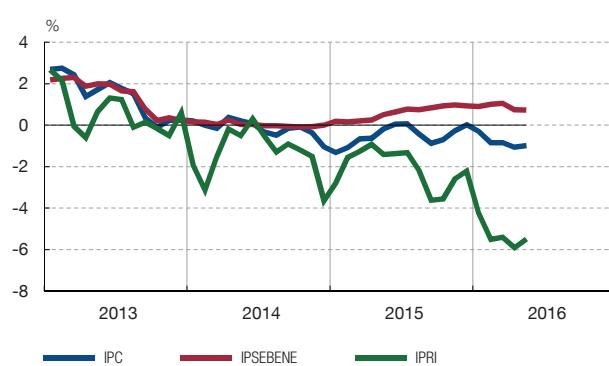
- a Tasas calculadas sobre series ajustadas. Empleo CNTR, medido en términos de empleo equivalente.
- b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- c Con información hasta mayo de 2016. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
- d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de abril de 2016.

Descargar

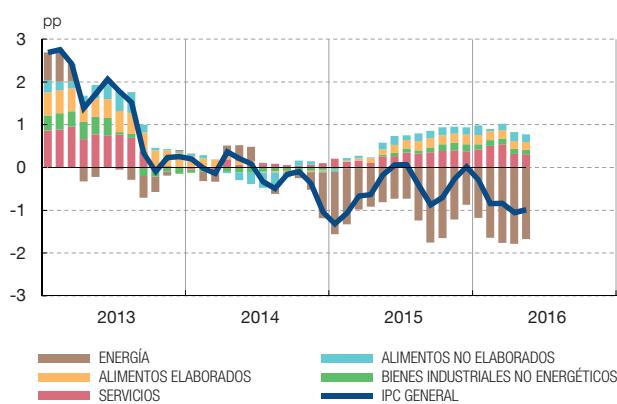
El IPC ha seguido registrando descensos interanuales, alcanzando una variación del 1 % en mayo, frente al -0,8 % de marzo (véase gráfico 18). La desaceleración ha sido más intensa en términos del IPSEBENE, cuya tasa de variación disminuyó cuatro décimas en ese período, hasta el 0,7 %. La moderación del avance de este indicador obedeció, principalmente, al componente de los precios de consumo de los servicios, que crecieron un 0,8 % en mayo, seis décimas menos que en marzo. Además, los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos se moderaron entre marzo y mayo en una y dos décimas, hasta el 1,1 % y el 0,4 %, respectivamente, en un contexto de reducidos avances de los precios de producción nacional de este tipo de bienes y de descensos de sus precios de importación.

Por el contrario, los componentes más volátiles han registrado aumentos en sus tasas de variación. En concreto, los precios de los bienes energéticos moderaron su ritmo de descenso en ocho décimas entre marzo y mayo, hasta el 14 %. Esta evolución refleja el encarecimiento de los combustibles ligado a la evolución del precio del petróleo en los mercados internacionales y el aumento del precio de la electricidad en mayo, tras cuatro meses de descensos, mientras que, por el contrario, el precio del gas ha seguido en los últimos

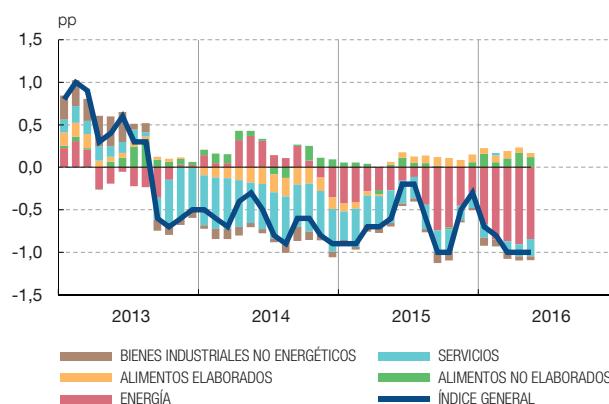
1 DEFLECTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)

2 INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales

3 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



4 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.

[Descargar](#)

meses una trayectoria descendente. El IPC de alimentos no elaborados también ha intensificado su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 2,6 % en mayo.

Entre marzo y mayo, la tasa de variación interanual del IAPC disminuyó en una décima tanto en España como en el área del euro, hasta situarse, respectivamente, en el -1,1 % y el -0,1 %. En consecuencia, el diferencial de inflación se mantuvo en -1 pp. En el caso del IPSEBENE, la brecha negativa entre la inflación española y la del conjunto de la UEM se amplió en una décima, hasta -0,2 pp, lo que se debió al comportamiento menos expansivo de los precios de los servicios y los alimentos elaborados en nuestro país.

24.6.2016.