

Durante el primer trimestre de 2013, la economía española prolongó la pauta de contracción de la actividad, si bien a un ritmo más atenuado que en el tramo final del año pasado. Según la información disponible, todavía incompleta, se estima que el PIB disminuyó un 0,5 % en tasa intertrimestral (frente al -0,8 % del período octubre-diciembre), lo que sitúa la tasa interanual en el -2 % (véanse cuadro 1 y gráfico 1). La demanda nacional retrocedió nuevamente (-0,8 %), aunque el descenso fue menor que en el trimestre precedente, al revertirse el impacto de los factores de naturaleza transitoria que habían influido negativamente sobre el gasto interno en los meses finales de 2012, y particularmente en el caso del consumo de los hogares. Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta fue positiva (0,3 pp), pero de magnitud inferior a la del trimestre anterior, lastrada por la menor debilidad de las importaciones en relación con lo mostrado a finales del año pasado, en un contexto en el que las ventas al exterior, aunque se recuperaron, siguieron condicionadas por la recesión del área del euro.

El empleo moderó solo levemente su ritmo de descenso, estimándose una tasa interanual en el entorno del -4,5 % en términos de la CNTR (-4,7 % en octubre-diciembre), mientras que la remuneración por asalariado dio continuidad a la trayectoria de moderación de los costes laborales del último año con una tasa interanual levemente positiva. Este comportamiento, unido al incremento de la productividad, habría posibilitado reducciones adicionales de los costes laborales por unidad del producto en el trimestre, en una cuantía superior al 1 % interanual. A su vez, la tasa de inflación medida por los precios de consumo inició una senda descendente en los primeros meses de 2013, tras los elevados incrementos de los meses finales del año anterior, apoyada en la ralentización de los incrementos en los precios de la energía. El IPC alcanzó una tasa interanual del 2,4 % en marzo (2,9 % en diciembre de 2012), mientras que el IPSEBENE repuntó hasta el 2,3 % (2,1 % en diciembre de ese mismo año). En términos del IAPC, el diferencial de inflación con respecto a la zona del euro permaneció en los 0,9 pp del período octubre-diciembre (véase gráfico 3).

En el ámbito de las políticas económicas, el Gobierno puso en marcha distintas iniciativas a lo largo del trimestre, algunas de las cuales se encuentran en fase de tramitación parlamentaria. En relación con el mercado de trabajo, aprobó un conjunto de medidas de estímulo a la creación de empleo, apoyo a la actividad emprendedora y mejora de la intermediación laboral. Por otra parte, en el terreno de la Seguridad Social, y con el objetivo de prolongar la vida laboral y hacer un uso más eficiente de las fórmulas de transición hacia la jubilación, modificó las condiciones de acceso a la jubilación anticipada y parcial. Otras actuaciones incidieron sobre el sector energético, donde se tomaron nuevas medidas para propiciar el reequilibrio del sistema eléctrico y facilitar la progresiva eliminación del déficit tarifario¹.

En el panorama económico internacional, los mercados financieros europeos mantuvieron durante la mayor parte del trimestre el clima de mejoría gradual que se había impuesto en la segunda mitad de 2012. Este clima se vio alterado, no obstante, en las últimas semanas de marzo, por la aparición de nuevos episodios de incertidumbre vinculados a las dificultades

¹ Real Decreto Ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo; Real Decreto Ley 5/2013, de 15 de marzo, de medidas para favorecer la continuidad de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad y promover el envejecimiento activo; Real Decreto Ley 2/2013, de 1 de febrero, de medidas urgentes en el sistema eléctrico y en el sector financiero.

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

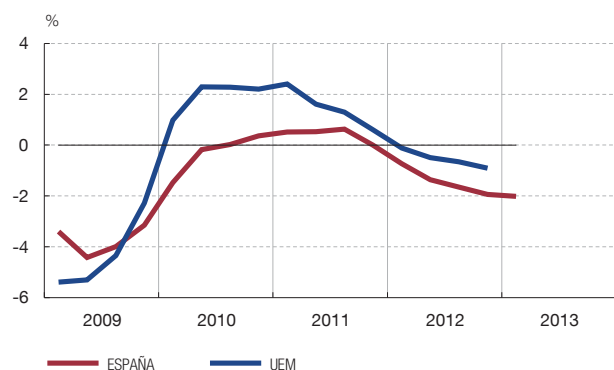
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales.

para la formación de Gobierno en Italia, tras las elecciones de finales de febrero, y, sobre todo, a las complicaciones que surgieron para alcanzar un acuerdo de asistencia financiera con Chipre, así como al potencial de contagio de algunos de los elementos de este acuerdo. Estos episodios interrumpieron la reducción de los diferenciales soberanos en los países más vulnerables, y los mercados bursátiles y el tipo de cambio del euro frenaron su tendencia alcista.

En el contexto descrito, la actividad en la zona del euro siguió contrayéndose en los primeros meses del año, aunque posiblemente a un ritmo menor que en el período precedente. Fuera de la UEM, prevaleció la tónica de consolidación de la recuperación en Estados Unidos, se produjo una cierta mejoría en las perspectivas económicas de Japón, y se mantuvo el dinamismo en las economías emergentes, dentro de una trayectoria levemente descendente. La inflación mundial permaneció en cotas moderadas y se observó cierta contención de los precios de las materias primas. En conjunto, las políticas monetarias mantuvieron un tono marcadamente expansivo, mientras que las políticas fiscales mostraron, por lo general, una orientación más restrictiva.

En Europa prosiguieron los avances hacia una unión monetaria más integrada. En el ámbito de las políticas fiscales y estructurales, el Consejo Europeo aprobó a finales de febrero el paquete legislativo que debe asegurar un marco más sólido de gobernanza fiscal y la Comisión Europea presentó el 10 de abril los resultados de los denominados «análisis exhaustivos», realizados en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos. A juicio de la Comisión existía el riesgo de que los desequilibrios macroeconómicos pudieran ser excesivos en los casos de Eslovenia y de España. En el caso concreto de España, el informe señala los elevados niveles de deuda interna y externa como los factores

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



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

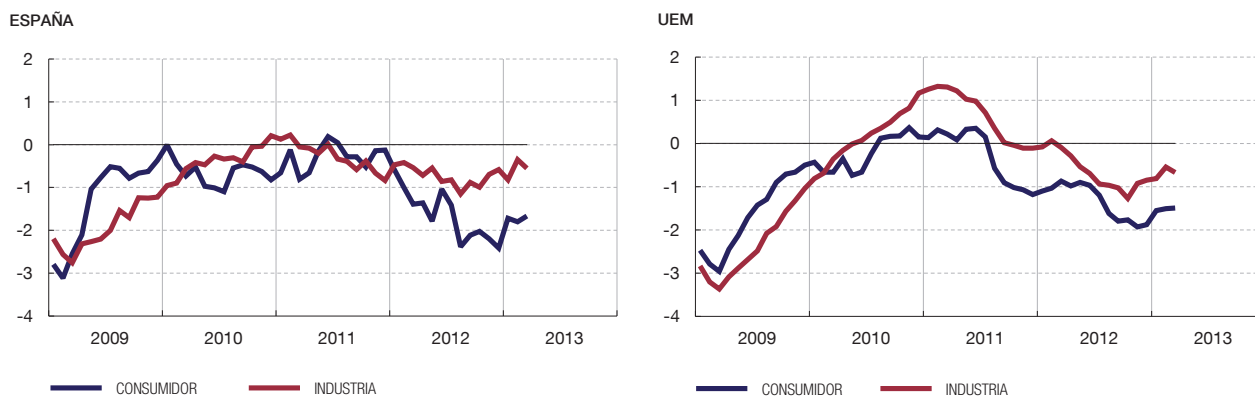
a Series ajustadas de estacionalidad.

potenciales de vulnerabilidad. Por último, en relación con los avances en la unión bancaria, la presidencia irlandesa anunció en marzo el acuerdo provisional con el Parlamento en torno al Mecanismo Único de Supervisión.

El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria en los primeros meses del año, al considerar que las expectativas de inflación estaban bien ancladas y que la situación de debilidad económica en el área del euro hacía improbable que pudieran surgir presiones inflacionistas en el medio plazo. El nivel de los tipos de interés oficiales permaneció sin cambios a lo largo del trimestre —el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 0,75 %, y el de las facilidades de depósito y de crédito, en el 0 % y el 1,5 %, respectivamente—, y se reiteró el compromiso de mantener la provisión amplia de liquidez a través del procedimiento de subastas a tipo fijo con adjudicación plena el tiempo necesario. Tras su reunión de principios de abril, el BCE comunicó su intención de seguir con particular atención la información económica y monetaria con vistas a evaluar su impacto en las perspectivas para el objetivo de estabilidad de precios.

Los mercados financieros españoles participaron de la pauta de mejora que se observó en el área del euro hasta mediados de marzo, así como del cambio de tono que se produjo con posterioridad. El descenso de la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo y de sus diferenciales con respecto a la referencia alemana se interrumpió a partir de esa fecha, situándose a mediados de abril algo por debajo de los niveles de finales de 2012 (en el 4,6 % y en 335 pb, respectivamente). A su vez, las primas de riesgo privado repuntaron y los índices bursátiles iniciaron una trayectoria descendente, acumulando un retroceso de un 3,1 % desde principios de año (véase gráfico 4).

Con todo, en los meses iniciales del ejercicio prosiguió la mejora de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas, la normalización de los flujos financieros con el exterior y la suavización de las condiciones para la captación de fondos por parte del Tesoro, que realizó emisiones de deuda por importes elevados y a menor coste. No obstante, los tipos de interés bancarios se mantienen en niveles elevados y las condiciones de financiación bancaria de los hogares y las sociedades continúan siendo estrictas, con lo que el sector privado sigue sometido a una presión financiera significativa, lo que constituye una causa adicional de retraimiento del gasto interno.



FUENTE: Comisión Europea.

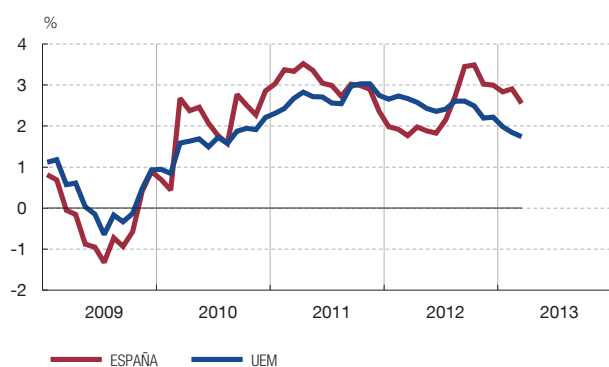
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

En los meses iniciales de 2013, los planes de gasto de las familias y las decisiones de inversión de las empresas acusaron nuevamente el mantenimiento de un entorno financiero complicado y de un clima de incertidumbre que afecta sobre todo a las perspectivas del mercado laboral. Con este trasfondo, se estiman descensos de los distintos componentes de la demanda interna en el primer trimestre, aunque, por lo general, de cuantía inferior a los que se observaron en los meses finales de 2012.

El consumo de los hogares suavizó su ritmo de contracción en el primer trimestre, influido por la reversión de los factores con impacto transitorio que lo habían lastrado al concluir 2012 (elevación de la imposición indirecta y supresión de la paga extraordinaria de los empleados públicos). Sin embargo, la reducida capacidad de ahorro de las familias en un contexto de descenso de la renta disponible, caída de la riqueza, persistencia de un panorama laboral incierto y elevado endeudamiento deja poco margen para la recuperación del consumo a corto plazo. A su vez, la inversión residencial moderó levemente su perfil contractivo. A pesar de que el número de transacciones de vivienda repuntó transitoriamente como consecuencia de los últimos cambios en el tratamiento fiscal, la demanda sigue mostrando gran debilidad y persiste un elevado volumen de las mismas sin vender. Los pasivos de las familias intensificaron su ritmo de caída hasta febrero, con un descenso en términos de la tasa interanual del crédito del 3,9 %, por el comportamiento tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como de los destinados a consumo y otros fines (con retrocesos del 3,7 % y 4,8 %, respectivamente). Según los datos de avance, la disminución de la deuda de los hogares habría permitido prolongar en estos primeros meses del año la pauta de moderada reducción de la ratio de endeudamiento del sector.

En el ámbito empresarial, el gasto en inversión habría continuado descendiendo, aunque a un ritmo menor, debido a cierta mejora de la confianza empresarial y al mantenimiento de las ventas al exterior. De este modo, en los primeros meses del año tanto la inversión en equipo como la realizada en otras construcciones habrían moderado su caída, tras el significativo retroceso registrado a finales del año pasado. La deuda de las sociedades intensificó su ritmo de contracción hasta febrero, con un descenso interanual del 7,1 %, frente al 6,2 % registrado a finales del ejercicio anterior. Según los datos de avance, la ratio de endeudamiento de las empresas habría prolongado igualmente la trayectoria descendente de los últimos años.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



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

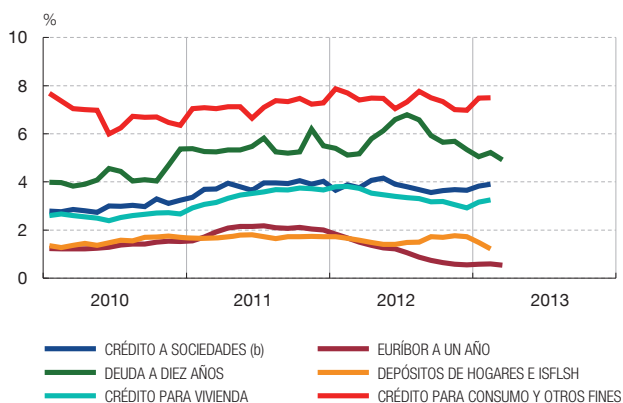
a Tasas de variación interanual.

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

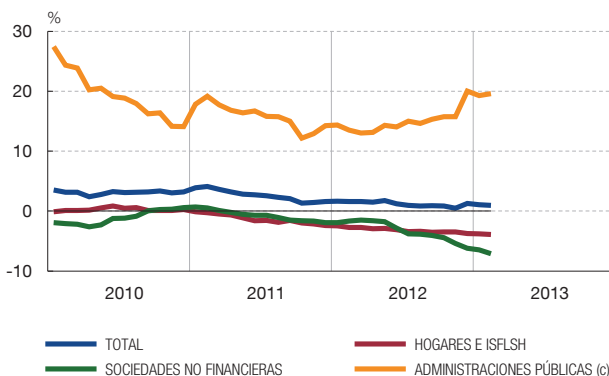
Por lo que se refiere a los intercambios con respecto al resto del mundo, la contribución positiva de la demanda exterior neta al avance del PIB se moderó en los tres primeros meses de este año, hasta situarse en 0,3 pp del PIB (1,2 pp en el último trimestre de 2012). Este dato reflejó el menor descenso de las importaciones, ya que las exportaciones se recuperaron, aunque las ventas a la zona del euro mantuvieron una tónica de debilidad. La información disponible sobre el déficit comercial marca una nueva reducción, en los dos primeros meses del año, que alcanza el 37 %, lo que sería compatible con la prolongación del ajuste del desequilibrio exterior en 2013, tal y como se estableció en el Informe de Proyecciones, publicado en el *Boletín Económico* del pasado mes.

Por su parte, a lo largo del mes marzo se han conocido las cifras definitivas referidas a la cuenta de las AAPP para 2012. Las necesidades de financiación del sector se elevaron al 10,6 % del PIB, algo más de 1 pp del PIB, superiores a las registradas en 2011, aunque debe tenerse en cuenta que la cifra de 2012 incluye el impacto derivado de las ayudas a instituciones financieras, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital en una cuantía de 38,3 mm (3,7 % del PIB). Si se descuenta este efecto, con impacto temporal sobre el déficit, el desequilibrio público habría ascendido al 7 % del PIB, 2 pp inferior al registrado en 2011. La cifra de cierre definitiva es ligeramente superior a la que anticipó provisionalmente el Gobierno a finales de febrero (10 % del PIB), debido, sobre todo, a la modificación del criterio seguido en la contabilización de las devoluciones de impuestos (con un impacto en el déficit en torno a 0,3 pp de PIB) y al hecho de que se haya retrasado hasta 2013 la contabilización de las pérdidas que asumirán los tenedores privados de productos híbridos en el proceso de recapitalización de las entidades concernidas, lo que incrementa el impacto en el déficit de las ayudas públicas otorgadas al sector bancario en 2012 (en un importe de 0,3 pp de PIB adicionales). Con todo, el esfuerzo fiscal realizado en 2012 ha sido de gran intensidad, como muestra la magnitud del ajuste del saldo estructural realizado el año pasado (de casi 3 pp del PIB), aunque es imprescindible que continúe para situar las finanzas públicas en una posición más saneada y poder quebrar la trayectoria alcista de la ratio de deuda pública —que alcanzó el 84,2 % del PIB en 2012—, en línea con los requisitos que establece la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (véase artículo en este mismo boletín) y con los compromisos asumidos en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

TIPOS DE INTERÉS (a)



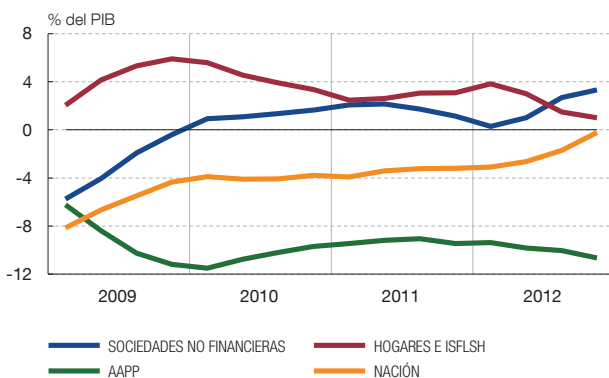
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



ACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH (Crecimiento interanual)



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

- a En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
- b Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d Datos acumulados de cuatro trimestres.

La información relativa a la ejecución presupuestaria en los meses transcurridos de este año es todavía muy escasa y no suficientemente representativa de la evolución de las distintas partidas en el conjunto del año. En todo caso, la debilidad de la recaudación en imposición indirecta (incluso cuando se descuenta el efecto de las devoluciones en las partidas afectadas) y en cotizaciones sociales ilustra acerca de la dificultad que comporta la reducción del déficit público en una situación cíclica adversa.

Por el lado de la oferta, la información disponible al comienzo de 2013 apunta a una moderación de la contracción de la actividad en los principales sectores productivos. En la industria, esta cierta mejoría podría estar vinculada al repunte de las exportaciones tras el mal registro de los meses finales de 2012 y, en los servicios de no mercado, a la reversión de los efectos que lastraron el comportamiento del consumo privado y, con él, el de determinadas actividades de servicios, como fueron las de comercio al por menor, hostelería y transporte. No se aprecian cambios relevantes en la evolución del valor añadido en el

sector de la construcción, que mantuvo, un trimestre más, la tónica contractiva de los últimos años, condicionada por la continuación del proceso de ajuste en el segmento residencial, así como por el impacto de los planes de consolidación fiscal sobre la obra civil.

Con este trasfondo, el empleo moderó solo muy levemente su ritmo de descenso en los meses iniciales de 2013, estimándose un retroceso del 4,5 % en tasa interanual. Atendiendo a la información que proporciona la estadística de afiliados, esta ralentización de la caída habría afectado a todas las ramas productivas, incluidas las de no mercado. A su vez, el ritmo de aumento del paro registrado prolongó en los primeros meses de 2013 la senda de desaceleración que había iniciado en la segunda mitad del año pasado, aunque ello puede obedecer a una cierta intensificación del efecto desánimo tras un período tan prolongado de destrucción de empleo. Por último, no se aprecian cambios significativos en la utilización de las distintas modalidades de contratación, aunque sí un cierto repunte en el peso de los contratos indefinidos, así como un nuevo impulso a los de tiempo parcial.

Parece confirmarse, en cambio, la modificación en la dinámica de los costes laborales que se empezó a detectar a lo largo de 2012, observándose una mayor respuesta de la negociación colectiva a la situación específica de las empresas y de los sectores de actividad. La información sobre convenios colectivos hasta marzo, aunque todavía adolece de baja representatividad, muestra incrementos salariales medios del 0,6 % (1,3 % en diciembre de 2012), y signos de menor inercia nominal en la negociación colectiva. Esta evolución sería compatible con el mantenimiento de incrementos prácticamente nulos de la remuneración por asalariado en el sector privado, como ocurrió en los tres últimos trimestres de 2012, una vez que se descuenta el impacto del aumento de las bases máximas de cotización aplicado desde comienzos de este año. Por el contrario, se estima un repunte de magnitud superior para la remuneración de la economía de no mercado como reflejo mecánico del descenso observado por esta variable en los meses finales de 2012, tras la supresión de la paga extraordinaria a los empleados públicos.

En todo caso, la magnitud de los retos pendientes a los que se enfrenta la economía española para iniciar una recuperación sostenible de la actividad económica, en un contexto de ajuste insoslayable de los principales componentes de la demanda interna y un débil entorno exterior, aconseja acelerar las actuaciones iniciadas en materia de reformas estructurales para asegurar que la incipiente moderación salarial se traslade en toda su extensión a los precios y ello permita intensificar las ganancias de competitividad frente al exterior.

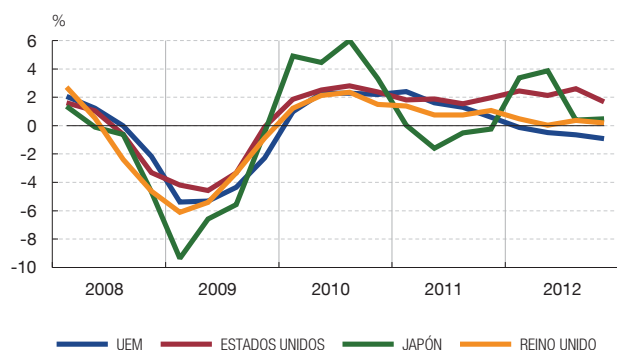
2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

En los tres últimos meses, persistió el buen tono general en los mercados financieros, destacando como aspecto novedoso una evolución más positiva en los mercados desarrollados que en los emergentes. El rebrote de las dificultades en el área del euro —en particular, la crisis de Chipre— tuvo efectos limitados, y la evolución financiera, particularmente en las economías avanzadas, resultó más favorable de lo que cabría esperar de la evolución de los fundamentos reales. A ello contribuyó el renovado tono expansivo de las políticas monetarias, marcado por los importantes cambios llevados a cabo por el Banco de Japón y que han tenido un notable impacto en los mercados bursátiles, cambiarios y de deuda en las últimas semanas. Por su parte, los indicadores económicos han mostrado algunos signos de reactivación de la actividad global, aunque manteniendo ritmos de crecimiento moderados y con notables divergencias por países. Con todo, la actividad en Estados Unidos mostró en los primeros meses de 2013 un avance mayor que el esperado, mientras que las economías emergentes mantuvieron un dinamismo elevado (véase gráfico 5).

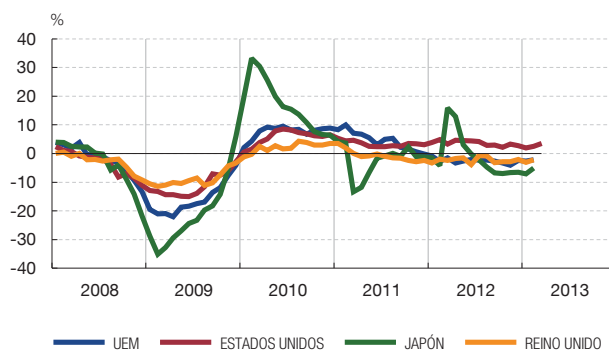
La evolución de los mercados financieros durante el primer tercio del año ha sido moderadamente positiva, especialmente en enero y febrero. Las principales plazas bursátiles acentuaron su tono positivo en un contexto de búsqueda de rentabilidad, ante unos tipos de interés reducidos. No obstante, desde principios de marzo la incertidumbre asociada al resultado de las elecciones italianas, la crisis bancaria en Chipre y otros factores de carácter idiosincrásico en algunas economías emergentes provocaron un peor comportamiento de los mercados de la zona del euro y de las regiones emergentes. En cambio, el anuncio a principios de abril del nuevo y ambicioso programa de expansión cuantitativa del Banco de Japón favoreció un rebote generalizado. Como resultado, en el período transcurrido desde comienzos de año, los principales índices bursátiles subieron en países desarrollados, mientras que los descensos de las bolsas emergentes fueron moderados, al tiempo que las rentabilidades de la deuda soberana mostraron descensos en todas las regiones avanzadas, aunque de menor magnitud en Estados Unidos y ligeras subidas en las emergentes. El volumen global de las emisiones de bonos corporativos de grado de inversión y de alta rentabilidad en los dos primeros meses del año fue el mayor desde 2009, logrando mantenerse los diferenciales de rendimiento en niveles moderados. En los mercados cambiarios se fortaleció la cotización del dólar frente a las principales divisas, en algunos casos —particularmente, el del yen— por la debilidad de este. En los mercados emergentes, tras registrarse máximos de entradas en fondos de deuda y bolsa en enero, los flujos de entrada en renta variable se redujeron, si bien se mantuvieron entradas en deuda. El ritmo de emisiones de renta fija también se desaceleró en marzo, tras marcar en enero un máximo histórico mensual. Por su parte, las materias primas mostraron una evolución estable durante la mayor parte del primer trimestre, aunque en el mes de abril se produjo un descenso más intenso, achacable a los peores datos económicos en China, entre otros factores. El precio del petróleo se situó en el entorno de los 105 dólares por barril Brent al finalizar el primer trimestre del año, descendiendo por debajo de los 100 dólares a mediados de abril, y el del oro continuó su tendencia bajista, situándose en torno a los 1.400 dólares la onza (véase gráfico 6).

En Estados Unidos, el PIB presentó una fuerte desaceleración en el cuarto trimestre de 2012, con un crecimiento del 0,4 % intertrimestral anualizado (3,1 % en el tercero), como consecuencia de la contribución negativa de las existencias y del gasto público, especialmente en la partida de defensa. En el lado positivo, destacó la recuperación de la in-

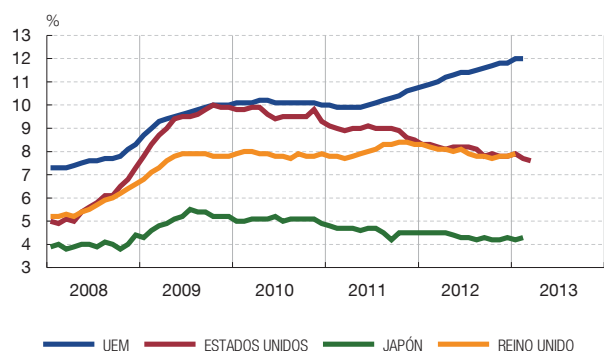
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



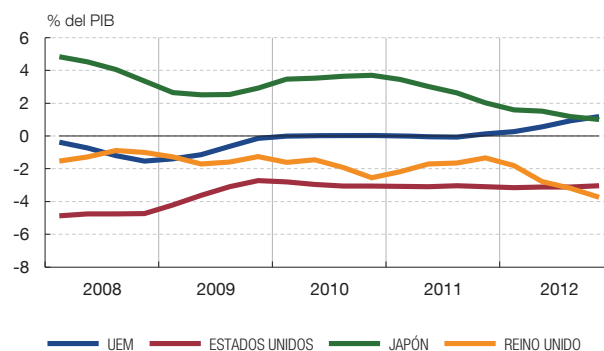
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream y Banco de España.

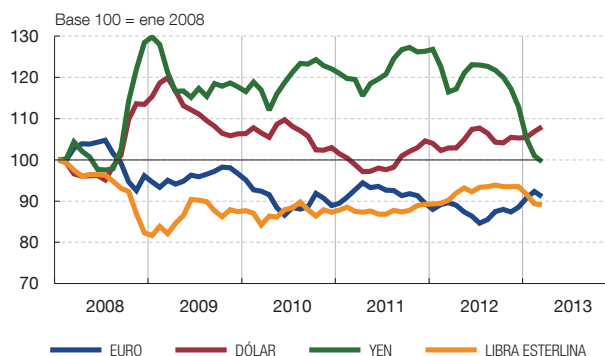
a Porcentaje de la población activa.

versión no residencial. Por el contrario, de acuerdo con los indicadores disponibles, la actividad se habría acelerado notablemente en el primer trimestre de 2013, al desaparecer el impulso negativo de existencias y gasto público; además, el consumo tendió a acelerarse, a pesar de los aumentos impositivos introducidos a principios de año y del deterioro de la confianza del consumidor, lo que plantea dudas sobre su sostenibilidad. En el mercado de la vivienda continuaron los aumentos en los precios, que se acercan a los dos dígitos en tasa interanual, en un contexto donde la oferta y demanda de viviendas mantuvieron su dinamismo. Los indicadores de confianza empresarial siguen señalando una expansión, mientras que la producción industrial se aceleró a lo largo del trimestre. En el mercado laboral, se generaron en promedio 168.000 empleos netos mensuales en el primer trimestre, frente a los 209.000 del trimestre previo, debido al dato desfavorable de marzo, mientras que la tasa de paro se redujo hasta el 7,6 %, apoyada en un descenso en la participación. La inflación se redujo hasta el 1,5 % en marzo, mientras que la inflación subyacente permaneció en el 1,9 %. En este contexto, la Reserva Federal no realizó cambios en su política monetaria, y mantuvo las compras mensuales de bonos y las referencias a las tasas de paro e inflación que guían las expectativas sobre movimientos futuros del tipo de interés oficial; no obstante, las actas denotan un incipiente debate en torno a la finalización de las compras. En el terreno fiscal, a principios de febrero se aprobó una suspensión temporal del techo de la deuda pública, hasta el 18 de mayo, y el 1 de marzo entraron en funcionamiento una serie de recortes automáticos de gasto público, conocidos como *sequestration*. Con notable retraso, el presidente presentó el anteproyecto

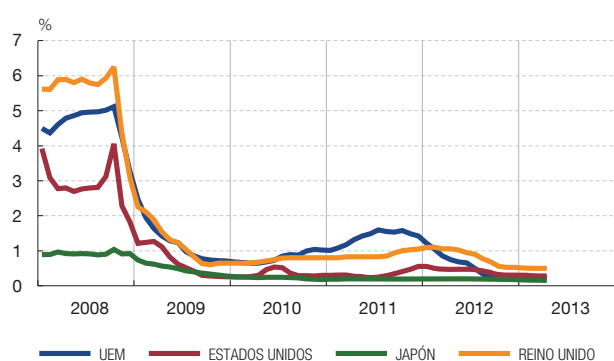
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



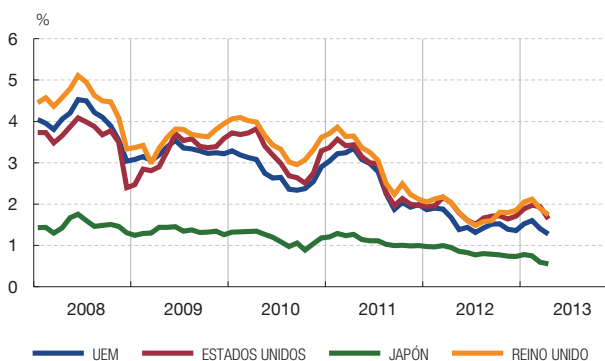
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

de Presupuesto para el año fiscal 2014, que prevé una reducción del déficit público en torno a 1,5 pp, hasta el 4,4 %.

En Japón, el PIB se mantuvo inalterado en el cuarto trimestre (crecimiento del 0,5 % interanual), como resultado de la aportación positiva al crecimiento de la demanda interna, que compensó la contribución negativa del sector exterior. Los indicadores del primer trimestre muestran una contracción de la actividad manufacturera, si bien las expectativas para los próximos meses son moderadamente favorables. En el ámbito externo, la balanza por cuenta corriente tuvo un saldo negativo en febrero, como consecuencia del abultado déficit comercial. Por su parte, la tasa de paro se incrementó en febrero una décima, hasta el 4,3 %, y se intensificó la contracción de los precios, situándose la variación del IPC en el -0,7 % interanual y la inflación subyacente en el -0,9 %. En la primera reunión del comité de política monetaria con el nuevo gobernador, el Banco de Japón modificó su estrategia de política monetaria para hacer más eficaz su lucha contra la deflación. El objetivo operativo ha pasado a ser la base monetaria, magnitud que se doblará en dos años, principalmente mediante la compra de bonos del Gobierno japonés. Esta política continuará el tiempo que sea necesario para lograr alcanzar el objetivo del 2 % de inflación de manera estable.

En el Reino Unido, el PIB registró una caída del 0,3 % intertrimestral en el cuarto trimestre de 2012 (incremento del 0,2 % en tasa interanual). El crecimiento en el conjunto de 2012 se situó en el 0,3 %, con una contribución positiva de la demanda interna (1,3 pp) y una aportación

La evolución reciente del crédito bancario en Estados Unidos y en el Reino Unido muestra un comportamiento diferenciado: mientras que en el primer caso se observa una recuperación notable, tras la contracción sufrida en los años posteriores a la crisis financiera, en el Reino Unido permanece en una situación de estancamiento (véanse gráficos 1 y 2). En este recuadro se describen los factores de oferta y de demanda detrás de esta evolución, y se detallan las recientes medidas adoptadas por parte de las autoridades del Reino Unido para mejorar el acceso al crédito bancario.

En Estados Unidos todos los segmentos de crédito muestran una evolución positiva, a pesar de la ligera desaceleración observada en los últimos meses del año pasado (véase gráfico 1). El crecimiento ha estado liderado por los préstamos a empresas, cuya tasa de variación se ha estabilizado en niveles superiores al 10 % interanual —mayores que los de los últimos años, pero por debajo de los que se observaban antes de la crisis—, al tiempo que se aprecian mejoras más tímidas tanto en préstamos al consumo como en préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda. Además, es particularmente notable la evolución de los préstamos hipotecarios no residenciales, que acumularon cinco meses de crecimientos intermensuales positivos entre septiembre de 2012 y enero de 2013, por primera vez desde el año 2008. Esta evolución responde a mejoras tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda de crédito.

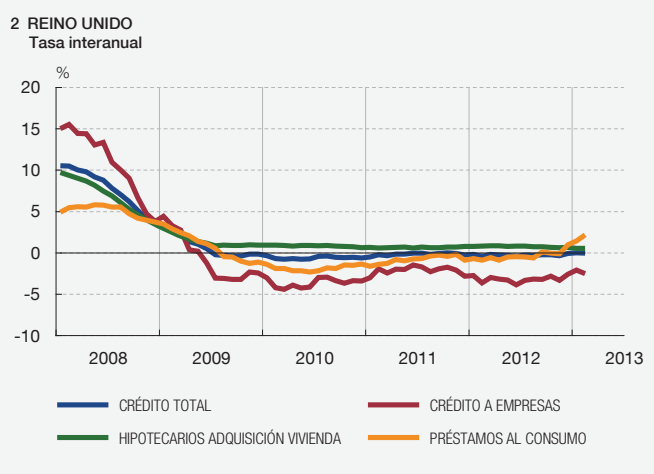
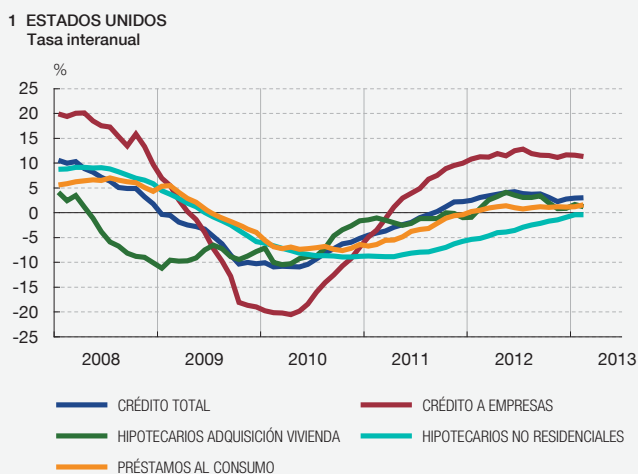
Las condiciones de crédito se han relajado de forma generalizada, según la encuesta de préstamos bancarios de la Reserva Federal (*Senior Loan Officer Opinion Survey*), siendo los factores fundamentales la creciente competencia en el sector y la búsqueda de rentabilidad. Por otro lado, según la misma encuesta, se estaría produciendo un aumento de la demanda en la mayoría de las partidas, provenientes tanto de empresas como de préstamos hipotecarios, aunque la excepción fueron los préstamos al consumo, cuya demanda se contrajo. Esta evolución no obedece tanto a medidas específicas de estímulo del crédito como a un contexto en el que, por un lado, las políticas macroeconómicas parecen haber contribuido a estimular la demanda de financiación,

al tiempo que se ha progresado significativamente en el saneamiento del sector financiero.

En el Reino Unido, por el contrario, el crédito mantiene la misma atonía que viene mostrando desde mediados de 2009. Por componentes, el crédito a empresas no financieras continúa contrayéndose, aunque a un ritmo ligeramente menor en los últimos meses (véase gráfico 2). Por otro lado, los préstamos hipotecarios presentan aumentos ligeros pero constantes, al tiempo que los préstamos al consumo han dejado de disminuir para mostrar una ligera recuperación desde diciembre de 2012.

Según la Encuesta de Condiciones Crediticias del Banco de Inglaterra (*Credit Conditions Survey*), en el primer trimestre de 2013 la disponibilidad de crédito mejoró de forma generalizada por segundo trimestre consecutivo, tanto para hogares como para empresas. Entre los factores que más contribuyeron a esta dinámica destacan un mayor apetito por el riesgo de las entidades y una perspectiva menos negativa de la situación económica. Además, el *Funding for Lending Scheme* (FLS) del Banco de Inglaterra —programa que se describe más abajo— fue ampliamente citado en las dos últimas encuestas como un factor importante en la reducción de los costes de financiación de los bancos y de los tipos de financiación de los hogares en los últimos meses. Sin embargo, según la misma encuesta, la demanda de crédito no registró mejoras significativas en el primer trimestre del año. La demanda procedente de hogares presentó ligeros aumentos tanto para la compra de vivienda como para otro tipo de créditos. Y en el caso de las empresas, se produjo una menor demanda procedente de las pequeñas y medianas y un ligero aumento en el caso de las grandes. Sin embargo, las entidades esperan que la demanda aumente en el segundo trimestre de 2013 de forma generalizada.

Cabe destacar el activismo por parte de las autoridades del Reino Unido para fomentar el acceso al crédito y contribuir a superar las restricciones de oferta. El programa FLS fue puesto en marcha por el Banco de Inglaterra en agosto de 2012 con el objetivo de dar incentivos a los bancos para mejorar la disponibilidad del crédito.



FUENTES: Datastream y Banco de España.

En concreto, se trataba de dar financiación a menor coste a los bancos para que aumentaran su saldo de crédito otorgado, proporcionándoles títulos de deuda pública fácilmente descontables, a cambio de colateral. En la misma línea, el supervisor bancario (Financial Services Authority, FSA) anunció en septiembre de 2012 cambios en los requerimientos de capital que eximen a las entidades bancarias (participantes o no en el FLS) de dotar capital adicional si aumentan el crédito neto concedido^{1,2}.

Aunque los primeros indicadores muestran que el programa FLS estaría contribuyendo a reducir los costes de financiación bancaria

1 FSA (2012), «Adjustments to FSA's liquidity and capital regime for UK banks and building societies».

2 La medida utilizada como referencia es el indicador agregado para la evaluación del programa FLS, que se diferencia del agregado tradicional (M4) en que incluye el crédito hipotecario concedido por especialistas hipotecarios, mientras que excluye la tenencia de títulos y de papel comercial a corto plazo.

y empezaría a permear en las condiciones de crédito (reducción de diferenciales aplicados a préstamos a empresas e hipotecarios), las mejoras se están produciendo a un ritmo menos rápido que el esperado inicialmente. En cualquier caso, el programa —que está destinado a eliminar posibles restricciones en la oferta del crédito y no directamente a estimular la demanda— todavía se encuentra en sus primeras fases de aplicación, por lo que es pronto para evaluar sus efectos, que, además, se verán afectados por la situación de los mercados financieros en Europa o por las novedades en torno a distintos cambios regulatorios del sector financiero.

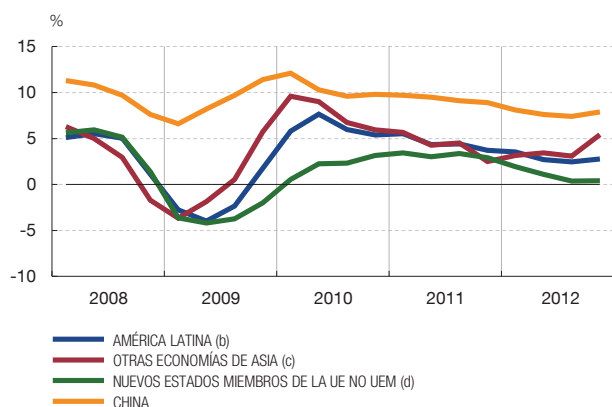
En definitiva, se observa un notable contraste entre la sólida recuperación del crédito en Estados Unidos, enmarcada en un contexto de mejoría en los fundamentos económicos y financieros, y el estancamiento en el Reino Unido, donde las autoridades han desarrollado varias medidas específicas cuya efectividad no se ha manifestado plenamente todavía, si bien se han apreciado algunos signos de reanimación en el crédito al consumo.

negativa de la externa (-0,9 pp). Los indicadores correspondientes al primer trimestre de este año ofrecen algunos signos de recuperación, con una evolución de la actividad industrial peor que la del sector servicios. El consumo privado tuvo un buen comportamiento —como apuntan los indicadores de ventas al por menor y matriculación de automóviles—, apoyados por la creación de empleo, con un mayor peso de la contratación a tiempo completo. Los resultados de la encuesta de condiciones de crédito del primer trimestre indican un aumento de la disponibilidad de crédito por parte de las entidades bancarias. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 0,5% y el saldo de su programa de compra de activos (375 mm de libras), señalizando una posición más tolerante con las desviaciones prolongadas, pero consideradas transitorias, de la inflación con respecto del objetivo del 2%. De hecho, la inflación aumentó hasta el 2,8% a finales del primer trimestre, y se prevé que se mantenga elevada. El Gobierno británico ha respaldado este enfoque, y ha solicitado al banco central una valoración de las estrategias de política monetaria orientadas a guiar las expectativas de tipos de interés (*forward guidance*).

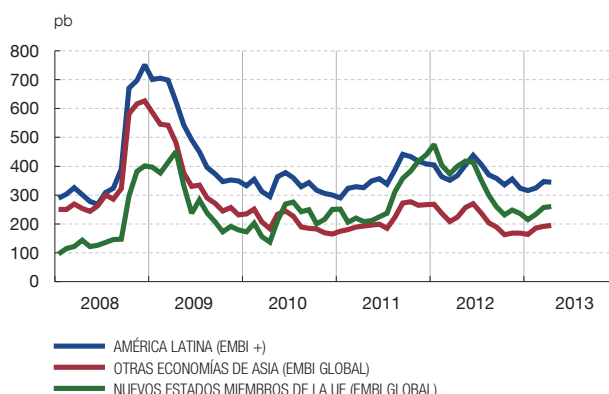
En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció un 0,1% interanual en el cuarto trimestre de 2012, por debajo del 0,8% del tercero. Con la salvedad de las economías bálticas, la debilidad fue generalizada, destacando las contracciones observadas en Hungría y en la República Checa. Los datos disponibles para el primer trimestre comenzaron con un tono algo más favorable, si bien los de marzo apuntan a un nuevo debilitamiento. Por su parte, la inflación en la región se ha reducido, situándose en marzo en el 1,9% interanual. Los bancos centrales mantuvieron el tono acomodaticio de la política monetaria, con reducciones de los tipos oficiales en Hungría y Polonia (de 75 pb, hasta el 5% y el 3,25%, respectivamente). Finalmente, cabe destacar la solicitud formal por parte de Letonia del examen de convergencia, para la posible adopción del euro en 2014.

En China, el PIB aumentó un 7,7% interanual en el primer trimestre, tras el 7,9% registrado en el último de 2012. Los indicadores de alta frecuencia siguen sugiriendo una recuperación a tasas algo más moderadas que en el pasado. En el conjunto del trimestre destacaron la

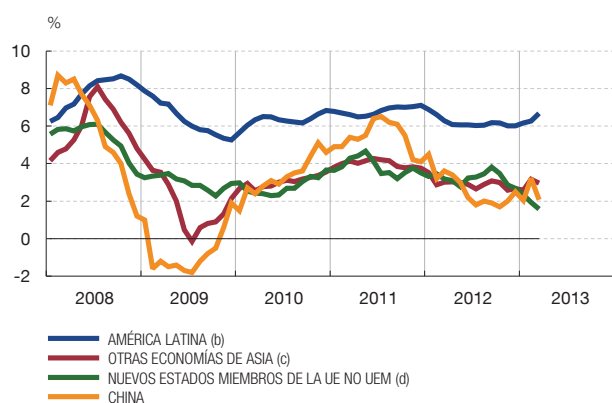
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



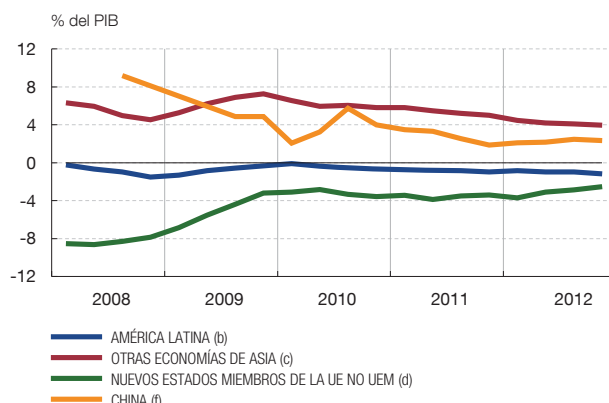
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



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

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.
- f Datos anuales hasta 2009.

sensible mejora del sector exterior, el fuerte aumento del crédito (tanto del segmento bancario como del no bancario) y el repunte de los precios de la vivienda; en los dos últimos casos, se adoptaron medidas para su contención. Por su parte, la inflación se redujo en marzo del 3,2 % al 2,1 %. En este contexto, el Banco Popular de China introdujo nuevas operaciones de mercado abierto, para facilitar la liquidez del mercado interbancario, y en el plano fiscal se aprobó un plan encaminado a favorecer la redistribución de rentas. En el resto de Asia emergente, la tasa de crecimiento interanual del PIB del área aumentó en el cuarto trimestre de 2012 hasta situarse en el 5,1 % (4,3 % en el trimestre precedente), de forma que la expansión en el conjunto de 2012 se situó en el 4,6 % (5,7 % en 2011). En cuanto a la evolución reciente de la actividad, se aprecia cierta mejora de la producción industrial (salvo en Singapur y Corea del Sur) y de las exportaciones. La tasa de inflación interanual se moderó en el primer trimestre en las principales economías de la región. En este contexto, las políticas monetarias no presentaron variaciones de los tipos de intervención, excepto en la India, donde se redujeron en marzo en 25 pb (véase gráfico 7).

En América Latina, el PIB regional creció un 0,9 % intertrimestral en el cuarto trimestre de 2012, cuatro décimas más que en el trimestre previo, mientras que la tasa interanual se situó en el 2,8 %. En el conjunto del año, el PIB creció un 2,9 % (4,5 % en 2011). Los indicadores del primer trimestre apuntan hacia una continuidad de la dinámica sólida en Chile y Perú, y a una recuperación gradual en Argentina y Brasil, países que venían mostrando un pulso más débil. La inflación del área ha aumentado desde comienzos de año, situándose en el 6,7 % en marzo, debido, fundamentalmente, al repunte en Brasil. De los cinco países que mantienen objetivos de inflación, este país es el único donde se aprecian tensiones inflacionistas, lo que ha llevado al Gobierno a reducir impuestos sobre alimentos y al banco central a elevar su tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 7,50 %, después de un prolongado ciclo de descenso, que finalizó en octubre. Por el contrario, el banco central de México redujo el tipo de interés, por primera vez desde 2009, hasta el 4 %, y el de Colombia lo volvió a rebajar, hasta el 3,25 %, en un contexto de apreciación de su moneda. Este factor, que también se observa en Chile y en Perú, ha llevado a intervenciones en los mercados de cambios y a la adopción de medidas macroprudenciales en algún país. Además, en Colombia y en México se han anunciado reformas de carácter estructural y de apoyo al crédito, para impulsar el crecimiento. Por su parte, en Venezuela el Gobierno ha puesto en marcha un nuevo sistema de subasta de dólares, tras la devaluación realizada en febrero. Finalmente, en Argentina se volvieron a endurecer los controles de capital y se aplicaron nuevos controles de precios.

3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

En el primer trimestre de 2013 se ralentizó el proceso de corrección de los indicadores de tensión financiera que se había iniciado el verano pasado, cuando el Banco Central Europeo anunció su nuevo programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC). Esta ralentización fue consecuencia de las incertidumbres en torno a la situación política creada en Italia tras las elecciones de finales de febrero y, sobre todo, de las serias dificultades que surgieron para alcanzar un acuerdo de asistencia financiera con Chipre (véase recuadro 2), incluido el potencial de contagio de algunos de los elementos que se barajaron durante la negociación de ese acuerdo. Con todo, en esta ocasión el alcance del contagio ha terminado siendo relativamente moderado, al menos a corto plazo, y no se han producido fenómenos de inestabilidad financiera severa. Pero estos episodios constituyen un recordatorio de la fragilidad de la situación y de las dificultades que todavía jalonan el complejo proceso de recuperación de la estabilidad financiera en el área del euro.

El alivio de las tensiones financieras de los últimos meses no se ha reflejado en una relación paralela de las condiciones de financiación a las que han de hacer frente las empresas no financieras y las familias, ni se ha visto acompañado tampoco por una mejora de las perspectivas económicas del área. Los indicadores más recientes sugieren una prolongación en el primer trimestre del año de la recesión iniciada a finales de 2011, si bien el ritmo de contracción de la actividad se ha visto posiblemente aminorado en relación con el último trimestre de 2012. Más a medio plazo, las predicciones disponibles apuntan que la actividad del área volverá a contraerse ligeramente en la media de 2013, si bien en un contexto de recuperación en la segunda parte del año, sustentado en la mayor fortaleza de la demanda exterior, el carácter acomodaticio de la política monetaria y la continuación del proceso de normalización de las condiciones financieras (véase recuadro 3). No obstante, la recuperación será solo modesta, condicionada por las necesidades de consolidación fiscal, el elevado endeudamiento —tanto público como privado— y las condiciones financieras excesivamente estrictas que afectan a los países más vulnerables del área. Los acontecimientos recientes en Italia y en Chipre han incrementado, por otra parte, la incertidumbre que rodea a este escenario y han acentuado los riesgos a la baja a los que está sometido.

La inflación de la zona del euro siguió reduciéndose, hasta situarse en el 1,7 % en marzo. En la coyuntura actual de notable debilidad de la actividad y de firme anclaje de las expectativas de inflación, no resulta previsible que surjan tensiones inflacionistas subyacentes en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Así, en sus reuniones a lo largo del trimestre, el Consejo de Gobierno del BCE dejó inalterados los tipos de interés y aseguró que mantendrá el tono acomodaticio de su política monetaria y las subastas a tipo fijo con adjudicación plena el tiempo que sea necesario. Tras su reunión de principios de abril, el BCE indicó también que realizaría un seguimiento muy atento de la información económica y monetaria que fuera surgiendo en las siguientes semanas, con vistas a evaluar su posible impacto sobre su objetivo de estabilidad de precios.

Avanzar con decisión en el camino hacia una unión monetaria más integrada, al tiempo que se realizan las reformas estructurales necesarias en el ámbito de los países miembros es esencial para la superación de la crisis del área del euro. En este sentido, en febrero se completó el paquete legislativo que debe asegurar un marco más sólido de gobernanza fiscal. Por su parte, la Comisión presentó en marzo propuestas para mejorar la *coordinación*,

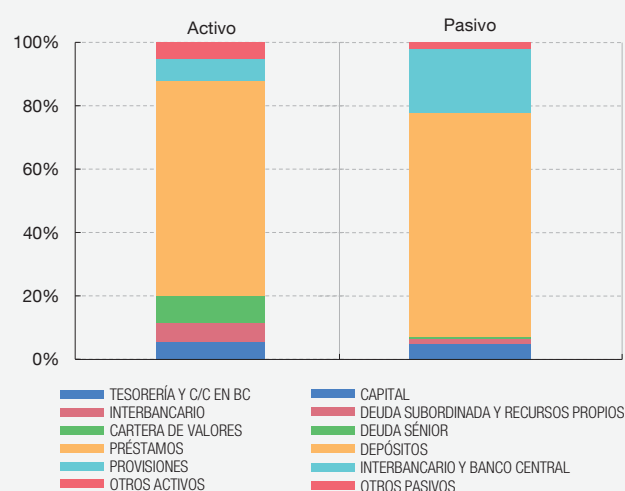
El 25 de marzo de 2013, el Eurogrupo alcanzó un acuerdo con Chipre sobre las características principales del programa de asistencia financiera y ajuste macroeconómico. El acuerdo tenía lugar tras un primer intento fallido la semana precedente que desafortunadamente ponía en cuestión la prelación de los depósitos asegurados y que fue rechazado por el Parlamento chipriota, que decretó el cierre de las entidades hasta que se resolviera el grave problema de inestabilidad creado.

Las dificultades financieras de Chipre no eran nuevas. El país había perdido su acceso a los mercados en 2011, lo que obligó al Gobierno a pedir un préstamo de 2,5 mm de euros a Rusia. Posteriormente, el Gobierno solicitó formalmente asistencia financiera al Eurogrupo en junio de 2012. El proceso de negociación con Chipre ha sido inusitadamente largo —transcurrieron nueve meses desde la solicitud de asistencia financiera hasta su aproba-

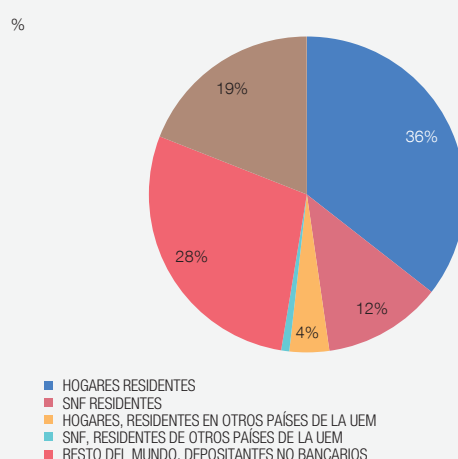
ción— y complejo, debido a las singularidades del caso, muy condicionado por un sector bancario sobredimensionado cuyas dificultades —derivadas, por una parte, del fin de una burbuja inmobiliaria alimentada por entradas de depósitos de no residentes y, por otra, de la excesiva exposición a Grecia— pusieron en cuestión la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Las medidas acordadas tienen un doble objetivo: la estabilización del sistema financiero y garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. El programa de asistencia proporciona a Chipre un préstamo con condicionalidad por un importe de 10 mm de euros para que el país pueda cubrir sus necesidades de financiación mientras toma las medidas necesarias para sanear su economía, y que no se podrá destinar a la recapitalización de las entidades más dañadas, Laiki y Bank of Cyprus. Está previsto que el FMI aporte 1 mm de euros al programa.

1 BALANCE DE LOS TRES MAYORES BANCOS EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2012 (a)



2 DEPÓSITOS BANCARIOS DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO. SALDO EN FEBRERO DE 2013



3 INDICADORES MACROECONÓMICOS (b)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Inflación	1,9	2	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1
Precio de la vivienda				22,1	16,9	-4,6	-1,3	-4,1	
PIB real	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,5	-2,4
Tasa de desempleo	4,6	5,4	4,5	3,9	3,7	5,4	6,3	7,9	11,9
Balanza corriente (% del PIB)	-5,0	-5,9	-7,0	-11,8	-15,6	-10,7	-9,9	-10,4	
Activos bancarios (% del PIB)		401	466	525	651	807	744	716	700
Crédito al sector privado			11,2	23,7	30,9	8,6	6,7	7,6	4,9
Endeudamiento del sector privado (% del PIB)	168	204	200	221	242	262	278	288	
Deuda pública (% del PIB) (c)	71	69	65	59	49	59	61	71	
Déficit (% del PIB) (c)	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3	

FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat, Comisión Europea, Banco Central de Chipre y Ministerio de Finanzas de Chipre.

a Bank of Cyprus, Cyprus Popular Bank (Laiki) y Hellenic Bank Group.

b Tasa de variación interanual, salvo indicación.

c Procedimiento de Déficit Excesivo.

No se conocen todavía los detalles de la condicionalidad macroeconómica del programa, si bien es razonable pensar que incluirá esfuerzos de consolidación fiscal significativos, más allá de las medidas ya implementadas tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos, con el objetivo de que el país pueda alcanzar los superávits primarios necesarios para reducir las elevadas ratios de deuda y hacer retornar las finanzas públicas a una senda sostenible. Para complementar estos esfuerzos, se prevén un nuevo impulso a las reformas estructurales, la privatización de empresas públicas, reformas adicionales del sistema de pensiones que aseguren su sostenibilidad y la eliminación de la indexación de los salarios públicos.

Bajo las condiciones del programa, el sistema bancario será sometido a una profunda reestructuración, que tiene por objetivo reducir su dimensión a la mitad y aproximarla en términos del PIB a la media de la UE en cinco años. En primer lugar, Laiki Bank —segunda entidad del país— será liquidado tras la venta de su negocio en Grecia, con la participación plena de accionistas, tenedores de bonos y depositantes no asegurados en las pérdidas, que se prevén muy elevadas por el importante déficit de capital existente. Los depósitos asegurados y la liquidez de emergencia (ELA) otorgada por el Banco Central de Chipre se han transferido a Bank of Cyprus, mientras que los depósitos que exceden 100.000 euros permanecen en un «banco malo».

Bank of Cyprus, que ha vendido también sus sucursales griegas, será sometido a un plan de reestructuración y recapitaliza-

ción, con el objetivo de alcanzar una ratio de capital del 9 %. El mecanismo de recapitalización previsto contempla la conversión de deuda —tanto subordinada como sénior— en acciones y una contribución significativa de depositantes no asegurados. En concreto, el 37,5 % de los saldos que excedan de 100.000 euros en la posición total de cada cliente en depósitos, deducidos los préstamos y líneas de crédito, se transformaría en acciones, mientras que otro 22,5 % se congela y podrá, si fuera necesario, convertirse también en capital, de forma que hasta el 60 % podrá dedicarse a absorber pérdidas. El Eurosistema garantizará la provisión de liquidez a Bank of Cyprus, siempre que su solvencia esté asegurada.

Para limitar el riesgo de retiradas masivas de depósitos y huidas de capitales una vez terminado el cierre temporal de los bancos decretado por el Gobierno, se han establecido —por vez primera en un país de la UE— restricciones a la retirada de fondos y controles estrictos a las salidas de capitales. Los límites cuantitativos a partir de los cuales se requiere autorización administrativa han ido relajándose progresivamente a la vista de la evolución de las condiciones, mientras que se mantienen las restricciones relativas a pagos con cheques. Según la regulación comunitaria, estas medidas —contrarias al libre movimiento de capitales e incompatibles con el concepto de una unión monetaria— han de ser temporales, proporcionales y no discriminatorias, por lo que es esencial que se deroguen con urgencia tan pronto como las circunstancias lo permitan.

convergencia y ejecución de las políticas estructurales, y en abril publicó los resultados de sus análisis exhaustivos en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, que señalan a España y a Eslovenia como economías que deben acelerar dichas reformas, por presentar desequilibrios excesivos. Finalmente, la presidencia irlandesa anunció a finales de marzo la existencia de un acuerdo político provisional con el Parlamento Europeo en torno a la creación del Mecanismo Único de Supervisión, que constituye una pieza fundamental de la proyectada Unión Bancaria. Resulta imprescindible que se den los pasos adicionales necesarios para cumplir los compromisos adquiridos en la cumbre europea de junio de 2012, donde se identificó la necesidad de romper los canales de retroalimentación existente entre riesgo soberano y bancario y poner fin así a la actual fragmentación de los mercados financieros. Los próximos meses serán claves para determinar si existe el grado de ambición suficiente en el diseño del resto de elementos de la Unión Bancaria esenciales para lograr dicho objetivo, que incluyen una autoridad única y un fondo común de resolución, así como un marco de gestión de crisis eficiente y creíble, que permita actuar con rapidez para minimizar los costes de resolución de entidades y que establezca reglas claras para la distribución de las pérdidas entre los acreedores.

3.1 Evolución económica De acuerdo con la estimación final de la Contabilidad Nacional correspondiente al cuarto trimestre de 2012, el PIB del área del euro se contrajo un 0,6 % en relación con los tres meses anteriores (véase cuadro 2). El retroceso del producto reflejó la evolución negativa

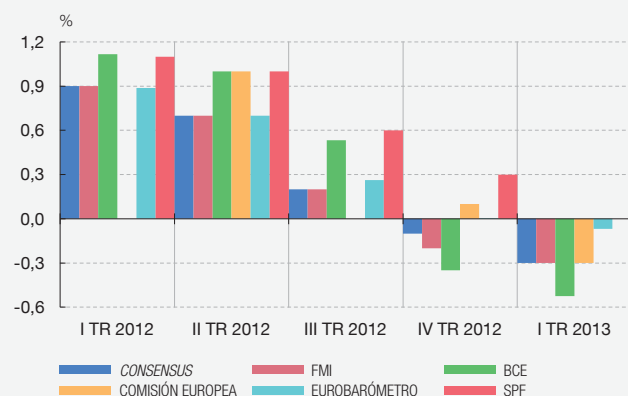
El retroceso de la actividad económica a lo largo del año pasado dejó a la zona del euro inmersa en una nueva recesión, que ya es similar en duración a la gran depresión de 2008-2009 y un trimestre más larga que la recesión de principios de los noventa, aunque todavía es menor en cuanto a su profundidad. La caída acumulada del producto hasta la actualidad ha sido del 1,2 %, magnitud muy inferior al 5,8 % registrado hace cuatro años, pero que se acerca al 1,8 % de 1992-1993. La recesión corriente comienza, sin embargo, en un momento en que ni siquiera se habían recuperado los niveles de renta previos a la recesión de 2008-2009. A lo largo del año pasado, el progresivo deterioro de la situación económica y financiera se vio reflejado en las sucesivas revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento para el año 2013 por parte de organismos públicos y privados. Como se observa en el gráfico 1, las proyecciones para el conjunto del año fueron relativamente favorables hasta el tercer trimestre, apoyadas en una gradual normalización de las condiciones financieras y en la recuperación de la demanda externa y de la competitividad, todo ello en un entorno de política monetaria acomodaticia y de moderación de los precios de las materias primas. Sin embargo, el nuevo brote de la crisis del área del euro durante el verano llevó a una marcada corrección a la baja de las

perspectivas de crecimiento, hasta situarse a finales de año en territorio claramente negativo.

La publicación el pasado febrero, por parte de Eurostat, del avance de la Contabilidad Nacional de la zona del euro para el cuarto trimestre de 2012, con un retroceso intertrimestral del PIB del 0,6 %, empeoró aún más dichas expectativas, por el fuerte efecto base que tuvo sobre la tasa de crecimiento para el conjunto de este año. Sin embargo, no acarrió una revisión a la baja del perfil trimestral, ya que la mayoría de los analistas parece haber asumido que el dato de crecimiento, mucho peor de lo esperado, respondía en buena medida a factores de naturaleza transitoria, a pesar de que continuaba una tendencia que se había ido generalizando por países y por componentes del gasto.

El empeoramiento de las perspectivas sobre la evolución de la actividad en el año 2013 tuvo un carácter generalizado por países. Como se observa en el gráfico 2, se pasó, de esperar el verano pasado que el retroceso de la actividad se limitaría a los países más afectados por la crisis de deuda soberana (los sujetos a programa, más España e Italia), a prever a principios de este año que afectaría a todos los de

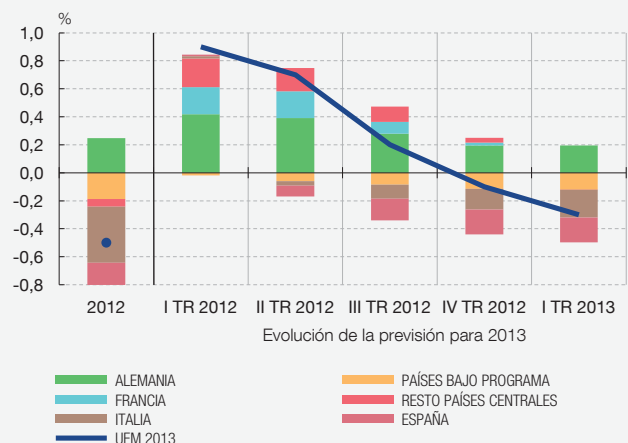
1 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES ANUALES DEL PIB PARA 2013



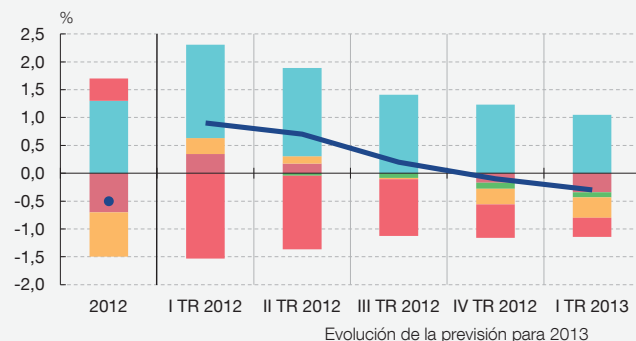
2 COMPARACIÓN DE LAS PREVISIONES TRIMESTRALES DEL PIB

	Error prev.	Revisión de la previsión para 2013 tras la publicación del PIB IV TR 2012				Última previsión intertrimestral para 2013			
		IV TR 2012	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
CE	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3
CONSENSUS	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
EUROBARÓMETRO	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2
EUROFRAME	-0,6	0,2	--	--	--	0,3	0,1	--	--
IFO-INSEE-ISAE	-0,2	0,0	-0,1	--	--	0,0	0,1	0,2	--
REUTERS	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,2

3 EVOLUCIÓN DE LAS CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB PARA 2013 POR PAÍSES. CONSENSUS



4 EVOLUCIÓN DE LAS CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB PARA 2013 POR EL LADO DEL GASTO. CONSENSUS



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Consensus, Eurobarómetro, EuroFrame, Fondo Monetario Internacional, IFO-INSEE-ISAE, Reuters y SPF.

la UEM, excepto Alemania. La media de las predicciones de analistas privados que publica *Consensus Economics* anticipa que esta situación continuará en el primer trimestre de 2013, extendiéndose en los casos de España y de Italia al conjunto del primer semestre.

La revisión a la baja del crecimiento esperado para el año en curso también se hizo extensiva a todos los componentes del gasto. Según el gráfico 3, a mediados de 2012 se esperaba para el año siguiente una aportación positiva de todos los componentes de la demanda, mientras que en marzo la única contribución positiva venía del sector exterior. Es decir, la previsión actual para el conjunto del año muestra una composición muy similar al dato publicado para el año anterior.

En la actualidad, la mayoría de organismos internacionales y analistas privados esperan una recuperación, aunque modesta, de la actividad en la UEM a partir de la segunda mitad del año 2013, apoyada en la recuperación de la demanda mundial, el tono acomodaticio de la política monetaria y la normalización progresiva de las condiciones financieras en un entorno de mayor estabilidad. No obstante, el carácter tan generalizado del retroceso experimentado a finales de 2012, la incertidumbre en torno a la situación política en Italia y al impacto del rescate a Chipre, así como un cierto empeoramiento de los indicadores coyunturales durante las últimas semanas, habrían aumentado la incertidumbre en torno a este escenario y acentuado los riesgos a la baja.

de la demanda interna y de las exportaciones. En términos de contribuciones, la primera —excluidas las existencias— detrajo 0,5 pp a la variación del PIB, mientras que la demanda exterior neta tuvo una aportación nula, ya que la disminución de las importaciones compensó la evolución desfavorable de las exportaciones. La caída del PIB se extendió a todas las ramas productivas y fue compartida por la mayor parte de los países del área del euro.

En el promedio del año, el PIB se redujo un 0,5 %, frente al crecimiento del 1,5 % del año anterior. La demanda interna tuvo una fuerte aportación negativa a la variación del PIB, contrarrestada parcialmente por la de la demanda exterior neta, como consecuencia, en gran parte, de la caída de las importaciones, ya que las exportaciones se ralentizaron. Los países más afectados por la crisis del área, con la excepción de Irlanda, sufrieron una profunda recesión en 2012, con fuertes retrocesos del consumo y de la inversión, mientras que las exportaciones siguieron creciendo. La contracción se extendió también, aunque con un tono más moderado, a otros países que presentan desequilibrios según el *Informe sobre el Mecanismo de Alerta* publicado a finales de 2012, como son Bélgica, Finlandia, Francia y Holanda. En Alemania y en Austria la actividad también se desaceleró, pero experimentó un crecimiento anual positivo (véase gráfico 8).

Según los datos de la Contabilidad Nacional, el empleo se redujo un 0,3 % en la última parte de 2012 respecto a los meses del verano. En el promedio del año, cayó un 0,7 % y la productividad del trabajo apenas varió. Los costes laborales se aceleraron, a pesar de que el crecimiento de la remuneración por asalariado fue leve. En línea con el debilitamiento de la demanda interna, los márgenes brutos de explotación se contrajeron, lo que contribuyó a contener los precios finales, por lo que el deflactor del PIB aumentó por debajo de los costes laborales unitarios (véase gráfico 8).

En el primer trimestre del año en curso, los indicadores económicos se mantuvieron en niveles bajos, si bien experimentaron, en media, una mejora con respecto al nivel observado en los últimos meses de 2012, que se fue desvaneciendo a medida que avanzaba el trimestre (véase gráfico 9). Desde el lado de la oferta, la producción industrial dejó de caer en la media de enero y febrero. Los indicadores de confianza de la industria y los servicios elaborados por la Comisión Europea y los índices PMI registraron un incremento en el

	2011		2012				2013	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6		
Consumo privado	0,3	-0,7	-0,2	-0,5	-0,2	-0,5		
Consumo público	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,1		
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,5	-1,4	-1,6	-0,8	-1,2		
Importaciones	0,5	-1,2	-0,4	0,6	0,1	-0,9		
Exportaciones	1,3	0,0	0,5	1,7	0,9	-0,8		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,0	-0,5	-0,4	-0,7	-0,3	-0,5		
Variación de existencias	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,1		
Demanda exterior neta	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,0		
PIB (tasa de variación interanual)	1,3	0,6	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,3	-1,5	-0,6	-0,5	0,1	-2,1	-0,1	
Sentimiento económico	99,3	94,5	95,4	92,4	87,4	87,0	90,2	
PMI compuesto	50,3	47,2	49,6	46,4	46,3	46,5	47,7	
Empleo	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3		
Tasa de paro	10,2	10,6	10,9	11,3	11,5	11,8	12,0	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	3,0	2,7	2,7	2,4	2,6	2,2	1,7	
IPRI	5,7	4,5	3,9	2,3	2,9	2,2	1,3	
Precio del petróleo (valor en dólares)	114,8	108,7	126,8	95,7	113,2	110,9	109,6	104,3
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,0	4,1	3,3	3,4	2,3	2,1	3,0	2,8
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-2,06	-2,17	-1,12	-1,81	-0,72	-0,36	-1,17	-1,13
Tipo de cambio dólar/euro	1,350	1,294	1,336	1,259	1,293	1,319	1,281	1,312
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	0,7	-2,1	0,9	-2,4	-2,3	-0,4	0,2	1,8
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-22,0	-17,1	6,9	-2,2	5,9	13,8	-0,5	-2,3

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

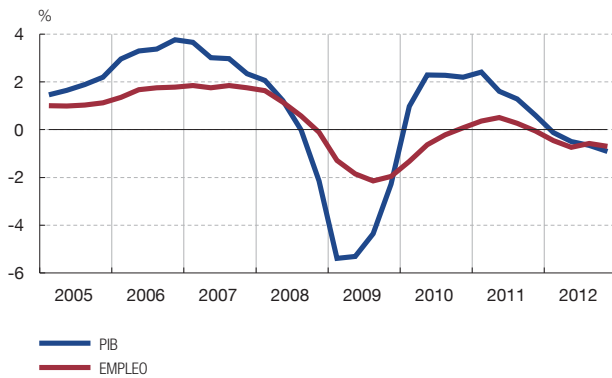
a Información disponible hasta el día 19 de abril de 2013.

b Variación porcentual acumulada en el año.

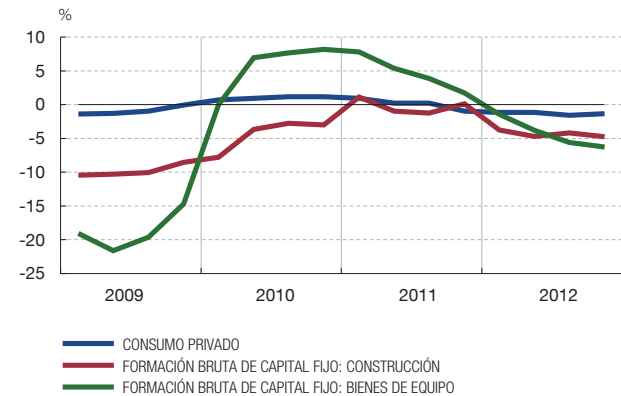
promedio de los primeros meses de 2013 respecto al último trimestre del año, pero tras perder fuerza en febrero terminaron retrocediendo en marzo.

Los indicadores de demanda, todavía muy incompletos, mostraron cierta estabilización en los niveles reducidos de los últimos meses de 2012. Las ventas al por menor apenas crecieron en la media de enero y febrero, y los indicadores de confianza de los consumidores de la Comisión Europea, que habían repuntado en enero, se estabilizaron en febrero y marzo muy por debajo de sus niveles a largo plazo. La debilidad de la renta real disponible (muy erosionada por la caída del empleo y, en algunos países, por los recortes salariales en el sector público) y los aumentos de impuestos ante la necesidad de reducir los déficits presupuestarios están afectando notablemente al consumo privado. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, la valoración de la cartera de pedidos de la industria retrocedió en marzo lo que había avanzado en enero y febrero, mientras que el grado de utilización de la capacidad productiva mejoró ligeramente en el primer trimestre del año, pero se encuentra en unos niveles que sugieren una actividad inversora muy tenue,

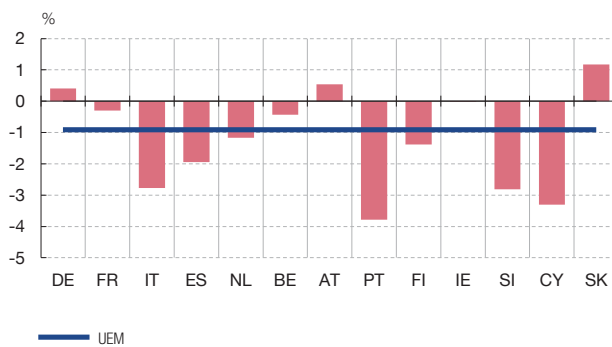
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



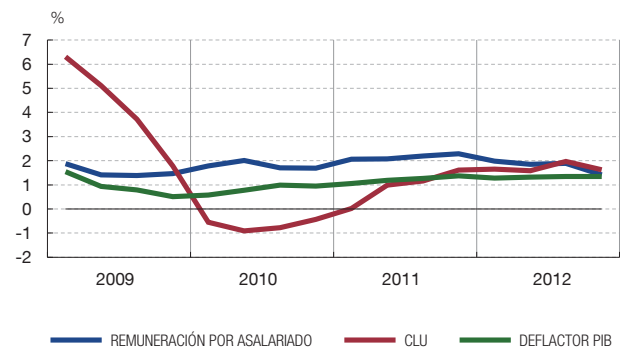
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Cuarto trimestre de 2012



SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual

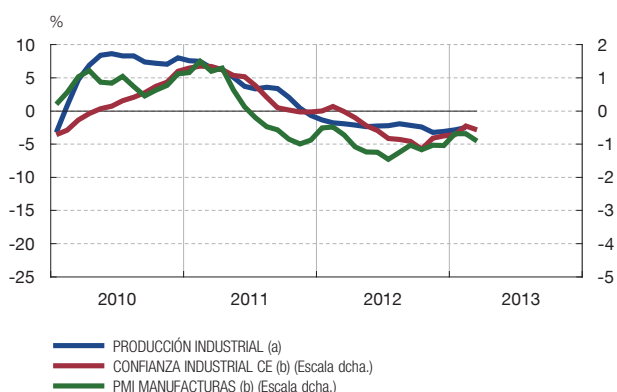


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

afectada por el entorno de elevada incertidumbre y demanda muy débil. Por último, las exportaciones de bienes volvieron a crecer a principios del año, en línea con la mayor fortaleza del comercio mundial y con lo que avanzaban para el primer trimestre los indicadores de expectativas de exportación y, en menor medida, la cartera de pedidos exteriores en la industria.

En definitiva, la información coyuntural más reciente sugiere que el PIB continuó contrayéndose en los primeros meses de 2013, aunque a un ritmo menor que el de la última parte del ejercicio anterior. Más a medio plazo, la recuperación que los diferentes organismos internacionales y la mayoría de analistas privados anticipan para la segunda parte del año vendrá impulsada por el tono acomodaticio de la política monetaria, por la mayor fortaleza del comercio mundial y por el necesario afianzamiento de la confianza a medida que se avance en la resolución de la crisis financiera. De todas formas, la demanda interna seguirá siendo débil por el proceso de desapalancamiento y de consolidación fiscal en curso en algunos países. En torno a estas perspectivas predominan los riesgos a la baja. Los más relevantes están relacionados con una posible evolución más desfavorable de la demanda procedente del exterior o una potencial agudización de la crisis financiera, que podría venir asociada a un deterioro de la confianza como consecuencia de una implementación no suficientemente ambiciosa y decidida de las reformas acordadas.

INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



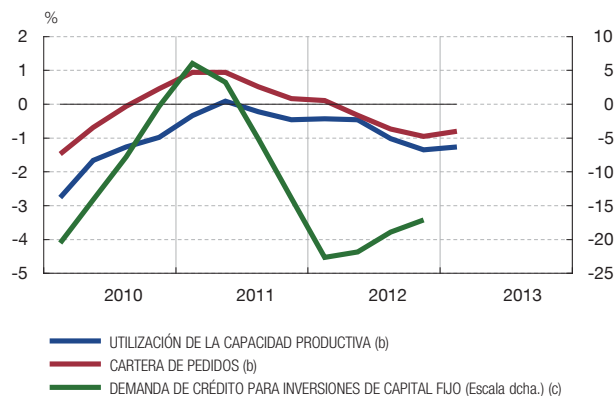
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



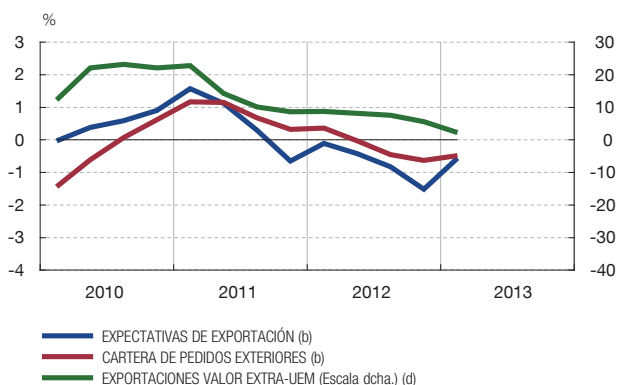
INDICADORES DE CONSUMO



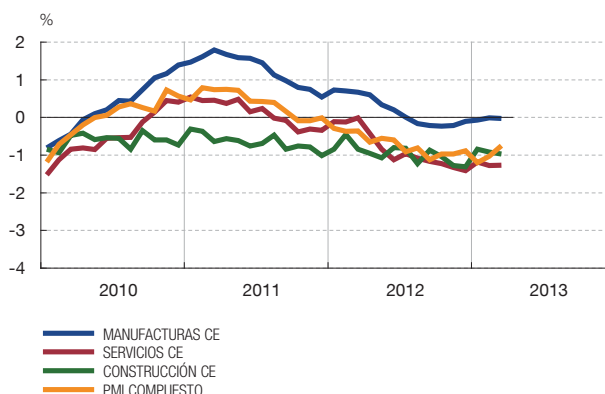
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

- a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b Series normalizadas.
- c Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

La tasa interanual de inflación del área del euro se situó en el 1,7% en marzo, cinco décimas por debajo de la registrada en diciembre del año pasado. La inflación subyacente, medida por el índice general, que excluye alimentos no elaborados y energía, se estabilizó en marzo en el 1,6%, la misma tasa con la que se cerró el año 2012 (véase gráfico 10).

	2013		2014	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (marzo de 2013)	-0,9-(-0,1)	1,2-2,0	0,0-2,0	0,6-2,0
Comisión Europea (febrero de 2013)	-0,3	1,8	1,4	1,5
FMI (abril de 2013)	-0,3	1,7	1,1	1,5
OCDE (noviembre de 2012)	-0,1	1,6	1,3	1,4
Consensus Forecast (abril de 2013)	-0,4	1,7	0,9	1,6
Eurobarómetro (abril de 2013)	-0,3	1,7	1,1	1,7

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

a Tasas de variación anual.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO: SALDOS PRESUPUESTARIOS Y DEUDA PÚBLICA (a)

% del PIB

	2010	2011		2012		2013	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,9	-3,9	-3,1	-4,0	-2,8	-3,2	-2,6
Alemania	-4,2	-0,8	0,1	0,2	-0,9	-0,2	-0,3
Estonia	0,2	1,2	-0,5	-0,2	-2,2	-0,3	0,4
Irlanda	-30,9	-13,3	-7,7	-7,7	-8,2	-7,3	-7,5
Grecia	-10,8	-9,5	-6,7	-6,4	-6,7	-4,6	-4,6
España	-9,7	-9,5	-10,2	-10,3	-5,3	-6,7	-6,6
Francia	-7,1	-5,2	-4,6	-4,6	-4,4	-3,8	-3,7
Italia	-4,3	-3,8	-2,8	-3,0	-1,7	-2,0	-2,6
Chipre	-5,3	-6,3	-5,5	-4,8	-2,6	-4,5	-5,6
Luxemburgo	-0,8	-0,3	-1,5	-2,5	-1,8	-0,9	-1,8
Malta	-3,6	-2,7	-2,6	-2,5	-2,2	-3,0	-2,2
Holanda	-5,0	-4,4	-4,0	-4,1	-4,6	-3,5	-3,4
Austria	-4,5	-2,5	-3,0	-2,5	-3,0	-2,5	-2,2
Portugal	-9,8	-4,4	-5,0	-4,9	-4,5	-4,9	-5,5
Eslovenia	-5,7	-6,4	-4,5	-3,2	-3,5	-5,2	-6,9
Eslovaquia	-7,7	-4,9	-4,8	-4,9	-4,6	-3,3	-3,2
Finlandia	-2,8	-1,1	-1,9	-1,7	-1,2	-1,7	-2,0
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,4	-1,1	-0,4	-0,8		0,4	0,0
Saldo total	-6,2	-4,1	-3,5	-3,6	-3,0	-2,8	-2,9
Deuda pública	85,6	88,1	93,1	92,9	91,1	95,2	95,0

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3 % del PIB.

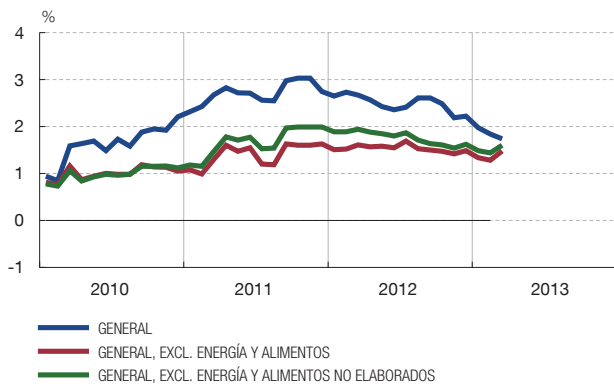
b Previsiones de la Comisión Europea de invierno de 2012.

c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2013.

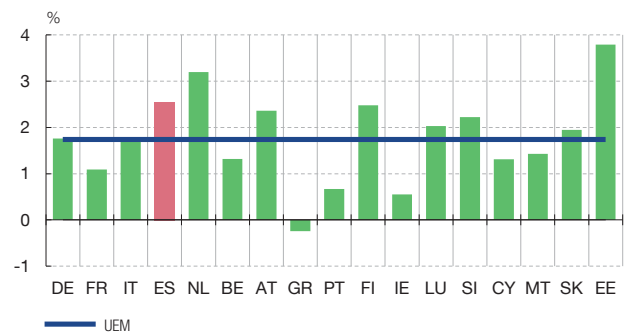
d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2012.

Por otro lado, los precios industriales subieron un 1,3% en febrero, casi un punto menos que en diciembre, debido al menor avance de los precios de la energía, de los precios intermedios y de los precios de los bienes de consumo duradero. A medio plazo, se espera que la inflación siga reduciéndose en los próximos meses por el efecto de los descensos en los precios de la energía y de los componentes alimenticios, en un entorno de

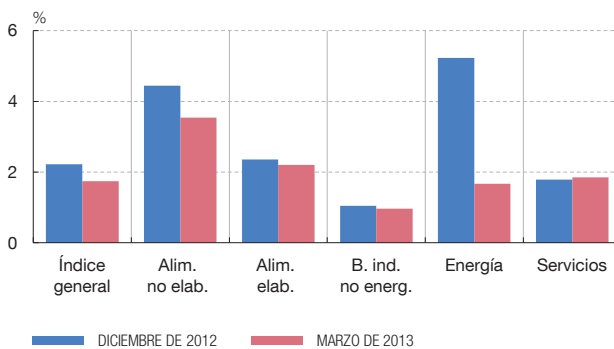
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



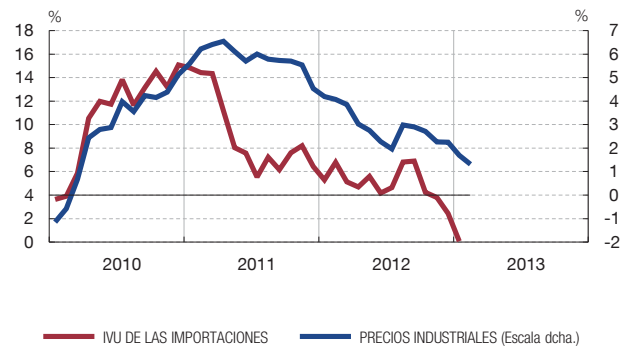
IAPC GENERAL
(Marzo de 2013)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS

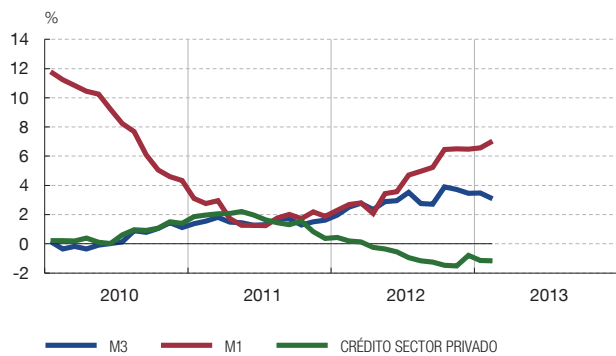


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

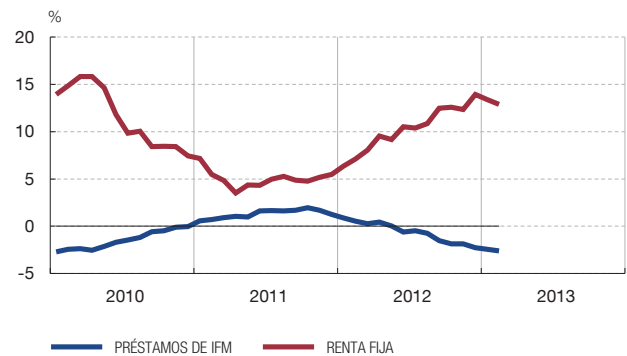
debilidad de la actividad económica. Los riesgos sobre este escenario se consideran equilibrados, al compensarse los efectos sobre los precios de una posible mayor debilidad de la actividad económica con los riesgos al alza relacionados con nuevas subidas de los precios administrados y los impuestos indirectos, así como un mayor aumento de los precios del petróleo. Las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

La balanza por cuenta corriente de la UEM, de acuerdo con las estimaciones publicadas por el BCE, acumuló entre enero y febrero de 2013 un superávit de 6,5 mm de euros (un 0,4 % del PIB de la UEM), lo que contrasta con el déficit acumulado de 12,9 mm de euros (0,8 % del PIB) observado en el mismo período del año anterior. Esta mejoría obedeció a que, con la excepción de la balanza de transferencias corrientes, cuyo déficit aumentó, el resto de componentes mostró un comportamiento más favorable. En relación con la cuenta financiera, las salidas netas de capital en forma de inversión directa ascendieron a 9,9 mm de euros entre enero y febrero, frente a unas entradas de 9 mm durante el mismo período de 2012, mientras que en forma de inversión de cartera se produjo una entrada neta de 20,1 mm de euros, frente a las salidas de 30,8 mm del mismo período del año anterior. Con todo, el saldo positivo de la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, aumentó hasta los 16,7 mm de euros, tras el déficit de 34,7 mm registrado entre enero y febrero de 2012 (véase gráfico 11).

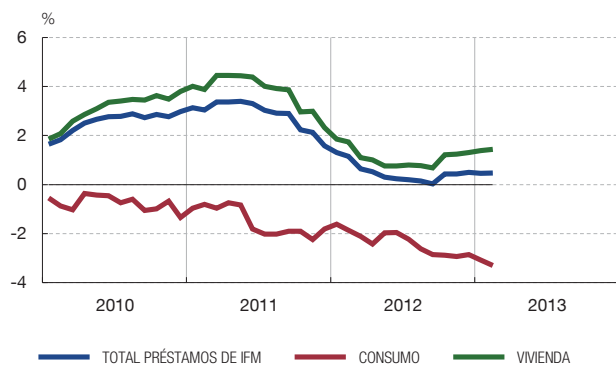
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanual



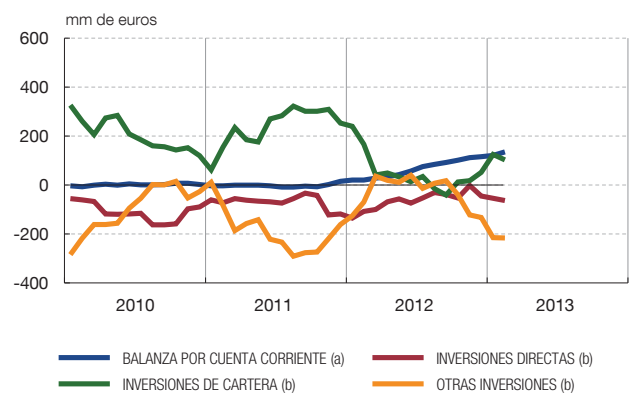
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE HOGARES
Tasas de variación interanual



BALANZA DE PAGOS
Acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

Durante el trimestre se han producido avances significativos en el proceso en marcha de revisión y de reforma en profundidad del diseño institucional y de la gobernanza de la UEM. En relación con la Unión Bancaria, ya existe un acuerdo provisional con el Parlamento, que tendrá que ser aprobado por los Estados miembros, en lo que se refiere al Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y se está trabajando en diseñar el marco operativo para que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) tenga la posibilidad de recapitalizar directamente a las entidades que lo necesiten, una vez que el BCE asuma sus nuevos cometidos de supervisor único. También se está avanzando en el diseño del Mecanismo Único de Resolución, sobre el que la Comisión ha de hacer una propuesta en junio de 2013. Un paso de especial trascendencia en materia de gobernanza ha sido la aprobación en febrero del denominado «two-pack», que permitirá una mayor coordinación y supervisión de los procesos presupuestarios de los Estados miembros, al conceder a la Comisión capacidad para exigir una revisión de los planes fiscales si detecta un incumplimiento grave de las obligaciones contraídas en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En esta misma línea, la Comisión ha propuesto un marco para mejorar la *coordinación, convergencia y ejecución* de las políticas estructurales, así como la creación de un *instrumento de convergencia y competitividad* de apoyo financiero para la implementación de reformas estructurales que fomenten el crecimiento sostenible.

En 2012, el déficit de las Administraciones Públicas del conjunto de la zona del euro se redujo hasta el 3,5 % del PIB, 0,7 pp inferior al observado el año anterior. En términos estructurales la corrección fue mucho mayor, de 1,5 pp del PIB, ya que la consolidación presupuestaria se produjo en un contexto de fuerte deterioro de la situación económica en la mayoría de los países. La contención del déficit del conjunto de la UEM reflejó principalmente un aumento de los ingresos públicos, y en especial de los impuestos directos. En cambio, los gastos de las AAPP en porcentaje del PIB aumentaron ligeramente como consecuencia del incremento de los gastos sociales y de los pagos por intereses, que fue mayor que el retroceso de los gastos salariales y en inversión pública. Según los planes presupuestarios de los gobiernos, el déficit público registrará un nuevo recorte en 2013, hasta situarse por debajo del 3 % del PIB, si bien el endeudamiento público continuará incrementándose, hasta alcanzar un 95 % del PIB.

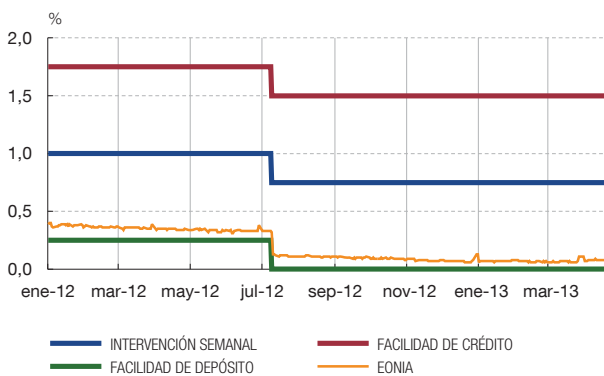
Por países, los resultados alcanzados evidencian las dificultades existentes para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo, en un contexto de recesión o crecimiento muy reducido. Además de Alemania, que registró prácticamente un equilibrio presupuestario, el déficit de Italia descendió hasta situarse por debajo del valor de referencia del 3 % del PIB en 2012, si bien sus niveles de deuda permanecen en registros muy elevados. En Irlanda y en Grecia se produjeron descensos del déficit muy significativos, mientras que en Portugal se registró un ligero ascenso. De acuerdo con las recomendaciones de la CE, esta última economía habrá de buscar medidas alternativas para la contención del déficit, tras la reciente declaración de inconstitucionalidad de algunos de los recortes de gasto previstos para 2013.

3.2 Evolución monetaria y financiera

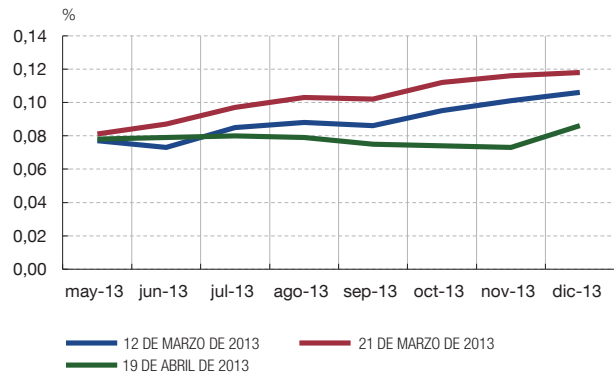
El carácter acomodaticio de la política monetaria convencional, junto con las medidas no convencionales adoptadas por el BCE en respuesta al agravamiento de la situación financiera en el verano de 2012, facilitaron el inicio de una tendencia a la normalización de las condiciones financieras, que se mantuvo, si bien de forma más atenuada, en el primer trimestre de 2013, en un contexto de elevada incertidumbre. Así, el año comenzó con una clara mejora de las condiciones financieras, reflejada en el retorno de los flujos de capital internacional hacia los países más vulnerables. Las primas de riesgo de la deuda soberana se redujeron y aumentaron los depósitos y las emisiones de deuda de los bancos en algunos países sometidos a mayores tensiones. Estos avances permitieron reducir la dependencia de la financiación del Eurosistema, como lo reflejan las devoluciones anticipadas de una parte de la liquidez obtenida en las dos operaciones de financiación a tres años. Con todo, a pesar de la mejora de los indicadores de fragmentación financiera, la transmisión del tono acomodaticio de la política monetaria al coste de financiación minorista de las economías que confrontan mayores dificultades continuó siendo incompleta. A partir de febrero, las incertidumbres originadas en torno a la situación política de Italia y las dificultades para acordar un programa de asistencia financiera a Chipre produjeron una interrupción en el proceso de normalización de las condiciones financieras, si bien, en esta ocasión, el contagio entre economías se mantuvo en niveles relativamente moderados.

El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo la orientación expansiva de la política monetaria en los primeros meses del año, al considerar que las expectativas de inflación estaban bien ancladas y que la situación de debilidad económica en el área del euro hacía improbable que pudieran surgir presiones inflacionistas en el medio plazo. Así, el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 0,75 %, y el de las facilidades de depósito y de crédito, en el 0 % y el 1,5 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, el Consejo confirmó que el Eurosistema prolongará durante el tiempo que sea necesario la provisión amplia de liquidez a través del procedimiento de subasta a tipo fijo con adjudicación plena

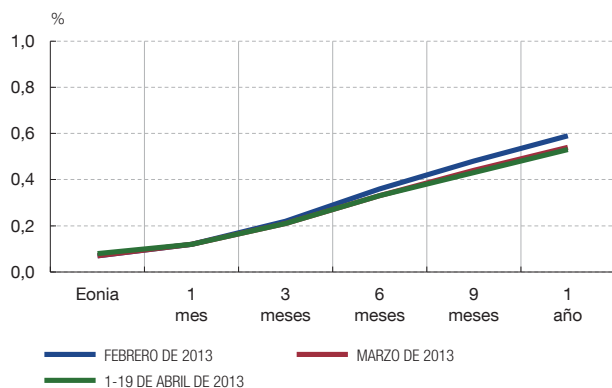
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



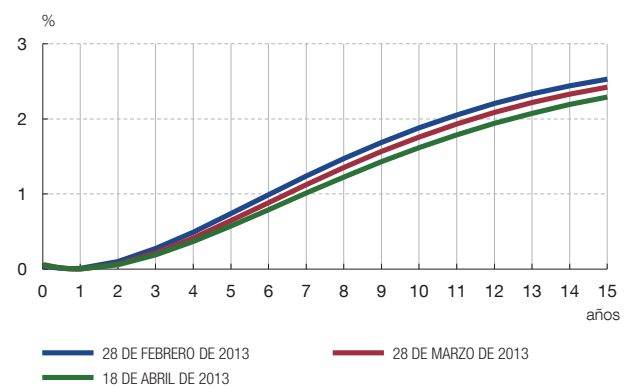
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



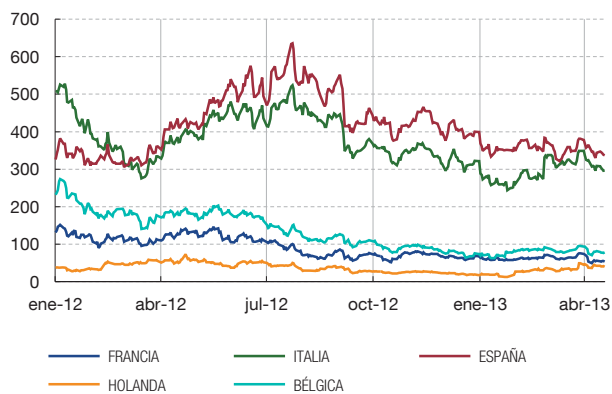
MERCADO INTERBANCARIO



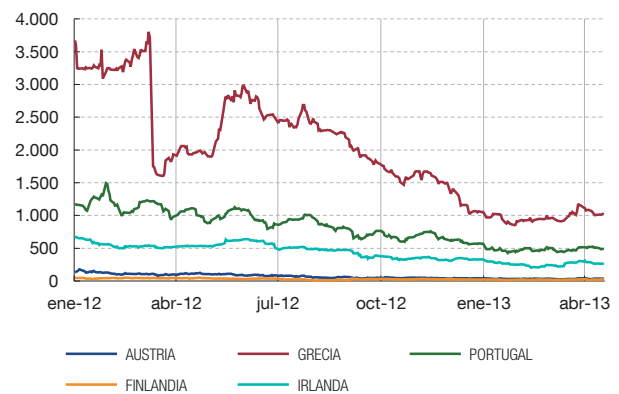
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



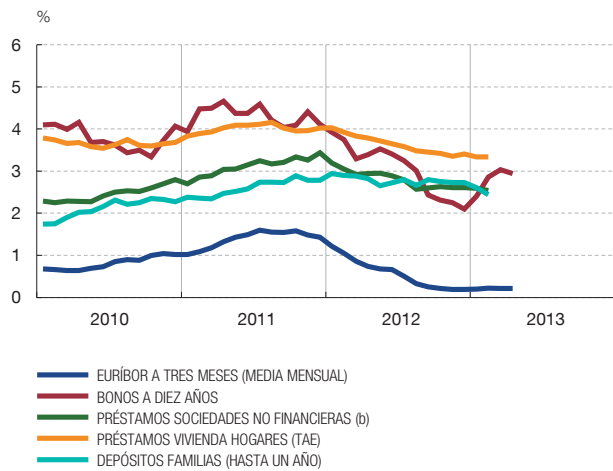
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

y enfatizó la importancia de una rápida implementación del Mecanismo Único de Supervisión y del Mecanismo Único de Resolución, aspectos fundamentales de la Unión Bancaria.

En los primeros meses del año, los diferenciales de los bonos a tres años, tramo en el que el denominado «riesgo de convertibilidad del euro» se manifestó de manera más evidente en el verano de 2012, se mantuvieron relativamente constantes en niveles próximos a los

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



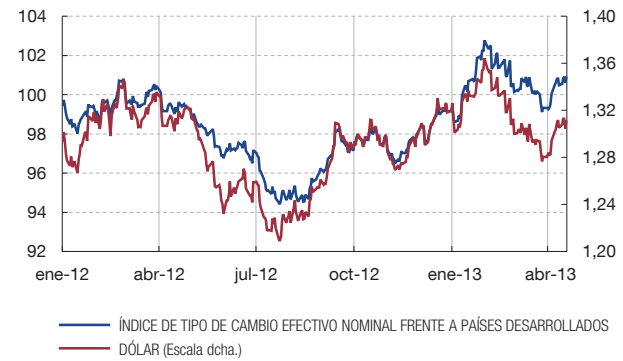
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Correspondientes a nuevas operaciones.
- b Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

vigentes antes del inicio de la recesión a finales de 2011. Por su parte, los diferenciales de los bonos a diez años se redujeron solo moderadamente en el promedio del trimestre, y se observó una cierta reversión de los avances a raíz de la incertidumbre política generada primero en Italia y luego en Chipre. Con todo, el contagio asociado a estos episodios fue relativamente moderado en lo que concierne a los mercados de deuda.

La tendencia alcista que los índices de los mercados bursátiles mantenían desde mediados de 2012 también se interrumpió en el trimestre. Desde principios de febrero, el EUROSTOXX 50 retrocedió cerca de un 5 %, tras haber acumulado una revalorización del 28 % desde el verano pasado. La evolución del tipo de cambio mostró un patrón similar. Tras acumular una apreciación frente al dólar y en términos efectivos de un 13 % y un 8 %, respectivamente, esta tendencia revertió a partir de febrero, pasando a depreciarse alrededor del 4 % el primero, y del 2 % el efectivo nominal (véase gráfico 13).

La debilidad de la actividad económica y la incertidumbre, así como las necesidades de desapalancamiento del sector privado en algunas economías del área, siguieron lastrando la demanda de financiación de empresas no financieras y familias. Estos factores, junto

con el carácter restrictivo de la oferta de crédito bancario, especialmente en los países sometidos a mayores tensiones financieras, determinaron el ritmo contenido de la evolución de los préstamos, particularmente para las empresas pequeñas y medianas, que son precisamente las que muestran una mayor dependencia de la financiación bancaria, al tener mayores dificultades para acceder al mercado de capitales. La contracción de los préstamos a las empresas alcanzó el 1,4 % interanual en febrero, al tiempo que las emisiones de valores de deuda en los mercados crecieron por encima del 13 % en febrero. En el caso de los hogares, el crecimiento interanual de los préstamos bancarios se mantuvo en una tasa reducida del 0,5 %, con una caída superior al 3 % de los fondos prestados para el consumo.

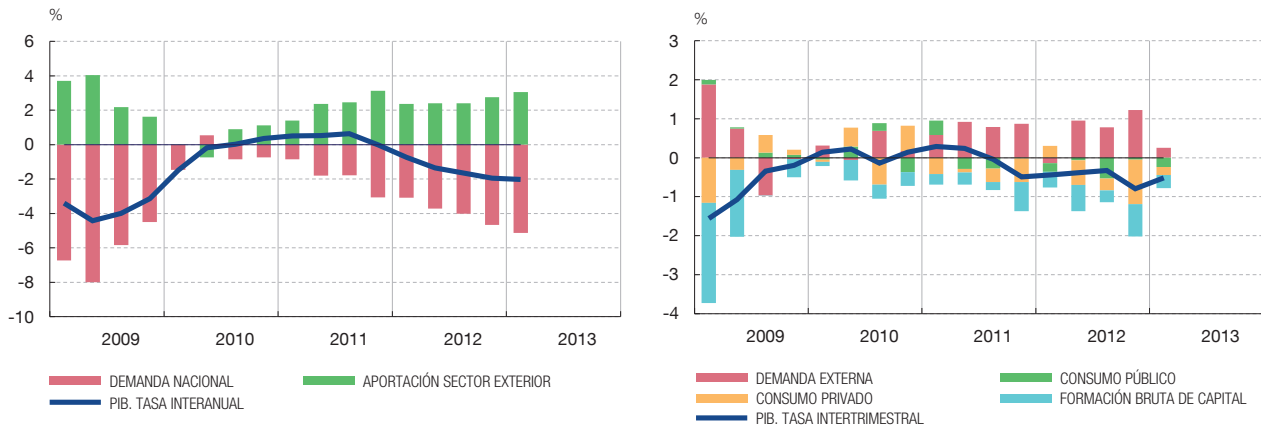
4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La información disponible, aún incompleta, acerca de la evolución de la economía española en el primer trimestre del año apunta a una nueva contracción de la actividad, que, sin embargo, habría sido de menor magnitud que la observada en el cuarto trimestre de 2012. En concreto, el PIB habría disminuido un 0,5 % en tasa intertrimestral, tres décimas menos que en el período octubre-diciembre (véase gráfico 14). Esta moderación de la caída del producto se habría sustentado, fundamentalmente, en la reversión de los efectos de varios factores que lastraron el comportamiento de la demanda interna y, en particular, del consumo privado en el tramo final de 2012. Esos factores incluyeron la reducción del gasto de los hogares tras la subida del IVA en septiembre y la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos. No obstante, la compresión de las rentas de los hogares, en un contexto de marcada debilidad del mercado de trabajo, el elevado nivel de endeudamiento del sector y el mantenimiento de unas condiciones financieras estrictas continuaron ejerciendo un efecto negativo sobre el consumo privado. Asimismo, la formación bruta de capital mostró un comportamiento menos contractivo al inicio de 2013 que al final del pasado año. Todo ello se tradujo en un descenso del 0,8 % de la demanda nacional, tras el fuerte retroceso del 2 % en el cuarto trimestre de 2012, si bien esta mejoría podría haberse visto atenuada en el tramo final del trimestre, a tenor del perfil decreciente de algunos indicadores cualitativos.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales con el resto del mundo, la recuperación de los mercados exteriores en el conjunto del trimestre permitió un comportamiento más favorable de las exportaciones, aunque, al igual que en el caso de la demanda interna, es asimismo probable que este componente se hubiera debilitado al final del período considerado. En todo caso, la menor debilidad de las importaciones determinó una disminución de la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del producto, que pudo haberse situado en 0,3 pp, 9 décimas menos que en el trimestre precedente.

Se estima que, en tasa interanual, el retroceso del producto en el primer trimestre de 2013 se aceleró en una décima hasta el -2 %, en tanto que la caída del empleo se moderó en 0,2 pp hasta el -4,5 %. En el conjunto de la economía, la tasa de variación de la remuneración por asalariado repuntó del -3 % hasta el 0,6 %, como reflejo mecánico del descenso observado en las ramas no de mercado al final de 2012, que provocó la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos. En la economía de mercado, la remuneración por asalariado habría crecido un 0,8 %, debido al aumento de las bases máximas de cotización, que habría afectado al componente no salarial de los costes laborales, mientras que el componente salarial habría prolongado la pauta de moderación. Este repunte de la remuneración por asalariado, junto con el menor crecimiento de la productividad en estas ramas, habría dado lugar a una cierta ralentización en el descenso de los costes laborales unitarios.

En cuanto al comportamiento de los precios, la tasa interanual del IPC disminuyó 4 décimas entre diciembre de 2012 y marzo de este año, hasta situarse en el 2,4 %, debido a la moderación del componente energético. Por el contrario, la aceleración del componente de los servicios en marzo, como consecuencia de que la Semana Santa se celebrara este año en ese mes y en 2012 en abril, dio lugar a un repunte del IPSEBENE de 0,2 pp en el primer trimestre. El diferencial entre la inflación española y la del conjunto del área del euro, medido por el IAPC, fue de 0,9 pp en marzo, una décima más que al cierre de 2012.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En todo caso, una vez descontado el impacto de las alzas de tipos del IVA y de los precios administrados, el comportamiento subyacente de la inflación fue más moderado que el que se desprende de estas cifras, prolongando la tendencia descendente que se viene observando desde finales de 2011.

4.1 Demanda

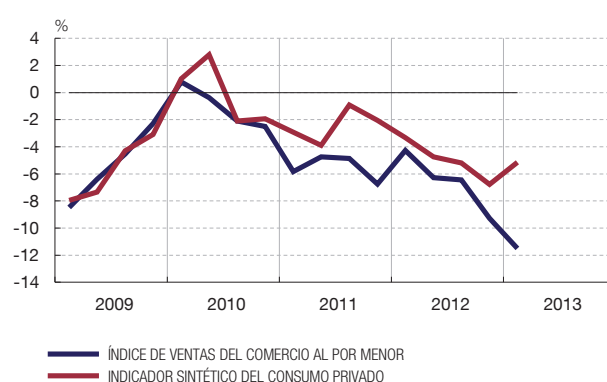
El consumo de los hogares moderó notablemente su ritmo de caída en el primer trimestre de este año, tras el fuerte descenso registrado a finales de 2012 (véase gráfico 15). En concreto, a la luz de la evolución de los indicadores conocidos hasta ahora, se estima que este componente de la demanda habría experimentado un retroceso intertrimestral del $-0,3\%$ frente al -2% registrado el trimestre anterior. En términos interanuales, el descenso estimado se situaría en el $-3,9\%$. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores mejoró en el promedio de los tres primeros meses del año, aunque el grueso del avance tuvo lugar en enero. Por su parte, el nivel medio del indicador de confianza de los comerciantes minoristas en el primer trimestre de 2013 coincidió con el del último de 2012. En cuanto a los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de automóviles particulares aumentaron un $7,2\%$ en tasa intertrimestral, en términos de la serie corregida de variaciones estacionales, lo que estaría reflejando el impacto tanto del primer Programa de Incentivo al Vehículo Eficiente (PIVE) como de su posterior prórroga, que, no obstante, estaría siendo, hasta ahora, moderado. Por su parte, el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, aminoró su ritmo de descenso interanual hasta el $3,3\%$ en el promedio de enero y febrero, lo que representa una caída casi 4 pp inferior a la del trimestre anterior. Finalmente, el índice de comercio al por menor también mostró en ese mismo período una desaceleración en su contracción, al retroceder un $8,5\%$, 1,5 pp menos que en el trimestre final del pasado ejercicio.

De acuerdo con los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la tasa de ahorro de los hogares se situó en el $8,2\%$ de su renta disponible en el conjunto de 2012, lo que supone una disminución de nueve décimas con respecto al trimestre anterior (en términos acumulados de cuatro trimestres) y de 9,6 pp respecto al máximo de 2009. El descenso de la tasa de ahorro en el conjunto del año se debió a la intensificación de la caída de la renta bruta disponible, hasta el $-2,7\%$, motivada, sobre todo, por el aumento de la contribución negativa de la remuneración de asalariados. Por el contrario, la aportación neta de las AAPP amortiguó el descenso de las rentas nominales de los hogares, gracias al efecto de las partidas de ingresos y gastos que actúan como estabilizadores

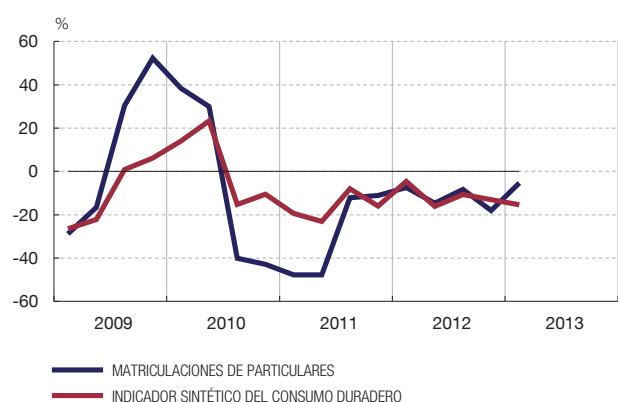
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



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

- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

automáticos. Con todo, la capacidad de financiación del sector se redujo en 6 décimas en comparación con el tercer trimestre, hasta situarse en el 0,9 % del PIB.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles apuntan a un freno en los descensos interanuales cada vez mayores observados a lo largo del pasado año. En términos intertrimestrales, la variación habría sido ligeramente negativa, tras la notable caída observada en los últimos meses de 2012 (véase gráfico 16). Esta valoración se sustenta, principalmente, en la notable aceleración, con información hasta febrero, tanto de la producción como de las importaciones de este tipo de bienes. Con datos para el conjunto del trimestre, las matriculaciones de vehículos de carga también registraron una evolución más favorable que en el tramo final de 2012, aunque la tasa intertrimestral siguió siendo negativa. Entre los indicadores cualitativos, el referente a la cartera de pedidos del conjunto de la industria manufacturera, procedente de las encuestas de opinión de la Comisión Europea, experimentó una mejora en el trimestre. Por el contrario, el nivel del indicador de clima industrial de las ramas productoras de este tipo de bienes se redujo en el promedio trimestral, con una aceleración del deterioro a lo largo del trimestre. Esta evolución refleja, probablemente, el hecho de que el nivel de incertidumbre que rodea las decisiones empresariales continúa siendo muy elevado.

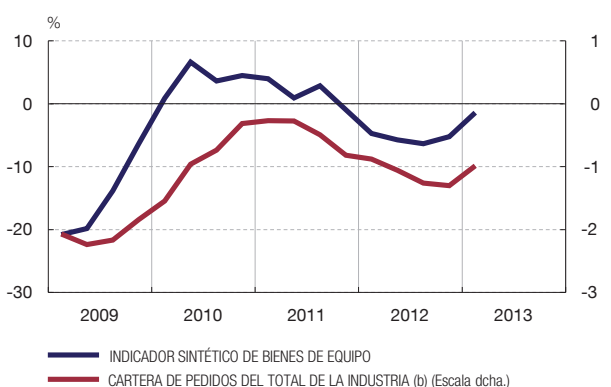
BIENES DE EQUIPO



CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN



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

- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.
- b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

La capacidad de financiación de las empresas no financieras se situó en el 3,5 % del PIB en el conjunto de 2012, lo que supone un aumento de nueve décimas con respecto a la registrada al final del tercer trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres). Este aumento se apoyó, sobre todo, en el incremento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. A su vez, el aumento del ahorro fue el resultado de la reducción de los intereses pagados y, sobre todo, del comportamiento expansivo del excedente, que, entre otros factores, podría estar reflejando la necesidad, por parte de las empresas, de sanear los balances, mediante la generación de recursos internos, y fortalecer así su capacidad de autofinanciación.

La inversión en construcción mantuvo, un trimestre más, la tónica contractiva de los últimos años, condicionada por la prolongación del ajuste en el segmento residencial, así como por el efecto de la consolidación fiscal sobre la obra civil (véase gráfico 16). No obstante, la información más reciente relativa a los consumos intermedios y a los afiliados en la construcción muestra una cierta atenuación de las tasas de retroceso intertrimestrales durante los primeros meses del año. Por tipo de obra, la inversión residencial volvió a caer, como consecuencia de la disminución gradual del número de viviendas iniciadas. En concreto, en enero se visaron en torno a 3.300 viviendas, un 31 % menos que un año antes. En relación con las transacciones, en el cuarto trimestre de 2012 se vendieron

aproximadamente 133.000 viviendas, un 23 % más que un año antes, como resultado del adelanto de compras ante la supresión de la desgravación en el IRPF por compra de vivienda y la subida en el tipo del IVA del 4 % al 10 %, que tuvieron lugar a comienzos de este año. Por su parte, con datos hasta enero, la superficie visada en edificación no residencial siguió registrando un elevado ritmo de contracción.

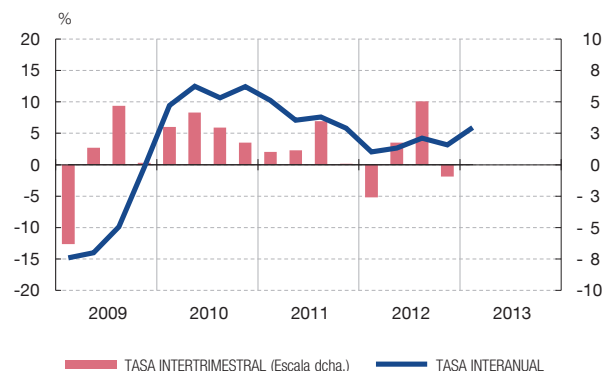
En relación con el consumo de las AAPP, la información disponible apunta hacia una nueva reducción de este componente de la demanda interna en el primer trimestre del año. En el apartado de gastos reales de personal, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP registraron durante este período una caída ligeramente inferior a la observada en el último trimestre de 2012. Por su parte, los indicadores relativos al gasto en consumo final no salarial parecen apuntar, también, con información hasta febrero, a un mantenimiento del proceso de corrección que se viene observando en los últimos trimestres.

La última información disponible relativa a la evolución de la demanda exterior neta indica una disminución de su contribución al crecimiento intertrimestral del PIB en los tres primeros meses del año, hasta una magnitud estimada de 0,3 pp, 9 décimas menos que en el trimestre anterior. Esta evolución refleja una recuperación tanto de las exportaciones como, sobre todo, de las importaciones, aunque en este último caso la tasa de variación intertrimestral continuaría siendo negativa (véase gráfico 17). En términos interanuales, la aportación de la demanda exterior neta al avance del PIB habría aumentado en tres décimas hasta 3 pp. El tono más expansivo de las exportaciones se estaría sustentando en la recuperación de la demanda mundial, particularmente de la procedente del ámbito extraeuropeo, tras la pérdida de dinamismo registrada a finales de 2012, en un contexto de moderada apreciación del tipo de cambio. Por su parte, la menor debilidad de la demanda interna en comparación con el tramo final de 2012 habría permitido una atenuación del retroceso de las importaciones.

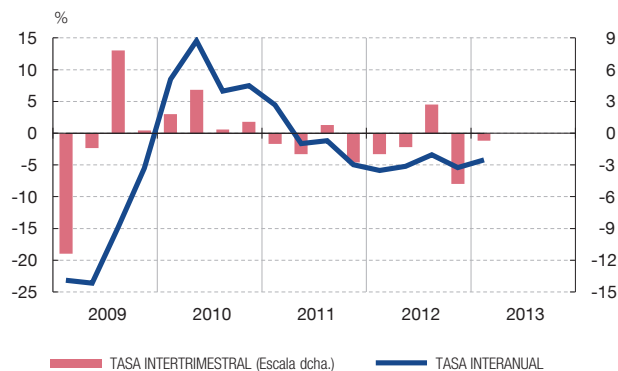
De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron su ritmo de avance en los meses de enero y febrero hasta un 5,1 % en tasa interanual, frente al 2,1 % registrado en el cuarto trimestre de 2012 (véase gráfico 17). Por grupos de productos, todas las partidas, salvo las exportaciones energéticas y de alimentos, aumentaron en los primeros meses de 2013 a un ritmo superior al observado al cierre de 2012. Por áreas geográficas, el incremento se concentró en las exportaciones extracomunitarias (15,3 %), ya que las dirigidas a la zona del euro descendieron ligeramente (-0,7 %). Con todo, a nivel de la UE se produjo un pequeño avance (0,3 %), que se apoyó en el elevado ritmo de las dirigidas al Reino Unido y el moderado incremento de las destinadas a Alemania, Italia y Portugal que, en el último caso, contrastó con los descensos registrados en 2012. Por su parte, en cuanto a las exportaciones al resto del mundo, mostraron un dinamismo especialmente notable las dirigidas a los países de la OPEP, Rusia, países del Norte de África, China y América Latina.

La información disponible sugiere una cierta debilidad de las exportaciones reales de servicios turísticos en el primer trimestre del año, a pesar de la celebración de la Semana Santa en dicho trimestre del año. En concreto, las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras retrocedieron un 2,5 % y un 1,1 %, respectivamente, en tasa interanual en el período enero-febrero. Esta evolución vino condicionada por el retroceso de los dos principales mercados emisores: el alemán y el británico. Sin embargo, el gasto nominal total de los turistas creció, según los datos de EGATUR, un 5,1 % interanual en ese mismo período, con un aumento del gasto medio diario por turista, en tanto que la duración de la estancia media se redujo. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos habrían continuado

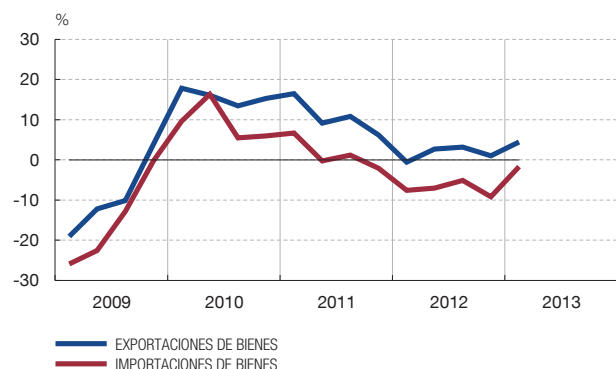
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

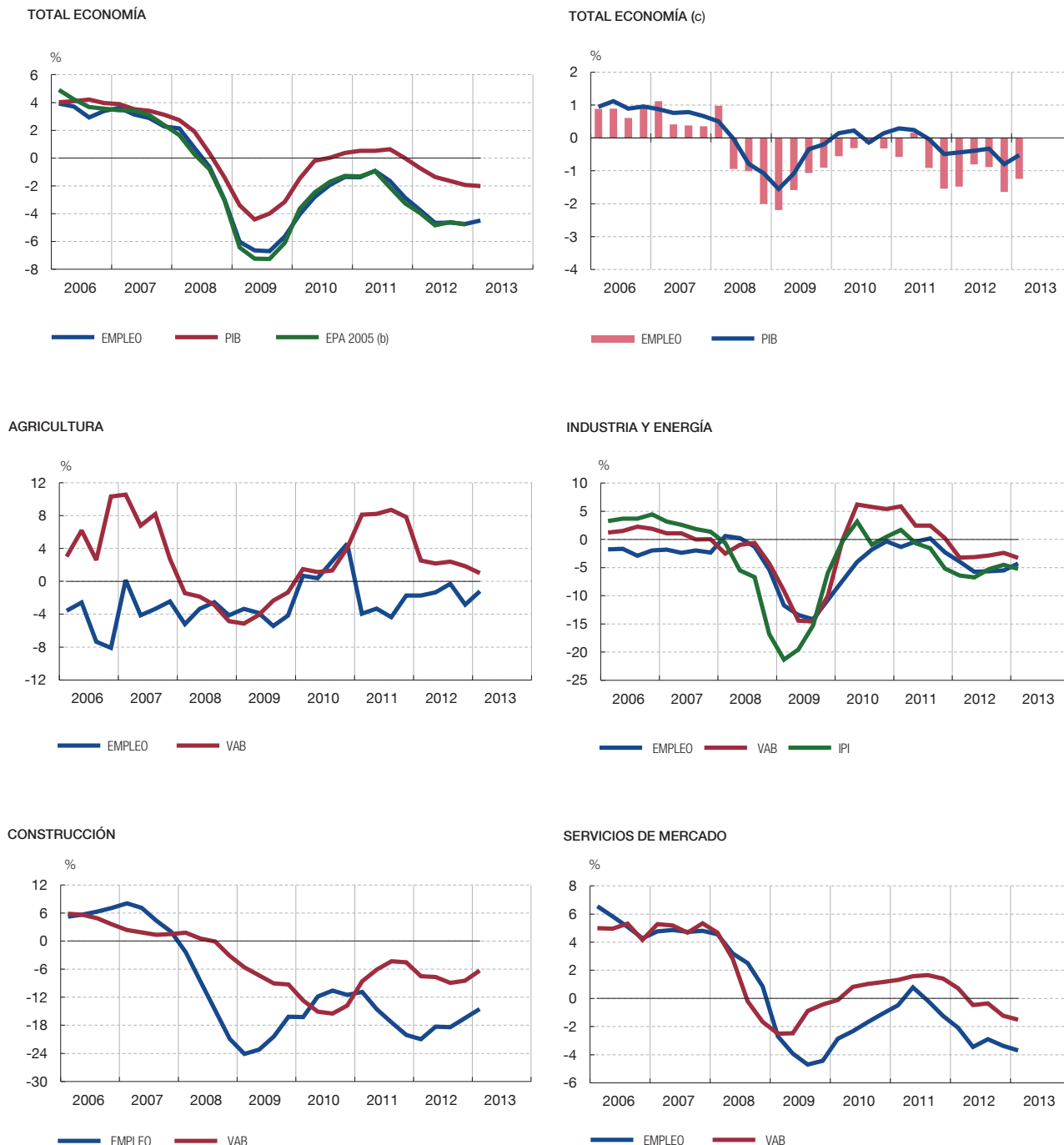
- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c Series ajustadas de estacionalidad.

mostrando cierto dinamismo, en tasa interanual, en el primer trimestre de este año, en línea con la senda registrada por los datos nominales de la Balanza de Pagos.

Las importaciones reales de bienes alcanzaron en los meses de enero-febrero un nivel similar al registrado en los mismos meses del año anterior, en contraste con la significativa caída del 8,2% del último trimestre de 2012. Esta estabilización esconde un comportamiento dispar de las compras procedentes de la zona del euro, que disminuyeron, y de las realizadas al resto del mundo, que se incrementaron, de acuerdo con la información de Aduanas. Por grupos de productos, el notable descenso de las importaciones de bienes de consumo duradero contrasta con el aumento, si bien moderado, del resto de bienes. Con todo, los bienes intermedios dirigidos a la industria alimenticia y los destinados a la fabricación de medios de transporte mostraron cierto dinamismo en los dos primeros meses del año. Por último, las importaciones reales de servicios habrían continuado disminuyendo en el primer trimestre del año.

4.2 Producción y empleo

El flujo de indicadores relativos a la evolución de la actividad económica al comienzo de 2013 apunta a una moderación del tono fuertemente contractivo que el valor añadido bruto de la economía de mercado mostró al final del año pasado en todos sus sectores (véase gráfico 18). En concreto, los indicadores disponibles referidos a la industria



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.
- c Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

apuntaron a una cierta mejoría de la actividad, vinculada, probablemente, a la relativa recuperación de las exportaciones. Así, en los meses de enero y febrero, el IPI atenuó su ritmo de caída en términos de la serie corregida de estacionalidad y de efectos calendario, particularmente por lo que respecta a las ramas productoras de bienes de consumo. De modo análogo, la disminución intertrimestral del número de afiliados a la

Seguridad Social se moderó ligeramente en el primer trimestre de 2013 en comparación con el trimestre precedente. Entre los indicadores cualitativos, el PMI de manufacturas registró una cierta mejora en el promedio trimestral, aunque con un perfil decreciente a lo largo del trimestre, con niveles por debajo del nivel de 50, lo que indica que el sector se encuentra todavía en contracción. Finalmente, el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea mostró también un ligero aumento en el promedio del trimestre, debido, sobre todo, a la mejora de la valoración de la cartera de pedidos.

Los indicadores disponibles referidos a la evolución del sector servicios en el período enero-marzo dibujan un panorama muy similar al descrito para la industria, apuntando a una evolución menos desfavorable que en el trimestre precedente. Así, el ritmo de caída intertrimestral del número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social se suavizó ligeramente en este período. En la misma línea, de modesta mejora, tanto el indicador de ventas de grandes empresas como el de actividad del sector servicios, con datos referidos en ambos casos a enero y febrero, registraron una evolución compatible con un ligero avance intertrimestral. Entre los indicadores cualitativos, el índice PMI de servicios, aunque se mantuvo muy por debajo del nivel 50, mejoró modestamente en el trimestre, si bien con un perfil que, al igual que en el caso del indicador análogo referido al sector manufacturero, fue deteriorándose a lo largo del período. Por su parte, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea registró un retroceso en el conjunto del primer trimestre del año.

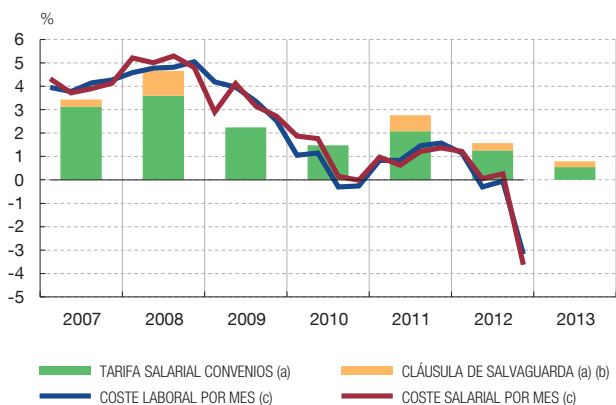
En relación con el mercado de trabajo, el ritmo de descenso interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social en el primer trimestre del año se moderó en una décima, hasta el $-3,6\%$, en términos de la serie corregida del efecto de las bajas de cuidadores no profesionales². En tasa intertrimestral, calculada sobre la serie desestacionalizada, la afiliación retrocedió un $0,8\%$, caída también inferior en una décima a la observada en el trimestre precedente. Por ramas de actividad, destacó la aminoración del descenso del empleo en la construcción, aunque, no obstante, siguió mostrando la mayor caída $-15,8\%$). El comportamiento de la afiliación en el conjunto de la economía apunta a una leve ralentización de la disminución interanual del empleo en términos de la CNTR en el primer trimestre de 2013, hasta el entorno del $-4,5\%$.

Por su parte, el ritmo de reducción de la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) continuó atenuándose en los tres primeros meses de 2013, período en que se firmaron prácticamente el mismo número de contratos que en los mismos meses del año anterior. Esta estabilidad fue el resultado de una nueva caída de los contratos temporales, que se vio compensada por un avance importante de los indefinidos, que a su vez elevaron su peso en el total de contratos hasta el $9,6\%$, aunque se mantienen en niveles relativamente reducidos. Por duración de la jornada, los contratos a tiempo parcial mantuvieron su dinamismo, con un crecimiento del $9,3\%$, frente a una nueva caída de los contratos a tiempo completo $(-4,3\%)$.

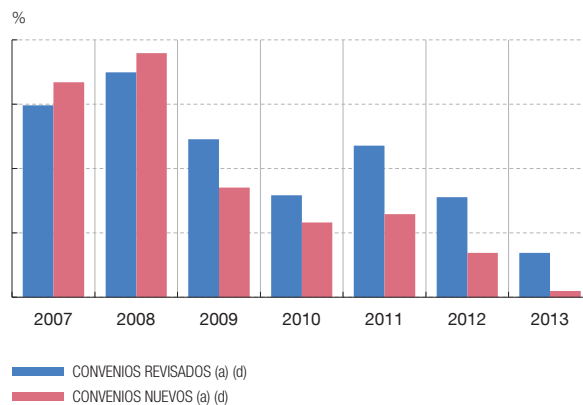
Por último, en el primer trimestre de 2013 el paro registrado en el SPEE prolongó la senda de desaceleración iniciada en la segunda mitad del año pasado, con un aumento interanual del

2 Como consecuencia de la entrada en vigor del Real Decreto 20/2012, los cuidadores no profesionales de personas dependientes dejaron de tener derecho, a partir del 1 de noviembre de 2012, a la cotización gratuita a la Seguridad Social, por lo que, para mantener el alta a partir de esa fecha, deben abonar sus propias cuotas. Esta modificación legislativa ha provocado que la mayor parte de los integrantes de este colectivo hayan optado por causar baja en el sistema. Sin la corrección de este efecto, el descenso de los afiliados a la Seguridad Social en el primer trimestre de 2013 habría sido del $4,4\%$.

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



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

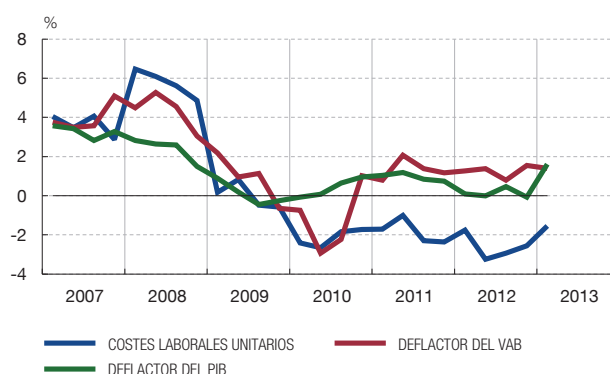
- a El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2013.
- b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año.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

PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

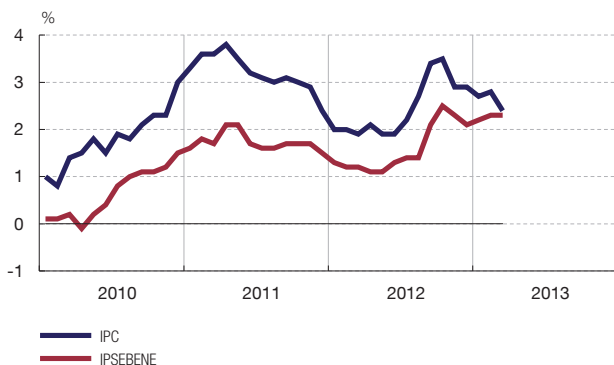
- a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

7,1 %, frente al incremento del 10,5 % observado a finales de 2012, evolución que, no obstante, no permite descartar que la tasa de paro vuelva a experimentar en el primer trimestre de 2013 un incremento adicional.

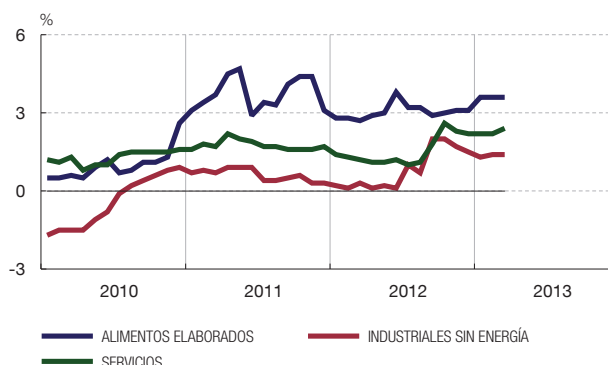
4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados en los tres primeros meses del año mostraron un incremento de las tarifas salariales del 0,6 % para 2013, frente al 1,3 % observado para el conjunto del pasado ejercicio (véase gráfico 19). De este modo, el incremento salarial observado en lo que va de 2013 se situaría en línea con la recomendación contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos de 2012 (véase gráfico 19). Hay que reseñar, no obstante, que esta información podría ser poco representativa de la evolución de la negociación colectiva en el conjunto del año, al afectar únicamente a alrededor de 1,2 millones de trabajadores, poco más de la mitad de la cifra

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



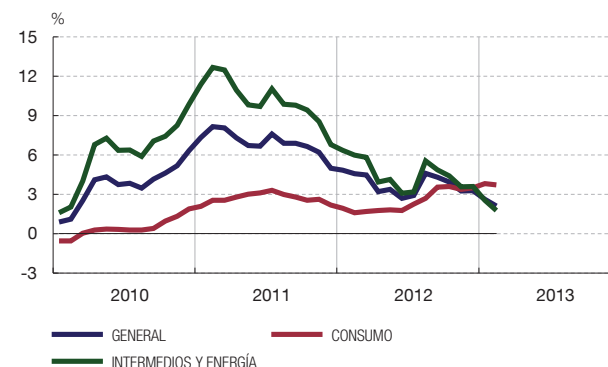
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

correspondiente al mismo período de 2012³, si bien en marzo se produjo un avance significativo de la negociación, sobre todo en los convenios de nueva firma. A pesar de este avance en el último mes del trimestre, la mayoría de los convenios registrados en 2013 corresponden a acuerdos revisados —esto es, se trata de convenios plurianuales firmados en ejercicios anteriores con efectos para este año—. Estos acuerdos contienen un aumento medio de las tarifas del 0,7 %, frente a la mayor moderación que se observa en los convenios de nueva firma, con un aumento salarial del 0,1 %. En sentido contrario a estos desarrollos en la negociación colectiva, el aumento del 5 % de las bases máximas de cotización, que entró en vigor el 1 de enero, habría presionado al alza el componente no salarial de los costes laborales en el primer trimestre del año.

En cuanto al resto de indicadores de costes laborales, la información sobre la retribución bruta media en las grandes empresas proporcionada por la Agencia Tributaria, disponible hasta el mes de febrero, apunta a una prolongación, en los primeros meses del año, de la contención salarial.

3 En principio, esta menor representatividad no está relacionada con un mayor retraso relativo de la negociación colectiva en el presente ejercicio, sino que sería consecuencia de un cambio metodológico introducido por el Ministerio de Empleo y Seguridad Social en el procedimiento del registro de los convenios, al pasar a incluirse en la estadística únicamente aquellos acuerdos cuya notificación se produzca por vía telemática.

En el primer trimestre de 2013, el deflactor del PIB habría mostrado un avance interanual del 1,6 %, frente al incremento de 0,1 % del trimestre anterior. Esta evolución refleja, fundamentalmente, la aceleración del deflactor del consumo público, tras el impacto transitorio sobre el mismo de la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos. Por su parte, al igual que en el caso del deflactor del consumo de los hogares, el ritmo de variación del IPC se desaceleró en el primer trimestre del año. En concreto, este indicador creció al 2,4 % interanual en marzo, cinco décimas por debajo de la tasa registrada en diciembre (véase gráfico 21). Esta evolución refleja la trayectoria del componente energético, cuyo avance interanual se redujo en 4,4 pp entre diciembre y marzo, hasta el 3,2 %, lo que se explica por el abaratamiento del crudo y, especialmente, por un efecto de comparación con los elevados niveles de precios del mismo período del año anterior, en un contexto en el que, con impacto en sentido contrario, los márgenes de los distribuidores retornaron a los niveles previos al descenso transitorio del pasado otoño.

La ralentización mostrada por el índice general en el primer trimestre del año no se observó en el IPSEBENE —que excluye los precios de los productos energéticos y los de los alimentos no elaborados—, que aumentó en marzo un 2,3 %, 2 décimas por encima de la tasa con que se cerró 2012. Por componentes, el ritmo de variación de los precios de los servicios se incrementó en marzo 2 décimas respecto a diciembre, hasta el 2,4 %. Esta evolución está muy condicionada por el hecho de que en 2013 la Semana Santa se celebrara en marzo —en lugar de hacerlo en abril, como ocurriera en 2012—, dado el tradicional encarecimiento de algunos servicios en ese período vacacional. Asimismo, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados repuntó en cinco décimas entre marzo y diciembre, hasta el 3,6 %, en un contexto de notables aumentos de los precios industriales de producción nacional e importada de este tipo de bienes y, en particular, de traslación a precios de consumo del encarecimiento del aceite en los mercados de origen. El ritmo de avance de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos en marzo fue del 1,4 %, una décima menos que en diciembre. Esta tasa de variación superó a la de los precios industriales de producción nacional de estos bienes (0,1 % en febrero), pero fue similar a la de los precios industriales de productos importados (1,4 % en febrero).

La moderación de la inflación española en los meses iniciales de 2013, medida por el IAPC, fue ligeramente menos pronunciada que la de la UEM, de forma que el diferencial aumentó en una décima entre diciembre y marzo, hasta 0,9 pp (véase gráfico 22). Por componentes, esta evolución reflejó el estrechamiento de los diferenciales de los precios de la energía (hasta 1,5 pp) y de los alimentos no elaborados (hasta -0,8 pp), que se vio compensado por la evolución opuesta del diferencial en términos del IPSEBENE, que se amplió en 0,1 pp en ese período. Los diferenciales de los precios de los servicios, bienes industriales no energéticos y alimentos elaborados se situaron, respectivamente, en 0,5 pp, 1 pp y 1,7 pp en el mes de marzo.

El índice de precios industriales moderó sustancialmente su ritmo de avance en los primeros meses de 2013, registrando una tasa del 2,1 % en febrero, 1,2 pp por debajo de la observada en diciembre. Esta evolución respondió en gran medida a la trayectoria del componente energético, aunque también se ralentizaron los precios industriales de los bienes intermedios y de equipo. Los precios de importación y exportación de productos industriales mostraron una desaceleración análoga, hasta tasas del -0,1 % y del 0,7 %, respectivamente.

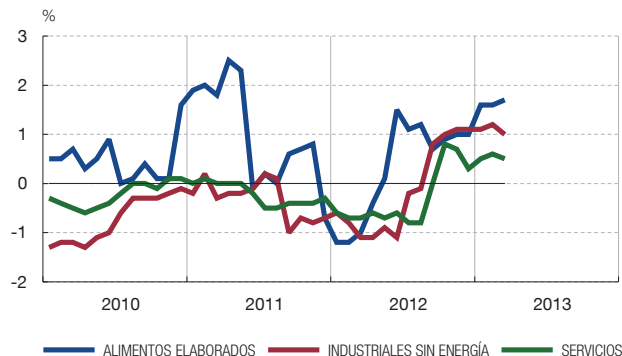
4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible para el agregado del sector AAPP se refiere al cierre del año 2012 (véase cuadro 5). El avance de las cuentas de las AAPP correspondientes a ese ejercicio fue también remitido por las autoridades españolas a Eurostat

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



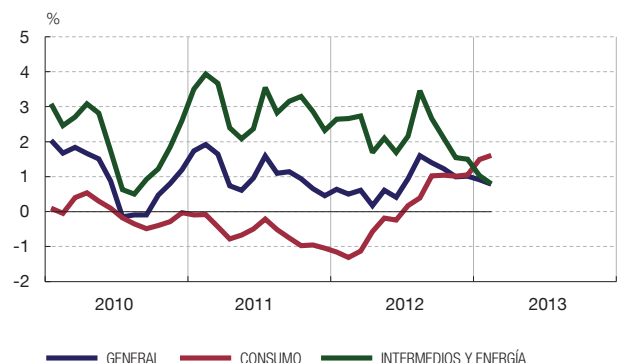
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

el 27 de marzo, en cumplimiento de la normativa comunitaria reguladora del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE).

El cierre de 2012 ha reflejado la mejora de la posición de las finanzas públicas esperada para el tramo final del año. Así, los efectos de las medidas de consolidación fiscal permitieron que, a pesar del contexto de marcada debilidad económica, el déficit de las AAPP se redujera en 2 pp del PIB con respecto al año 2011. De este modo, el saldo negativo de las AAPP (sin tener en cuenta el impacto transitorio de las transferencias de capital a las instituciones financieras) se situó finalmente en el 7 % del PIB en el pasado ejercicio, frente al 8,6 % del PIB observado hasta el tercer trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres). No obstante, el déficit público acabó desviándose en 7 décimas del objetivo del 6,3 % del PIB establecido por la Unión Europea en julio de 2012.

Si, por el contrario, se considera el impacto de las ayudas a las entidades financieras imputado al gasto público de 2012 (estimado en 3,7 pp del PIB), el déficit de las AAPP se situó en el 10,6 % del PIB. Esta cifra supone una revisión al alza de unas 6 décimas con respecto a la avanzada por el Gobierno el 28 de febrero, lo que se explica, básicamente, por dos factores. El primero de ellos es la modificación de la práctica habitual seguida por las autoridades

Millones de euros y %

	Liquidación					2012 Objetivos oficiales (a)
	2011	2011 ene-dic	2012 ene-dic	Variación porcentual 2012/2011 ene-sep	Variación porcentual 2012/2011 ene-dic	Variación porcentual 2012/2011
	1	2	3	4	5 = 3 / 2	6
1 RECURSOS TOTALES	379.671	379.671	382.044	-1,2	0,6	2,3
Recursos corrientes	380.323	380.323	381.269	-1,3	0,2	2,6
Impuestos sobre producción e importaciones	104.956	104.956	107.333	-1,3	2,3	0,8
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.626	101.626	106.256	0,9	4,6	10,2
Cotizaciones sociales	140.035	140.035	134.955	-2,0	-3,6	-1,8
Otros recursos corrientes	33.706	33.706	32.725	-5,3	-2,9	3,1
Recursos de capital	-652	-652	775	9,5	—	-99,5
2 EMPLEOS TOTALES	480.111	480.111	493.660	0,4	2,8	-3,9
Empleos corrientes	435.514	435.514	429.759	0,4	-1,3	-0,8
Remuneración de asalariados	123.550	123.550	116.087	-1,8	-6,0	-7,2
Otros gastos en consumo final (b)	92.448	92.448	88.397	38,5	-4,4	-10,7
Prestaciones sociales (no en especie)	163.809	163.809	168.491	3,8	2,9	4,3
Intereses efectivos pagados	26.120	26.120	31.297	19,1	19,8	33,0
Subvenciones	11.820	11.820	10.060	-14,9	-14,9	-9,3
Otros empleos y transferencias corrientes	17.767	17.767	15.427	-2,9	-13,2	-6,5
Empleos de capital	44.597	44.597	63.901	0,1	43,3	-32,6
Formación bruta de capital	30.696	30.696	18.151	-36,9	-40,9	-35,9
Otros gastos de capital (c)	13.901	13.901	45.750	—	—	-33,5
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras (d)	5.136	5.136	38.343	—	—	—
3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINAN. (3 = 1 - 2)	-100.440	-100.440	-111.616	—	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-9,4	-9,4	-10,6	—	—	—
Administración Central	-3,4	—	-7,8	—	—	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras (d)	-0,5	—	-3,7	—	—	—
Seguridad Social	-0,1	—	-1,0	—	—	—
CCAA	-5,1	—	-1,8	—	—	—
CCLL	-0,8	—	-0,2	—	—	—
PRO MEMORIA						
Saldo primario	-74.320	-74.320	-80.319	—	—	—
Empleos totales excl. ayudas a instituc. financieras	474.975	474.975	455.317	—	-4,1	—
Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-95.304	-95.304	-73.273	—	—	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e IAGE.

a Plan Presupuestario Bianual (PPB) 2012-2014.

En el Plan se presentan los objetivos en porcentajes del PIB y, a partir de ellos y del PIB nominal del PPB, se recupera el nivel de las variables.

Las tasas de variación para el caso de las rúbricas de Recursos (Empleos) totales se han calculado sobre la suma de las partidas presupuestarias así calculadas.

Si la tasa correspondiente a los Recursos totales se computara sobre el total agregado implícito en el PPB, entonces diferiría de la mostrada en el cuadro y ascendería al 1,9 %, mientras que la de los Empleos totales se mantendría en la misma cuantía (-4,8 %).

b Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (Ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.

c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

d La cifra relativa a 2011 se extrae de la Contabilidad Nacional Anual, y se hace el supuesto de que afecta únicamente al segundo semestre de dicho año. Para 2012, la cifra se extrae de la Contabilidad Nacional Trimestral.

estadísticas españolas con respecto al momento de contabilización de las devoluciones de impuestos. Hasta la fecha, esta tenía lugar en el momento en que se reconocía el derecho a percibirlos, pero esta práctica se ha sustituido por su contabilización en el ejercicio en el que se solicitan. Ello ha supuesto que, en 2012, se registraran devoluciones que inicialmente se habían imputado a los primeros meses de 2013, con la consiguiente minoración de los ingresos brutos del pasado ejercicio por un importe aproximado de 3 décimas de PIB. El segundo de estos factores viene dado por una revisión al alza, por un importe de 0,4 pp del PIB, del

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto inicial 2013 (b)	Variación porcentual 2013/2012	Liquidación		
					2012 ene-feb	2013 ene-feb	Variación porcentual
					1	2	3
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	123.344	18,4	127.025	3,0	23.063	17.449	-24,3
Impuestos directos	52.053	-2,5	66.181	27,1	9.179	6.760	-26,4
IRPF	26.532	-20,9	42.251	59,2	9.002	8.487	-5,7
Sociedades	21.435	29,0	19.012	-11,3	-389	-2.248	—
Otros directos (c)	4.086	26,6	4.918	20,4	566	521	-7,9
Impuestos indirectos	23.590	-31,9	40.734	72,7	9.970	8.722	-12,5
IVA	16.384	-35,4	28.272	72,6	8.544	7.327	-14,2
Especiales	4.285	-32,3	9.578	123,5	931	923	-0,8
Otros indirectos (d)	2.921	-1,5	2.884	-1,3	496	471	-4,9
Otros ingresos (e)	47.701	195,9	20.109	-57,8	3.914	1.968	-49,7
2 PAGOS NO FINANCIEROS	152.357	0,8	165.089	8,4	32.258	32.860	1,9
Personal	26.851	-2,1	27.673	3,1	3.963	3.984	0,5
Compras	3.528	-18,3	2.857	-19,0	331	323	-2,5
Intereses	26.055	17,3	38.615	48,2	6.686	7.947	18,9
Transferencias corrientes	84.244	5,4	81.751	-3,0	19.337	18.625	-3,7
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.595	—	—	—	—
Inversiones reales	6.762	-1,9	3.903	-42,3	1.092	1.192	9,2
Transferencias de capital	4.917	-52,6	7.695	56,5	849	789	-7,1
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-29.013	—	-38.064	—	-9.196	-15.411	—
PRO MEMORIA: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
TOTAL	160.739	3,9	167.840	4,4	29.794	26.393	-11,4
IRPF	70.631	1,2	74.215	5,1	14.811	14.037	-5,2
Sociedades	21.435	29,0	19.012	-11,3	-389	-2.248	—
IVA	50.463	2,4	54.657	8,3	12.343	11.615	-5,9
Impuestos especiales	18.209	-4,0	19.956	9,6	3.029	2.989	-1,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de caja.

b Fuente: Presupuestos Generales del Estado 2013

c Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

e Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

tamaño estimado de las ayudas a las instituciones financieras. En este sentido, cabe recordar que la parte de la recapitalización que se considera gasto público y, por tanto, provoca un impacto en el déficit de las AAPP es la destinada a cubrir posiciones patrimoniales netas negativas de estas entidades. En su mayor parte, la revisión al alza de este gasto realizada en el último trimestre del pasado año se debe al hecho de que, inicialmente, se había supuesto que los tenedores privados de productos híbridos —tales como participaciones preferentes o deuda subordinada— habían absorbido una parte de las pérdidas de las entidades concernidas en 2012, cuando, en realidad, este proceso tendrá lugar en 2013.

Por su parte, la deuda pública aumentó, según la metodología del PDE, en cerca de 15 pp de PIB en 2012, hasta el 84,2 %. Este incremento fue el resultado de la confluencia de un

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto inicial 2013	Variación porcentual 2013/2012	Liquidación		
					2012 ene-feb	2013 ene-feb	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	118.604	-2,5	129.287	9,0	22.641	23.976	5,9
Cotizaciones sociales	101.106	-4,0	105.863	4,7	17.419	17.003	-2,4
Transferencias corrientes	12.191	6,0	18.808	54,3	4.126	5.788	40,3
Otros ingresos	5.307	9,6	4.615	-13,0	1.095	1.185	8,2
2 PAGOS NO FINANCIEROS	124.416	1,9	129.404	4,0	16.832	17.509	4,0
Personal	2.270	-3,8	2.313	1,9	318	312	-2,0
Compras	1.505	-3,5	1.561	3,7	160	155	-3,7
Transferencias corrientes	119.873	2,0	124.908	4,2	16.343	17.025	4,2
Pensiones contributivas	103.515	4,0	106.350	2,7	14.642	15.343	4,8
Otros gastos	768	3,1	623	-19,0	11	17	62,6
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	-5.813	—	-117	—	5.809	6.467	—
PRO MEMORIA							
Servicio Público de Empleo Estatal							
Cotizaciones sociales	19.234	-6,1	19.551	1,7	3.189	3.242	1,7
Prestaciones desempleo	31.589	5,3	26.696	-15,5	5.299	5.429	2,4
Sistema Seguridad Social y SPEE							
Cotizaciones sociales	120.340	-4,3	125.415	4,2	20.609	20.245	-1,8

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Ministerio de Empleo y Seguridad Social y Banco de España.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

déficit primario aún elevado, el aumento de la carga de intereses, el impacto de la recapitalización bancaria y un conjunto de factores adicionales, entre los que destaca el impacto de la reclasificación de algunos pasivos de las AAPP motivada por la introducción del mecanismo de pago a proveedores de las Administraciones Territoriales.

En términos de su composición, la mejora observada en el saldo de las AAPP en 2012 se debió, sobre todo, al comportamiento del gasto público, que se redujo en torno a 20 mm, excluyendo el impacto transitorio de las transferencias de capital relacionadas con las ayudas a las instituciones financieras. Dado que la carga de intereses y las prestaciones sociales aumentaron en conjunto en cerca de 10 mm, el ajuste efectivo del resto de rúbricas ascendió a unos 30 mm, que se repartieron prácticamente al 50 % entre partidas de gasto corriente y de capital. Los ingresos, por su parte, se incrementaron en 2,4 mm, como resultado neto del aumento de recaudación originado por las medidas adoptadas⁴ —que la Agencia Tributaria estima en algo más de 10 mm— y del efecto contractivo sobre los ingresos impositivos derivado de la debilidad de las bases imponibles.

En relación con la ejecución presupuestaria del primer trimestre de este año, se dispone solo de información parcial. En particular, el déficit de caja del Estado acumulado en los

⁴ Entre las que destacan el gravamen complementario en el IRPF, los nuevos adelantos de pagos fraccionados en el impuesto sobre sociedades, el aumento de tipos del IVA y la declaración tributaria especial.

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Objetivos oficiales 2013 (b)	Variación porcentual 2013/2012	Liquidación		
					2012 feb	2013 feb	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	124.659	-1,3	128.952	3,4	21.174	18.985	-10,3
Ingresos corrientes	119.262	-1,1	120.799	1,3	20.810	18.750	-9,9
Impuestos directos	48.239	18,7	37.156	-23,0	6.559	6.515	-0,7
Impuestos indirectos	57.889	23,0	50.034	-13,6	7.263	7.827	7,8
Tasas, precios y otros ingresos	4.740	-1,7	4.784	0,9	519	537	3,4
Transferencias corrientes	7.197	-73,7	28.312	—	6.419	3.809	-40,7
Ingresos patrimoniales	1.197	68,5	512	-57,2	50	62	24,1
Ingresos de capital	5.396	-6,5	8.153	51,1	365	235	-35,6
Enajenación de inversiones reales	273	48,9	2.569	—	27	36	35,7
Transferencias de capital	5.124	-8,3	5.584	9,0	338	199	-41,2
2 PAGOS NO FINANCIEROS	150.199	-0,3	137.504	-8,5	18.877	16.675	-11,7
Pagos corrientes	134.816	1,4	122.546	-9,1	17.964	16.087	-10,5
Gastos de personal	52.541	-8,4	53.512	1,8	8.388	7.983	-4,8
Gastos corrientes en bienes y servicios	35.614	28,7	24.733	-30,6	3.101	2.472	-20,3
Gastos financieros	6.268	37,4	8.213	31,0	635	762	19,9
Transferencias corrientes	40.393	-6,7	35.760	-11,5	5.839	4.869	-16,6
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	327	—	—	—	—
Pagos de capital	15.383	-13,4	14.958	-2,8	913	588	-35,6
Inversiones reales	6.662	-13,5	6.665	0,0	494	256	-48,1
Transferencias de capital	8.720	-13,3	8.293	-4,9	419	332	-20,8
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 – 2)	-25.540	—	-8.552	—	2.297	2.310	—
PROMEMORIA							
Ingresos propios	16.899	-11,2	22.801	34,9	2.865	3.186	11,2
Impuesto sucesiones y donaciones	2.535	3,8	2.305	-9,1	539	630	16,8
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	5.639	-12,1	6.722	19,2	989	1.051	6,3
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.740	-1,7	4.784	0,9	519	537	3,4
Otros (c)	3.985	-25,7	8.991	125,6	817	968	18,5

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Los datos relativos a los Objetivos oficiales proceden de la información sobre ejecución presupuestaria mensual de las CCAA publicada el 20 de diciembre de 2012 por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Dichas cifras son el resultado de diversas modificaciones presupuestarias realizadas por las CCAA sobre los presupuestos iniciales. En el caso de los ingresos, las cifras se corresponden con lo que el Ministerio de Hacienda denomina «Previsiones definitivas». En el caso de los gastos, además de las modificaciones sobre los créditos iniciales, las CCAA han alterado los créditos totales declarando algunos como no disponibles. Las cifras de gastos contenidas en esta columna se han calculado como la diferencia entre los créditos totales («Créditos iniciales» + «Modificaciones de crédito») y los «Créditos declarados no disponibles».

c Incluye: (1) Resto de impuestos directos, incluido Patrimonio; (2) IGIC y AIEM; (3) Resto de impuestos indirectos; (4) Ingresos patrimoniales; (5) Enajenación de inversiones reales, y (6) Impuestos correspondientes a la Comunidad Foral de Navarra: IRPF, IVA, impuesto sobre sociedades e impuestos especiales.

dos primeros meses del año ascendió a 15,4 mm de euros, cifra que supera en unos 6 mm al registrado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 6). Según el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, las cifras de caja se encontrarían distorsionadas por los adelantos de transferencias a la Seguridad Social y al Servicio Público de Empleo Estatal. Además, los datos de Contabilidad Nacional (según los cuales, el déficit ascendió a 23,6 mm) podrían estar sujetos a revisiones, dado el cambio metodológico en la contabilización de las devoluciones de impuestos ya mencionado. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que las cifras de los primeros meses del año suelen ser muy erráticas, por

Millones de euros

		Enero		Tasa de variación 2013/2012 (b)
		2012	2013	
Ingresos	Cuenta corriente	29.004	31.183	7,5
	Mercancías	17.138	18.871	10,1
	Servicios	7.759	8.095	4,3
	Turismo	2.688	2.648	-1,5
	Otros servicios	5.071	5.447	7,4
	Rentas	2.931	2.335	-20,3
	Transferencias corrientes	1.175	1.882	60,2
	Cuenta de capital	189	709	274,7
	Cuentas corriente + capital	29.193	31.892	9,2
Pagos	Cuenta corriente	33.718	33.827	0,3
	Mercancías	20.341	21.728	6,8
	Servicios	5.425	5.349	-1,4
	Turismo	807	774	-4,1
	Otros servicios	4.618	4.574	-0,9
	Rentas	5.770	4.000	-30,7
	Transferencias corrientes	2.182	2.750	26,1
	Cuenta de capital	115	411	256,3
	Cuentas corriente + capital	33.834	34.238	1,2
Saldos	Cuenta corriente	-4.715	-2.645	2.070
	Mercancías	-3.203	-2.857	346
	Servicios	2.334	2.746	412
	Turismo	1.881	1.874	-7
	Otros servicios	453	872	419
	Rentas	-2.839	-1.665	1.174
	Transferencias corrientes	-1.007	-869	138
	Cuenta de capital	74	298	224
	Cuentas corriente + capital	-4.641	-2.346	2.294

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

lo que son escasamente indicativas de la evolución de la ejecución presupuestaria en el conjunto del ejercicio. No obstante, por el lado de los ingresos es destacable la evolución negativa de la recaudación por IVA (incluyendo la participación de las Administraciones Territoriales), a pesar del aumento de tipos impositivos. En la vertiente de los gastos, cabe reseñar la contención de los de personal, con una caída del 0,8 % en los correspondientes al personal activo, y la desaceleración de los pagos por intereses y de los gastos de capital.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, se observó un superávit de 6,5 mm de euros hasta febrero (véase cuadro 7). Esta cifra, que es ligeramente superior a la registrada en el mismo período del año anterior, se vio apoyada, como se ha señalado, por el aumento de los ingresos procedentes del adelanto de transferencias desde el Estado. Por su parte, las cotizaciones sociales mantuvieron la acusada debilidad de finales del año pasado, siguiendo el perfil de las afiliaciones a la Seguridad Social y la evolución de los salarios. Por lo que respecta a los gastos, destacó el crecimiento, del 4,8 % hasta febrero, de las pensiones contributivas. En cuanto al Servicio Público de Empleo Estatal, las prestaciones por desempleo crecieron un 2,4 % en el mismo período.

Finalmente, cabe mencionar que, a finales del mes de marzo, y en cumplimiento de la Orden HAP/2105/2012, de 1 de octubre, por la que se desarrollan las obligaciones de suministro de información previstas en la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas publicó por primera vez los datos relativos a la ejecución presupuestaria mensual de las Comunidades Autónomas (CCAA) en términos de Contabilidad Nacional. Según estas cifras, el déficit de las CCAA se habría situado en el 0,12 % del PIB en febrero. Por otro lado, en términos de caja, las CCAA habrían arrojado un saldo positivo en febrero equivalente al 0,2 % del PIB, en línea con el observado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 8).

4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

En enero de 2013, la economía española registró una necesidad de financiación, en cuantía muy inferior a la de enero de 2012 (véase cuadro 9). Así, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital fue de 2,3 mm de euros, aproximadamente la mitad de la registrada el mismo mes del año anterior. Esta disminución se explica, principalmente, por la reducción de los pagos netos de rentas al resto del mundo, aunque también la ampliación del superávit de servicios y la corrección del déficit comercial y, en menor medida, la mejora de los saldos de transferencias corrientes y de la cuenta de capital contribuyeron en la misma dirección.

El saldo negativo de la balanza comercial disminuyó en los dos primeros meses del año un 37 %, hasta situarse en 4,7 mm de euros. De acuerdo con los datos de Aduanas, este descenso se explica por el aumento del superávit no energético, que ascendió a 3,5 mm de euros (0,8 mm en enero-febrero de 2012), lo que permitió compensar el ligero incremento del déficit energético. Con datos hasta enero, el superávit de la balanza de servicios alcanzó 2,7 mm de euros, un 17,6 % más que en el mismo mes del año anterior, gracias a la ampliación del saldo positivo de los servicios no turísticos. Los pagos netos de rentas al resto del mundo disminuyeron un 41,4 %, hasta situarse en 1,7 mm de euros, en un contexto de reducción de los tipos de interés de los pasivos exteriores. Finalmente, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se corrigió en un 13,7 %, hasta situarse en 0,9 mm de euros.

5.1 Rasgos más destacados

Durante el primer trimestre de 2013 se ha observado una cierta estabilidad en los mercados financieros nacionales, que, no obstante, ha venido acompañada de algunos episodios de repunte de las tensiones, como el registrado a raíz de la incertidumbre generada por los resultados de las elecciones en Italia o, más recientemente, el que se produjo en torno a las negociaciones del programa de asistencia financiera a Chipre. El proceso de recapitalización y reestructuración del sistema financiero español ha seguido avanzando. Así, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) realizó el desembolso del segundo tramo del préstamo, por unos 1,8 mm de euros, para la recapitalización de las entidades del denominado «grupo 2»⁵, tras la valoración positiva que hizo la *troika*, en la segunda revisión que tuvo lugar a finales de enero, de los progresos realizados en el marco de los compromisos asumidos en el Memorando de Entendimiento. Además, dichas entidades transfirieron a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) activos por un valor efectivo de unos 14 mm de euros, con lo que se concluyó el proceso de traspaso según se había establecido. Paralelamente, la SAREB completó su estructura de accionariado, con un 55 % de los recursos aportados por inversores privados, e inició el proceso de enajenación de los activos recibidos en la primera fase (en diciembre pasado), cumpliendo así con el calendario previsto.

A finales de marzo, la rentabilidad de la deuda soberana española a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo plazo se situaron algo por debajo de los niveles de finales de 2012 (5,1 % y 380 pb, respectivamente, frente al 5,3 % y los 400 pb de diciembre) (véase gráfico 23). En cambio, el ascenso de las primas de los derivados de crédito de las empresas financieras y no financieras durante la segunda quincena de marzo, asociado a la incertidumbre generada en el contexto de la negociación del programa de asistencia a Chipre, las llevó al cierre del trimestre a valores algo por encima de los de finales del pasado ejercicio. Asimismo, en los mercados bursátiles, el IBEX 35 presentó, durante el mismo período, unas pérdidas del 3 %, un comportamiento más desfavorable que el del EUROSTOXX 50 (retrocedió un 0,4 %) y, especialmente, que el del S&P 500 (se revalorizó un 10 %). En el mercado interbancario, los tipos de interés apenas variaron. Concretamente, el euríbor a un año se situó a finales de marzo en el 0,55 %, nivel prácticamente idéntico al de tres meses antes.

En la parte transcurrida de abril, la rentabilidad de la deuda soberana española a diez años y el diferencial con el bono alemán han descendido unos 45 pb, hasta situarse en torno al 4,6 % y los 335 pb, respectivamente. Las primas de los derivados de crédito también se han reducido, mientras que el IBEX 35 ha experimentado una variación prácticamente nula (-0,1 %), en tanto que el EUROSTOXX 50 y el S&P 500 registraron pérdidas del 1,9 % y el 0,9 %, respectivamente.

La estabilidad de las condiciones de acceso a la financiación ha permitido que el Estado haya podido realizar durante el primer trimestre del año emisiones de deuda por unos importes elevados y a un menor coste, y que las de las entidades de crédito hayan mostrado un mayor dinamismo, especialmente durante el mes de enero.

5 Entidades que, en la fecha en la que se realizaron las pruebas de resistencia, no eran controladas mayoritariamente por el FROB y que requirieron de ayudas públicas para recapitalizarse. En una de ellas la inyección de los fondos está aún pendiente de concretarse.

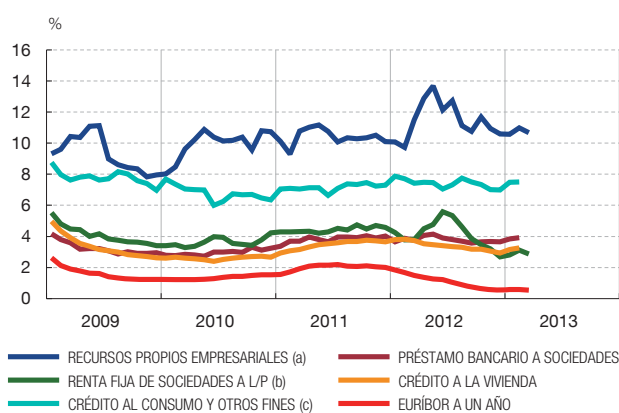
ÍNDICES BURSÁTILES



DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
 b El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
 c En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.
 d Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento, el descenso del precio de la vivienda libre continuó en el cuarto trimestre de 2012. Así, la tasa de disminución interanual se situó en diciembre en el 10 %, frente al 9,5 % de septiembre (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, en cambio, el retroceso (del 2,2 %) fue inferior al del trimestre anterior (2,5 %). La información más reciente que ofrecen otras fuentes apunta a que durante los primeros meses del año se habría prolongado esta pauta contractiva.

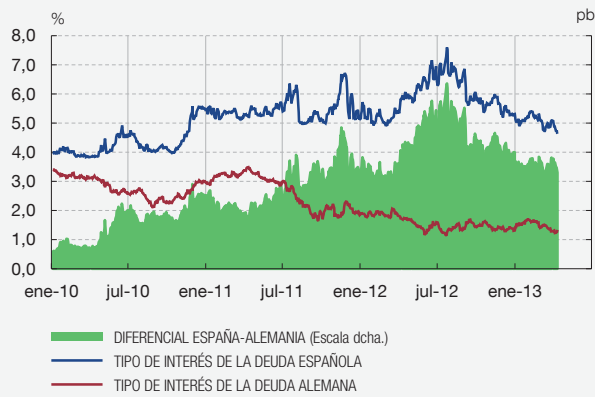
La última información disponible sobre los costes de financiación del sector privado, correspondiente al mes de febrero, muestra un encarecimiento de los préstamos en todos los segmentos analizados en comparación con los niveles de finales de 2012. Por tanto, los tipos de interés del crédito bancario siguen sin recoger completamente el tono expansivo de la política monetaria (véase recuadro 4).

En cuanto a la financiación del sector privado, los datos de los primeros dos meses del año evidencian una intensificación en la tasa de descenso de los fondos captados tanto por los hogares como, sobre todo, por las empresas, que se situaron en febrero en el

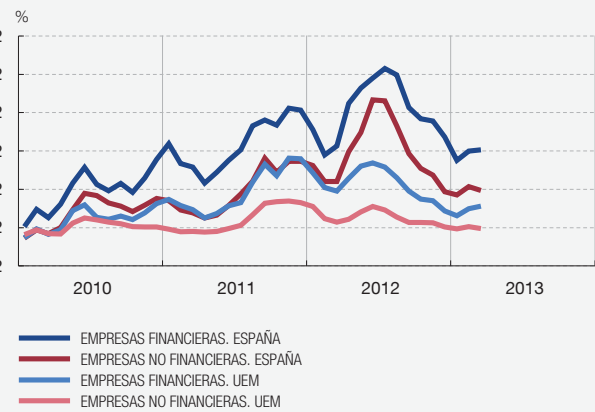
Desde el agravamiento de la crisis de la deuda soberana en el área del euro a mediados de 2011, el Eurosistema ha acometido una significativa relajación de su política monetaria. Así, los tipos de interés oficiales se redujeron en tres ocasiones (noviembre y di-

ciembre de 2011 y junio de 2012), por un total de 75 puntos básicos (pb), alcanzando el que se aplica en las operaciones principales de financiación un 0,75 %. Adicionalmente, se tomaron una serie de medidas no convencionales, entre las que cabe destacar:

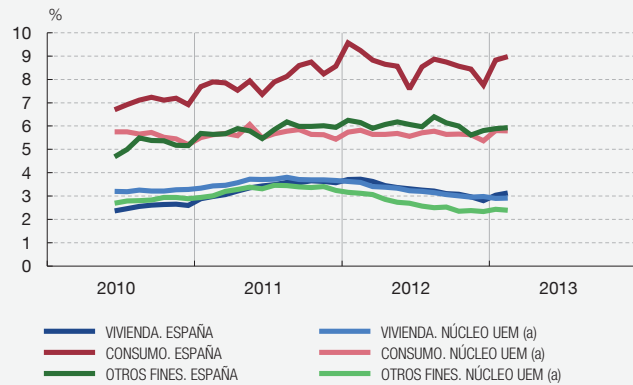
1 RENTABILIDADES DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



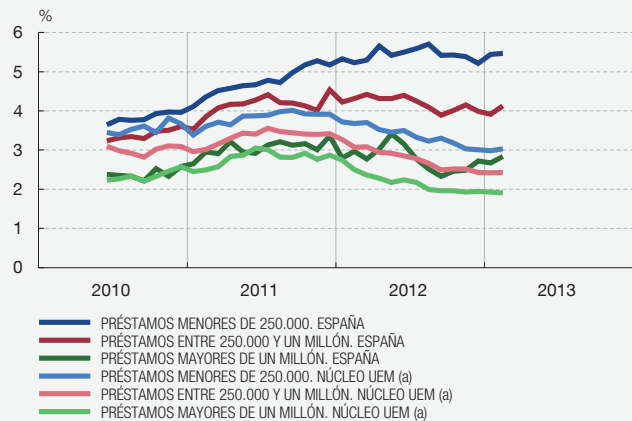
2 PRIMA DE LOS CDS A CINCO AÑOS



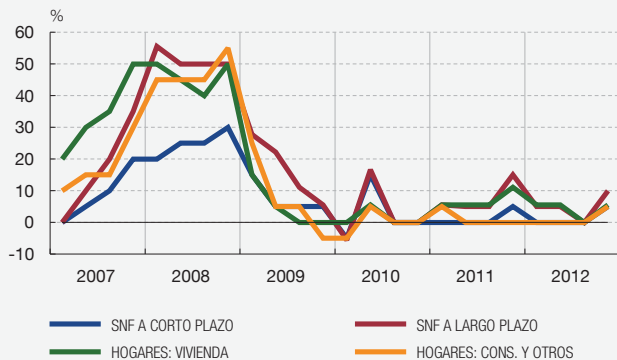
3 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. HOGARES



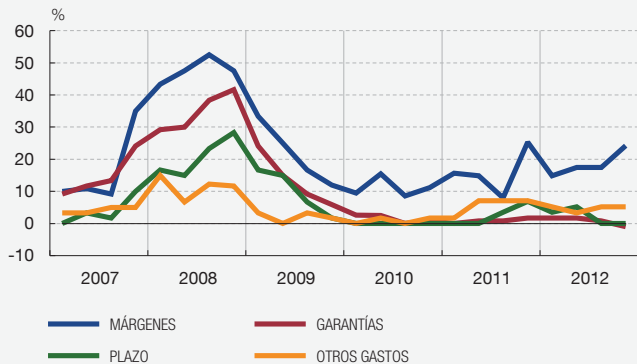
4 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



5 VARIACIÓN EN LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE NUEVOS PRÉSTAMOS. EPB (b)



6 CONDICIONES DE LOS CRÉDITOS. EPB (b)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Definido como el agregado de Alemania, Francia, Holanda, Bélgica y Austria. Para agregar las distintas categorías por plazos se utilizan los mismos pesos (volumen de operaciones) que en España, de manera que la comparación no se vea afectada por diferencias entre dichos pesos en una y otra área.
- b Promedio de las respuestas de los bancos españoles a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Eurosistema. Un valor positivo (negativo) indica un endurecimiento (relajación) de los criterios y condiciones.

la revitalización del programa de compra de deuda pública en agosto de 2011, la aprobación de un segundo programa de compra de bonos garantizados en noviembre de ese mismo año, la ampliación de los activos admisibles como colateral en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema en varias ocasiones y, sobre todo, las subastas de fondos a tres años de diciembre de 2011 y febrero de 2012 y el programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés) en septiembre de 2012.

Todo ello se ha traducido en una reducción de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios hasta niveles en torno al 0,20 % para el plazo de tres meses, y del 0,55 % para el de doce meses (135 pb y 155 pb, respectivamente, por debajo de los existentes en agosto de 2011). Estas condiciones monetarias expansivas se han transmitido también al resto de mercados de los países centrales de la UEM (Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria, etc.), resultando en un descenso, más o menos generalizado, de los costes de financiación de los agentes privados y públicos, a todos los plazos, en dichos países, como ilustran por ejemplo los actuales niveles históricamente reducidos de las rentabilidades de la deuda pública a diez años en Alemania y en Francia (por debajo del 1,5 % y en torno al 2 %, respectivamente, unos 100 pb menos que en agosto de 2011).

Por el contrario, estas condiciones monetarias se han transmitido en mucha menor medida a los países de la UEM más afectados por las tensiones recientes, entre los que se encuentra España. Así, el rendimiento de la deuda pública española a diez años se mantenía, a comienzos de abril del año en curso, unos 60 pb por debajo de los de agosto de 2011, si bien se ha producido una mejoría más marcada con respecto a la situación de comienzos del verano de 2012, cuando llegó a superar puntualmente el 7 % (véase panel 1 del gráfico adjunto). Desde entonces, las distintas decisiones del Eurosistema y de las autoridades económicas nacionales y europeas han propiciado un descenso de más de 200 pb en el diferencial de rentabilidad frente a Alemania, que, no obstante, permanece por encima de los 300 pb, tal como ha venido haciendo durante todo este período. Esta evolución condiciona también la disponibilidad y coste de la financiación ajena para los agentes privados.

Desde los meses de junio-julio de 2012, el acceso de estos últimos a los mercados mayoristas también ha registrado una clara mejoría (véase panel 2 del gráfico adjunto). No obstante, nuevamente aquí, los costes de financiación vía valores (aproximados por las primas de los CDS) permanecían significativamente por encima de los observados en el conjunto de la UEM.

La conclusión anterior se refuerza aún más cuando se analiza el coste de la financiación de los hogares y de las sociedades no financieras en España vía préstamos bancarios, que son la principal fuente de recursos ajenos para dichos agentes en nuestro país. Como muestran los dos paneles centrales del gráfico adjunto, la relajación de la política monetaria del área del euro desde mediados de 2011 se ha trasladado muy limitadamente a la clientela de

las entidades de crédito españolas. De este modo, mientras que para los países del denominado núcleo de la UEM los tipos de interés medios aplicados a principios de 2013 eran claramente inferiores a los de agosto de 2011 (entre 90 pb y 105 pb, menos en los créditos a hogares para consumo, en los que se mantenían en el mismo nivel), en España se situaban, con la excepción de los préstamos para adquisición de vivienda, por encima de los niveles de entonces y de los correspondientes registros en los países centrales de la zona del euro. Los incrementos son particularmente notables en los préstamos para consumo de las familias (85 pb) y en los concedidos a empresas por un valor inferior a 250.000 euros (75 pb), que constituyen una aproximación al coste de financiación de las pymes, dado el menor importe habitual de las operaciones con aquellas. En la financiación para la compra de inmuebles, se produjo un descenso en este mismo período (45 pb), que fue, no obstante, inferior al que se observó en los otros países analizados (90 pb).

Los resultados de las contestaciones de las entidades españolas a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Eurosistema también evidencian el carácter exigente de las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades a través tanto de precios como de cantidades (véanse paneles inferiores del gráfico adjunto). Así, los criterios aplicados por los prestamistas para la aprobación de nuevos créditos, tras haberse hecho notablemente más restrictivos en los años 2007-2009, o bien habrían permanecido relativamente estables, o bien habrían registrado algunos endurecimientos adicionales desde entonces. Las condiciones de los préstamos, según esa misma encuesta, también habrían tendido a hacerse, durante los últimos dos años, más desfavorables para los prestatarios, particularmente en lo que se refiere a los márgenes aplicados y a los otros gastos distintos del tipo de interés.

Los factores explicativos de esta falta de traslación (o traslación incompleta) de los impulsos monetarios expansivos en nuestro país (así como en otros, afectados también por las tensiones financieras recientes) reflejan, lógicamente, la situación cíclica más desfavorable de la economía española, que justifica unas primas de riesgo algo más elevadas. Un indicio de ello es el hecho de que el comportamiento diferencial observado sea particularmente marcado en aquellas operaciones más arriesgadas (por tener una probabilidad de impago en general más elevada y no contar habitualmente con garantías), como son los préstamos al consumo y a las pymes. No obstante, las diferencias observadas son de una magnitud muy importante y difícilmente pueden justificarse exclusivamente por divergencias cíclicas. La crisis financiera ha desencadenado una fragmentación pronunciada del sistema financiero de la UEM que ha afectado singularmente a las entidades bancarias de los distintos países, cuyos costes de financiación han tendido a alinearse fuertemente con la evolución de los riesgos soberanos con relativa independencia de la situación individual de cada una de ellas. Esto se ha traducido en unos costes de financiación para los bancos (y, por tanto, para los agentes privados que estos financian) que resultan demasiado elevados para el tono de la política monetaria única en aquellas economías que, como la española, han sido más afectadas por las tensiones financieras.

3,9 % y el 7,1 %, respectivamente, en relación con el mismo período de 2012. En términos intertrimestrales anualizados, el ritmo de contracción de los préstamos a las familias aumentó 0,5 pp, situándose en el 4,5 %, mientras que el de las sociedades se situó en el 10 %, tasa idéntica a la del cierre del ejercicio anterior.

La reducción de la deuda de las familias en el cuarto trimestre de 2012 vino acompañada de un descenso de sus ingresos, por lo que la ratio de deuda sobre la renta bruta disponible (RBD) apenas varió. En cambio, la disminución del coste medio de la deuda viva, que está vinculado principalmente a la evolución de los tipos interbancarios, permitió que se redujera ligeramente la carga financiera asociada en términos de la RBD. Por otra parte, continuaron disminuyendo tanto la riqueza neta como el ahorro no destinado al servicio de la deuda, que se mantiene en registros negativos. En el caso de las sociedades, se redujeron tanto la ratio de deuda como la carga financiera, al tiempo que los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) revelan una fuerte caída de la actividad y de las rentas empresariales en 2012 en relación con el año anterior. La información de avance para el primer trimestre de 2013 apunta a nuevos retrocesos en las ratios de endeudamiento y de carga financiera, tanto en el caso de los hogares como en el de las empresas.

El aumento de la presión financiera soportada por los hogares y las sociedades se siguió reflejando en incrementos en el volumen de créditos dudosos, lo que, unido al retroceso de la financiación bancaria concedida al conjunto de los otros sectores residentes, se tradujo en una elevación de 34 pb en la ratio de morosidad de estos préstamos, en enero, que alcanzó el 10,8 %. En febrero se produjo un descenso de 40 pb en este indicador, como consecuencia del traspaso de créditos del denominado «grupo 2» a la SAREB.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha plasmado en nuevos aumentos de las ratios de endeudamiento y de carga financiera. En febrero, el dinamismo de la deuda de este sector siguió siendo elevado, aunque se moderó algo en relación con el de diciembre de 2012.

Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el cuarto trimestre de 2012 la economía española registró capacidad de financiación, por segundo trimestre consecutivo, lo que llevó a que, en términos acumulados de doce meses, las necesidades de financiación de la nación se redujeran hasta el 0,2 % del PIB (1,5 pp menos que en septiembre) (véase cuadro 10). La relajación de las tensiones financieras que se ha venido registrando desde agosto favoreció que durante el último trimestre del año se hayan vuelto a observar entradas netas de capital, excluyendo las operaciones del Banco de España, lo que, junto con la capacidad de financiación de la economía, llevó a que siguiera reduciéndose la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. Los datos más recientes de la Balanza de Pagos, correspondientes a enero, muestran una continuidad de estas tendencias recientes.

En resumen, durante el primer trimestre de 2013 las condiciones en los mercados financieros nacionales mostraron una cierta tendencia hacia la estabilización, que estuvo acompañada, no obstante, de algunos episodios de tensión, lo que refleja que persiste una elevada incertidumbre y que el proceso de recuperación de la estabilidad financiera en el área del euro no se asienta aún sobre una base suficientemente sólida. De hecho, los costes de la financiación del sector privado siguen sin dar síntomas de descenso y no recogen completamente el tono expansivo de la política monetaria. En este marco, la presión financiera sobre las sociedades y las familias es considerable, en un contexto de reducción de los excedentes empresariales, y de las rentas y el ahorro de los hogares.

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	2012				
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
Economía nacional	-9,6	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-3,1	-2,6	-1,7	-0,2	
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-13,4	-6,5	5,5	5,0	4,2	4,1	4,0	4,2	4,3	
Sociedades no financieras	-11,5	-6,7	-0,4	1,6	1,1	0,3	1,0	2,7	3,3	
Hogares e ISFLSH	-1,9	0,2	5,9	3,3	3,1	3,8	3,0	1,5	1,0	
Instituciones financieras	1,9	1,8	1,3	0,9	2,0	2,1	3,2	4,2	6,1	
Administraciones Públicas	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-9,4	-9,8	-10,0	-10,6	
PRO MEMORIA										
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-17,9	-11,6	-1,4	-2,6	0,6	1,5	1,1	1,7	3,3	

FUENTE: Banco de España.

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

5.2 El sector hogares

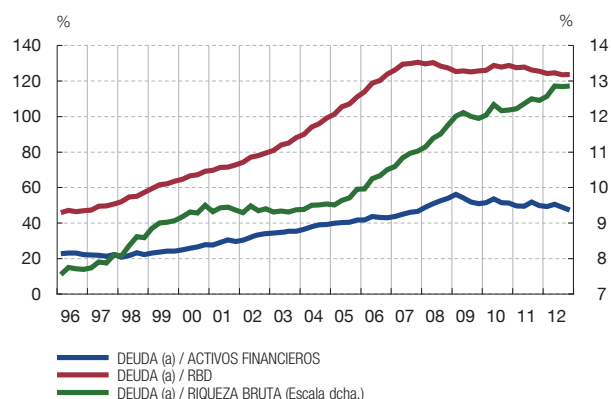
Los tipos de interés del crédito concedido a los hogares mostraron una evolución ascendente en los dos primeros meses de 2013. El coste de los fondos para adquisición de vivienda creció 33 pb, y el de los préstamos destinados a consumo y otros fines, 51 pb, hasta situarse en el 3,3 % y el 7,5 %, respectivamente. Estos incrementos reflejaron, fundamentalmente, la elevación de los diferenciales con respecto a las rentabilidades de mercado de referencia.

El ritmo de descenso de la deuda de las familias se ha intensificado ligeramente desde finales de diciembre, alcanzando en febrero, en términos interanuales, el 3,9 %, dos décimas por encima de la tasa registrada en diciembre. Esta evolución fue consecuencia del mayor retroceso experimentado tanto por los préstamos para adquisición de vivienda (3,7 %, frente al 3,5 % del cierre del ejercicio anterior) como por los destinados a consumo y otros fines (4,8 %, 0,2 pp más que en diciembre).

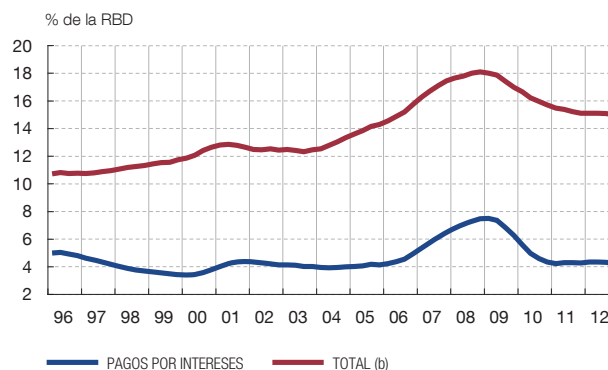
La reducción de los pasivos de las familias en el cuarto trimestre de 2012 fue similar al descenso de sus ingresos, de modo que la ratio de deuda sobre RBD apenas varió (véase gráfico 24). En cambio, la carga financiera en relación con la RBD disminuyó ligeramente gracias al mayor descenso del coste medio de la deuda viva, que en buena parte está referenciado al euríbor a un año. Al mismo tiempo, el perfil descendente que se viene observando desde comienzos de 2010 en la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las amortizaciones se prolongó. También el patrimonio neto del sector descendió en este período, ya que el incremento del valor de su componente financiero fue insuficiente para compensar el retroceso que, nuevamente, presentó el asociado a los activos inmobiliarios.

De acuerdo con las cuentas financieras, la inversión de los hogares en activos financieros alcanzó el 1,1 % del PIB en el cuarto trimestre del pasado año, aunque, en términos acumulados de doce meses, la desinversión del sector en este tipo de instrumentos se acentuó, hasta alcanzar el 1,5 % del PIB (véase cuadro 11). Destacó la inversión en depósitos, que concentró el grueso de los flujos en este período, y que, en el conjunto del ejercicio, alcanzó el 0,5 % del PIB. En contraposición, las desinversiones más cuantiosas en el conjunto del año se registraron en los valores de renta fija y en los fondos de inversión (del 1,4 % y el 1,1 % del PIB, respectivamente).

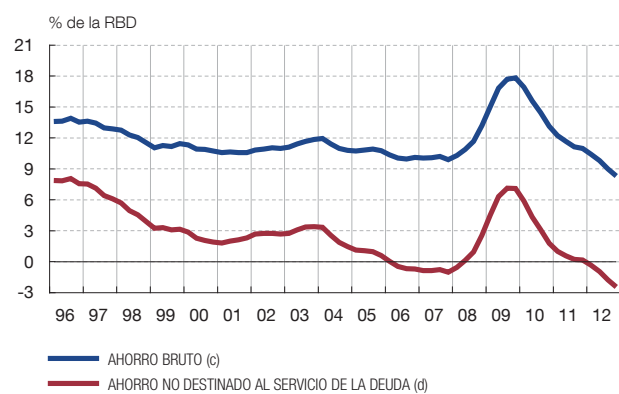
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



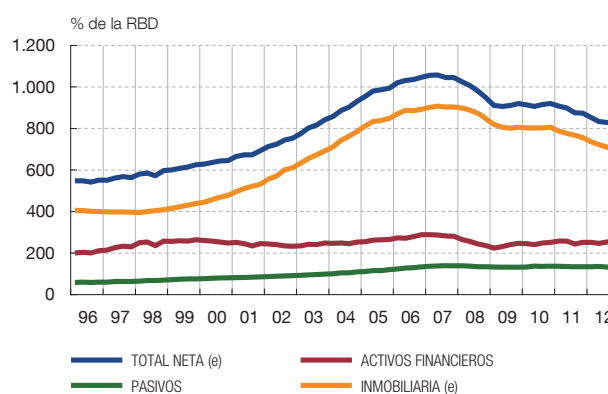
CARGA FINANCIERA



AHORRO



RIQUEZA



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

- a Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
- b Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- c Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- d Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- e Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

Por último, en el tramo final de 2012 la ratio de morosidad del crédito concedido a este sector se incrementó tanto en los préstamos otorgados para compra de vivienda (37 pb, hasta el 4%) como, sobre todo, en los destinados a consumo y otros fines (103 pb, hasta el 9,5%).

5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre diciembre de 2012 y febrero de 2013, los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades aumentaron 30 pb en las operaciones de importe inferior a un millón de euros, hasta el 5,6%, mientras que en las de mayor cuantía el incremento fue algo más moderado, de 12 pb, situándose en el 3,1%. Como en el caso de los hogares, esta elevación resultó, fundamentalmente, del ascenso de los diferenciales respecto a las rentabilidades de mercado de referencia. Por otra parte, la información sobre el coste de otras fuentes de financiación empresarial muestra un descenso del asociado a las emisiones de pagarés (de 27 pb), mientras que la captación de recursos mediante valores de renta fija a largo plazo y recursos propios se encareció en 42 pb y 39 pb, respectivamente. No obstante, en marzo se produjo una ligera disminución en estos dos últimos.

La caída de la deuda de las sociedades se intensificó en los primeros meses del año, hasta alcanzar el 7,1% en febrero, en términos interanuales, frente al 6,2% de finales de

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 11

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

- a No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b Excluye los fondos de inversión.
- c Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
- e Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación.

2012⁶. El desglose por instrumentos muestra un aumento en el ritmo de contracción de la financiación otorgada por las entidades residentes, que disminuyó un 8,5 % en términos

6 Estas cifras no están afectadas por la transferencia de préstamos a la SAREB, ya que esta sociedad se incluye entre las entidades de contrapartida del crédito a las sociedades y, además, el efecto asociado a los recortes de valoración de estos activos no se tiene en cuenta al calcular los flujos. En cambio, este último efecto sí incide en la ratio de endeudamiento de las empresas. En particular, a los créditos traspasados a la SAREB se les aplicó un recorte medio del precio de alrededor del 50 % en relación con el valor bruto que figuraba en los balances de las entidades, que es el que se utilizaba para calcular este indicador.

interanuales, así como un menor dinamismo de las emisiones de valores de renta fija, cuyo saldo se expandió un 7,3 %, en términos interanuales, frente al 12,3 % de diciembre de 2012. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cuarto trimestre del año pasado, refleja que las disminuciones del saldo vivo de la financiación bancaria (corregida de las transferencias de préstamos a la SAREB) fueron más elevadas que en septiembre en casi todas las ramas de actividad. En el sector de la construcción se siguieron registrando las contracciones más intensas (del 12,3 % en relación con el mismo período de 2011). En la industria y los servicios inmobiliarios las tasas de retroceso aumentaron 1,4 pp y 2,4 pp, hasta alcanzar el 8,5 % y el 10,1 %, respectivamente, mientras que en el sector de servicios no financieros ni inmobiliarios el incremento fue menor, de solo 0,2 pp, hasta el 4,6 %.

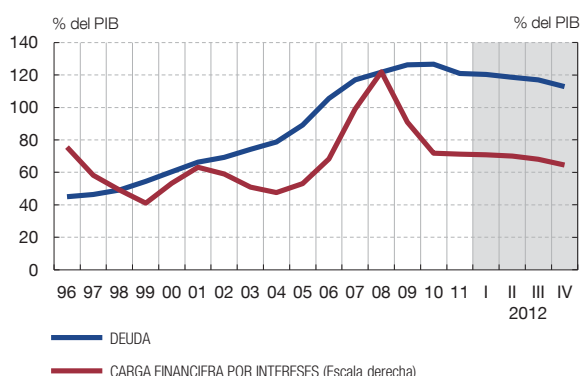
Los datos más recientes de las cuentas financieras, referidos al cuarto trimestre de 2012, muestran que la posición acreedora del sector de sociedades no financieras se incrementó hasta alcanzar el 3,3 % del PIB (frente al 2,7 % del trimestre anterior), en términos acumulados de doce meses. Este aumento, junto con el descenso de sus adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en un notable incremento del indicador «brecha de financiación» (que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente y el ahorro bruto de las empresas), que alcanzó el 5,4 % del PIB en el cuarto trimestre, frente al 1,8 % de septiembre.

La ratio de endeudamiento continuó reduciéndose durante los últimos meses de 2012, como resultado del descenso en el saldo de los recursos ajenos de este sector, que fue más intenso que el del PIB (denominador de esta ratio). En la caída de la deuda influyeron tanto los flujos netos de financiación negativos como, en mayor medida, los recortes de valoración de los pasivos transferidos a la SAREB⁷. La evolución descendente de la deuda, unida a la estabilidad del coste medio, habría permitido que la carga financiera se redujese nuevamente (véase gráfico 25). Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT se observa un fuerte retroceso de la actividad y de las rentas empresariales en 2012. Así, el importante deterioro del excedente bruto de explotación, junto con los menores dividendos recibidos, provenientes fundamentalmente de filiales extranjeras, resultó en una contracción del resultado ordinario neto del 11,2 % respecto al obtenido en 2011. De esta forma, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios cayeron hasta el 5,4 % y el 7,1 %, respectivamente, frente al 5,7 % y 7,5 % registrados en el ejercicio precedente. Por su parte, la ratio de endeudamiento obtenida a partir de este agregado comenzó a mostrar una pauta decreciente, lo que revela que en el pasado ejercicio el perfil de desapalancamiento empresarial se extendió a las grandes empresas, que en la CBT están sobrerrepresentadas. La reducción experimentada por los pagos por intereses fue de una intensidad similar a la de los excedentes empresariales, por lo que la carga financiera se estabilizó a lo largo del ejercicio. En este contexto, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo aumentaron ligeramente respecto al trimestre previo, al reflejar el impacto negativo asociado al empeoramiento de las rentabilidades. De cara a los próximos trimestres, los analistas siguen anticipando nuevos retrocesos de los beneficios de las empresas cotizadas, si bien a un menor ritmo. Por el contrario, las perspectivas a más largo plazo se revisaron ligeramente a la baja (véase gráfico 26).

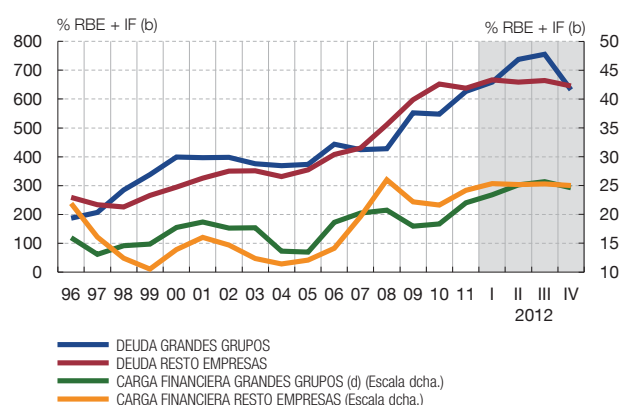
Por último, la ratio de morosidad de los créditos a las sociedades no financieras se redujo 0,5 pp en el último trimestre de 2012. Este retroceso está, no obstante, asociado a la

⁷ Véase nota a pie de página anterior.

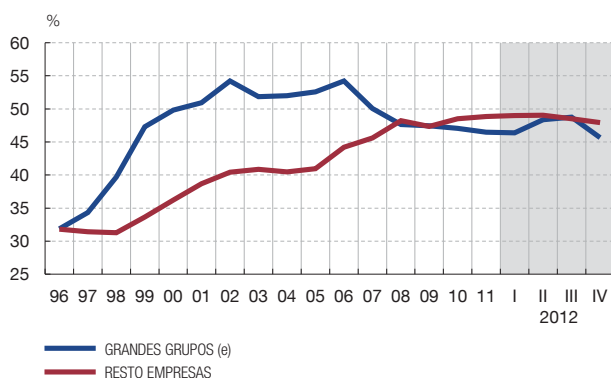
DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



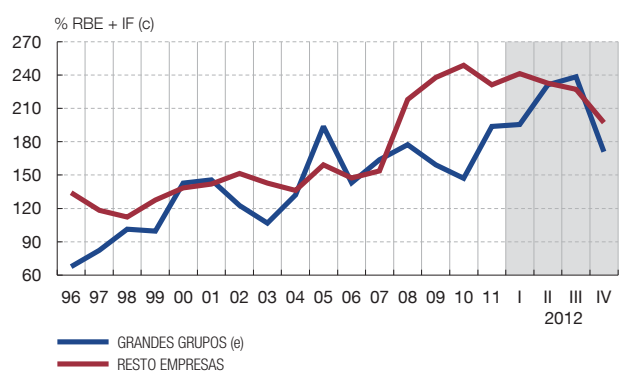
DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



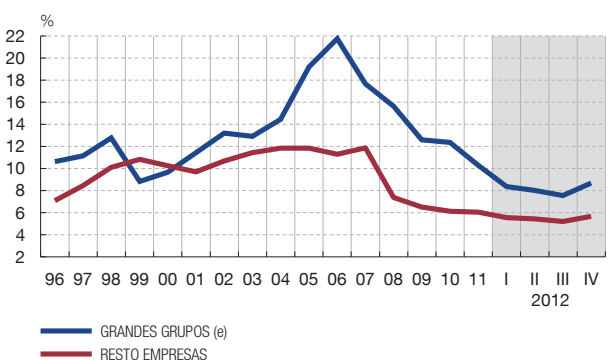
DEUDA (a) / ACTIVO (c). CENTRAL DE BALANCES



CARGA FINANCIERA TOTAL (f). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



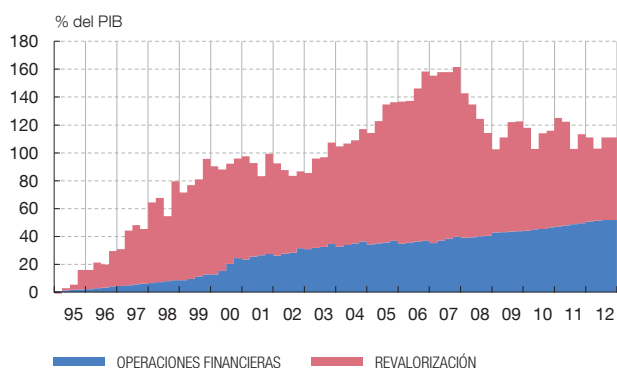
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (g)



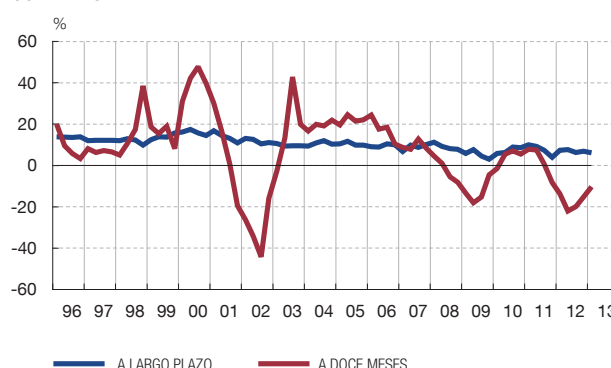
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2011 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la BT.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la Central de Balances pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g Indicadores estimados a partir de la CBA y de la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

transferencia de créditos que algunas entidades realizaron a la SAREB⁸ en este período y no refleja, por tanto, una mejora genuina de la situación patrimonial de las empresas. Dicha operación explica también la reducción de 1,2 pp que se registró en este indicador para la construcción y servicios inmobiliarios, que pasó a situarse en el 28,2 %, mientras que en el resto de ramas la proporción de préstamos dudosos se elevó 1,3 pp (hasta el 8,7 %).

5.4 Las Administraciones Públicas

Según las cuentas financieras, en el cuarto trimestre de 2012 las necesidades de financiación de las AAPP se incrementaron en 0,6 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses, hasta alcanzar el 10,6 % del PIB (véase cuadro 10). Una parte de esas necesidades acumuladas en el ejercicio (3,6 pp) está asociada a las inyecciones de fondos realizadas en las instituciones financieras, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital.

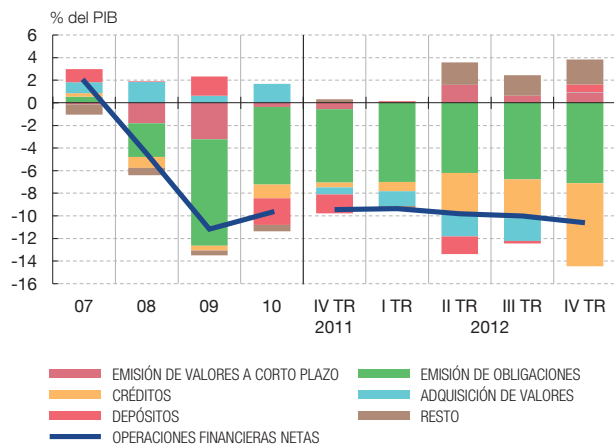
La emisión de valores de renta fija constituyó, como es habitual, uno de los principales canales usados por las AAPP para su financiación, obteniendo por esta vía fondos equivalentes a casi el 9 % del PIB del trimestre. En términos acumulados de doce meses, esta partida se mantuvo alrededor del 6 % del PIB (véase gráfico 27). No obstante, en el período analizado también aumentó sustancialmente el volumen de los recursos captados a través de créditos (3,9 pp, hasta representar el 7,3 % del PIB, en términos anuales). El grueso del flujo canalizado en el trimestre por esta vía recoge el importe prestado por el MEDE al FROB en el marco de las ayudas concedidas para la recapitalización de algunas entidades financieras⁹. Por el lado del activo, la inversión en valores del sector fue también elevada (4 % del PIB trimestral) en los meses finales de 2012, contrastando con las desinversiones registradas desde mediados de 2011, lo que refleja las participaciones del FROB en las entidades recapitalizadas.

La expansión de los pasivos de las AAPP, unida a la contracción de la actividad económica registrada en el cuarto trimestre, se tradujo en un nuevo ascenso de la ratio de

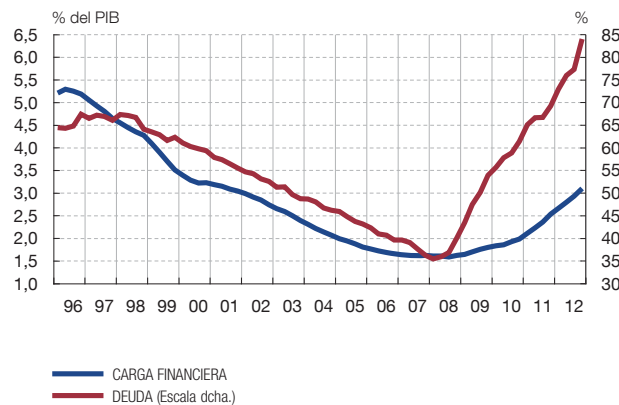
8 La transferencia de créditos a la SAREB supuso un descenso de los activos dudosos en los balances de las entidades. Como consecuencia de esta operación se redujo en casi 1 pp la ratio de morosidad del crédito concedido a otros sectores residentes.

9 En diciembre, el MEDE realizó un préstamo al FROB por un importe de 39,5 mm, de los cuales 37 mm fueron destinados a la recapitalización del denominado «grupo 1» (entidades que, en la fecha en la que se realizaron las pruebas de resistencia, eran controladas mayoritariamente por el FROB) y el resto se destinó a financiar la participación del FROB en la SAREB.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

endeudamiento del sector como porcentaje del PIB hasta el 84,2 % (desde el 77,4 % de septiembre de 2012). También se elevó la carga financiera, hasta alcanzar el 3,1 % (desde el 2,9 % registrado tres meses antes).

La deuda de las AAPP siguió mostrando un crecimiento elevado en febrero, con una tasa de avance interanual del 19,6 %, algo inferior (en 0,4 pp), no obstante, al registro de diciembre. Por instrumentos, cabe destacar un menor dinamismo de las emisiones de renta fija a largo plazo y de los créditos recibidos, y una moderación de la contracción de los valores a corto plazo.

5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con la información de las cuentas financieras, en el cuarto trimestre de 2012 la economía española presentó capacidad de financiación, por segundo trimestre consecutivo, lo que permitió que, en términos acumulados de doce meses, el saldo deudor se redujese, hasta situarse en el 0,2 % del PIB, 1,5 pp menos que en septiembre (véase cuadro 10). Esta evolución fue el resultado del incremento del ahorro financiero neto de las sociedades no financieras y, sobre todo, de las instituciones financieras, que compensó la caída del saldo acreedor de los hogares y el incremento del déficit de las AAPP.

El detalle por instrumentos muestra que en ese trimestre el grueso de los fondos captados del exterior se canalizó a través de valores de renta fija (sobre todo, emitidos por las AAPP) y de préstamos. Mediante los primeros se captó un volumen equivalente al 17,2 % del PIB (aunque en términos acumulados de cuatro trimestres siguieron observándose desinversiones) (véase cuadro 12). Los créditos de no residentes alcanzaron un volumen equivalente al 13 % del PIB del trimestre, importe que recoge, fundamentalmente, los préstamos que el MEDE ha otorgado a las AAPP (al FROB, en particular) en el ámbito de la ayuda para la recapitalización de algunas entidades financieras antes mencionada. Asimismo, aumentó la inversión de los no residentes en acciones y otras participaciones emitidas por los agentes nacionales, así como la inversión directa del exterior en España, que, no obstante, en términos acumulados de doce meses, se mantuvo en registros similares a los de septiembre (2,1 % del PIB). Por su parte, la financiación externa neta captada por las entidades de crédito en el mercado interbancario y con cámaras de contrapartida

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 12

Porcentaje del PIB

	2009	2010	2011	2012		
				II TR	III TR	IV TR
Operaciones financieras netas	-4,3	-3,8	-3,2	-2,6	-1,7	-0,2
Operaciones financieras (activos)	-0,6	-3,7	1,7	3,9	-0,1	0,9
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-3,3	-1,4	0,1	1,6	0,9	0,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-1,7	-1,3	0,0	1,2	0,5	0,2
Valores distintos de acciones	0,0	-7,3	-1,1	-0,8	-2,5	-1,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,2	-3,2	1,3	0,8	-0,4	1,3
<i>Inversores institucionales</i>	-1,0	-4,1	-2,2	-1,3	-1,8	-1,7
Acciones y otras participaciones	1,6	3,1	0,6	-0,1	0,7	0,5
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	0,2	3,3	-0,1	0,0	0,6	-0,3
Inversores institucionales	0,6	0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4
Préstamos	0,3	1,0	2,1	3,4	1,4	1,7
Operaciones financieras (pasivos)	3,7	0,1	4,9	6,5	1,6	1,1
Depósitos	-0,5	-0,5	8,8	19,3	12,7	0,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	0,7	-7,5	-3,6	-6,6	-5,4	-5,3
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,1	5,8	2,7	-5,2	-8,6	-8,0
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	-0,8	0,2	10,6	33,7	29,1	14,7
Valores distintos de acciones	3,5	-2,7	-7,5	-16,6	-14,5	-6,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	5,2	2,0	-1,1	-4,7	-3,1	0,7
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	-1,8	-2,7	-5,9	-6,0	-4,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-2,7	-3,0	-3,7	-6,0	-5,4	-2,8
Acciones y otras participaciones	1,0	2,1	2,6	2,4	2,6	3,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	0,4	2,3	2,7	2,7	2,5	2,9
Préstamos	0,2	1,4	0,9	1,3	0,7	3,9
Otros neto (c)	-1,1	-1,1	0,0	0,4	0,6	0,5
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	0,9	2,7	2,7	1,6	1,2	-0,4
Inversión directa del exterior en España	0,7	2,9	2,8	2,4	2,1	2,1

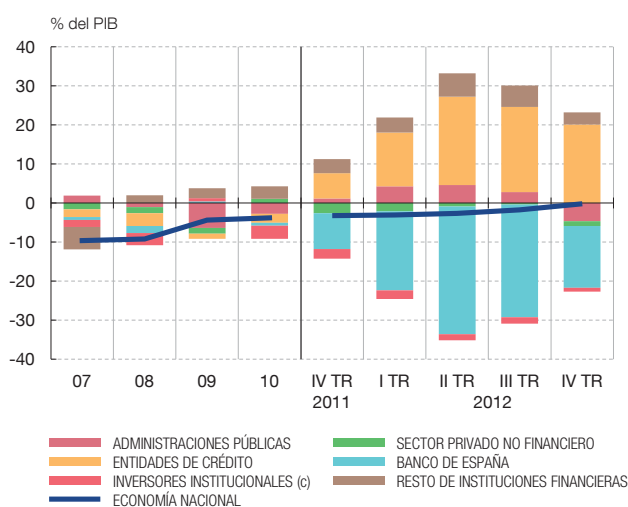
FUENTE: Banco de España.

- a Incluye operaciones *repo* bilaterales.
b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.
c Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

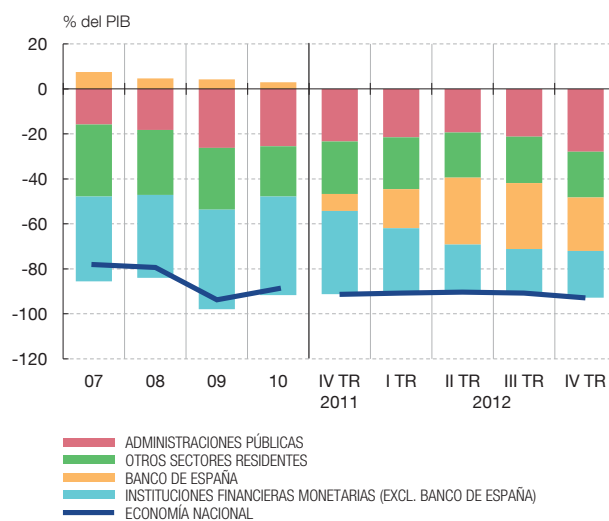
central descendió por un importe equivalente al 9,5 % del PIB. Asimismo, la posición deudora intrasistema del Banco de España también se redujo sustancialmente (por un flujo equivalente al 26 % del PIB del trimestre), lo que llevó a que, en términos acumulados del año, este importe disminuyese, hasta situarse en el 14,7 % del PIB).

Por otra parte, en el cuarto trimestre los sectores residentes incrementaron sus tenencias de activos frente al resto del mundo por un importe equivalente al 2,8 % del PIB (0,9 % del PIB, en términos acumulados de doce meses). No obstante, esta evolución se explica

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

- a Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
 b Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
 c Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

fundamentalmente por el aumento de la adquisición de valores de renta fija (por un volumen equivalente al 5,1 % del PIB), que recoge el incremento de las tenencias de títulos emitidos por el MEDE en poder de las entidades de crédito a raíz de las operaciones de recapitalización del sistema bancario. Los restantes activos financieros registraron una pauta contractiva, salvo los créditos concedidos al exterior, que aumentaron en el trimestre un 1,7 % del PIB. Por su parte, la inversión directa de España en el exterior fue negativa por un importe equivalente al 2,4 % del PIB (en términos acumulados de doce meses, la desinversión fue del 0,4 %).

El curso de los flujos financieros con el exterior, junto con las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, hizo que la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo aumentara 2 pp respecto a la del tercer trimestre, situándose en el 92,9 % del PIB, de acuerdo con los datos procedentes de la Posición de Inversión Internacional (véase gráfico 28). Por sectores, esta evolución resultó del aumento del saldo deudor de las AAPP y, en menor medida, de las instituciones financieras monetarias españolas (excluyendo al Banco de España), que fue parcialmente compensado por el descenso de la posición deudora del Banco de España y del sector privado no financiero.

19.4.2013.

