

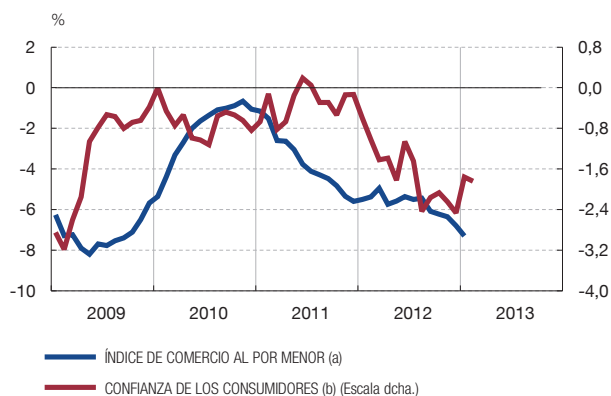
**Evolución del sector real de la economía española**

De acuerdo con las últimas cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicadas por el Instituto Nacional de Estadística a finales de febrero, el PIB de la economía española experimentó un descenso del 0,8 %, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre de 2012, tras la caída del 0,3 % observada en el tercero. La demanda nacional disminuyó un 2 % intertrimestral, con una intensificación del retroceso de todos sus componentes. Por otra parte, la aportación positiva de la demanda exterior al crecimiento del producto aumentó en cuatro décimas, hasta 1,2 puntos porcentuales (pp), lo que se debió a que las importaciones se redujeron de forma más acusada que las exportaciones. En términos interanuales, el retroceso del PIB en el último trimestre del pasado año alcanzó el 1,9 %, tres décimas más que en el período de julio-septiembre. El ritmo interanual del descenso del empleo en el conjunto de la economía fue del 4,7 %, una décima más pronunciado que en el tercer trimestre. En consecuencia, el crecimiento interanual de la productividad aparente del trabajo se desaceleró en 0,2 pp, hasta el 2,9 %. La remuneración por asalariado disminuyó un 3 % interanual, tras el aumento del 0,1 % en el trimestre anterior, evolución que se vio muy influida por la supresión de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos, si bien la remuneración en la economía de mercado prolongó la trayectoria de moderación en los meses finales del ejercicio. Como resultado, el ritmo de descenso de los costes laborales unitarios para el total de la economía se duplicó en relación con el trimestre anterior, hasta alcanzar el -5,8 % (un -2,6 % para el agregado de la economía de mercado).

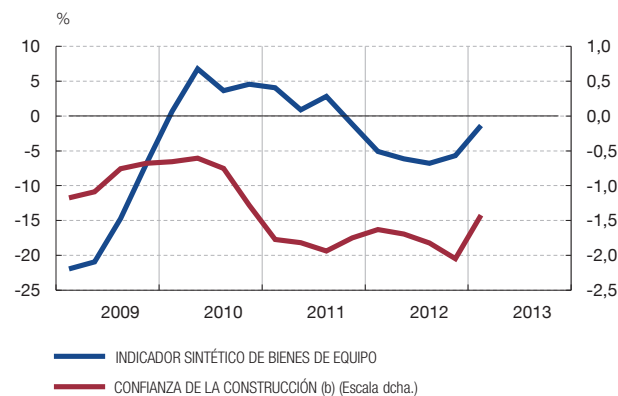
En el conjunto de 2012, el PIB retrocedió un 1,4 %, con una disminución de la demanda nacional del 3,9 %, en tanto que la aportación de la demanda externa al crecimiento del producto fue de 2,5 pp. Todos los componentes de la demanda interna registraron tasas negativas, aunque la inversión en construcción volvió a ser el componente que mostró una mayor debilidad. El empleo cayó un 4,4 % en el conjunto del año, con lo que la productividad aumentó un 3,2 %. Esta evolución, junto con el descenso del 0,3 % de la remuneración por asalariado, hizo que los costes laborales unitarios para el total de la economía disminuyeran un 3,4 %. Finalmente, cabe destacar la reducción de la necesidad de financiación de la nación, que alcanzó el 0,2 % del PIB, 3 pp por debajo de la registrada en 2011.

Los indicadores coyunturales referidos al primer trimestre de 2013 apuntan, en conjunto, a la prolongación de la dinámica contractiva de la actividad, si bien a un ritmo algo más atenuado que en el tramo final del año pasado. En el consumo privado parecen advertirse algunas señales de mejoría, tras el acusado retroceso del trimestre previo (véase gráfico 1). En particular, el nivel medio de enero y febrero del indicador de confianza de los consumidores elaborado por la Comisión Europea superó al promedio del cuarto trimestre de 2012. Por su parte, la confianza del comercio minorista mejoró levemente en febrero, tras el ligero empeoramiento de los dos meses anteriores. Entre los indicadores cuantitativos, el índice de comercio al por menor de enero registró un aumento intermensual del 0,9 %, según la serie ajustada de estacionalidad y calendario que publica el INE, moderando su ritmo de caída interanual hasta el 10,2 %. Además, el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, disminuyó en enero su ritmo de contracción interanual hasta el -4 % (-6,6 % en diciembre de 2012). En cambio, las matriculaciones de vehículos particulares registraron en febrero un descenso intermensual del 4 %, en términos de la serie corregida de efectos calendario y de estacionalidad, que dio lugar a una caída interanual del -7,6 %, lo que apunta a una moderación del impacto del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente.

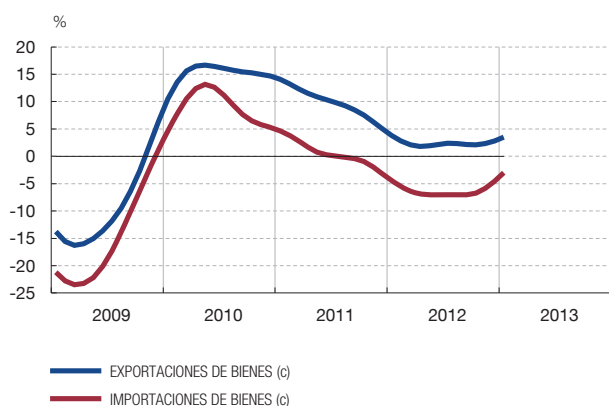
## INDICADORES DE CONSUMO



## INDICADORES DE INVERSIÓN



## INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



## INDICADORES DE INDUSTRIA



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

- a Tasas interanuales sobre media móvil de 12 meses.  
b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).  
c Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

La información más reciente relativa a la inversión en bienes de equipo arroja señales contrapuestas acerca de la evolución de este componente de la demanda. Entre la información cualitativa, la valoración de la cartera de pedidos de estas ramas experimentó una mejoría tras el deterioro de los tres meses precedentes, mientras que, por el contrario, el indicador de clima industrial en el conjunto de ramas destinadas a la producción de bienes de equipo empeoró levemente en febrero. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, con información solo para enero, la producción industrial de este tipo de bienes descendió un 4,6% intermensual en ese mes, tras el aumento del 10% de diciembre. Adicionalmente, el ritmo de contracción interanual de las ventas de equipo y *software* siguió siendo muy acusado (-15,5%), según los datos de la Agencia Tributaria. Finalmente, las importaciones de estos bienes mostraron un tono más favorable, al crecer un 1,4% interanual al comienzo del año.

Los indicadores referidos a la inversión en construcción apuntan a una leve moderación del perfil todavía marcadamente contractivo de este componente de la demanda en el primer trimestre del año. Entre los indicadores contemporáneos, los correspondientes al empleo extendieron en febrero la ligera mejoría mostrada en los meses anteriores. Así, la afiliación a la Seguridad Social moderó su tasa interanual de descenso en febrero, hasta

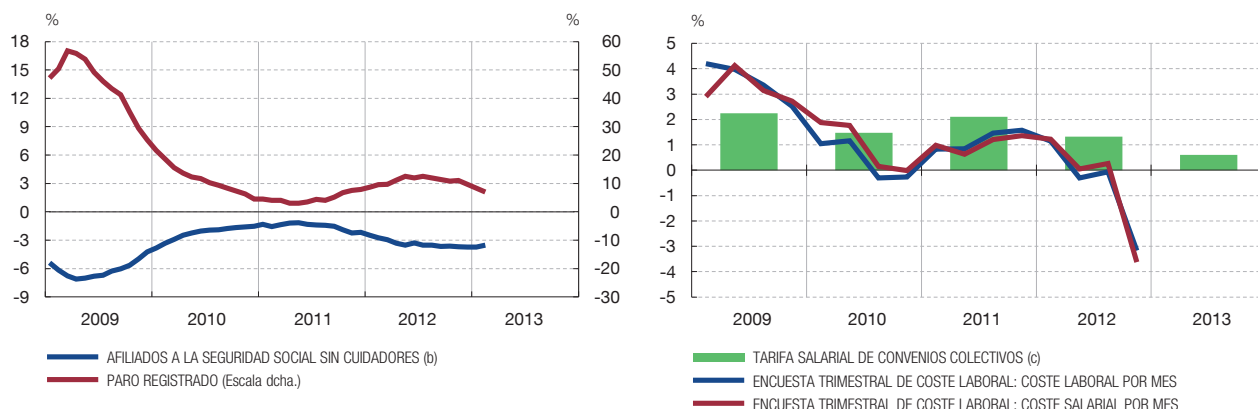
el 15,5 %, mientras que el ritmo de caída del paro se intensificó hasta el 5,8 %. Por su parte, los indicadores contemporáneos relativos a los consumos intermedios ralentizaron su descenso en enero en comparación con el último trimestre del año anterior, aunque siguieron cayendo a tasas muy elevadas (del -10 % en el caso de la producción industrial de minerales no metálicos y del -21 % en el del consumo de cemento). Por su parte, la confianza de los empresarios del sector empeoró en febrero, tras la notable mejoría del mes anterior. Con información más retrasada, los indicadores adelantados de la actividad constructora finalizaron el pasado año con una intensificación de su tono contractivo. En efecto, los visados de obra nueva se desaceleraron hasta registrar una tasa interanual del -48 % en diciembre y los visados de edificación no residencial descendieron un 3,8 %.

En el ámbito del sector exterior, en enero se produjo una cierta aceleración en el ritmo de las exportaciones reales de bienes, que avanzaron a una tasa interanual del 5,3 % (0,2 % en diciembre de 2012). El mayor impulso provino de los bienes de equipo, cuyas exportaciones aumentaron un 17,6 % con respecto al mismo mes del año anterior, e intermedios no energéticos, con una tasa del 4 %. Por el contrario, las exportaciones energéticas se ralentizaron fuertemente. Por áreas geográficas, el repunte fue más intenso en el caso de las ventas extracomunitarias. Por su parte, las importaciones reales de bienes crecieron un 6,7 % interanual en enero, en contraste con el descenso del 13,6 % de diciembre de 2012. Por grupos de productos, la recuperación de las tasas fue generalizada, con la excepción de los bienes de consumo duradero, cuyo retroceso interanual se intensificó en 6 pp hasta el -15,9 %. Como resultado de la evolución de los flujos nominales, el déficit comercial se corrigió en un 4,3 % en términos interanuales, lo que vino determinado por la mejora del componente no energético, dado que el déficit energético volvió a ampliarse.

Los indicadores más recientes referidos al turismo receptor han mostrado un tono desfavorable al inicio de 2013. Así, las pernoctaciones hoteleras de extranjeros intensificaron en febrero su caída hasta el -1,8 % (-0,4 % en enero). Con datos referidos al primer mes del año, el descenso de las entradas de turistas no residentes se aceleró hasta el 2,6 % (-1,3 % en diciembre de 2012). En cambio, el gasto total nominal de los turistas no residentes repuntó en enero hasta el 6,5 % interanual (0,1 % en diciembre), lo que se explica por el aumento del gasto medio por persona, que contrarrestó la debilidad en el flujo de entrada de turistas.

De acuerdo con los últimos datos de la Balanza de Pagos, en diciembre de 2012 la economía española registró, por sexto mes consecutivo, capacidad de financiación, por un importe de 5,6 mm de euros. Con ello, la necesidad de financiación acumulada en 2012 fue de 1,7 mm de euros. En términos del desequilibrio por cuenta corriente, la mejora del déficit del conjunto del año ascendió al 78 %, hasta 8,3 mm de euros, como consecuencia, sobre todo, del significativo descenso del déficit comercial —que se concentró en el componente no energético, hasta dar lugar a un superávit—, aunque también se amplió el saldo positivo de otros servicios y se redujeron los déficits de rentas y de transferencias.

Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles referidos a la actividad industrial siguen mostrando un escaso dinamismo, aunque las encuestas de opinión apuntan a una incipiente mejoría. El indicador de confianza de la Comisión Europea y el índice de clima industrial de la Encuesta de Coyuntura Industrial avanzaron moderadamente en febrero, prolongando la trayectoria observada desde el final de 2012. En ambos casos, esta evolución se debió a la mejora de las expectativas de producción para los próximos meses. Asimismo, el PMI manufacturero aumentó ligeramente en febrero, hasta situarse en su nivel más elevado desde mediados de 2011. Entre los indicadores cuantitativos, el ritmo



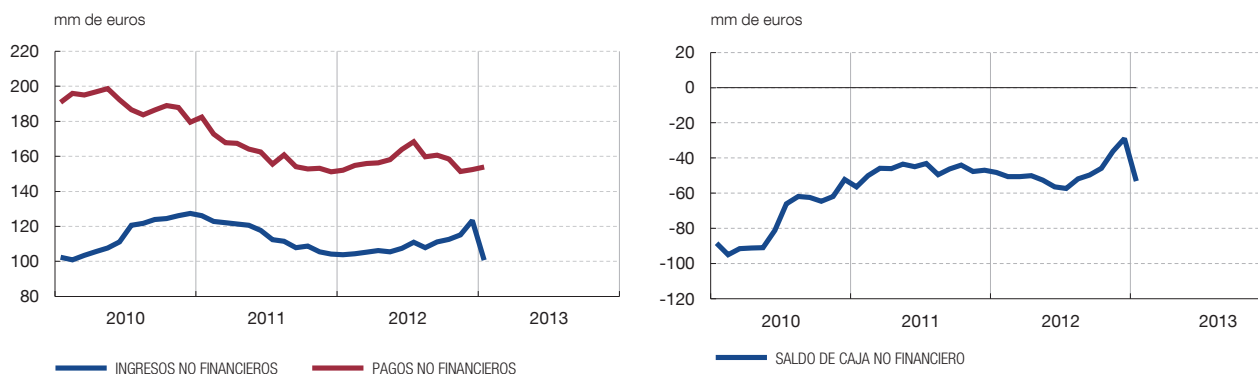
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

- a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b Excluyendo a los cuidadores no profesionales.
- c Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta febrero de 2013.

de descenso interanual de los afiliados a la Seguridad Social en el sector industrial se moderó levemente en febrero, hasta el 5,7 %. En cambio, el comportamiento de la producción industrial en enero, según el IPI, fue menos favorable, con un retroceso del 1 % en tasa intermensual, corregida de calendario y desestacionalizada, frente al modesto crecimiento del mes anterior. Los distintos componentes, clasificados según el destino económico de los bienes, mostraron comportamientos contrapuestos. La evolución más favorable correspondió a los bienes de consumo alimenticio e intermedios no energéticos. Por el contrario, la producción de automóviles interrumpió la senda de crecimiento que venía mostrando en los meses anteriores.

Por lo que se refiere al sector servicios, los indicadores disponibles siguen apuntando al mantenimiento de un tono de debilidad. A diferencia de lo observado en la industria, los indicadores cualitativos del sector (el índice de confianza de la Comisión Europea y el PMI) descendieron en febrero, si bien en ambos casos las expectativas futuras se mantienen favorables. En términos de empleo, la caída interanual de la afiliación media a la Seguridad Social se moderó muy ligeramente, hasta el -1,8 %, en términos de la serie corregida de calendario y de estacionalidad y descontados los cuidadores no profesionales, que, con motivo de la entrada en vigor del RD 20/2012, dejaron de tener derecho a la cotización gratuita. Asimismo, el ritmo de crecimiento del paro sectorial siguió atenuándose.

La información más reciente del mercado de trabajo apunta a una ralentización del ritmo de caída del empleo en febrero. Si se considera la serie que excluye al colectivo de cuidadores no profesionales, el descenso intermensual en el número de cotizantes a la Seguridad Social fue del 0,2 %, en términos de la serie ajustada por los efectos de estacionalidad y calendario, ligeramente inferior al observado en los últimos meses. En tasa interanual, la serie original sin cuidadores recortó su ritmo de descenso en dos décimas, hasta el 4,4 %. Por su parte, el número de parados registrados en los Servicios Públicos de Empleo Estatal (SEPE) apenas varió con respecto al mes de enero, en términos ajustados de estacionalidad, con lo que su ritmo de avance interanual se ralentizó hasta el 7 % (véase gráfico 2). Por último, la información relativa a los afiliados a la Seguridad Social en las ramas relacionadas con las AAPP revela una ligera atenuación en los ritmos de reducción interanual del empleo, si bien la tasa de caída continúa superando el 3 %.



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a Último dato: enero de 2013.

De acuerdo con la información anticipada por el Gobierno, las AAPP cerraron el año 2012 con un déficit del 6,7 % del PIB (el 10 % del PIB si se incluyen las ayudas a las instituciones financieras, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital, en una cuantía estimada del 3,25 % del PIB), frente a un objetivo fijado por la UE del 6,3 % del PIB. Por subsectores, los déficits respectivos de la Administración Central y de Seguridad Social, las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales fueron del 4,5 %, 1,5 % y 0,3 % del PIB, lo que en los dos primeros casos supone sendas desviaciones con respecto a los objetivos de tres y dos décimas, mientras que en el tercero el resultado obtenido fue mejor en una décima que el marcado como meta.

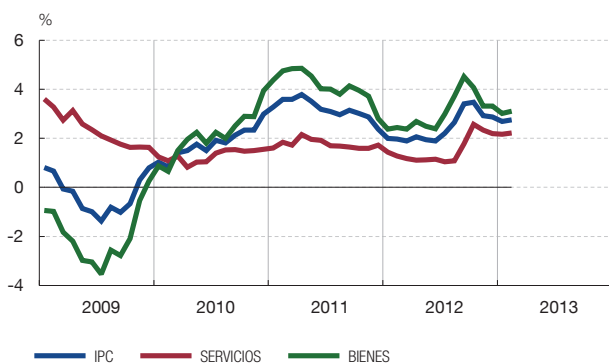
Por lo que se refiere a la información más reciente, el Estado registró en enero un déficit de caja de 15,2 mm de euros, unos 6 mm mayor que el observado un año antes. No obstante, la volatilidad de las cifras de ejecución presupuestaria de los primeros meses del año es habitualmente elevada, por lo que no cabe extrapolar esta evolución al conjunto del ejercicio.

## Precios y costes

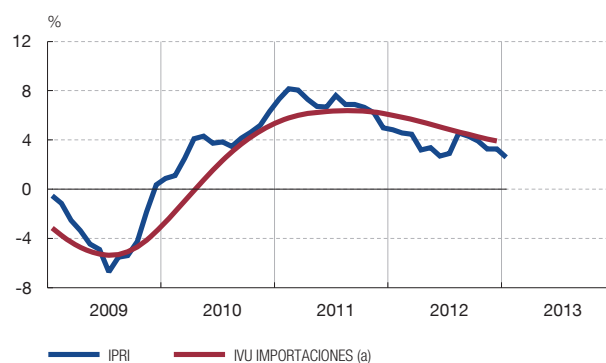
Según la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, el coste laboral por trabajador y mes descendió un 3,2 % en el cuarto trimestre de 2012. Esta acusada disminución refleja el impacto de la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos, si bien el agregado de la economía de mercado, no afectado por esto último, registró una caída del 0,1 %, en sintonía con la trayectoria de moderación a la que apuntan otros indicadores del mercado laboral. La información salarial más reciente, relativa al desarrollo de la negociación colectiva en los dos primeros meses de 2013, muestra un incremento de tarifas del 0,6 %, frente al 1,3 % del conjunto de 2012, si bien, debido a un cambio metodológico en el procedimiento de registro de los convenios, este dato resulta poco representativo, dado que solo afecta a unos 800.000 trabajadores, menos de la mitad de la cifra correspondiente a los primeros dos meses del año pasado. Como ocurre habitualmente, casi todos los convenios registrados en enero y febrero han sido acuerdos revisados, con un incremento medio de las tarifas del 0,6 %, frente al 0,9 % en los de nueva firma.

En el mes de febrero, el IPC aumentó una décima su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 2,8 % (véase gráfico 4). El ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos repuntó en 0,1 pp, hasta el 1,4 %, mientras que el de los componentes de servicios y alimentos elaborados se mantuvo estable en el 2,2 % y 3,6 %, respectivamente.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

Como resultado, el IPSEBENE alcanzó una tasa del 2,3 % interanual, una décima más que en el mes anterior. Los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron en 1,2 pp, hasta una tasa del 3,1 %, mientras que los precios de la energía incrementaron en 6 décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 5,9 %. El IPC sin energía mantuvo estable su tasa interanual en el 2,3 %. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de España repuntó en una décima, hasta el 2,9 %. En el área del euro, el IAPC creció un 1,8 % (2 % en enero). Como consecuencia, el diferencial de inflación se amplió en tres décimas, hasta 1,1 pp. En febrero, como viene ocurriendo desde el mes de septiembre, tan solo los precios de los alimentos no elaborados mostraron en España tasas de variación inferiores a las registradas en el área del euro.

Por su parte, el índice general de precios industriales se desaceleró siete décimas en enero, hasta una tasa interanual del 2,6 %. Por componentes, la moderación se extendió a los precios de los bienes energéticos, intermedios y de equipo. Sin embargo, los correspondientes a los bienes de consumo duradero mantuvieron estable su ritmo de crecimiento y los de los bienes de consumo no duradero repuntaron hasta una tasa superior al 4 %. Por otra parte, tanto los precios de exportación como los de importación de productos industriales siguieron ralentizando su ritmo de crecimiento interanual en enero, hasta el 0,6 % y -0,2 %, respectivamente, en ambos casos las menores tasas desde noviembre de 2009. La moderación de estos precios fue generalizada por componentes.

**Evolución económica y financiera en la UEM**

En el último mes, los mercados financieros mantuvieron, en general, el tono positivo de meses precedentes. Su evolución siguió caracterizada por la búsqueda de rentabilidad, en un contexto en el que las políticas monetarias mantuvieron una orientación muy expansiva en los países desarrollados y los datos macroeconómicos no apuntaron una tendencia definida a la mejora o al deterioro, aunque algunos, como el dato de empleo de febrero en Estados Unidos, tuvieron un impacto positivo. Así, aunque los elementos de incertidumbre —derivados de los resultados electorales en Italia, la ausencia de avances en el ámbito fiscal en Estados Unidos y, en los últimos días, el rescate chipriota— afectaron ocasionalmente a los mercados, las bolsas de los países desarrollados acumularon revalorizaciones cercanas al 2 %, destacando el caso de Japón, con un aumento de entorno al 10 %, que discurrió en paralelo con la depreciación del yen. El mejor tono de los mercados favoreció un descenso de las rentabilidades de los activos de renta fija, pública y privada, y el aumento de las emisiones de títulos privados con menor nivel de garantías.

La evolución de los mercados emergentes fue menos firme, en especial en Europa del Este, debido a factores idiosincráticos, aunque las entradas de capitales, tanto en fondos de bolsa como de deuda, se mantuvieron en terreno positivo, si bien a ritmos inferiores a los de las semanas previas. En cuanto a las materias primas, el precio del petróleo Brent se ha mantenido relativamente estable en el entorno de los 110 dólares por barril, mientras que la onza de oro mantiene una tendencia bajista y ya cotiza por debajo de los 1.600 dólares.

En Estados Unidos, de acuerdo con la segunda estimación, el PIB creció un 0,1 % en tasa trimestral anualizada (1,6 % interanual) en el cuarto trimestre de 2012, dos décimas por encima de la estimación de avance, pero muy por debajo de la del tercer trimestre (3,1 %). La revisión obedeció principalmente a la mejora de la contribución de las exportaciones netas. En el conjunto de 2012 el crecimiento fue del 2,2 % interanual. Entre los indicadores más recientes destacó el comportamiento positivo del mercado laboral en febrero, con la creación de 236.000 empleos netos, por encima de las medias mensuales de 2011 y 2012, y la bajada de la tasa de paro en dos décimas, hasta el 7,7 %. Asimismo, se observó una mejora de la confianza empresarial, acompañada de un aumento de la producción industrial, y del consumidor, junto con una aceleración de las ventas al por menor, aunque la renta disponible se ha visto afectada por los incrementos impositivos del principio del año, y la tasa de ahorro se situó en el 2,4 % en febrero (6,4 % en diciembre). Los indicadores del mercado inmobiliario confirman el dinamismo de este sector (algo menor por el lado de la oferta) y la continuidad en los incrementos de los precios de la vivienda. La inflación aumentó en cuatro décimas en febrero, hasta el 2 %, principalmente por el incremento de los precios energéticos, mientras que el repunte de la subyacente fue de una décima, también hasta el 2 %. En su reunión de política monetaria, la Reserva Federal no realizó cambios y publicó sus nuevas proyecciones, que contemplan solo ligeras variaciones respecto a las anteriores y siguen anticipando tanto una aceleración progresiva de la actividad, sin presiones inflacionistas, como el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos hasta 2015. En el terreno fiscal, el 1 de marzo entraron en vigor los recortes automáticos del gasto público conocidos como «sequester», que se extenderán hasta 2021 y que, hasta septiembre de 2013, totalizarán 85 mm de dólares.

En Japón, la segunda estimación del PIB del cuarto trimestre supuso una revisión al alza por el mejor comportamiento del consumo y la inversión, hasta el 0,2 % intertrimestral anualizado (0,5 % interanual). Los indicadores de expectativas apuntan a una recuperación de la actividad manufacturera en el primer trimestre. La tasa de paro se redujo en una décima en enero, hasta el 4,2 %. La inflación general se mantuvo en registros negativos (-0,3 % interanual), igual que la tasa subyacente (-0,7 %). El Banco de Japón, en su reunión de marzo, decidió por unanimidad mantener el tipo oficial y el tamaño del Programa de Compra de Activos. Finalmente, se aprobó el nombramiento de Haruhiko Kuroda como gobernador del Banco de Japón.

La segunda estimación confirmó un descenso del PIB del Reino Unido en el cuarto trimestre del -0,3 % intertrimestral (0 % interanual); no obstante, el crecimiento en 2012 se revisó al alza (desde el 0 % al 0,2 %), con una aportación negativa de la demanda externa (-0,8 pp). En los primeros meses de 2013, los indicadores de actividad siguen débiles y apuntan a un comportamiento peor de la industria que de los servicios, así como a una leve mejoría del mercado de la vivienda. El consumo privado ha mostrado cierta resistencia, apoyado en la creación de empleo, donde la contratación a tiempo parcial ha reducido su peso. La tasa de paro se situó en el 7,8 % en enero. La inflación aumentó en febrero hasta el 2,8 %. Aunque en el *Informe de Inflación* del Banco de Inglaterra se prevé que la inflación se sitúe por encima del objetivo hasta finales de 2015, el banco central ha

indicado su preferencia por no acelerar la vuelta al objetivo, dada la situación de debilidad económica. Por el momento, se mantienen sin cambios el tipo oficial (0,5 %) y el saldo del programa de compra de activos (375 mm de libras). Por otra parte, los datos relativos a la utilización del programa de apoyo al crédito (FLS) han mostrado una notable captación de fondos por parte de los bancos en el cuarto trimestre, aunque por el momento el impacto sobre el crédito al sector privado ha sido escaso. Finalmente, Moody's rebajó la calificación de la deuda del Reino Unido, que perdió la triple A, y el Gobierno anunció el plan presupuestario para 2013, que incorpora varios adelantos de rebajas impositivas y medidas de recorte del gasto. Con todo ello, las sendas de déficit y deuda previstas por la agencia fiscal independiente se han revisado al alza.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB registró, en promedio, un crecimiento intertrimestral nulo en el cuarto trimestre (0,1 % interanual y 0,9 % en el conjunto del año), aunque con divergencias entre países. La actividad siguió cayendo en la República Checa y Hungría, mostró un exiguo avance en Bulgaria, Rumanía y Polonia, y mantuvo un notable dinamismo en los países bálticos. La debilidad de la región responde tanto a la atonía de la demanda privada como al deterioro de las exportaciones a la zona del euro. Los indicadores del primer trimestre apuntan a una cierta mejoría de la actividad. Por otra parte, la tasa de inflación de la región se redujo en febrero tres décimas, hasta el 2,2 % interanual. Los bancos centrales de Polonia y Hungría redujeron los tipos de interés oficiales —en 50 pb y 25 pb, respectivamente—. Por último, Letonia ha solicitado formalmente el examen para su posible ingreso en la zona del euro en enero de 2014.

Los datos de febrero relativos a la economía china —que creció un 7,9 % interanual en el cuarto trimestre y un 7,8 % en el conjunto de 2012— señalan que la recuperación económica sigue en curso. La confianza empresarial se ha reducido, aunque permanece en territorio expansivo, y las exportaciones mantienen la senda de mejora iniciada en octubre. La inflación repuntó hasta el 3,2 % interanual (la tasa subyacente aumentó hasta el 1,8 %) influida por factores estacionales. También destaca la adopción de medidas —en su mayoría de carácter fiscal— para contener los síntomas de sobrecalentamiento en el mercado de la vivienda. En el resto de Asia emergente, el PIB de la región aumentó un 5,1 % interanual en el cuarto trimestre de 2012 (4,3 % en el tercero). Con ello, su crecimiento en el conjunto de 2012 fue del 4,6 %, por debajo del 5,7 % de 2011. Los indicadores de alta frecuencia de producción industrial y exportaciones presentaron un comportamiento heterogéneo, al igual que la inflación. En este contexto, las políticas monetarias no registraron variaciones.

En América Latina, los datos del PIB del cuarto trimestre indican el mantenimiento de un moderado dinamismo en la región, con cierta heterogeneidad: las tasas de crecimiento interanual se han estabilizado en México (3,2 %) y Venezuela (5,5 %), al tiempo que se recuperan en Colombia (3,1 %), Argentina (2,1 %) y Brasil (1,4 %, aunque en este caso más lentamente de lo esperado), y se mantienen robustas en Chile y Perú (5,7 % y 5,9 %). Los datos de alta frecuencia reflejan una cierta recuperación de la producción industrial. La inflación ha aumentado en febrero (6,3 %), aunque, con la excepción de Brasil, no se percibe como un factor de riesgo. Los bancos centrales han mantenido inalterados los tipos oficiales, salvo en México, donde se redujeron en 50 pb, hasta el 4 %, tras haber permanecido inalterados desde julio de 2009, aunque el banco central señaló que no es el inicio de un ciclo de bajadas. En Brasil, sin embargo, se descuentan próximas subidas del tipo oficial, ante las presiones inflacionistas. Para frenar las apreciaciones de sus respectivas monedas, en Perú se volvieron a elevar los encajes bancarios en dólares, mientras que en Colombia y Brasil continuaron las intervenciones en los mercados de



divisas. Finalmente, en Venezuela, el fallecimiento del presidente obligará a celebrar unas nuevas elecciones a mediados de abril.

En la zona del euro, la segunda estimación de la contabilidad nacional publicada por Eurostat confirmó que el PIB se redujo un 0,6% en el cuarto trimestre de 2012, lo que supuso una intensificación de la recesión iniciada a mediados de 2011 y su extensión a aquellos países que hasta entonces habían mostrado mayor fortaleza. Por componentes, la demanda interna excluidas las existencias contribuyó negativamente a la tasa de crecimiento del PIB (-0,5 pp), al tiempo que la variación de existencias lo hizo en -0,1 pp y la aportación de la demanda externa fue neutra. Todos los componentes de la demanda interna experimentaron una disminución, especialmente acusada en la formación bruta de capital fijo, mientras que las exportaciones, muy condicionadas por la mayor debilidad de la demanda externa y la apreciación del euro, cayeron al mismo ritmo que las importaciones. En términos interanuales, el producto descendió un 0,9% en el cuarto trimestre de 2012 y un 0,5% en el conjunto del año, arrastrado por la demanda interna, ya que el saldo exterior neto contribuyó positivamente. El ejercicio de proyección de marzo del Eurosistema contempla un incremento del PIB para 2013 comprendido entre el -0,9% y el -0,1%, y entre el 0% y el 2% en 2014, lo que supone una ligera revisión a la baja de las perspectivas macroeconómicas publicadas en diciembre.

En línea con la evolución de la actividad, el empleo también se redujo en el cuarto trimestre de 2012, en un 0,3% con respecto al trimestre anterior y en un 0,7% en términos interanuales. La tasa de paro aumentó en enero una décima, hasta el 11,9%. Los costes laborales unitarios crecieron un 1,4%, impulsados por el crecimiento de la remuneración por asalariado, dado que la productividad aparente del trabajo se contrajo ligeramente. Por su parte, los márgenes empresariales apenas variaron.

La información disponible más reciente apunta a que la contracción de la actividad en la zona del euro podría haberse atenuado en los primeros meses del año. Así, por el lado de la oferta, los indicadores de confianza de la industria y los servicios procedentes de las encuestas de la Comisión Europea registraron mejoras durante los meses de enero y febrero, pero los procedentes de las encuestas de directores de compras (véase cuadro 1) retrocedieron en marzo y permanecen por debajo del umbral que sugeriría crecimientos de la actividad. Por su parte, la producción industrial descendió un 0,4% en enero, tras el alza del 0,7% en el mes anterior. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor en enero y la confianza de los consumidores en febrero aumentaron, y las matriculaciones de automóviles se recuperaron en febrero, mientras que los indicadores de confianza de los minoristas retrocedieron en febrero. Finalmente, las ventas al exterior, según información procedente de la balanza de pagos, aumentaron en enero y la valoración de la cartera de pedidos mejoró en febrero, registrándose, además, un avance significativo de las expectativas de exportación en el primer trimestre del año.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, disminuyó dos décimas en febrero, hasta situarse en el 1,8% (véase gráfico 5). El descenso obedece a la desaceleración de los precios de los alimentos no elaborados y, en menor medida, de los servicios, mientras que el resto de los precios mantuvo la misma tasa que el mes anterior. Así, el IPSEBENE, que excluye los precios de la energía y los alimentos no elaborados, disminuyó una décima, hasta el 1,4%. Por su parte, los precios industriales aumentaron en enero un 5,9% como consecuencia del crecimiento generalizado de todos sus componentes. De acuerdo con el ejercicio de proyección del Eurosistema, la inflación en el área del euro se situará entre el 1,2% y el 2% en 2013 y entre el 0,6% y el 2% en 2014, prácticamente inalterada con respecto al ejercicio de diciembre.

|                                    |  | 2012  |       |       | 2013  |       |         |
|------------------------------------|--|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|                                    |  | Oct   | Nov   | Dic   | Ene   | Feb   | Mar (b) |
| Actividad y precios                | Índice de producción industrial              | -3,0  | -4,1  | -1,7  | -1,3  |       |         |
|                                    | Comercio al por menor                        | -3,2  | -2,0  | -3,0  | -1,3  |       |         |
|                                    | Matriculaciones de turismos nuevos           | -15,0 | -15,1 | -12,1 | -14,2 | -8,8  |         |
|                                    | Indicador de confianza de los consumidores   | -25,5 | -26,7 | -26,3 | -23,9 | -23,6 | -23,5   |
|                                    | Indicador de confianza industrial CE         | -18,2 | -14,9 | -14,2 | -13,8 | -11,2 |         |
|                                    | PMI de manufacturas                          | 45,5  | 46,2  | 46,1  | 47,9  | 47,9  | 46,6    |
|                                    | PMI de servicios                             | 46,0  | 46,7  | 47,8  | 48,6  | 47,9  | 46,5    |
|                                    | IAPC   | 2,5   | 2,2   | 2,2   | 2,0   | 1,8   |         |
| Variables monetarias y financieras | M3   | 3,9   | 3,8   | 3,4   | 3,5   |       |         |
|                                    | M1   | 6,5   | 6,7   | 6,3   | 6,7   |       |         |
|                                    | Crédito a los sectores residentes            | 0,6   | 0,3   | 0,5   | 0,0   |       |         |
|                                    | AAPP   | 9,3   | 8,4   | 5,8   | 4,6   |       |         |
|                                    | Otros sectores residentes                    | -1,5  | -1,6  | -0,8  | -1,1  |       |         |
|                                    | <i>Del cual:</i>                             |       |       |       |       |       |         |
|                                    | <i>Préstamos a hogares</i>                   | 0,8   | 0,8   | 0,7   | 0,5   |       |         |
|                                    | <i>Préstamos a sociedades no financieras</i> | -1,5  | -1,5  | -1,3  | -1,5  |       |         |
|                                    | Eonia  | 0,09  | 0,08  | 0,07  | 0,07  | 0,07  | 0,06    |
|                                    | Euríbor a tres meses                         | 0,21  | 0,19  | 0,19  | 0,20  | 0,22  | 0,20    |
|                                    | Euríbor a un año                             | 0,65  | 0,59  | 0,55  | 0,58  | 0,59  | 0,54    |
|                                    | Rendimiento bonos a diez años                | 2,31  | 2,25  | 2,11  | 2,40  | 2,86  | 3,04    |
|                                    | Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM       | -0,58 | -0,59 | -0,42 | -0,51 | -0,88 | -1,07   |
|                                    | Tipo de cambio dólar/euro                    | 1,297 | 1,283 | 1,309 | 1,329 | 1,336 | 1,295   |
| Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)  | 8,1  | 11,2  | 13,8  | 2,5   | -0,1  | 1,7   |         |

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

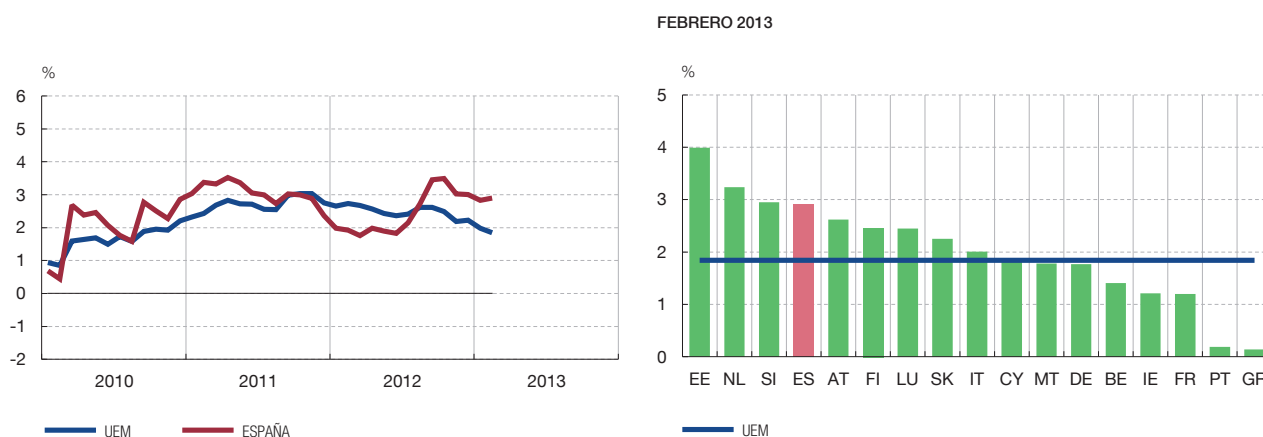
a Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual), y bolsa.

b Datos hasta el día 25 de marzo de 2013.

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

A finales de febrero, el Consejo aprobó el compromiso alcanzado con el Parlamento Europeo sobre el denominado *Two-Pack*, que fortalece el sistema de vigilancia para los países sujetos a Procedimientos de Déficit o Desequilibrios Excesivos y sobre aquellos que hayan recibido asistencia financiera o experimenten riesgos severos. Esta pieza de legislación concede a la Comisión capacidad para exigir a los Estados una revisión de los planes presupuestarios del año siguiente si detecta un incumplimiento grave de las obligaciones contraídas en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El 19 de marzo, la presidencia irlandesa anunció el acuerdo provisional con el Parlamento en torno al Mecanismo de Supervisión Único, que ahora tendrá que ser aprobado por los Estados miembros. Por su parte, la Comisión presentó el 20 de marzo medidas para asegurar una mayor coordinación *ex ante* de los proyectos de reforma y la creación de un *instrumento de convergencia y competitividad* de apoyo financiero para la implementación de reformas estructurales que fomenten un crecimiento sostenible.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de marzo, decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación y en el 0 % y 1,5 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. El Consejo señaló que las entidades han devuelto anticipadamente en torno al 40 % de la liquidez



FUENTE: Eurostat.

obtenida en las dos operaciones de financiación a tres años realizadas en 2011 y 2012, lo que refleja la mejora de las condiciones financieras, tras el anuncio por parte del BCE de las operaciones monetarias de compraventa (OMT) en agosto del año pasado, y el renovado compromiso de los Gobiernos y de Europa para implementar los programas de reforma y consolidar la unión monetaria.

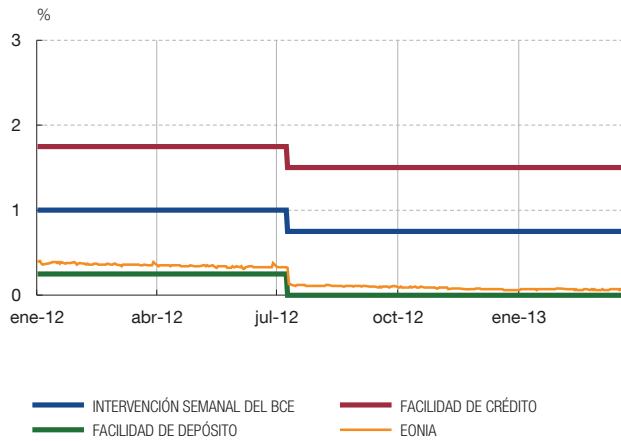
Los tipos de interés interbancarios se redujeron moderadamente en los plazos más largos durante los meses de febrero y marzo, situándose en el 0,33 % a seis meses y en el 0,55 % para las operaciones con plazo de vencimiento de un año. El diferencial del Euríbor con respecto a las rentabilidades de las operaciones con garantías —*eurepos*— se mantuvo relativamente constante (véase gráfico 6).

En el mercado de deuda, la mayor incertidumbre política en Italia, que ha supuesto una rebaja de su calificación crediticia, afectó principalmente a la rentabilidad de sus bonos soberanos. En el resto de países los diferenciales prolongaron su tendencia a la baja, siendo Portugal, Grecia y España los que experimentaron mayores reducciones. Esta tendencia, no obstante, se interrumpió como resultado de las dudas que generó el proceso de negociación de los términos de la asistencia financiera a Chipre: al preacuerdo alcanzado en primera instancia por el Eurogrupo y las autoridades chipriotas, le siguió la no aprobación del mismo por el Parlamento de ese país, y a la fecha de cierre de este artículo no se conocen aún cuáles serán los siguientes pasos.

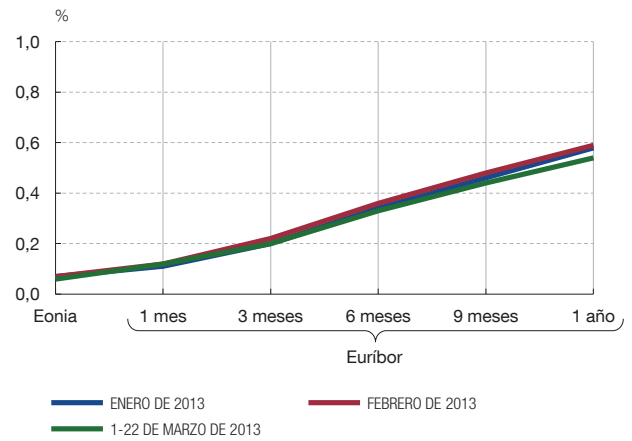
La cotización en los mercados de renta variable prosiguió una tendencia creciente, que también se interrumpió en los últimos días, de tal forma que el EUROSTOXX 50 acumuló una ganancia del 1,75 % desde el inicio del año. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar se depreció en febrero y marzo, hasta situarse en torno a 1,30 dólares/euro. Sin embargo, en ese mismo período, el euro siguió apreciándose en términos efectivos nominales, dada la evolución del yen y de la libra, acumulando desde principios del año una ganancia del 1,1 % (véase gráfico 7).

Pese a la mejora de las condiciones de financiación, los préstamos al sector privado cayeron un 0,4 % (ajustados de titulación y ventas) en enero, en un entorno en el que persiste una elevada percepción del riesgo. Los préstamos a las sociedades no financieras

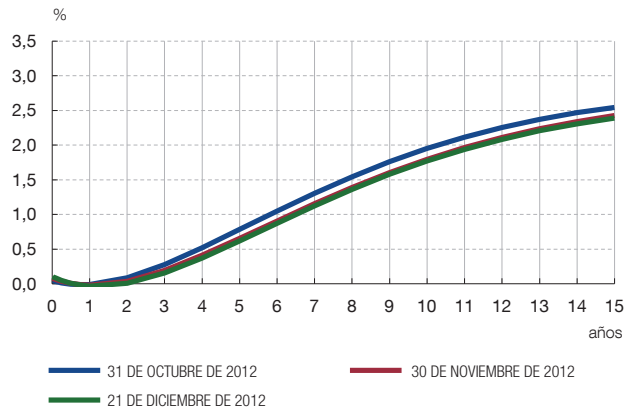
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



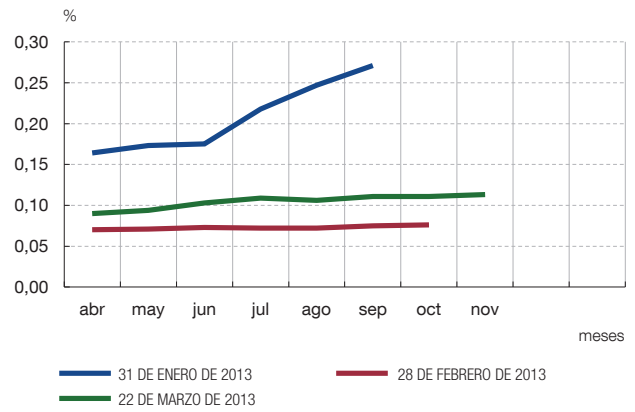
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



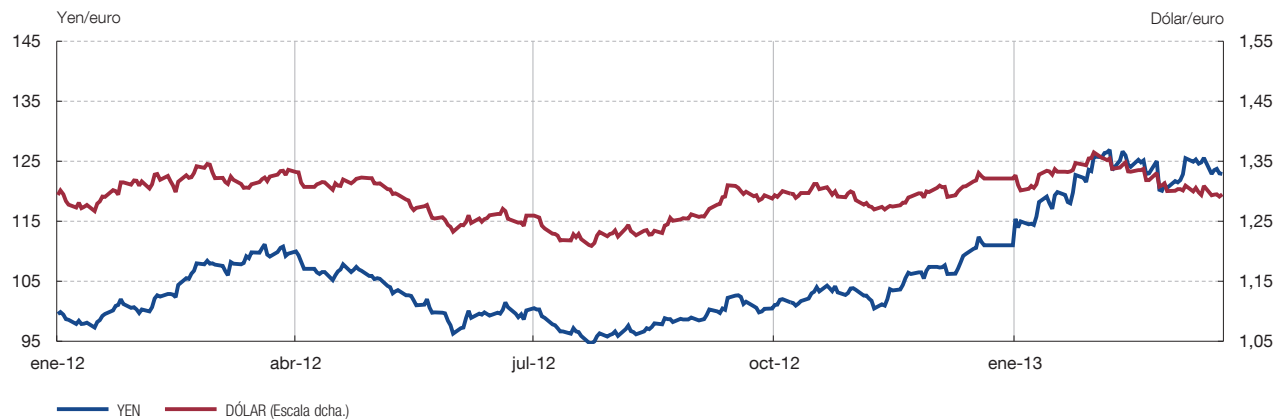
TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTE: Banco Central Europeo.

En porcentaje

|   | 2009  | 2010   | 2011   | 2012  |       | 2013 |      |         |
|---|-------|--------|--------|-------|-------|------|------|---------|
|   | Dic   | Dic    | Dic    | Nov   | Dic   | Ene  | Feb  | Mar (a) |
| Tipos bancarios (b)   |       |        |        |       |       |      |      |         |
| Hogares e ISFLSH  |       |        |        |       |       |      |      |         |
| Crédito para adquisición de vivienda  | 2,62  | 2,66   | 3,66   | 3,06  | 2,93  | 3,16 | ...  | ...     |
| Crédito para consumo y otros fines  | 6,96  | 6,35   | 7,29   | 7,00  | 6,98  | 7,46 | ...  | ...     |
| Depósitos   | 1,39  | 1,70   | 1,72   | 1,76  | 1,72  | 1,48 | ...  | ...     |
| Sociedades no financieras   |       |        |        |       |       |      |      |         |
| Crédito (c)   | 2,95  | 3,24   | 4,02   | 3,67  | 3,66  | 3,83 | ...  | ...     |
| Mercados financieros (d)  |       |        |        |       |       |      |      |         |
| Letras del Tesoro a seis-doce meses   | 0,80  | 3,05   | 3,40   | 2,37  | 2,08  | 1,25 | 1,14 | 1,04    |
| Deuda pública a cinco años  | 2,73  | 4,64   | 4,63   | 4,61  | 4,26  | 3,80 | 3,96 | 3,62    |
| Deuda pública a diez años   | 3,85  | 5,42   | 5,45   | 5,72  | 5,36  | 5,08 | 5,26 | 4,92    |
| Diferencial de rentabilidad con el bono alemán  | 0,62  | 2,47   | 3,43   | 4,33  | 4,00  | 3,53 | 3,66 | 3,47    |
| Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e) | 0,73  | 1,70   | 2,68   | 2,33  | 1,88  | 1,83 | 2,04 | 1,93    |
| IBEX-35 (f)   | 29,84 | -17,43 | -13,11 | -7,37 | -4,66 | 2,39 | 0,77 | 2,25    |

FUENTES: Datastream y Banco de España.

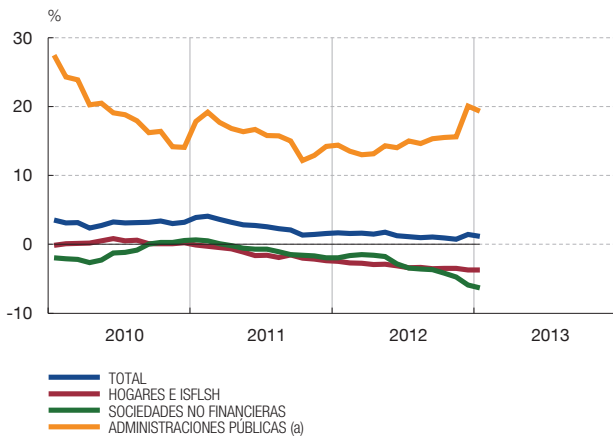
- a Media de datos diarios hasta el 21 de marzo de 2013.
- b En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo 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.
- c 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.
- d Medias mensuales.
- e Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2010.
- f Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

intensificaron su caída hasta el  $-1,5\%$ , y los préstamos a los hogares, que avanzaron un  $0,5\%$ , moderaron su tenue crecimiento. La información disponible relativa al acceso a la financiación de las sociedades no financieras sugiere unas condiciones más estrictas para las pequeñas y medianas empresas, sobre todo en los países con mayores tensiones, ya que las grandes corporaciones recurren en mayor medida a la sustitución de préstamos por la emisión de valores. Por último, el agregado monetario amplio M3 registró un crecimiento interanual del  $3,5\%$  en enero, una décima superior al mes de diciembre, como consecuencia del aumento de los depósitos a la vista y los instrumentos de mercado (M3-M2).

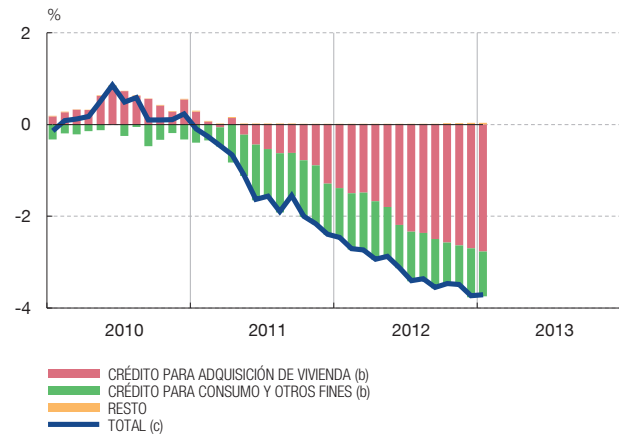
### Evolución financiera en España

Durante la primera quincena de marzo, se registraron disminuciones en las rentabilidades de la deuda pública española y en los diferenciales con las referencias alemanas al mismo plazo, y revalorizaciones de los índices bursátiles nacionales. Estos movimientos revirtieron parcialmente en los días posteriores, tras la tensión que se generó en torno a las negociaciones sobre el programa de asistencia financiera a Chipre. Los últimos datos disponibles de los balances de los distintos agentes, correspondientes a enero, muestran una desaceleración de los pasivos de las AAPP, un aumento del ritmo de contracción de la financiación a las sociedades y un mantenimiento de la tasa de descenso del crédito a los hogares, evolución que vino acompañada de un mayor dinamismo de los activos más líquidos del sector privado no financiero. La información provisional correspondiente a febrero apunta a la prolongación de estas mismas tendencias.

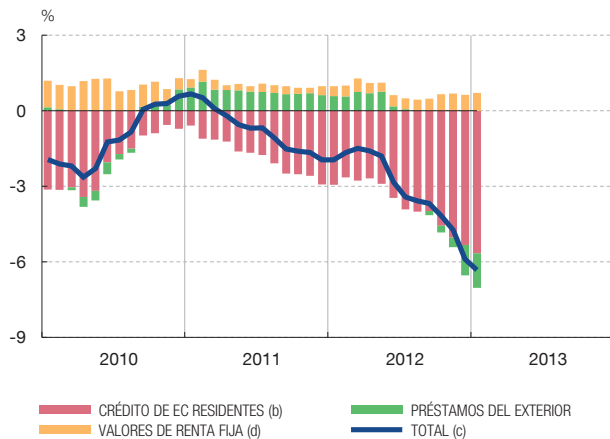
CRECIMIENTO INTERANUAL



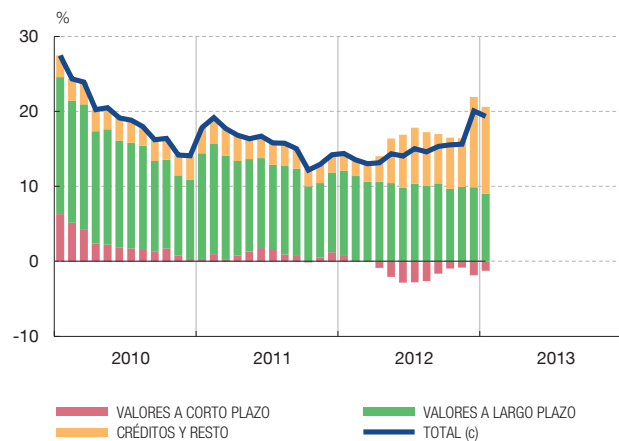
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b Incluye los créditos titulizados.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras.

En los días transcurridos de marzo, las rentabilidades de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se redujeron, situándose, en media, en el 1,04 % y el 4,92 %, respectivamente, lo que supuso una disminución de 10 pb y 34 pb respecto a las correspondientes cifras de febrero (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad entre la deuda española a diez años y la referencia alemana al mismo plazo también descendió, hasta los 347 pb en promedio, si bien durante los últimos días se produjo un cierto repunte asociado a las tensiones vinculadas a las noticias sobre el programa de asistencia financiera a Chipre. Por su parte, la prima media de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras registró una bajada, en media, de 11 pb, hasta los 193 pb.

En el mercado bursátil, el IBEX 35 ganaba, en la fecha de cierre de este artículo, un 1,5 % respecto al nivel alcanzado a finales de febrero, un aumento algo menor que el registrado por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM y por el S&P 500 de las de Estados Unidos, que durante el mismo período se revalorizaron un 1,9 % y un 2,1 %, respectivamente. En la

## Crecimiento interanual (T1,12) (a)

|   | 2013    | 2010 | 2011 | 2012 |       | 2013 |
|---|---------|------|------|------|-------|------|
|   | Ene (b) | Dic  | Dic  | Nov  | Dic   | Ene  |
| Financiación total                                      | 2.866,4 | 3,2  | 1,6  | 0,8  | 1,4   | 1,2  |
| Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH             | 1.970,1 | 0,4  | -2,1 | -4,2 | -5,0  | -5,3 |
| Hogares e ISFLSH  | 829,6   | 0,2  | -2,4 | -3,5 | -3,7  | -3,7 |
| <i>De la cual:</i>                                      |         |      |      |      |       |      |
| <i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>         | 638,6   | 0,7  | -1,7 | -3,5 | -3,5  | -3,6 |
| <i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>           | 188,0   | -1,3 | -4,7 | -3,7 | -4,6  | -4,2 |
| Sociedades no financieras                               | 1.140,5 | 0,6  | -2,0 | -4,7 | -5,9  | -6,3 |
| <i>De la cual:</i>                                      |         |      |      |      |       |      |
| <i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i> | 725,8   | -1,0 | -4,2 | -7,5 | -8,0  | -8,5 |
| <i>Valores de renta fija (d)</i>                        | 74,2    | 10,6 | 7,6  | 13,5 | 12,3  | 13,5 |
| Administraciones Públicas (e)                           | 896,3   | 14,1 | 14,2 | 15,6 | 20,1  | 19,3 |
| Valores a corto plazo                                   | 84,3    | 2,1  | 9,0  | -6,3 | -14,1 | -9,9 |
| Valores a largo plazo                                   | 597,6   | 15,5 | 15,4 | 14,2 | 14,2  | 12,8 |
| Créditos y resto  | 214,4   | 19,4 | 13,7 | 38,2 | 70,1  | 68,1 |

FUENTE: Banco de España.

- a La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
b Saldo en miles de millones de euros.  
c Incluye los créditos titulizados.  
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.  
e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

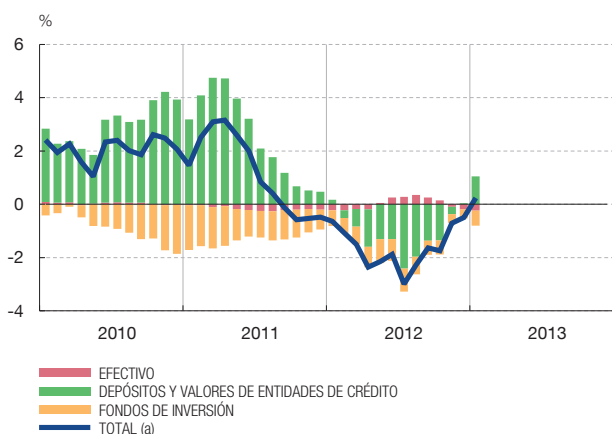
parte transcurrida del año, el índice español acumulaba una plusvalía del 2,2 %, algo superior a la de la referencia europea (1,8 %), pero inferior a la de la norteamericana (8,4 %).

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, correspondientes a enero, muestran un encarecimiento generalizado de los préstamos. Concretamente, el coste de los fondos otorgados a las familias para adquisición de vivienda se elevó 23 pb (hasta el 3,16 %), el del crédito a este mismo sector para consumo y otros fines aumentó 48 pb (hasta el 7,46 %), y el de la financiación concedida a las empresas se incrementó 17 pb (hasta el 3,83 %). En cambio, la remuneración de los depósitos de los hogares descendió 24 pb, situándose en el 1,48 %.

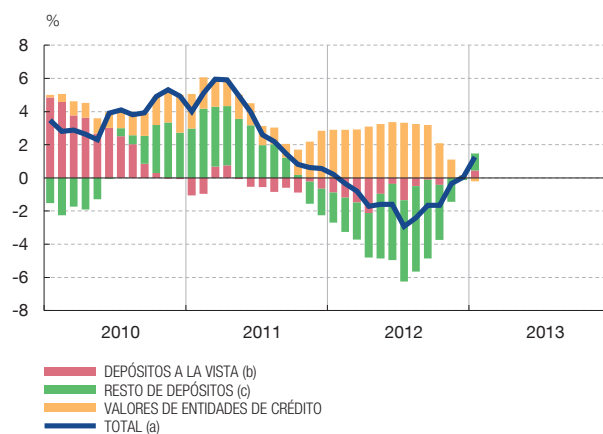
En enero, la tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por los sectores residentes no financieros fue del 1,2 %, frente al 1,4 % del mes anterior (véanse cuadro 3 y gráfico 8). El desglose por sectores evidencia una estabilidad en el ritmo de retroceso de los fondos captados por los hogares, una intensificación de la contracción de la deuda de las empresas y un menor dinamismo de los pasivos de las Administraciones Públicas.

Los pasivos de las familias se contrajeron, en enero, un 3,7 % con respecto a un año antes, la misma cifra que en diciembre de 2012. La desagregación por finalidades muestra que la tasa de variación interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda fue del -3,6 %, apenas una décima más de caída que en el mes anterior, mientras que los recursos obtenidos para consumo y otros fines decrecieron un 4,2 %, cuatro décimas por debajo de lo que lo habían hecho al cierre del pasado ejercicio. Por su parte,

TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS. CONTRIBUCIONES



DEPÓSITOS Y VALORES DE ENTIDADES DE CRÉDITO. CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

- a Crecimiento interanual.
- b Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.
- c Depósitos a plazo, cesiones temporales y depósitos de residentes en sucursales extranjeras de entidades de depósito residentes.

los fondos recibidos por las sociedades no financieras descendieron un 6,3 %, frente al retroceso del 5,9 % del mes precedente. Esta evolución fue resultado de una nueva intensificación de la reducción de la financiación otorgada por las entidades residentes, que disminuyó un 8,5 % en términos interanuales, lo que se vio compensado parcialmente por un mayor dinamismo de las emisiones de valores de renta fija, cuyo saldo se expandió un 13,5 %, en términos interanuales, en comparación con el 12,3 % que había crecido en diciembre de 2012.

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas disminuyó hasta el 19,3 % en enero, frente al 20,1 % registrado el mes previo. Por instrumentos, se observó una moderación de la contracción de los valores a corto plazo, que vino acompañada de un menor dinamismo de los instrumentos de renta fija a largo plazo y de los créditos recibidos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se aceleraron en enero (véase gráfico 9). El desglose por instrumentos muestra un mayor dinamismo de los depósitos, que fue parcialmente compensado por el incremento en la contracción del efectivo y de las participaciones en fondos de inversión.

21.3.2013.