

Durante el tercer trimestre, la economía española prolongó la mejora gradual que se viene observando desde principios de año, en un entorno caracterizado por un cierto alivio en las tensiones financieras y una mejora de la confianza. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que, en el período de julio-septiembre, el PIB pasó a crecer un 0,1 %, en tasa intertrimestral, tras nueve trimestres consecutivos de descensos (véase cuadro 1). No obstante, en términos de la tasa de variación interanual, que mide con algún desfase la situación coyuntural, el producto habría caído un 1,2 %. Por el lado del gasto, la demanda interna habría registrado un retroceso similar al del trimestre anterior (del 0,3 % en tasa intertrimestral) y la demanda exterior neta habría elevado su aportación al producto, con una contribución de 0,4 puntos porcentuales (pp).

El empleo moderó sustancialmente su ritmo de descenso en este período, estimándose una leve reducción intertrimestral del 0,1 % (-3,1 % en tasa interanual), lo que, de confirmarse, representaría la tasa menos desfavorable desde el inicio de la crisis. A su vez, habría proseguido el proceso de contención salarial, lo que, unido al comportamiento de la productividad, para la que se prevé una cierta desaceleración, hasta el 2 % en tasa interanual, permitiría anotar descensos adicionales de los costes laborales por unidad de producto. También la inflación, aproximada por la tasa interanual del IPC, acusó, más allá de lo que cabía esperar, una notable ralentización a lo largo de trimestre, que alcanzó particular intensidad en el mes de septiembre y se situó en el 0,3 % (frente al 1,5 % de agosto). La cancelación de los efectos base del incremento de los tipos del IVA y de las subidas de precios administrados en septiembre del año pasado explica el grueso de esta evolución, si bien algunos descensos no anticipados en los precios de los alimentos no elaborados provocaron un recorte adicional en la tasa interanual del IPC en este último mes. El IPSEBENE, que aproxima mejor el núcleo más estable de la inflación, finalizó el trimestre con una tasa interanual del 0,8 % (1,6 % en agosto). El diferencial de inflación con la UEM pasó a ser negativo (de 0,6 pp), retomando así valores similares a los alcanzados antes de las subidas impositivas y de precios administrados que se introdujeron en 2012. En el ámbito de las políticas económicas, el Congreso aprobó en septiembre la Ley de Apoyo a los Emprendedores y su Internacionalización, que tiene como objetivo fomentar la actividad empresarial, las actividades innovadoras y la internacionalización de las empresas (véase recuadro 4). En el terreno presupuestario, el Gobierno remitió a las Cortes el borrador de Presupuestos Generales del Estado para 2014 y envió a la Comisión Europea los dos informes que se derivan del fortalecimiento de la vigilancia de las políticas fiscales a nivel europeo: el *Informe de Acción Efectiva* y el *Plan Presupuestario 2014*.

En el panorama económico internacional, el crecimiento mundial experimentó una cierta desaceleración a lo largo del trimestre motivada por la ralentización de la actividad de las economías emergentes, ya que los países desarrollados mejoraron sus registros de crecimiento. A su vez, la evolución de los mercados financieros estuvo condicionada por el impacto del anuncio de la retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos a finales del trimestre anterior, lo que determinó aumentos generalizados de los tipos de interés a largo plazo e incrementos durante el verano de la volatilidad en los mercados emergentes, con caídas de las bolsas, aumentos de los diferenciales soberanos y depreciación de numerosas monedas que afectaron a los países con una posición exterior más vulnerable. A partir de septiembre, y tras la decisión de la Reserva Federal de mantener sin cambios su programa de adquisición de activos, la inestabilidad reversionó parcialmente. Por su parte,

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 16 de octubre de 2013.

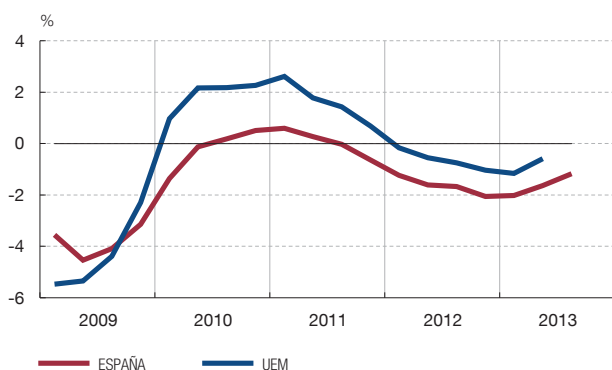
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales.

la inflación permaneció en niveles moderados en el conjunto del trimestre, y el precio del petróleo, tras incrementarse considerablemente hasta finales de agosto ante el recrudecimiento de las tensiones de Oriente Medio, flexionó con posterioridad, situándose a mediados de octubre en un nivel en torno a 110 dólares por barril.

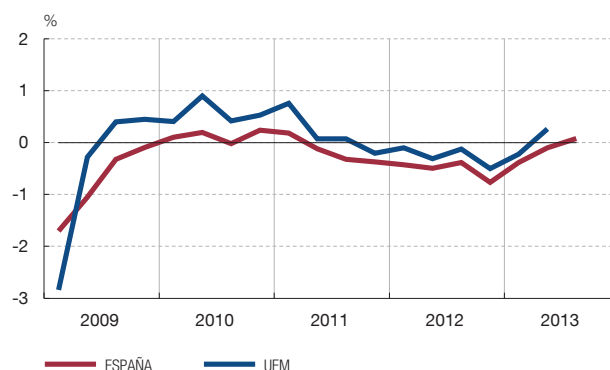
En la zona del euro, la información coyuntural disponible apunta a un crecimiento moderado de la actividad en el tercer trimestre, tras haber registrado un avance del 0,3% en el período de abril-junio, el primero después de seis trimestres de contracción de la actividad. La mejora de la actividad en la zona del euro estuvo acompañada de una relajación de las tensiones en los mercados financieros europeos y de la fragmentación de los mercados, si bien persisten diferencias importantes en el grado de restricción financiera que soportan los países por las dificultades que tiene la política monetaria para transmitir de manera homogénea sus impulsos. La fragmentación financiera se manifiesta en condiciones de financiación considerablemente más estrictas para los hogares y las empresas de los países del área donde la situación cíclica es más débil. A su vez, la inflación del área continuó moderándose, hasta alcanzar en septiembre el IAPC una tasa interanual del 1,1%. Las previsiones de precios para el horizonte relevante de la política monetaria sitúan las tasas de inflación en niveles significativamente por debajo del 2%, en un entorno en que las perspectivas de crecimiento del área anticipan una recuperación muy gradual y de baja intensidad.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió prolongar el tono expansivo de la política monetaria, con lo que mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en el 0,5% para las operaciones principales de financiación, y en el 1% y el 0% para la facilidad marginal de crédito y de depósito, respectivamente. El Consejo reiteró su intención de

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



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

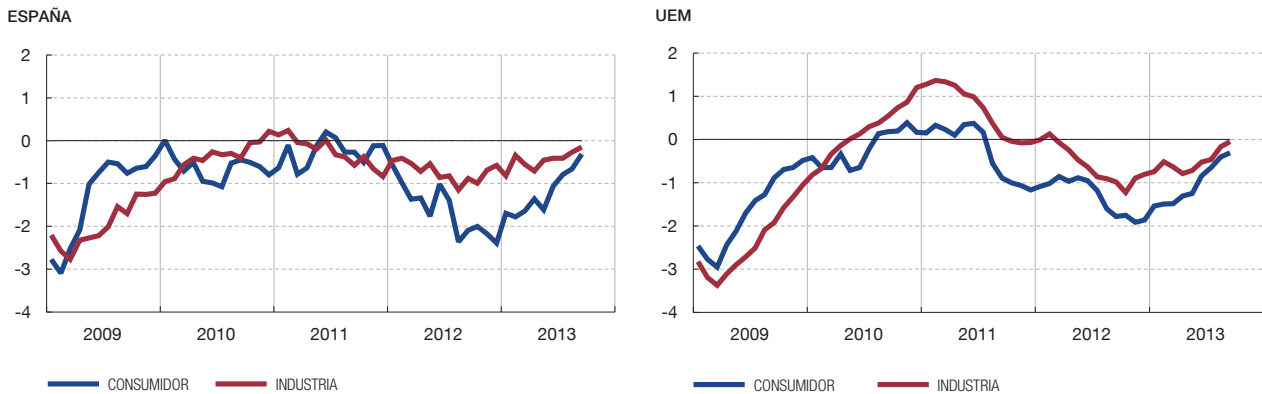
a Series ajustadas de estacionalidad.

mantener los tipos de interés oficiales en su nivel actual o en uno inferior durante un período extendido de tiempo, siguiendo la línea emprendida en julio de proporcionar una orientación sobre el curso futuro de la política monetaria (*Forward guidance*).

Por otra parte, a finales de septiembre, el Parlamento Europeo aprobó la legislación que permitirá la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión en noviembre de 2014. Los próximos meses serán decisivos para la construcción de una unión bancaria que refuerce el marco institucional de la Unión Monetaria y ayude a superar la situación actual de fragmentación financiera.

Los mercados financieros españoles participaron de la mejoría que se produjo a nivel europeo. Ello se plasmó en nuevos descensos de las rentabilidades de la deuda pública española y de sus diferenciales respecto a los bonos alemanes que, en el plazo de diez años, se situaban en niveles del 4,3 % y de 245 puntos básicos (pb), respectivamente, en la fecha de cierre de este boletín. También se redujeron las primas de riesgo crediticio del sector privado. En los mercados bursátiles se produjo una disminución de la volatilidad y una acusada revalorización de las cotizaciones, de modo que el IBEX-35 registró desde finales de junio una revalorización del 28,8 % (un 22,5 % en lo que va de año). La información todavía incompleta sobre la evolución del precio de la vivienda en el tercer trimestre apunta a una cierta moderación en su ritmo de descenso. Por último, se siguió avanzando en el cumplimiento del Memorando de Entendimiento que establecía las condiciones del programa de asistencia financiera para la recapitalización de algunas entidades bancarias españolas, que se encuentra muy avanzado, tal y como se ha puesto de manifiesto con motivo de la cuarta evaluación del programa.

La traslación de esta mejoría a las condiciones de financiación del sector privado no financiero está siendo, no obstante, limitada, tal y como muestran los tipos de interés del crédito concedido a familias y empresas, que apenas variaron a lo largo del trimestre y permanecen en niveles muy elevados para el tono expansivo de la política monetaria. En todo caso, la mejora del entorno exterior, al hilo de la recuperación de la zona del euro, y la consolidación del tono positivo de los indicadores de confianza en los meses estivales contribuyeron positivamente al sostenimiento de algunos componentes del gasto, estimándose, en particular, una progresiva estabilización del consumo de los hogares y una prolongación del avance de la inversión en equipo. En sentido contrario, tanto los



FUENTE: Comisión Europea.

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

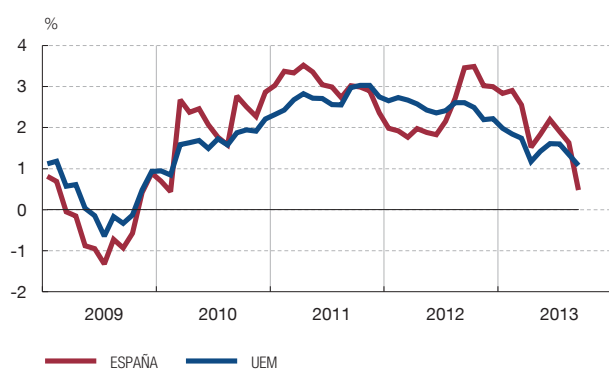
componentes públicos de la demanda como la inversión residencial habrían disminuido, si bien, en este último caso, a un ritmo más moderado que en el período de abril-junio.

En concreto, se estima un pequeño avance del consumo de los hogares en el tercer trimestre, en un entorno en el que, además de los factores reseñados, la ocupación tuvo un comportamiento algo menos contractivo, que podría haber contribuido a aminorar el ritmo de descenso de la renta disponible. La notable desaceleración de la inflación a lo largo del verano habría apoyado la mejora relativa de la capacidad de compra de los hogares en términos reales. Con todo, el bajo nivel de renta, las todavía desfavorables perspectivas del mercado laboral y el elevado endeudamiento de las familias no permiten prever una recuperación sensible del consumo a corto plazo.

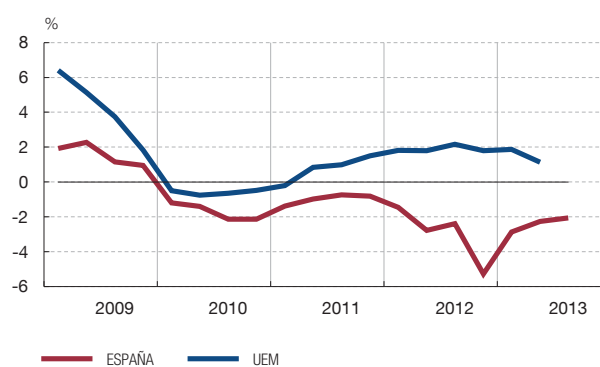
Por su parte, se estima una reducción de la inversión residencial a un ritmo similar al del primer semestre, en un contexto en el que la demanda de viviendas mantuvo en conjunto una tónica de marcada debilidad, a pesar del notable repunte de las compras de inmuebles por no residentes. El tono estricto de las condiciones financieras y el esfuerzo financiero que requiere la compra de vivienda para un hogar tipo continúa pesando de forma importante en las decisiones de inversión residencial. Por el lado de la oferta, la existencia de un *stock* elevado de viviendas sin vender dificulta la recuperación de la construcción de obra nueva. Por otra parte, la financiación concedida a las familias se redujo a una tasa interanual del 3,9% en agosto, algo menos que en el trimestre anterior (-4,3% en junio), interrumpiendo la pauta seguida en la primera mitad del ejercicio. Esta evolución de los pasivos de los hogares fue compatible con un nuevo descenso de su ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible.

A su vez, la inversión empresarial prolongó la mejora observada desde principios de año, sustentada en la incipiente recuperación de la inversión en equipo, para la que se estima un leve crecimiento por tercer trimestre consecutivo. Los avances en la confianza y el aumento de la cartera de pedidos que acompaña el buen tono de las exportaciones están activando este componente del gasto interno. El resto de la inversión privada, que básicamente se dirige a la ejecución de proyectos de construcción no residencial, continuó mostrando registros negativos. El crédito a las sociedades no financieras se contrajo a una tasa similar a la del trimestre precedente (-9,5% en tasa interanual), aunque se observó un cierto aumento en la captación de fondos mediante la emisión de valores de

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.

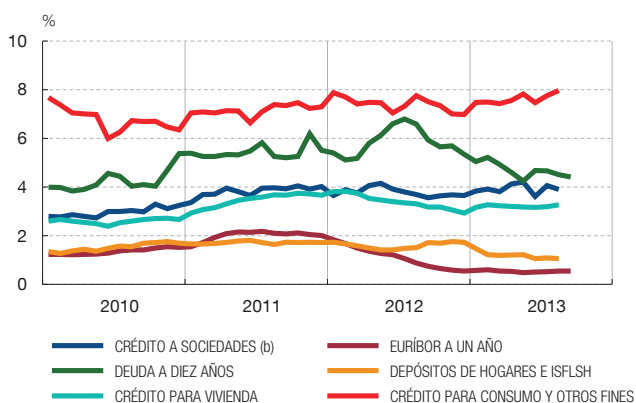
renta fija. El sector de sociedades no financieras habría reducido también su ratio de endeudamiento.

La información relativa a la ejecución presupuestaria del tercer trimestre de 2013 es todavía limitada pero parece apuntar a la continuación del proceso de consolidación fiscal que se observó en la primera mitad del ejercicio. No obstante, se percibe una cierta ralentización en el ajuste de determinadas partidas de gasto, como es el caso del consumo público y, en particular, del componente de remuneración de asalariados, así como un ritmo de recuperación de los ingresos tributarios todavía insuficiente para alcanzar los objetivos para el conjunto del año, lo que podría subsanarse en caso de que algunas de las medidas adoptadas el año pasado generaran una aportación adicional en los meses que restan de 2013 o de que se produjera una mejora en las bases imponibles sustentada en una evolución macroeconómica más favorable. El cumplimiento del objetivo de déficit para este año, cifrado en el 6,5 % del PIB, tiene gran importancia para afianzar la mejora en la percepción de la economía española y en la confianza de los agentes y mercados.

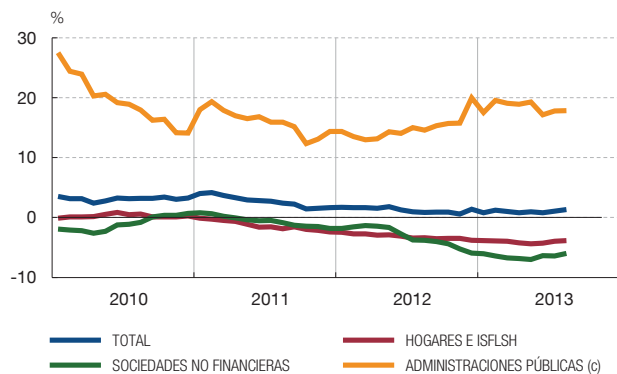
Por otra parte, el Gobierno aprobó el 30 de septiembre el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2014. El proyecto establece un objetivo de déficit del 5,8 % del PIB, en línea con la nueva senda de ajuste aprobada por el Consejo Europeo de julio, lo que comportará un esfuerzo de consolidación en términos del saldo estructural primario más acotado que en años anteriores. A su vez, el objetivo de deuda pública se fija en un ratio del 98,9 % del PIB, cifra que ilustra sobre la importancia de la tarea pendiente. Estos objetivos se han de alcanzar en un contexto macroeconómico de recuperación gradual de la actividad. Adicionalmente, se ha modificado el criterio utilizado para la revalorización de las pensiones, vinculándose a la aplicación de la fórmula de indexación de acuerdo con la propuesta del factor de sostenibilidad, cuya puesta en marcha es necesaria para avanzar en la sostenibilidad a medio plazo del sistema de pensiones. En otro orden de cosas, la entrada en vigor de la Ley de desindexación de la economía en 2014, que se aplicará fundamentalmente a precios públicos, contribuirá a quebrar determinados comportamientos inerciales de algunas partidas de gasto público.

Los Presupuestos Generales del Estado son los primeros que se elaboran tras la entrada en vigor de la última reforma de la gobernanza presupuestaria europea que introduce en

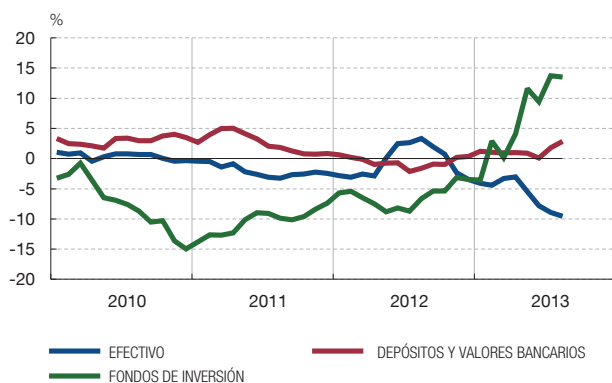
TIPOS DE INTERÉS (a)



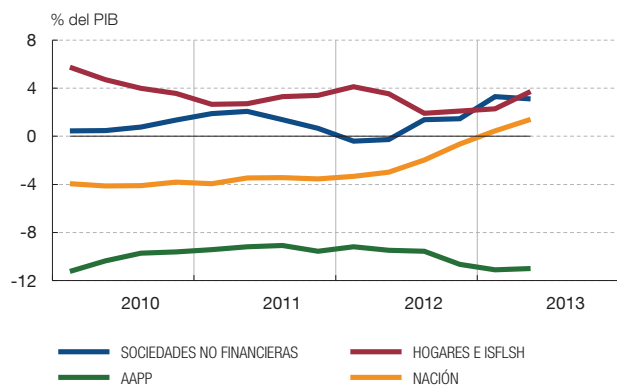
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



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

- 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 serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

el procedimiento presupuestario de los países el envío a la Comisión Europea con suficiente antelación de las líneas principales de los borradores de los Presupuestos de las AAPP. El cumplimiento de este requisito ha exigido elaborar un documento en el que se han integrado las principales orientaciones de los Presupuestos de la Administración Central y de las CCAA, lo que representa un avance importante para evaluar la estrategia de consolidación fiscal en su conjunto.

Como viene siendo habitual, los intercambios de bienes y servicios con el exterior permitieron compensar el descenso de la demanda interna. Se estima una contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB de 0,4 pp, como resultado de una cierta moderación de las exportaciones, tras los elevados registros del período de abril-junio, y de un leve retroceso de las importaciones. Cabe destacar, en todo caso, el favorable comportamiento de las ventas al exterior en lo que va de año, que registraron un crecimiento medio del 6,6 % en el período de enero-julio, tasa superior a la que marca el ritmo

de expansión de nuestros mercados de exportación, y que pone de manifiesto el decisivo papel que está jugando el ajuste de la competitividad como factor impulsor de este componente de la demanda. Es importante subrayar igualmente la intensa recuperación de los ingresos por turismo en lo que va de año. A su vez, tanto las importaciones de bienes como las de servicios siguieron mostrando un comportamiento muy débil en línea con el decaimiento de la demanda interna. En consonancia con estos desarrollos, la corrección del desequilibrio exterior prosiguió a buen ritmo. De acuerdo con los últimos datos de la balanza de pagos, el período de enero-julio se saldó con una capacidad de financiación de 4,5 mm, frente a una necesidad de financiación de 13,7 mm en igual período del año anterior. En términos acumulados de doce meses, la capacidad de financiación hasta julio ascendió a 13 mm, lo que representa un 1,3 % del PIB.

Por el lado de la oferta, los distintos indicadores disponibles referidos al sector industrial y de servicios de mercado registraron mejoras progresivas durante los meses estivales. En la industria, se estima un leve incremento del valor añadido, sustentado por un cierto tono positivo apoyado, principalmente, en el repunte de los pedidos exteriores, al igual que en los servicios de mercado, donde las ramas más favorables estarían siendo el comercio y la hostelería. A su vez, el empleo atenuó considerablemente su ritmo de contracción en los meses centrales del año. Según la información que proporciona la estadística de afiliaciones a la Seguridad Social, esta trayectoria fue generalizada por ramas de actividad, salvo en el sector agrícola, y alcanzó particular intensidad en las ramas industriales y en la construcción, si bien, en este último caso, los descensos del empleo fueron todavía elevados. El paro registrado, por su parte, prolongó la senda de progresiva moderación que se viene observando en los últimos trimestres, habiendo incluso anotados descensos intermensuales, corregidos de los factores estacionales, en los meses de agosto y septiembre.

Los indicadores de costes laborales disponibles para el tercer trimestre prolongaron la pauta de moderación salarial que se viene observando desde principios de año. El incremento medio de las tarifas hasta septiembre se situó en el 0,6 % (1,1 % el año pasado), con aumentos algo más reducidos entre los convenios de nueva firma (0,4 %). Esta evolución, junto con el escaso peso que se estima tendrá la cláusula de salvaguarda de la inflación y con el signo previsto para la deriva salarial, anticipan una evolución de la remuneración por asalariado para lo que resta del ejercicio similar a la de la primera parte del año. Esta tendencia, que estaría empezando a reflejar una mayor respuesta del proceso de determinación salarial a la situación cíclica del mercado laboral, resulta de vital importancia para contribuir a que la incipiente recuperación de la actividad se traslade con intensidad a la creación de empleo.



## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

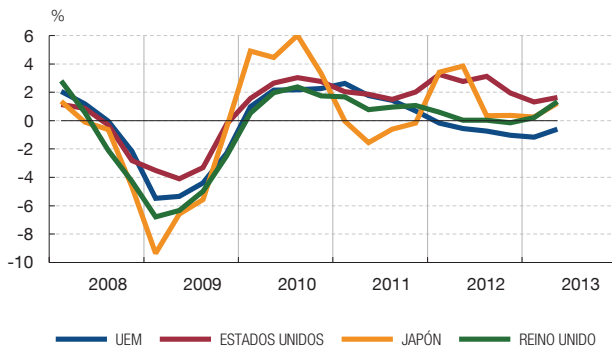
Desde el mes de julio, la evolución económica internacional ha estado condicionada por las expectativas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y por los cambios relativos en las perspectivas de crecimiento por áreas geográficas. Los acontecimientos en torno al inicio de la moderación en el ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal —que está planteando un importante desafío para su política de comunicación— incidieron de manera diferenciada en la evolución de los mercados financieros desarrollados y emergentes. Estos últimos se vieron afectados también por la desaceleración que venía apreciándose en las principales regiones emergentes. El impacto de esa ralentización —que parece estar dando paso a una estabilización en el período más reciente— sobre el crecimiento mundial se ha visto compensado parcialmente por un comportamiento más favorable de las economías desarrolladas, cuyo ritmo de avance se ha situado por encima de lo previsto en varios países —de modo destacado, en Japón y Reino Unido—. Desde el mes de septiembre, las dificultades en alcanzar un acuerdo para prorrogar el presupuesto y aumentar el techo de deuda en Estados Unidos tomaron un creciente protagonismo como elemento generador de riesgos a corto plazo.

La evolución de los mercados financieros de las economías avanzadas ha atravesado por distintas fases desde el verano, en función de los cambios en las expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos. Tras una relativa estabilidad en los últimos días de julio y los primeros de agosto, esta se vio truncada por la inminencia del esperado inicio de la retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos y por la tensión geopolítica en Siria. Estos factores propiciaron una corrección de los principales índices bursátiles y nuevos incrementos de los tipos de interés a largo plazo, con una elevada sincronía entre países. En los primeros días de septiembre, al hilo de la publicación de los datos de empleo de agosto en Estados Unidos, que se situaron por debajo de lo esperado, comenzó a anticiparse una actuación más cautelosa por parte de la Reserva Federal, lo que provocó aumentos generalizados en las bolsas y una corrección a la baja en las rentabilidades de la deuda pública. Estas tendencias se vieron reforzadas tras la inesperada decisión de la Reserva Federal de mantener sin cambios su programa de compras de activos, a mediados de septiembre. En el período más reciente, las tensiones fiscales en Estados Unidos tomaron el relevo como factor generador de volatilidad en los mercados y descensos en las principales bolsas.

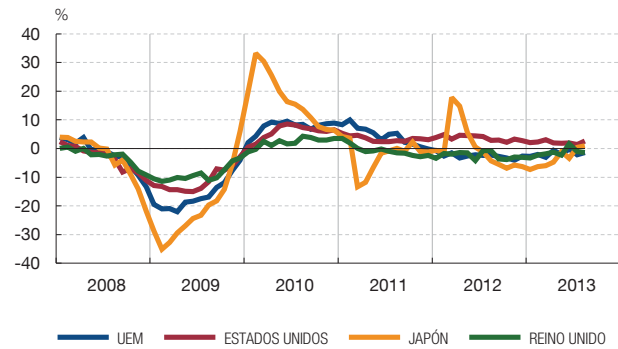
Los mercados emergentes han experimentado un endurecimiento en sus condiciones financieras, en un contexto de desaceleración económica y aumento de ciertos desequilibrios. Hasta finales de agosto predominaron las caídas en las bolsas, con aumentos en los indicadores de riesgo de crédito, depreciaciones de las monedas y salidas de capitales; una corrección que fue más intensa en países como Indonesia, India, Brasil, Turquía y Sudáfrica, con mayores vulnerabilidades externas. Posteriormente, el retraso en la retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos se conjugó con una cierta mejora de los indicadores de actividad, sobre todo en China, que propició una reversión parcial del deterioro de los principales indicadores financieros y de las salidas de capitales previas. El precio del petróleo se incrementó en el mes de agosto por las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, llegando a alcanzar los 118 dólares por barril de tipo Brent, aunque esa trayectoria se ha corregido desde entonces y la cotización ha retornado a niveles de 110 dólares. Por su parte, los precios de los metales industriales repuntaron en torno a un 5% en el mes de agosto, manteniéndose estables desde entonces.



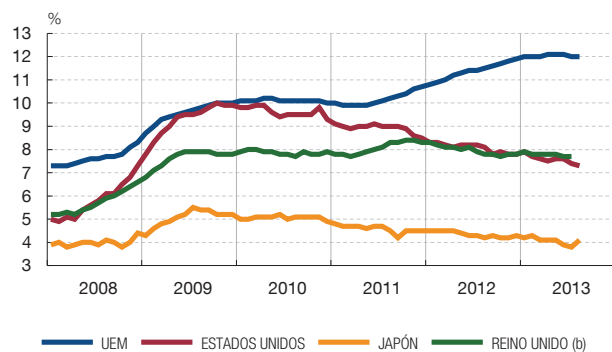
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



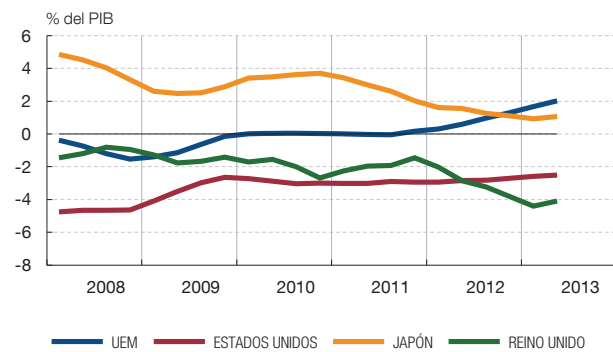
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



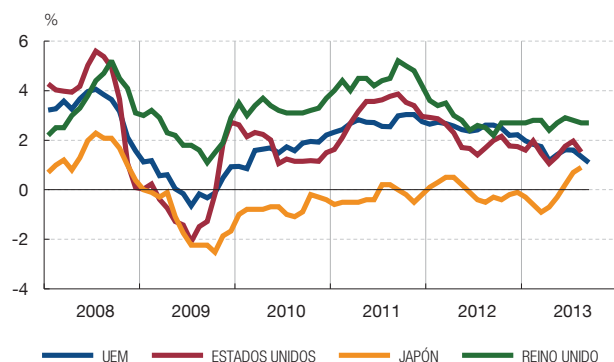
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

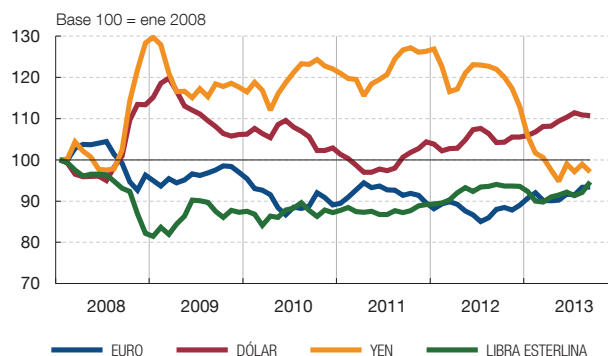
b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre.

En *Estados Unidos*, el PIB creció un 2,5 % en tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre (1,6 % interanual), frente al 1,1 % en el primero y con una aportación menor de las existencias. Hay que señalar que la publicación de diversas estadísticas e indicadores elaborados por agencias federales, se ha retrasado debido al cierre parcial de la Administración Federal. Entre los datos disponibles para el tercer trimestre, destaca el aumento del índice de sentimiento empresarial manufacturero, si bien otros indicadores, como la creación de empleo en julio y agosto, apuntan a que la actividad se habría desacelerado. No obstante, la tasa de paro ha seguido disminuyendo, hasta situarse en el 7,3 % en agosto, por la caída en la tasa de participación, que alcanzó el valor mínimo de los últimos 35 años. En el mercado inmobiliario, los datos publicados apuntan cierta moderación de la actividad y un incremento menor de los precios de la vivienda, a lo que ha podido contribuir el aumento de los tipos de interés hipotecarios desde mayo. La inflación interanual se redujo cinco décimas en agosto, hasta el 1,5 %, por la caída de los precios de los bienes energéticos, y la tasa subyacente aumentó una décima, hasta el 1,8 %. La Reserva Federal, en su reunión de septiembre, mantuvo el ritmo de sus compras de activos, en contra de las expectativas del mercado, y revisó a la baja las previsiones de crecimiento y empleo. Además, el presidente estadounidense ha propuesto a Janet Yellen como futura presidenta de la Reserva Federal. En el terreno fiscal, la falta de acuerdo en el Congreso para prorrogar el Presupuesto, que venció el 30 de septiembre, llevó al cierre de algunos departamentos y agencias de la Administración Federal hasta el 16 de octubre. Ese día se

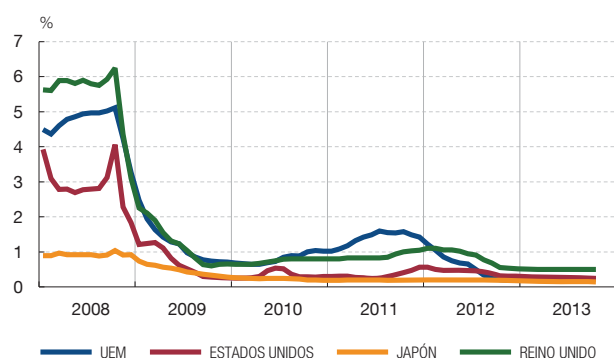
PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



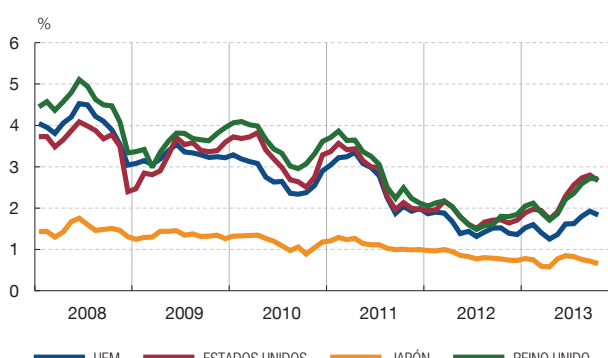
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



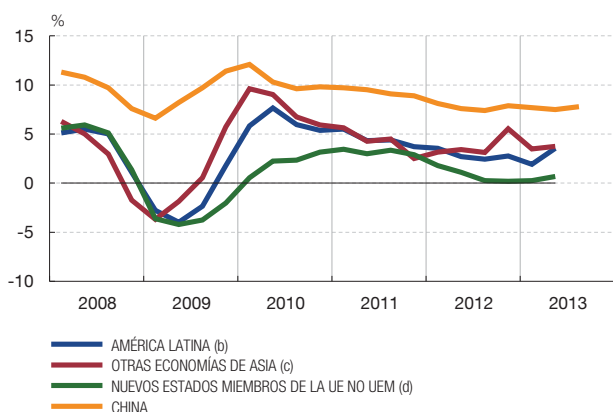
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

aprobaron una prórroga presupuestaria hasta el 15 de enero y un acuerdo para suspender el techo de deuda hasta el 7 de febrero.

En *Japón*, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se revisó hasta el 0,9% intertrimestral (1,2% interanual), por encima del 0,6% estimado inicialmente, debido a una mayor contribución de la demanda interna. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre sugieren la continuación de la tendencia positiva de la actividad, con avances en la confianza empresarial y en la producción industrial. Sin embargo, la confianza de los consumidores y las ventas minoristas registraron descensos respecto al segundo trimestre. El superávit corriente se redujo en julio y en agosto, por la ampliación del déficit comercial, debida a su vez al aumento de las importaciones de productos energéticos, y por un menor superávit en la balanza de rentas. En el mercado laboral, la tasa de paro aumentó ligeramente, hasta el 4,1%, y los salarios siguieron creciendo. Asimismo, la inflación —medida por el IPC sin alimentos frescos— aumentó hasta el 0,8% interanual en agosto, el registro más elevado en cinco años, y la tasa subyacente (que excluye, además, la energía) alcanzó el 0%. El Banco de Japón mantuvo su programa de compra de activos en las reuniones de agosto y septiembre, y revisó al alza su valoración de la situación económica. Por su parte, el Gobierno confirmó el incremento de 3 pp en la tarifa del impuesto sobre el consumo a partir del próximo ejercicio fiscal, y anunció un programa de estímulo que compense, en parte, el efecto contractivo de dicha subida.

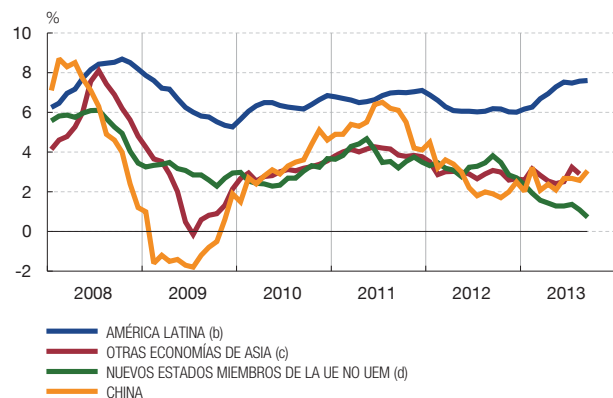
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



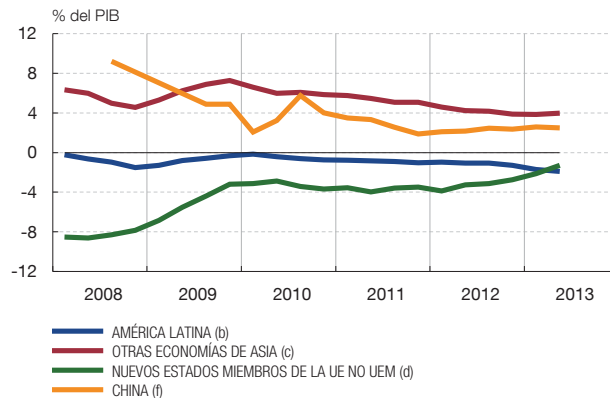
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTE: 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, 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.

En el *Reino Unido*, la tercera estimación del PIB confirmó un crecimiento trimestral del 0,7 % en el segundo trimestre, con una revisión de la tasa interanual (desde el 1,5 % al 1,3 %). La composición del gasto es ahora menos favorable, por la revisión a la baja de la contribución de la demanda externa (0 pp), que empeora respecto al trimestre anterior. Los indicadores disponibles del tercer trimestre muestran que la actividad ha seguido recuperándose. Los índices PMI de manufacturas, servicios y construcción se estabilizaron en septiembre, pero muestran una mejoría en el promedio del trimestre, que también se aprecia en la confianza de los consumidores. La demanda de los hogares, sobre todo la de inversión en vivienda, se ha visto favorecida por la mejora de la confianza y de las condiciones de financiación. La creación de empleo mostró un mayor dinamismo durante el verano, situándose la tasa de paro en el 7,7 %. La inflación se mantuvo en el 2,7 % en septiembre, tras el descenso de una décima en cada uno de los dos meses anteriores. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 0,5 % y el saldo de su programa de compra

de activos, y reiteró que el compromiso de mantener el tono actual de política monetaria, anunciado en agosto, está condicionado a la situación de la tasa de paro, de la inflación y la estabilidad financiera. Finalmente, según la encuesta de condiciones de crédito correspondiente al tercer trimestre, la demanda de fondos por parte de las empresas pequeñas y medianas se incrementó, por segundo trimestre consecutivo, y la disponibilidad de crédito siguió aumentando.

En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro el PIB se aceleró en el segundo trimestre, hasta alcanzar un crecimiento del 0,4 % intertrimestral, tres décimas más que en el trimestre anterior. En Polonia, República Checa y Rumanía se registró un mayor ritmo de avance, mientras que en los países bálticos y en Hungría este se moderó, y llegó a cifras negativas en Bulgaria. Los indicadores de mayor frecuencia del tercer trimestre apuntan a una contribución favorable de la demanda exterior, con carácter general. Mientras tanto, la actividad permanece débil en casi todos los países. La inflación continuó moderándose, situándose en septiembre en el 0,9 % (cinco décimas por debajo del dato de junio); en parte, por la presión a la baja en los precios de los alimentos. La ausencia de presiones inflacionistas a medio plazo y la falta de dinamismo de la demanda interna motivaron recortes adicionales en los tipos de interés oficiales en Rumanía y Hungría. Asimismo, el banco central de Letonia recortó el tipo oficial en 50 pb, hasta el 1,50 %, movimiento enmarcado en el proceso de convergencia hacia los tipos del área del euro, donde este país se integrará a partir del 1 de enero de 2014. Entre los países candidatos a la UE, el banco central de Turquía elevó, en julio y agosto, el tipo superior del corredor monetario para contener la presión depreciatoria sobre la lira.

En *China*, el PIB se aceleró hasta un 7,8 % interanual en el tercer trimestre, como apuntaban los indicadores del tercer trimestre (véase recuadro 1). La tasa interanual del IPC repuntó hasta el 3,1 % interanual en septiembre y la caída de los precios de producción se ha moderado. El tono de la política monetaria se mantuvo inalterado durante el trimestre y las autoridades avanzaron en el proceso de reforma financiera, al liberalizar el tipo de interés de los préstamos, y pusieron en funcionamiento el área de libre comercio de Shanghai el 1 de octubre. En política fiscal, el Gobierno habilitó un nuevo paquete de ayudas de tamaño reducido. En el *resto de Asia emergente*, el PIB se desaceleró nuevamente en el segundo trimestre, hasta el 4,2 % interanual, una décima menos que en el primero. Los datos ya conocidos sobre producción industrial y exportaciones sugieren una suave mejora de la evolución económica en el tercer trimestre en varios países. Sin embargo, la inflación ha aumentado desde el 4 % al 4,8 % entre junio y agosto, por los repuntes en India —que han continuado en septiembre— y en Indonesia, resultado de la intensa depreciación de sus monedas. Esta evolución motivó la subida de los tipos de interés de referencia durante el trimestre en Indonesia (del 6 % al 7,25 %) y en octubre en India (del 7,25 % al 7,50 %) para defender sus divisas y frenar las salidas de capital.

En *América Latina*, el PIB creció un 1 % en el segundo trimestre en tasa trimestral, cinco décimas más que en el primero (3,5 % en tasa interanual). Esta recuperación se explica por el crecimiento, superior al esperado, en Colombia (4,2 % interanual) y, de un modo mucho más acusado, en Argentina (8,3 %). Brasil también mostró un mayor dinamismo (3,3 %) gracias a la recuperación de la inversión y de las exportaciones netas. En México, en cambio, la actividad se contrajo con respecto al primer trimestre, situándose la tasa interanual en el 1,5 %, mientras que en el resto de países tendió a moderarse de forma suave. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a un menor ritmo de expansión en el tercer trimestre en la mayoría de países, salvo en México y Colombia. La inflación repuntó, situándose el promedio regional en el 7,6 % interanual en septiembre, si bien esta cifra

Frente a un crecimiento promedio del 9,7 % interanual en el período 2008-2012, la tasa de avance del PIB se situará por debajo del 8 % en 2013 (véase gráfico 1) y, previsiblemente, no volverá a alcanzar el crecimiento previo en los próximos años. Desde hace tiempo se asume que un cambio de modelo de crecimiento en China resulta necesario para garantizar su sostenibilidad a largo plazo, aun a costa de reducir la velocidad en su desarrollo económico. No obstante, durante el segundo trimestre surgió el temor a una ralentización acusada, con implicaciones sobre la economía mundial, dado el elevado peso de China en términos del producto y del comercio mundiales. De hecho, esta coyuntura desfavorable discurrió en paralelo a la caída en los precios de las materias primas, especialmente de las vinculadas al ciclo industrial en China y al ciclo económico mundial, lo que se reflejó también en un descenso de la confianza en los países exportadores de aquellas. En este recuadro se revisa cómo han cambiado las fuentes del crecimiento en China en 2013, en un contexto en el que su economía parece volver a mostrar un tono más firme.

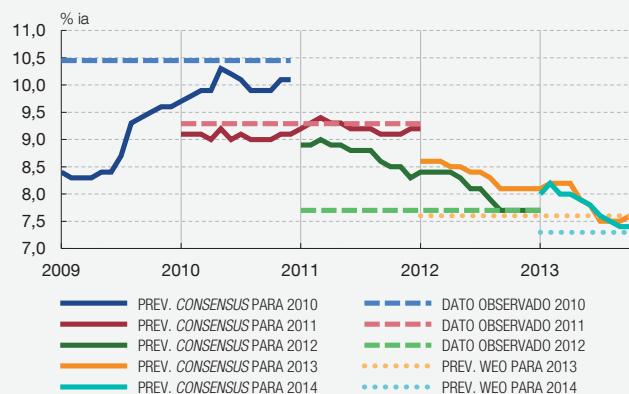
Aunque China sorteó extraordinariamente bien los efectos de la crisis financiera global, el elevado crecimiento tendió a acentuar algunos desequilibrios existentes, como el exceso de ahorro e inversión, y a generar otros nuevos, como el progresivo aumento del peso del sector inmobiliario y un notorio incremento del crédito, tanto dentro como fuera del sistema bancario —que, entre otros desarrollos, propició un marcado aumento de la deuda de los Gobiernos locales—. Sin embargo, el nuevo Gobierno, designado a finales de 2012, reafirmó su compromiso con el reequilibrio del crecimiento, que debería materializarse en una reducción del peso de la inversión y del sector exterior, y un progresivo aumento del consumo privado.

Entre marzo y junio se impulsaron una serie de medidas de contención del crédito por parte de las autoridades chinas, buscando moderar el precio de la vivienda, evitar la proliferación de productos para la gestión de patrimonio considerados de elevado riesgo, y controlar la exposición de los bancos a los vehículos de financiación

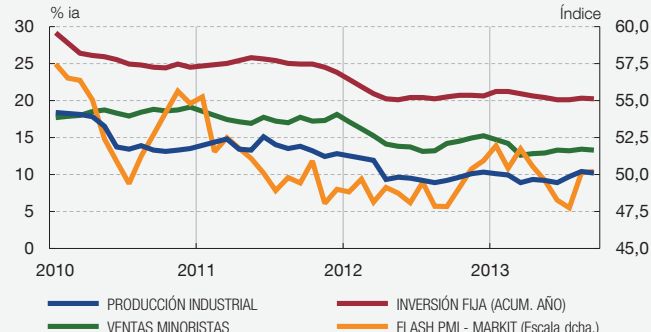
de los Gobiernos locales, lo que frenaría la financiación para el conjunto de la economía. Asimismo, se limitaron las entradas de capital que sorteaban los controles vigentes a través de las exportaciones, lo que se sumó a un contexto internacional más débil, y en el que la apreciación experimentada por el renminbi (próxima al 10 % desde mediados de 2010) parecía incidir negativamente en la competitividad de las empresas exportadoras. En este entorno, el banco central indujo una contracción súbita de la liquidez a finales de junio, al adoptar nuevas medidas para limitar la proliferación de productos de inversión especulativa, cuyos efectos supusieron un endurecimiento temporal de las condiciones de financiación más severo de lo anticipado. Este conjunto de medidas contribuyó en buena medida a la desaceleración observada en el segundo trimestre. Los indicadores económicos comenzaron a apuntar hacia un crecimiento más moderado tanto en actividad e inversión como en consumo, a pesar de que las exportaciones mantuvieron hasta abril un elevado dinamismo (véase gráfico 2). No obstante, esta firme decisión del Gobierno para mitigar algunos de los riesgos —incluso llegando a obtener resultados más intensos de lo deseado—, junto con un contexto internacional más débil de lo esperado, justificó un recorte de las previsiones de crecimiento para 2013 y 2014, de tal modo que se llegó a poner en duda el cumplimiento del objetivo de crecimiento económico del Gobierno, establecido en el 7,5 % para 2013.

Ante el deterioro de las expectativas, el Gobierno adoptó distintas medidas para recuperar la confianza. En julio, reafirmó su compromiso con un modelo de crecimiento más equilibrado, aunque con ciertos límites, afirmando que lograrían su objetivo para 2013 y que no tolerarían un ritmo de avance inferior al 7 %. También se aprobaron algunas medidas indicativas de su intención reformista; en particular, la liberalización de los tipos de interés de los préstamos bancarios y el establecimiento de una zona de libre comercio en Shanghai como proyecto piloto, entre otras medidas de alcance menor. A la vez, se adoptaron iniciativas puntuales de apoyo fiscal por cuantías limitadas a determinados sectores

1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO



2 ACTIVIDAD, CONSUMO E INVERSIÓN



FUENTES: Consensus Forecast, China National Bureau of Statistics, World Economic Outlook Octubre 2013 (Fondo Monetario Internacional) y Markit Economics.

(cont.)

—pequeños empresarios y exportadores—. El banco central, por su parte, se comprometió a garantizar la disponibilidad de liquidez para el normal funcionamiento de la economía, aunque mantuvo firme su intención de controlar y limitar los productos de inversión especulativa.

De este modo, la evolución económica pareció normalizarse durante el verano, pues los datos de comercio exterior y producción industrial de julio apuntaban a que la economía se estaría estabilizando en niveles de crecimiento más moderados, en un contexto de estabilidad de precios. De hecho, el impacto positivo de las medidas pareció consolidarse con la mejora generalizada de los indicadores de agosto, ya que los datos de producción industrial, confianza empresarial, inversión fija, comercio exterior y financiación superaron las expectativas del consenso. Como resultado, el PIB se aceleró hasta el 7,8 % interanual en el tercer trimestre y, aunque las expectativas de crecimiento en China son más moderadas de lo que fueron a inicios de año, el riesgo de una ralentización intensa con efectos negativos sobre el resto del mundo parece haberse alejado.

En definitiva, la evolución reciente de la economía china ha estado condicionada por la adopción de algunas medidas de política económica orientadas a frenar el crecimiento desequilibrado de algunos segmentos de la economía. Estas medidas de corto plazo son coherentes con la estrategia de las autoridades chinas a un horizonte más dilatado, encaminada a recomponer el modelo de crecimiento del país, reemplazando algunas fuerzas motrices que parecen agotarse, como la disponibilidad de mano de obra a coste reducido y un entorno internacional capaz de absorber la notoria expansión de su sector exportador, y favoreciendo una mayor apertura financiera. Así, la desaceleración reciente puede ser interpretada positivamente, pero, en todo caso, también alerta de los riesgos derivados de esta transición. Esos riesgos afectan tanto a la vertiente externa, que sigue en fase de recuperación y sujeta a posibles vaivenes financieros, como a las vulnerabilidades internas, tanto en el sector financiero como en el fiscal, que subrayan la necesidad de atender a los importantes retos pendientes en este proceso de reequilibrio.

está influida por los registros de Venezuela (46,2 %) y Argentina; sin estos dos países, la inflación interanual se habría moderado. No obstante, en Brasil la inflación (5,9 %) sigue situada cerca del límite superior de la banda objetivo, de forma que el banco central de Brasil ha continuado su endurecimiento monetario, situando el tipo oficial en el 9,50 %. Por su parte, el Banco de México lo redujo en 25 pb, hasta el 3,75 %, por la debilidad de la actividad y el anclaje de la inflación. Y en Chile la autoridad monetaria también recortó el tipo oficial en esa misma cuantía, hasta el 4,75 %. En el resto de países con objetivos de inflación, los tipos oficiales se mantuvieron inalterados, aunque en Perú se redujeron los coeficientes de reservas bancarias. Standard and Poor's elevó el *rating* soberano de Perú y redujo el de Argentina, después de que la Cámara de Apelaciones de Nueva York ratificara la sentencia que obliga al país a pagar a los fondos que no admitieron el canje de deuda.

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

Los indicadores de actividad más recientes han tendido a confirmar las expectativas de que el PIB del área del euro volvió a experimentar un crecimiento positivo en el tercer trimestre de 2013, aunque probablemente a un ritmo algo más débil que el del trimestre anterior, una vez desvanecido el efecto de los factores temporales que impulsaron al alza el producto en los meses de primavera. Más a medio plazo, las previsiones disponibles de organismos públicos y privados para 2014 y 2015 coinciden en anticipar un escenario donde la recuperación se irá consolidando gradualmente a medida que la demanda interna se fortalezca, estimulada por el tono acomodaticio de la política monetaria, políticas fiscales menos contractivas y mejoras de la confianza, en un contexto en que el área deberá continuar avanzando en los procesos en curso de absorción de los desequilibrios acumulados (véase recuadro 2) y de reformas institucionales encaminadas a fortalecer su gobernanza.

La recuperación que se anticipa es, en todo caso, solo modesta, frágil y sujeta a riesgos a la baja, ya que está condicionada por los elevados niveles de endeudamiento alcanzados —tanto públicos como privados—, las necesidades de consolidación fiscal y unas condiciones financieras que resultan excesivamente estrictas por las dificultades que impiden una transmisión homogénea de los impulsos monetarios. Aunque la mejora de la actividad ha venido acompañada de un cierto alivio en los indicadores de tensión financiera y de fragmentación de los mercados, estos continúan en niveles históricamente elevados. Esta circunstancia se traduce, en definitiva, en unas condiciones de financiación que resultan considerablemente más estrictas para los hogares y las empresas de aquellos países del área donde la situación cíclica se encuentra más deprimida (véase recuadro 3), contrarrestando así el tono expansivo de la política monetaria.

La inflación de la zona del euro continuó moderándose, hasta registrar un 1,1 % en septiembre. El último ejercicio de proyecciones del Eurosistema anticipa que la inflación tenderá a situarse a lo largo de 2014 en tasas significativamente por debajo de 2 %, en un entorno de fragilidad del contexto económico que hace improbable que puedan surgir tensiones inflacionistas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tono acomodaticio de su política monetaria. Así, a lo largo del trimestre, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación permanecieron en el 0,5 %, al tiempo que los tipos de las facilidades de crédito y de depósito se mantuvieron inalterados en el 1 % y el 0 %, respectivamente. Además, el Consejo confirmó las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria adoptadas en julio (*forward guidance*), reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales o más reducidos por un período de tiempo prolongado.

A mediados de octubre, el ECOFIN adoptó la legislación que permitirá la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión en noviembre de 2014. Los próximos meses serán claves en la construcción de una Unión Bancaria que refuerce el marco institucional de la Unión Monetaria y que ayude a superar definitivamente la actual situación de fragmentación financiera. Para ello, las autoridades políticas han de avanzar decididamente en el establecimiento en los plazos previstos de una autoridad y un fondo únicos de resolución de bancos, que son el complemento necesario al modelo de supervisión centralizada adoptado. También en los próximos meses, el BCE, en colaboración con la EBA y las autoridades supervisoras nacionales, llevará a cabo un ejercicio de revisión de



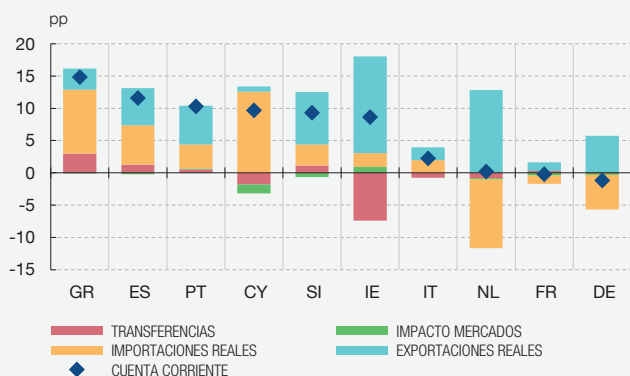
Desde 2007, algunos Estados miembros de la UEM se hallan inmersos en un proceso intenso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos que habían acumulado tras su incorporación al área del euro. En un primer momento, la contracción de la financiación exterior hacia estos países trajo consigo una caída de la demanda y, especialmente, de la inversión, que dio lugar a retrocesos de las importaciones, mientras que las exportaciones mantenían una expansión modesta, en un contexto de debilidad de la demanda global y de lento reajuste de la competitividad. Pero a partir de 2010, y con mayor intensidad en 2012, estos países tuvieron que afrontar una crisis de balanza de pagos y un repliegue de los flujos de financiación, que desencadenaron un ajuste muy rápido del desequilibrio exterior. En algunos casos, la mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente ha superado los 10 pp del PIB, y en la actualidad solo Grecia mantiene un saldo por cuenta corriente negativo, mientras que España, Italia, Portugal e Irlanda registran superávit (véase gráfico 1).

El cambio de signo de las balanzas por cuenta corriente se ha apoyado en una reversión significativa de las pérdidas de compe-

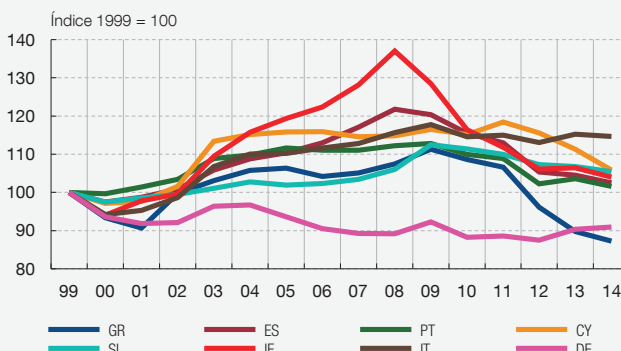
titividad que todas estas economías habían acumulado durante los primeros años de la UEM, lo que ha permitido que las exportaciones hayan contribuido también de manera notable a la corrección del desequilibrio exterior [con las excepciones de Chipre y, en menor medida, Grecia (véase gráfico 1)]. Así, aunque en un primer momento solo Irlanda registró una mejora significativa de sus indicadores de competitividad de precios y costes, la corrección de los indicadores de tipo de cambio real medidos con costes laborales unitarios se ha generalizado desde 2010 al conjunto de estos países, lo que les ha permitido recuperar niveles de competitividad próximos a los de finales de los noventa —en el caso de Grecia, estos se sitúan incluso por debajo de los valores observados en 1999—. Esta evolución se ha producido además en un contexto en el que Alemania, uno de los principales socios comerciales de estas economías, apenas ha modificado su posición competitiva (véase gráfico 2).

El dinamismo de las exportaciones, que constituye un elemento esencial en la recuperación de economías que, tras una grave crisis financiera, deben afrontar una reducción de sus niveles de en-

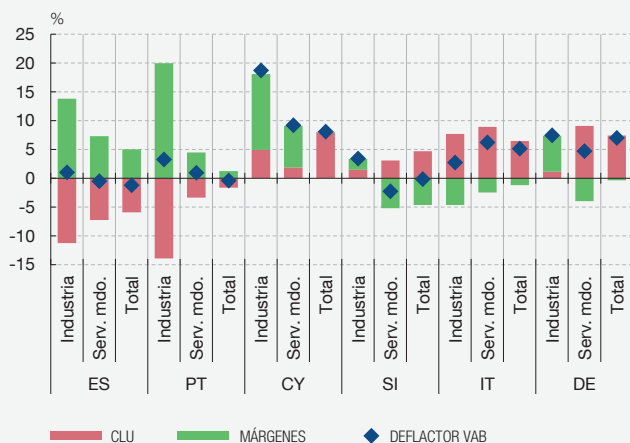
1 CAMBIOS EN LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE 2007-2013  
CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES (% DEL PIB)



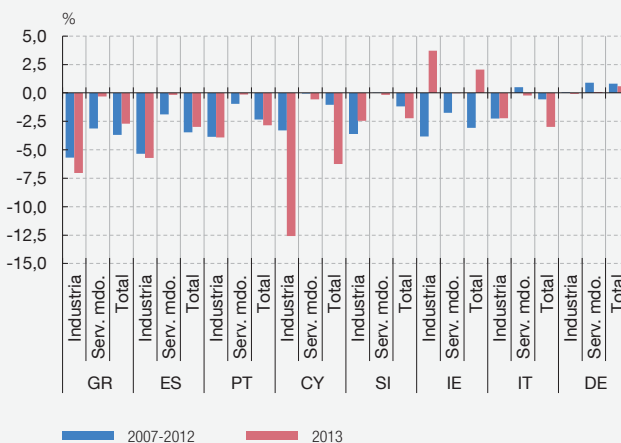
2 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS  
BASADO EN COSTES LABORALES UNITARIOS



3 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO BRUTO.  
VARIACIÓN 2008-II TR 2013



4 EMPLEO. CRECIMIENTO INTERANUAL



FUENTE: Comisión Europea.

deudamiento público y privado, depende también de la evolución de la relación real de intercambio interna —esto es, de los precios relativos entre sectores de la economía—, que tiene una elevada influencia sobre la reasignación de factores. En este sentido, como se aprecia en el gráfico 3, desde el año 2007, y al contrario de lo que sucedió en la anterior fase expansiva, los márgenes en las actividades de manufacturas se están incrementando a un ritmo superior al de los servicios (salvo en Italia), lo que puede facilitar una futura reasignación de recursos hacia aquellos sectores en las economías deficitarias. En cualquier caso, durante la actual crisis la reasignación sectorial está siendo muy lenta. Como se observa en el gráfico 4, todos los sectores, incluidos los industriales, han destruido empleo entre 2007-2012, y esta tendencia se ha prolongado a lo largo de 2013. La caída de la demanda es tan intensa que aún no se detectan cambios relevantes en la especialización sectorial de las economías analizadas hacia aquellos sectores industriales y de servicios con capacidad de reabsorber el desempleo.

Los elevados costes que está generando el proceso de ajuste actual en términos de desempleo y la insuficiente reasignación de la actividad hacia aquellos sectores con capacidad de generar un mayor impulso de las exportaciones y un crecimiento más sostenido podrían estar relacionados también con las vulnerabilidades de los sistemas bancarios, que dificultan el desempeño eficiente de su papel como distribuidores de los recursos financieros. Por ello, resulta esencial reducir la fragmentación de los mercados financieros para permitir que, cuando se recupere la demanda, la financiación llegue a los proyectos viables. Los países que persistentemente han registrado superávits en su balanzas por cuenta corriente deberían contribuir también a la corrección de los desequilibrios en la UEM, sobre todo en la medida en que dichos superávits no sean solo el resultado de factores demográficos o de la posición competitiva de estas economías, sino que también sean el reflejo de una debilidad de la inversión productiva, lastrada por regulaciones nacionales que limitan la demanda y el potencial de crecimiento de estos países.

la calidad de los activos (AQR) de los bancos que quedarán bajo su ámbito de competencia. Este ejercicio estará diseñado con rigor y transparencia para ayudar a recuperar definitivamente la confianza en la solidez del sistema bancario del área del euro.

### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación final de la Contabilidad Nacional, el PIB creció en el segundo trimestre de 2013 un 0,3%, interrumpiendo así la etapa de contracción de la actividad que se había iniciado a finales de 2011 (véase cuadro 2). Esta tasa, que constituyó una sorpresa positiva al superar las expectativas de los analistas, vino impulsada, en parte, por factores temporales relacionados con las condiciones meteorológicas en Europa central. El aumento del producto estuvo apoyado en el avance de todos sus componentes (crecieron el consumo privado y público, la inversión y las exportaciones, que lo hicieron por encima de las importaciones) y solo se registró una aportación ligeramente negativa de la variación de existencias. Según el desglose por ramas de actividad, el valor añadido de la industria y los servicios, tanto los de mercado como los de no mercado, experimentaron un aumento, mientras que el de la construcción continuó retrocediendo, aunque a un ritmo inferior al que ha venido registrando desde el comienzo de la crisis. Finalmente, por países, el PIB creció de forma significativa en Alemania y en Francia, afectado en mayor medida por los factores temporales mencionados anteriormente, al igual que en Portugal, mientras que en Italia y en Holanda moderó su caída.

Durante el segundo trimestre, el empleo continuó retrocediendo, aunque de forma menos intensa —un 0,1%— que en los primeros meses del año. Los costes laborales unitarios, medidos en términos interanuales, avanzaron más lentamente, gracias tanto a una contención de la remuneración por asalariado como a un repunte de la productividad por ocupado. Por su parte, el deflactor del PIB aumentó por encima de los costes laborales unitarios, lo que permitió una ampliación del indicador de márgenes empresariales (véase gráfico 8).

En el tercer trimestre del año en curso, la mayor parte de los indicadores económicos se situaron en registros superiores a los del trimestre previo (véase cuadro 2). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial compensó en agosto el retroceso registrado en julio.

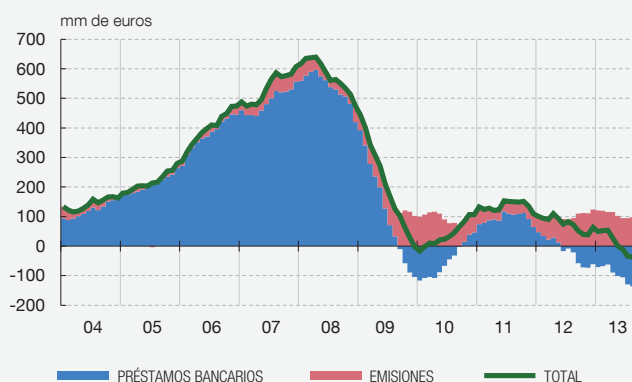
El impacto de la crisis sobre las condiciones de acceso al crédito bancario ha provocado que algunas empresas de la zona del euro hayan cubierto de forma creciente sus necesidades de financiación mediante la apelación directa a los mercados a través de la emisión de títulos de renta fija. Así, el saldo de valores de deuda de las empresas no financieras del área ha crecido en términos acumulados desde finales de 2008 por encima del 45 %. Por contra, los préstamos bancarios experimentaron una contracción del 2 % en dicho período. En conjunto, ha tenido lugar una desaceleración del volumen total de la financiación externa del sector (véase gráfico 1), que se enmarca en el contexto general de gran incertidumbre económica, situación cíclica muy adversa y alto endeudamiento del sector empresarial en algunos países.

La fortaleza de las emisiones de deuda por parte de las empresas no financieras no ha sido uniforme a lo largo de la crisis, sino que ha coincidido con los períodos de mayor contracción del crédito

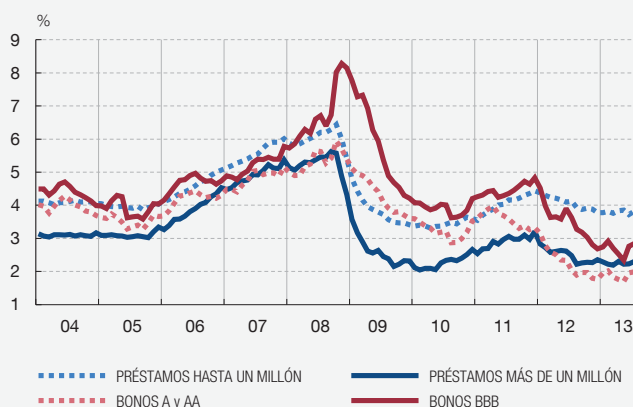
bancario, en un contexto en el que la orientación expansiva de la política monetaria se habría trasladado de manera más intensa a los mercados de deuda que a los tipos aplicados en los nuevos préstamos para el conjunto del área. Como muestra el gráfico 2, la rentabilidad de las emisiones de mejor calidad se situaría en 2013 por debajo del tipo de interés aplicado en las nuevas operaciones de préstamo por una cuantía superior al millón de euros. La brecha en el coste de la financiación se habría ampliado sustancialmente en el caso de los préstamos por importe inferior.

Atendiendo a la calidad crediticia de las emisiones, el gráfico 3 ilustra cómo las emisiones con una calificación crediticia de grado de inversión —BBB o superior— fueron particularmente elevadas en 2009, cuando se superó un volumen bruto de emisión de 260 mm de euros. Este dinamismo se retomó en 2012 y 2013, si bien en este período ha destacado de manera singular la colocación de bonos de peor calidad crediticia. Así, las emisiones de alto

1 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y EMISIONES DE RENTA FIJA DE LAS SNF (a)



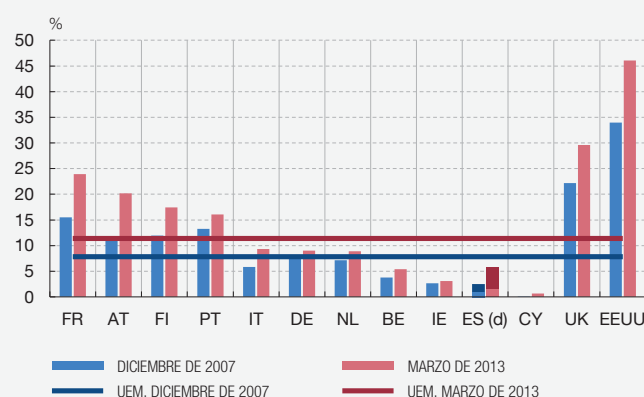
2 INDICADORES DE COSTE DE LA FINANCIACIÓN



3 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA POR CALIDAD CREDITICIA (b)



4 VALORES DE RENTA FIJA EN EL TOTAL DE LA DEUDA POR PAÍSES (c)



FUENTES: Dealogic, bancos centrales nacionales, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Los flujos están acumulados doce meses. Los préstamos bancarios están ajustados de titulización y ventas a partir de 2009.
- b Los datos de 2013 están anualizados.
- c El concepto de deuda incluye los valores distintos de acciones (excluidos derivados) más el total de los préstamos de acuerdo con la información de las cuentas financieras. Para el caso de Estados Unidos se representa el peso de los bonos sobre el agregado *credit market instruments* considerando el sector *corporate, non-corporate* y *farm* de las cuentas financieras.
- d En el caso de España, los apéndices a las barras muestran cuál sería el valor de la ratio cuando se incluyen como valores las emisiones de las SNF a través de filiales financieras residentes. Véase nota a pie del texto.

rendimiento, tras quedar excluidas de los mercados en 2008, se sitúan en 2013 en niveles máximos desde 2005, con un volumen superior a los 42 mm de euros hasta septiembre. Esta expansión estaría reflejando, por un lado, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores en un entorno de bajos tipos de interés y, por otro, el aumento del número de este tipo de empresas en un contexto en el que la crisis económica ha conllevado un deterioro de la calidad crediticia del sector.

Aunque la desintermediación en la financiación se ha producido de manera generalizada, el incremento en el peso de los bonos ha sido más intenso en los países donde las empresas partían de una financiación más orientada hacia los mercados, como se ilustra en el gráfico 4. Este es el caso de Francia, Austria, Finlandia y Portugal, donde la deuda en valores ha llegado a representar entre el 16 % y el 24 %<sup>1</sup> en 2013. No obstante, se trata de un proceso todavía de

alcance limitado en comparación con la relevancia de la financiación de mercado en países como Estados Unidos o Reino Unido.

En resumen, la emisión de deuda está permitiendo a algunas empresas europeas mitigar —al menos, parcialmente— los efectos adversos derivados de la contracción de la oferta de crédito bancario en el contexto de la crisis financiera. La sustitución de préstamos por valores ha sido compatible con el proceso de desaparición del sector empresarial y, aunque generalizado por países, la intensidad del proceso de desintermediación ha sido superior en aquellos países que partían de una mayor orientación hacia la financiación de mercados. La experiencia reciente sugiere que reformas estructurales que fomenten una mayor diversificación de las fuentes de financiación de las empresas contribuirían a mitigar las vulnerabilidades que surgen de una excesiva dependencia de la financiación bancaria. En casos como los de las pymes, donde el acceso a los mercados resulta particularmente complejo por las restricciones que se derivan de su tamaño y su capacidad para producir la información relevante para los inversores, esa diversificación requeriría iniciativas a escala nacional y europea orientadas específicamente a este sector.

<sup>1</sup> La importancia de la financiación vía valores de las sociedades no financieras está infravalorada en países como Alemania o España, donde, en ocasiones, esta es captada por filiales en el extranjero o filiales financieras y distribuida posteriormente a través de préstamos interempresariales. En España, en torno al 75 % del volumen emitido por compañías residentes se realiza a través de filiales financieras (véase cuadro 8.6 de los Indicadores Económicos publicados por el Banco de España). Teniendo en cuenta estas emisiones, la ratio de valores de renta fija sobre la deuda se situaría en el 5,9 % en el primer trimestre de 2013, frente al

2,6 % en diciembre de 2007. Para más detalles sobre la financiación de las empresas, puede también consultarse *Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area. Structural Issues Report*, Documento Ocasional 151, agosto de 2013, Banco Central Europeo.

Los indicadores de opinión basados en las encuestas a los directores de compras (PMI) superaron el umbral indicativo de expansión de la actividad, tras varios trimestres de recuperación sostenida. La mejora se ha extendido a las encuestas de confianza elaboradas por la Comisión Europea —con la excepción de la relativa al sector de la construcción—, de manera que los indicadores de la industria y el comercio minorista se situaron, en septiembre, por encima de su valor promedio de largo plazo. La tasa de paro se moderó hasta el 12 % en julio y agosto, mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas PMI mejoraron, tanto en la industria como en los servicios.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo reflejan, en general, un comportamiento expansivo. Así, la confianza de los consumidores se fortaleció en el tercer trimestre y las ventas al por menor continuaron avanzando en julio y agosto, mientras que las matriculaciones se contrajeron. Por su parte, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos de la industria, indicadores relacionados con la inversión, mejoraron tímidamente a lo largo del verano. Finalmente, las exportaciones nominales retrocedieron ligeramente, en promedio, en julio y agosto, a pesar del buen comportamiento de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores para el tercer trimestre.

En definitiva, la información coyuntural más reciente sugiere que el PIB volvió a aumentar en los meses de verano, aunque a un ritmo tenue. Más a medio plazo, los organismos internacionales y los analistas privados prevén que, en un contexto internacional relativamente favorable, la recuperación del PIB se prolongue a lo largo de 2014, a medida que la demanda

	2012				2013			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	-0,2	0,3		
Consumo privado	-0,4	-0,6	-0,1	-0,4	-0,3	0,1		
Consumo público	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,4		
Formación bruta de capital fijo	-1,2	-2,0	-0,4	-1,2	-2,3	0,2		
Importaciones	0,0	-0,2	0,3	-0,9	-1,0	1,6		
Exportaciones	0,8	0,9	0,7	-0,5	-0,9	2,1		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,5	-0,7	-0,2	-0,5	-0,6	0,2		
Variación de existencias	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,3	-0,2		
Demanda exterior neta	0,3	0,5	0,2	0,2	0,0	0,2		
PIB (tasa de variación interanual)	-0,2	-0,5	-0,7	-1,0	-1,2	-0,6		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-0,5	-0,6	0,1	-1,9	0,2	0,6	-0,1	
Sentimiento económico	95,0	92,3	87,4	86,8	90,1	89,8	94,9	
PMI compuesto	49,6	46,4	46,3	46,5	47,7	47,8	51,4	
Empleo	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1		
Tasa de paro	10,9	11,3	11,5	11,8	12,0	12,1	12,0	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,7	2,4	2,6	2,2	1,7	1,6	1,1	
IPRI	3,6	2,1	2,8	2,2	0,5	0,2	-0,8	
Precio del petróleo (valor en dólares)	126,8	95,7	113,2	110,9	109,6	103,2	113,6	111,0
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,3	3,4	2,3	2,1	3,0	3,2	3,3	3,2
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-1,12	-1,81	-0,72	-0,36	-1,17	-0,72	-0,70	-0,55
Tipo de cambio dólar/euro	1,336	1,259	1,293	1,319	1,281	1,308	1,351	1,368
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	0,9	-2,4	-2,3	-0,4	0,2	2,5	3,1	3,8
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	6,9	-2,2	5,9	13,8	-0,5	-1,3	9,8	15,1

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

a Información disponible hasta el día 18 de octubre de 2013.

b Variación porcentual acumulada en el año.

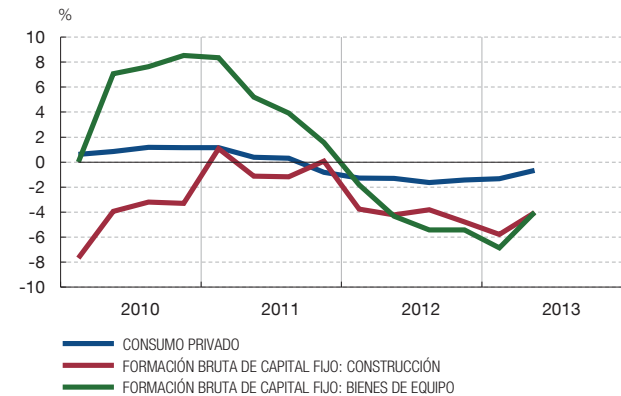
interna vaya ganando fortaleza, impulsada por el tono acomodaticio de la política monetaria, políticas fiscales menos contractivas y el afianzamiento de un clima de mayor confianza (véase cuadro 3). De todas formas, el ritmo de avance de la demanda interna seguirá, previsiblemente, siendo débil por la necesaria corrección del exceso de endeudamiento de familias y empresas y la consolidación fiscal en curso en algunos países. En torno a estas perspectivas, predominan los riesgos a la baja relacionados principalmente con una posible evolución más débil que la prevista de la demanda global, repuntes de los precios de la energía por la materialización de riesgos geopolíticos y potenciales episodios de inestabilidad financiera asociados a dificultades políticas que pudieran surgir para avanzar en los procesos en curso de absorción de los desequilibrios acumulados en algunos países y de fortalecimiento del marco institucional del área del euro.

La tasa interanual de inflación del área del euro se situó en el 1,1 % en septiembre, cinco décimas por debajo de la registrada a finales del segundo trimestre. De esta cifra, la contribución de los impuestos y precios administrados, aunque se ha moderado, continúa representando

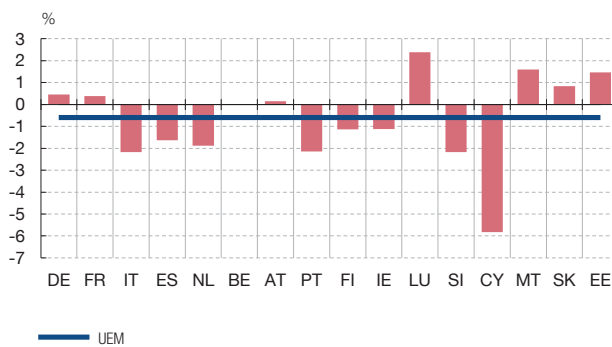
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanual



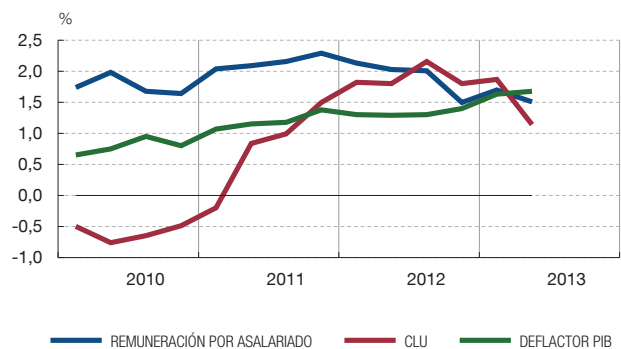
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Segundo trimestre de 2013



SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

además una parte importante. Esta moderación del IAPC se apoya, en parte, en el menor dinamismo de los precios de los alimentos no elaborados y, fundamentalmente, en la caída de los precios de la energía, tras el avance que registraron en el mismo trimestre del año anterior. Por su parte, el resto de partidas que constituyen el índice apenas sufrieron modificaciones. De este modo, la inflación subyacente, medida por el índice general que excluye alimentos no elaborados y energía, disminuyó una décima, hasta el 1,3% (véase gráfico 10). Por otro lado, los precios industriales continuaron retrocediendo (un 0,8% en agosto), debido a la disminución de los precios de la energía y de los bienes intermedios.

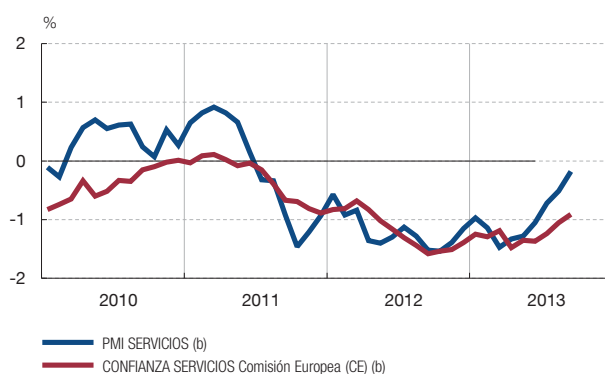
A medio plazo, se espera que la inflación siga manteniéndose en niveles muy moderados, significativamente por debajo de 2%, en el actual contexto de debilidad económica dominado por riesgos a la baja, cuyo potencial impacto sobre la evolución de los precios se ve contrarrestado por los riesgos al alza que pudieran surgir por una evolución más desfavorable de la actualmente anticipada de los precios de las materias primas, precios administrados e impuestos. La reciente tendencia apreciatoria del tipo de cambio del euro es también un factor adicional que presiona a la baja la evolución de la inflación. Con todo, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas firmemente en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y agosto de 2013 un superávit de 115,5 mm de euros (un 1,8% del

INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



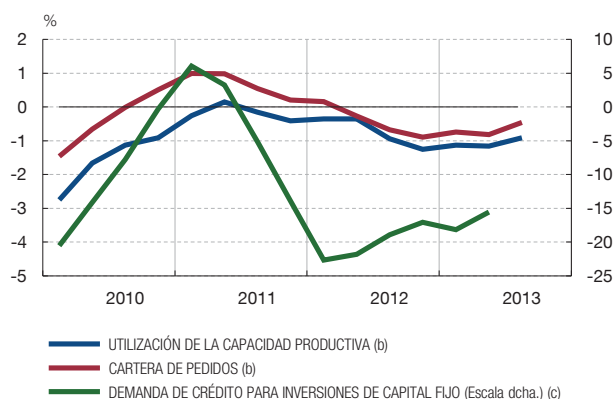
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



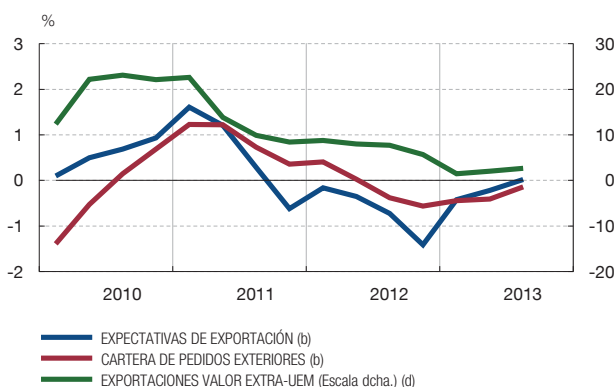
INDICADORES DE CONSUMO



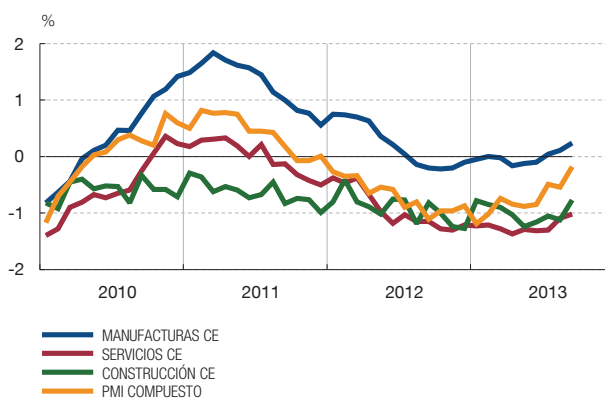
INDICADORES DE INVERSIÓN



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.

PIB), frente al superávit de 52,1 mm de euros observado en el mismo período del año anterior. Esta mejora obedeció sobre todo al comportamiento de la balanza de bienes y, en menor medida, a la de servicios. El saldo de transferencias corrientes se hizo más negativo, mientras que aumentó el saldo de la balanza de rentas. En relación con la cuenta



	2013		2014	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (septiembre de 2013)	-0,4	1,5	1,0	1,3
Comisión Europea (mayo de 2013)	-0,4	1,6	1,2	1,5
FMI (octubre de 2013)	-0,4	1,5	1,0	1,5
OCDE (mayo de 2013)	-0,6	1,5	1,1	1,2
<i>Consensus Forecast</i> (octubre de 2013)	-0,3	1,5	0,9	1,4
Eurobarómetro (octubre de 2013)	-0,4	1,5	1,0	1,5

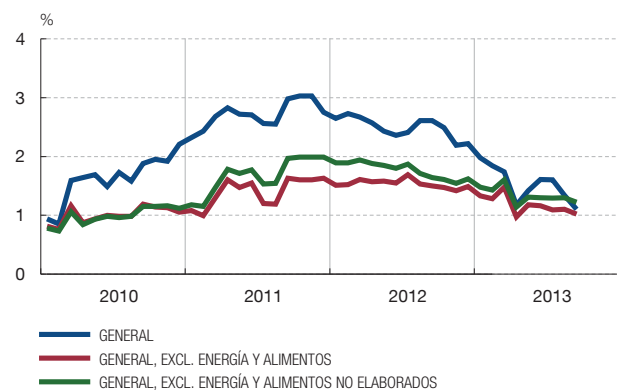
FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

a Tasas de variación anual.

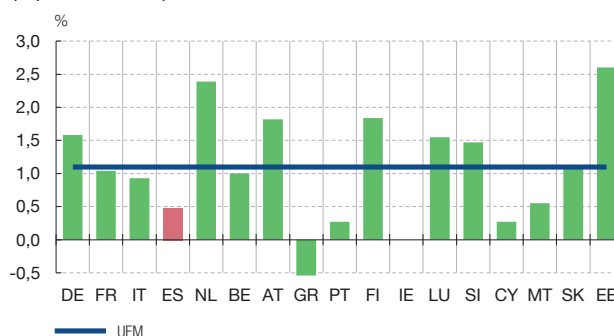
UEM. INDICADORES DE PRECIOS  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10

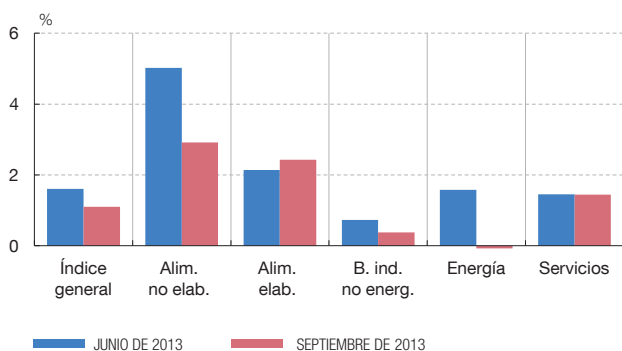
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



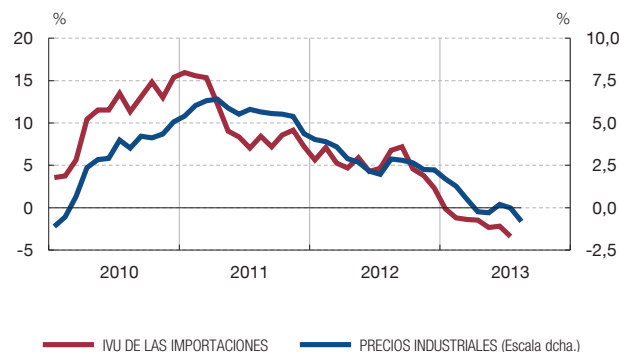
IAPC GENERAL  
(Septiembre de 2013)



IAPC Y SUS COMPONENTES



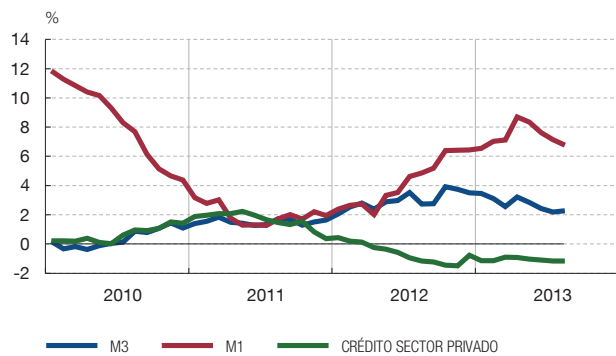
OTROS INDICADORES DE PRECIOS



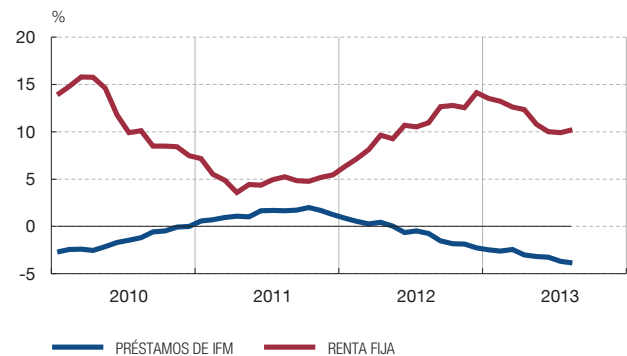
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

financiera, las salidas netas de capital en forma de inversión directa se incrementaron hasta los 83,4 mm de euros entre enero y agosto, frente a las entradas netas de 30,9 mm de euros en el mismo período del año anterior, mientras que aquellas en forma de inversión de cartera experimentaron una entrada neta de 62,3 mm de euros, frente a la salida neta de 0,8 mm de euros en el período de enero a agosto de 2012. Con todo, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente,

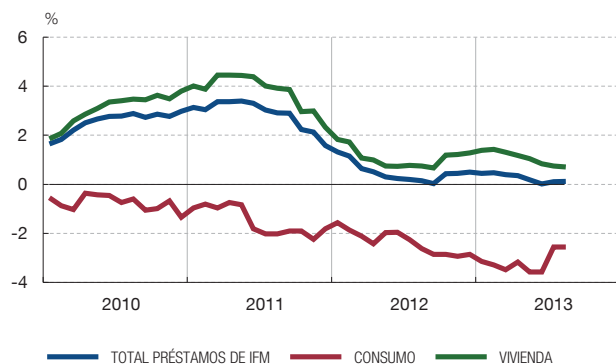
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanual



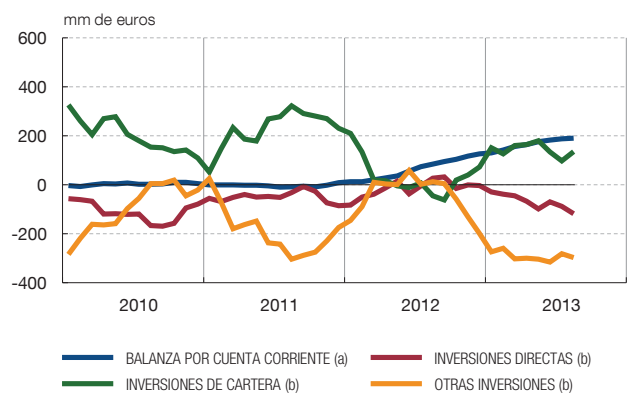
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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.

registró un superávit de 94,4 mm de euros entre enero y agosto de 2013, frente al superávit de 82,2 mm de euros en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

Según las estimaciones de la Comisión Europea, el déficit público se situará en torno al 3 % del PIB en el conjunto de la zona del euro en 2013, continuando la senda de descenso de los últimos años. Este resultado se debe en su mayor parte a un nuevo incremento de los ingresos públicos, hasta casi un 47 % del PIB, dos puntos por encima del promedio observado en los años previos a la crisis, mientras que el gasto público se mantendrá prácticamente estabilizado en valores próximos al 50 % del PIB. El ajuste estructural estimado para el 2013 se aproxima a los 0,8 pp, casi la mitad del calculado para el año anterior. Por su parte, la deuda pública aumentará hasta un 95 % del PIB (véase cuadro 4).

En línea con lo acordado en el reglamento para el fortalecimiento de la vigilancia de las políticas fiscales, que forma parte del denominado *Two-pack*, la mayoría de los países han remitido a la Comisión Europea los borradores de presupuestos para 2014. La Comisión Europea deberá comunicar en noviembre si los presupuestos presentados son compatibles con los compromisos adquiridos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y con las recomendaciones que se establecieron en junio en el marco del Semestre Europeo. Estas recomendaciones reafirman, en general, la necesidad de avanzar en una consolidación fiscal

% del PIB

	2011	2012		2013		2014	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,7	-3,9	-2,9	-2,8	-2,9	-3,1	-2,5
Alemania	-0,8	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,1
Estonia	1,2	-0,3	-0,3	0,3	-0,3	0,2	0,2
Irlanda	-13,4	-7,6	-7,5	-7,6	-7,5	-4,3	-5,0
Grecia	-9,5	-10,0	-3,8	-4,1	-3,8	-2,6	-3,3
España	-9,4	-10,6	-6,5	-6,7	-6,5	-7,0	-5,8
Francia	-5,3	-4,8	-3,9	-4,0	-3,9	-4,2	-3,5
Italia	-3,8	-3,0	-2,9	-3,2	-2,9	-2,5	-2,1
Chipre	-6,3	-6,3	-6,5	-6,7	-6,5	-8,4	-7,5
Luxemburgo	-0,2	-0,8	-0,2	-0,7	-0,2	-0,4	-0,9
Malta	-2,8	-3,3	-3,7	-3,5	-3,7	-3,6	-3,6
Holanda	-4,5	-4,1	-3,6	-3,0	-3,6	-3,6	-3,2
Austria	-2,5	-2,5	-2,2	-2,6	-2,2	-1,8	-2,4
Portugal	-4,4	-6,4	-5,5	-5,5	-5,5	-4,0	-4,0
Eslovenia	-6,4	-4,0	-5,3	-7,0	-5,3	-4,9	-3,8
Eslovaquia	-5,1	-4,3	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-3,8
Finlandia	-0,8	-1,9	-1,8	-2,8	-1,8	-1,5	-2,1
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-1,1	-0,6	0,2	-0,4		0,3	0,2
Saldo total	-4,2	-3,7	-2,9	-3,1	-2,9	-2,8	-2,5
Deuda pública	88,0	92,7	95,5	95,7	95,5	96,0	96,1

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 primavera de 2013.  
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2013.  
d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2013.

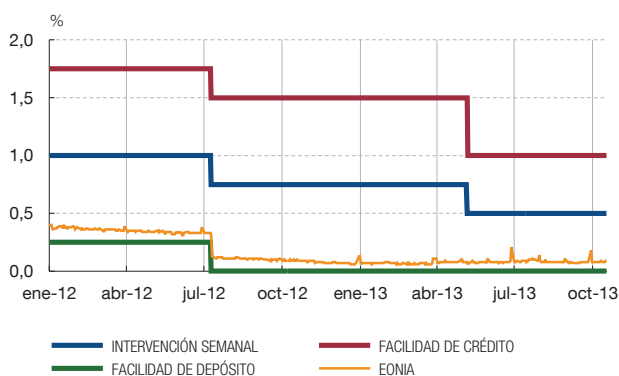
diferenciada por países que no perjudique la incipiente mejora de la actividad económica. En caso de que se estime que en algún país existen desviaciones graves, la CE podrá reclamar públicamente la revisión de los borradores.

Por lo que se refiere a los avances en la gobernanza de la UEM, lo más destacable ha sido la aprobación por el Parlamento Europeo —y posterior adopción por el ECOFIN a mediados de octubre— de la legislación que permitirá la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión en otoño de 2014, una vez que concluya el ejercicio de valoración de activos y de análisis de los balances del sistema bancario europeo. En cuanto al segundo pilar de la Unión Bancaria, tras la propuesta de la Comisión Europea, el Consejo Europeo ha seguido avanzando en la discusión del Mecanismo Único de Resolución, donde quedan todavía aspectos esenciales por definir.

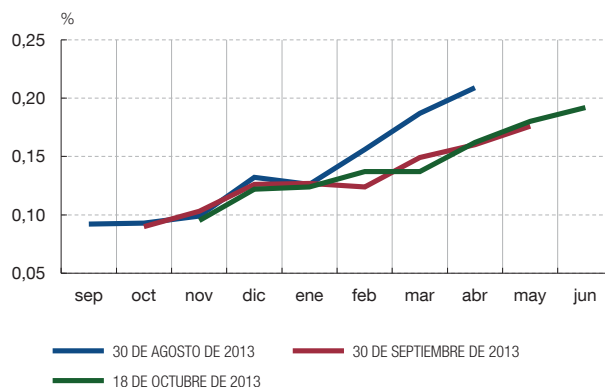
### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En el tercer trimestre y en el tiempo transcurrido del cuarto, los indicadores de tensión financiera y de fragmentación de los mercados del área del euro continuaron mejorando, si bien permanecen en niveles históricamente elevados, lejos de los registros previos a la crisis financiera. En particular, las condiciones a las que hogares y empresas acceden a la financiación continúan siendo demasiado heterogéneas por países y excesivamente procíclicas en algunos de ellos.

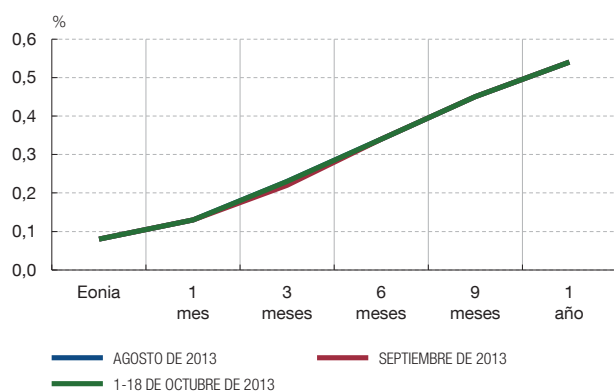
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



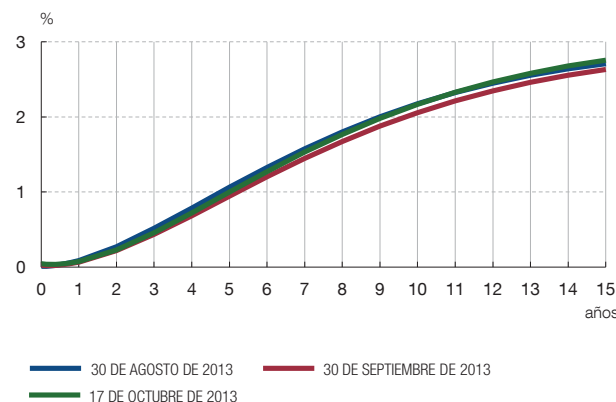
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



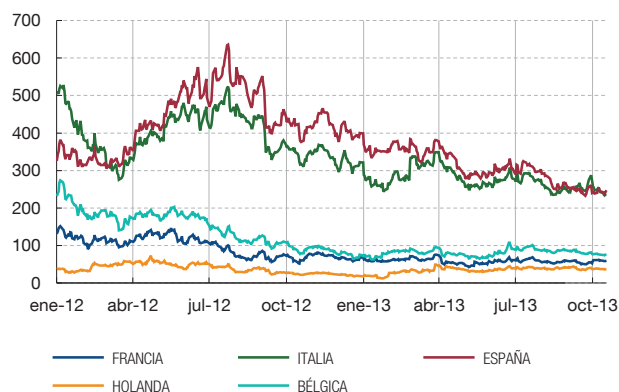
MERCADO INTERBANCARIO



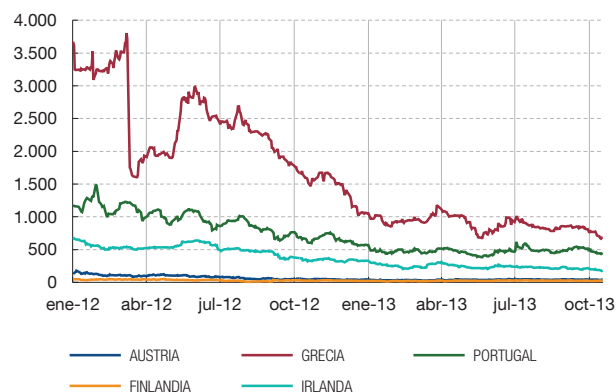
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

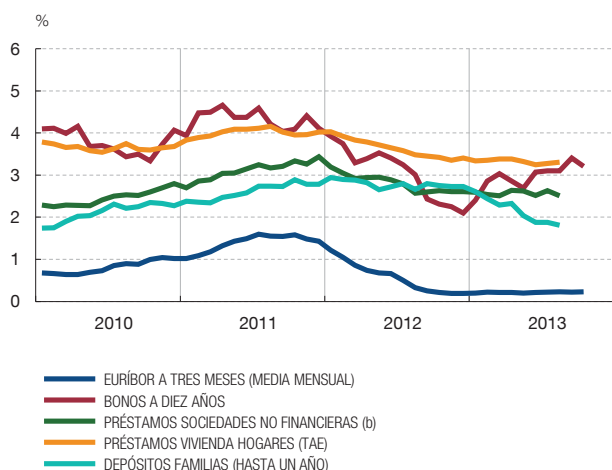


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo en los meses recientes el tono expansivo de la política monetaria, al considerar que las expectativas de inflación estaban 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, tras el recorte de mayo, el tipo de las operaciones principales de financiación permaneció en el 0,5 %, y en el 0 % y el 1 % los tipos respectivos de la facilidad marginal de depósito y de crédito (véase gráfico 12). Además, el Consejo

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.

de Gobierno reiteró las indicaciones, aprobadas el pasado mes de julio, sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles actuales o más reducidos durante el tiempo que sea necesario. Con el anclaje más firme de las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés oficiales en las perspectivas sobre la estabilidad precios en el área del euro, el Consejo pretende influir sobre los tipos de interés a corto plazo vigentes en los mercados monetarios, reduciendo su volatilidad y su sensibilidad a perturbaciones externas.

En el mercado bursátil, las cotizaciones continuaron mejorando en todos los países y sectores durante el período considerado. Así, el EUROSTOXX 50 aumentó un 16,5 % en el período comprendido entre finales de junio y los primeros días de octubre, acumulando un avance del 15,1 % desde el comienzo de 2013. Por su parte, el tipo de cambio del euro se apreció por encima del 3 % frente al dólar a lo largo del tercer trimestre, mientras que, en términos efectivos nominales, la apreciación fue mucho menor —del 0,6 %—, dada la depreciación experimentada con la libra (véase gráfico 13).

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se han mantenido sin apenas cambios en niveles históricamente bajos, oscilando entre el 0,13 % del euríbor a

un mes y el 0,54 % del euríbor a un año. Este mismo comportamiento se ha registrado en el caso de los tipos de las operaciones con garantías —*eurepos*—, por lo que el diferencial entre ambos continúa estable en el entorno de los 40 pb en el caso del euríbor a un año. Más a largo plazo, en los mercados de deuda pública, la rentabilidad de los bonos a diez años de la mayor parte de los países más vulnerables ha registrado una tendencia decreciente desde finales de junio, con episodios acotados de mayor tensión en Italia y en Portugal. Por su parte, la rentabilidad del bono alemán se incrementó en línea con la elevación de los tipos de interés a largo en Estados Unidos.

En un contexto en el que el avance de la actividad es aún modesto y en el que el coste de la financiación permanece excesivamente elevado en algunos países del área del euro, la evolución del crédito continuó mostrando signos de gran debilidad en el tercer trimestre del año. Así, el crédito a hogares se mantuvo estable en el 0,4 %, ya que tanto los préstamos para la adquisición de vivienda como para consumo registraron en agosto, respectivamente, el mismo ritmo de avance y retroceso que en el mes anterior. Por su parte, los préstamos bancarios a las empresas no financieras aceleraron su ritmo de contracción hasta el -2,9 %, evolución que viene solo parcialmente compensada por el dinamismo de la emisiones de deuda por parte de las grandes empresas (véase recuadro 3). En conjunto, el ritmo de contracción de los préstamos bancarios al sector privado se prolongó hasta alcanzar en agosto una tasa interanual, en términos ajustados de titulizaciones, del -1,5 %.

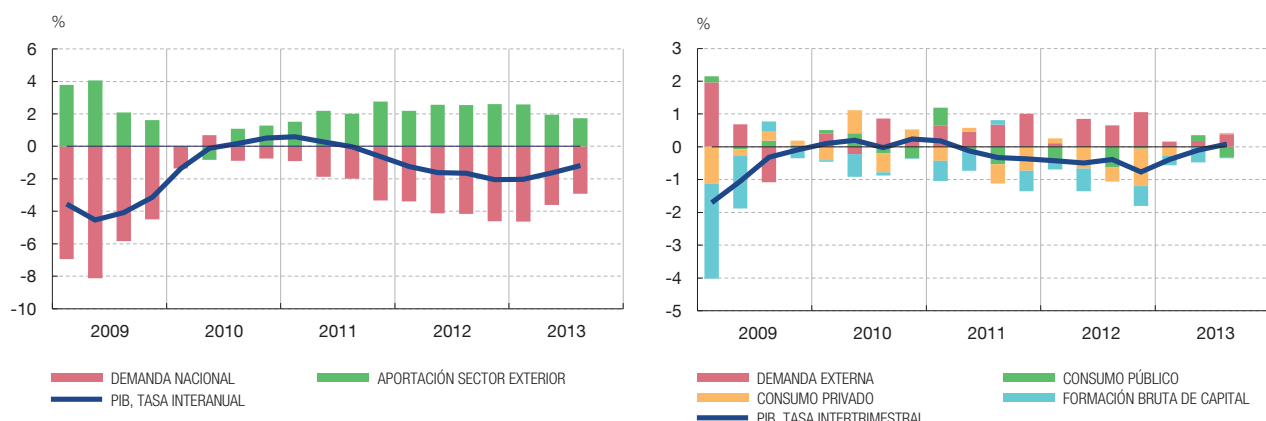
#### 4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según la información disponible, todavía incompleta, acerca de la evolución de la economía española en el tercer trimestre de 2013, el PIB habría crecido un 0,1 % en tasa intertrimestral en ese período (véase gráfico 14). En caso de confirmarse, este sería el primer avance del producto desde el primer trimestre de 2011. La ligera recuperación de la actividad, tras la caída de una décima del trimestre precedente, sería el resultado, desde el punto de vista de los componentes de la demanda, de un comportamiento algo más favorable del saldo neto exterior. En concreto, se estima que la contribución de la demanda exterior neta al aumento de la actividad habría sido de 0,4 pp, en un contexto de cierta moderación de los flujos de exportaciones e importaciones con respecto al segundo trimestre del año, cuando ambas rúbricas mostraron un elevado dinamismo. Como en ese período, la demanda nacional habría retrocedido un 0,3 %, aunque se estima que la composición habría sido algo diferente, al haberse visto compensada la evolución relativamente más positiva del gasto ejercido por los agentes privados por un cierto debilitamiento del gasto público. En concreto, se estima que, frente al estancamiento del segundo trimestre, el consumo privado podría haber crecido levemente en el tercero, aunque todavía dentro de un panorama de marcada debilidad, como consecuencia del continuado descenso de la renta disponible —enmarcado en un contexto en el que prosiguen, aunque a un ritmo menor, las caídas de empleo—, de la pérdida de valor de la riqueza de los hogares y de la persistencia de elevadas ratios de endeudamiento. En el ámbito de la formación bruta de capital fijo, el gasto habría seguido descendiendo, aunque lo habría hecho a un ritmo inferior, como resultado del menor retroceso de la construcción, mientras que, por el contrario, se habría suavizado la magnitud del avance del componente de bienes de equipo, dentro, no obstante, de un tono de notable fortaleza. En un contexto en el que persisten unas condiciones de financiación restrictivas, la pujanza del gasto empresarial en este tipo de bienes podría estar reflejando el efecto de arrastre derivado del dinamismo de las exportaciones.

Se estima que el retroceso del producto, en tasa interanual, se habría atenuado en el tercer trimestre en 4 décimas, hasta el -1,2 %. En el mercado laboral, el descenso del empleo se desaceleró, a la luz de la información coyuntural relativa a la afiliación a la Seguridad Social y al paro registrado. En términos de la CNTR, la caída interanual de los ocupados se habría moderado, de acuerdo con las estimaciones disponibles, en 0,7 pp, situándose en el -3,1 %. De este modo, dada la evolución estimada del PIB, la ralentización de los incrementos de la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía se habría prolongado por quinto trimestre consecutivo. A pesar de este comportamiento, la continuación de la trayectoria de moderación salarial habría posibilitado que los costes laborales por unidad de producto siguieran experimentando tasas de variación interanual negativas, en el entorno del -2 %. De este modo, habría seguido avanzando el proceso de devaluación interna, cuyo mantenimiento en el tiempo sigue siendo necesario para asegurar la continuidad de la corrección de algunos de los principales desequilibrios de la economía. Con la información de Balanza de Pagos disponible hasta julio, el saldo de la balanza por cuenta corriente habría mantenido su tendencia positiva en el período más reciente, impulsado por el incremento del superávit de la balanza de bienes no energéticos.

La tasa de inflación, medida por la variación interanual del IPC, aceleró su senda descendente en el trimestre. En su mayor parte, ello se debió al efecto —ya anticipado— de la desaparición de la comparación interanual en septiembre de los aumentos de precios que





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

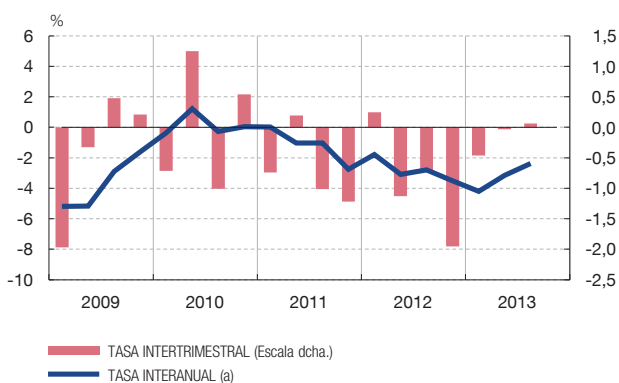
tuvieron lugar justo un año antes como consecuencia de la elevación de los tipos de la imposición indirecta y de los precios regulados de algunos bienes y servicios, aunque a ello se unió, también en septiembre, una desaceleración, muy pronunciada y no anticipada en toda su magnitud, de los precios de los alimentos no elaborados. Con ello, el IPC alcanzó una tasa del 0,3 % en septiembre, 1,8 pp por debajo del valor registrado en junio, en tanto que el IPSEBENE se ralentizó en 1,2 pp, hasta el 0,8 %. Finalmente, el diferencial de inflación frente al conjunto del área del euro, medido a través del IAPC, se redujo a lo largo del período en 1,2 pp, hasta situarse en -0,6 pp en septiembre, lo que supone su primer valor negativo desde julio de 2012.

### Demanda

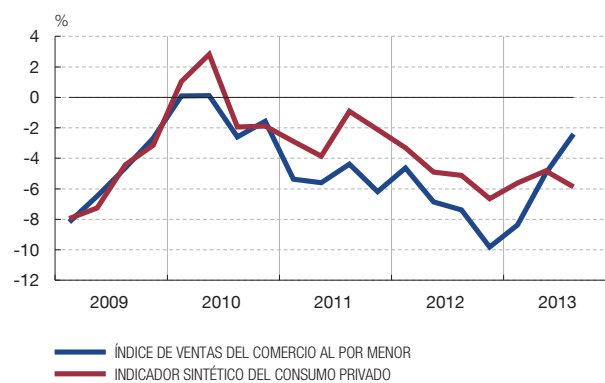
El gasto en consumo de los hogares e ISFLSH habría mostrado, de acuerdo con la información disponible, un tímido avance intertrimestral en el tercer trimestre de 2013, en un entorno de mejora de la confianza de los consumidores y de una evolución menos contractiva en el mercado de trabajo. En concreto, se estima que, tras la estabilización del segundo trimestre, este componente de la demanda habría experimentado un crecimiento del 0,1 % (véase gráfico 15). Entre los indicadores de naturaleza cualitativa, el índice de confianza de los consumidores mostró una notable mejoría en los meses de verano, asociada a los componentes de expectativas de la evolución del desempleo y de la situación económica general en el futuro. Asimismo, el índice de confianza de los comerciantes minoristas repuntó también en el mismo período, impulsado por los componentes vinculados a la valoración tanto de la actividad reciente como de la esperada. Por otro lado, la información proporcionada por los indicadores cuantitativos resulta coherente, considerada en su conjunto, con una incipiente mejoría del gasto. Así, las matriculaciones de automóviles particulares mantuvieron en el tercer trimestre el tono positivo de la primera mitad del año, aunque su crecimiento intertrimestral se moderó hasta el 5,7 %, y el indicador de comercio al por menor registró un repunte intermensual del 1,2 % en el promedio de julio y agosto. Por último, el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas elaborado por la Agencia Tributaria mostró en ese mismo bimestre una aceleración de la caída interanual, aunque esta evolución está afectada por la anticipación de compras en agosto de 2012 ante la subida del IVA en septiembre de ese año.

De acuerdo con los datos de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales, la renta bruta disponible nominal de los hogares moderó su ritmo de caída en siete décimas en el segundo trimestre hasta el 2,1 %, en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta evolución vino determinada por un aumento de las aportaciones del excedente bruto

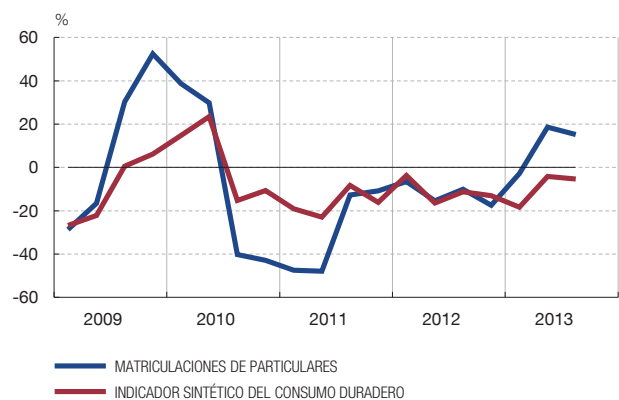
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



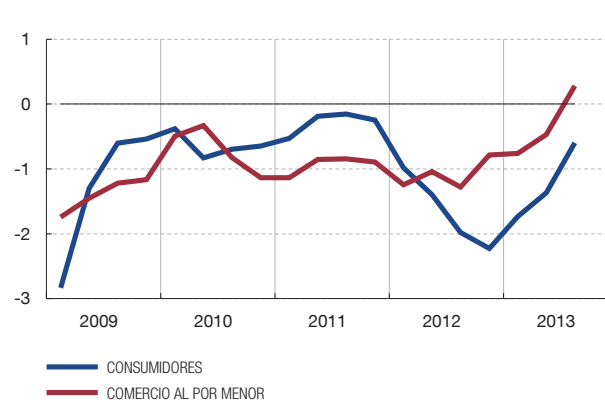
INDICADORES DE CONSUMO (a)



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).

de explotación y rentas mixtas, de las Administraciones Públicas y del componente de otras rentas, mientras que la contribución negativa de la remuneración de asalariados se mantuvo en 4,5 pp. El menor descenso de la renta de las familias, junto con la mayor caída del consumo privado en términos nominales, hizo que se produjera el segundo repunte consecutivo de la tasa de ahorro, que se situó en el segundo trimestre de 2013 en el 11 % de la renta disponible, lo que da continuidad a la ruptura de la tendencia descendente que se venía registrando desde finales de 2009<sup>1</sup>. El aumento de la tasa de ahorro condujo a una ampliación de la capacidad de financiación de los hogares de tres décimas, hasta el 3 % del PIB.

La información disponible sobre la inversión en equipo apunta a una prolongación de la mejoría observada desde principios del año. En concreto, este componente habría crecido en el tercer trimestre, en términos intertrimestrales, a un ritmo que podría situarse entre el 1 % y el 2 % (véase gráfico 16). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones

1 Con la publicación de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales del segundo trimestre, el INE revisó al alza la tasa de ahorro de las familias desde 2010 en unos 2 pp. Esta revisión se debe, fundamentalmente, a la incorporación del menor consumo privado nominal estimado en el marco de la Contabilidad Nacional anual publicado el pasado mes de agosto, aunque también ha contribuido a ello la mayor renta bruta disponible estimada ahora.

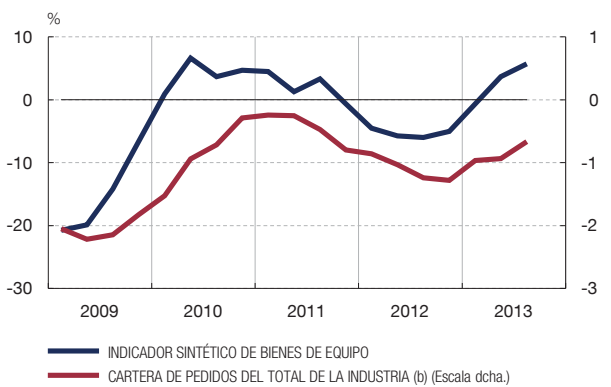
BIENES DE EQUIPO



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).

de vehículos de carga aumentaron en torno al 4 % en el tercer trimestre, tasa análoga a la observada en el período de abril-junio, y la producción de bienes de equipo se aceleró en más de 3 pp hasta crecer en el promedio de julio y agosto a una tasa, asimismo, en el entorno del 4 % en comparación con el nivel del segundo trimestre. Por lo que respecta a los indicadores cualitativos, en el tercer trimestre se registró una nueva mejora de la confianza empresarial tanto en el conjunto de la industria como en el segmento productor de bienes de equipo, al tiempo que se registró un incremento en el grado de utilización de la capacidad productiva. Tras los avances recientes, el nivel de estos indicadores se ha aproximado a su media histórica.

La capacidad de financiación de las empresas no financieras mantuvo su senda de mejora en el segundo trimestre del año, hasta el 3,9 % del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres (1 pp más que en el trimestre anterior)<sup>2</sup>. Este aumento se apoyó, como en el trimestre anterior, en el incremento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. Por su parte, la ampliación del ahorro fue el

2 Al publicar los datos del segundo trimestre, el INE revisó a la baja la capacidad de financiación de este sector institucional, principalmente en 2011-2012, período en el que ahora se estima que fue en torno a 2 pp del PIB menor que en la estimación precedente.

resultado de una ligera reducción de los intereses pagados y del comportamiento expansivo del excedente. A pesar de este repunte del ahorro empresarial, la recuperación cíclica de la inversión empresarial podría verse limitada en un entorno caracterizado por el elevado endeudamiento de estos agentes y por la persistencia de condiciones de financiación externa restrictivas.

La inversión en construcción podría haber atenuado la tendencia marcadamente contractiva observada en el primer semestre del año, a tenor de la información disponible (véase gráfico 16). Entre los indicadores contemporáneos, tanto el número de afiliados en la construcción como la utilización de consumos intermedios mostraron una moderación de su ritmo de retroceso intertrimestral en los meses de verano. Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial habría mantenido un ritmo de caída similar al de la primera mitad del año, según se desprende del mantenimiento de la brecha negativa entre las cifras de viviendas iniciadas y terminadas, que permanece en un nivel similar al del inicio del año, en un contexto de estabilización de ambos flujos. En concreto, el número de visados de vivienda nueva parece haber frenado, con información hasta julio, su retroceso, oscilando desde finales de 2012 en torno a un promedio mensual algo superior a las 3.000 unidades, cifra cercana al mínimo histórico. En relación con las transacciones, en el segundo trimestre se vendieron aproximadamente 80.700 viviendas, retomando valores similares a los de hace un año, tras las oscilaciones que las compraventas registraron en los dos trimestres precedentes como consecuencia de los cambios fiscales que entraron en vigor en enero de 2013. En el componente de inversión en otras construcciones, los presupuestos licitados en obra civil han aminorado recientemente su elevado ritmo de contracción, de acuerdo con la información disponible hasta julio, mientras que la superficie visada en edificación no residencial se contrajo con mayor intensidad.

Los datos disponibles relativos al gasto en consumo de las AAPP apuntan hacia una nueva reducción interanual de este componente de la demanda en el tercer trimestre del año. En el apartado de gastos reales de personal, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP registraron en el período de julio-septiembre una caída interanual inferior a la observada en el segundo trimestre. Por su parte, los indicadores relativos al gasto en consumo final no salarial parecen apuntar, con información hasta agosto, a un mantenimiento del proceso de corrección que se viene observando en los últimos trimestres.

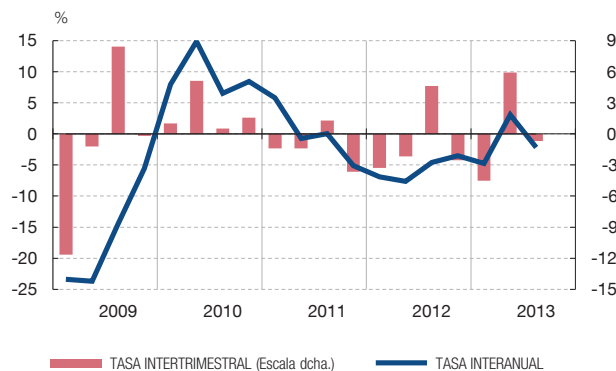
La última información disponible sobre la evolución del sector exterior en España apunta a una modesta ampliación de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, hasta 0,4 pp, en un contexto en el que tanto las exportaciones como las importaciones moderaron su ritmo de expansión, frente al dinamismo de los tres meses anteriores (véase gráfico 17). No obstante, el impulso de las ventas al exterior continuó siendo elevado, a lo que contribuyeron positivamente las ganancias en competitividad que sigue acumulando la economía española y la mejoría en la zona del euro, principal socio comercial, factores que estarían contrarrestando la moderada apreciación del tipo de cambio. Por su parte, la debilidad de la demanda interna continúa condicionando la evolución de las importaciones.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, el ritmo de avance de las exportaciones reales de bienes se frenó en julio (último dato del que se dispone de información), con una disminución interanual del 0,1 %, frente al fuerte crecimiento, del 10,3 %, registrado en el trimestre precedente. Por grupos de productos, el dato de julio se explica por la debilidad

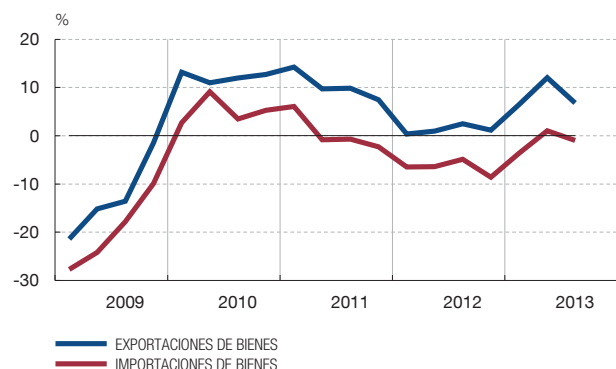
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



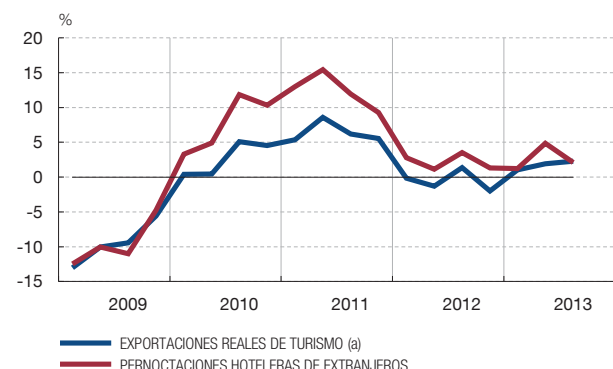
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



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 con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales, ajustadas de estacionalidad.
- c Series ajustadas de estacionalidad.

de las ventas de bienes intermedios y alimentos, destacando en sentido opuesto el incremento de las exportaciones de bienes de equipo y, en menor medida, de bienes de consumo duradero. Por áreas geográficas, descendieron las ventas dirigidas a la UE (a una tasa del -5,6%), con un debilitamiento de las destinadas a Alemania, Francia e Italia, mientras que las exportaciones al Reino Unido continuaron creciendo, aunque a un ritmo más moderado. Por su parte, las ventas extracomunitarias aumentaron un 9,8%, alcanzando un particular dinamismo las dirigidas a los países de la OPEP, América Latina y Sudeste asiático.

La información disponible anticipa un buen comportamiento de las exportaciones reales de servicios turísticos en el tercer trimestre del año. Así, en el período de julio-agosto, las entradas de turistas extranjeros y sus pernoctaciones hoteleras avanzaron a ritmos interanuales del 5% y 2,6%, respectivamente. A esta evolución contribuyeron positivamente los mercados tradicionales (Reino Unido, Alemania y Francia), los países nórdicos y Rusia. Asimismo, según los datos de EGATUR, el gasto nominal total de los turistas creció un 8,2% interanual en los meses de julio y agosto, impulsado tanto por el incremento del número de turistas como por el mayor gasto medio por persona. Por su parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos se habrían debilitado en el tercer trimestre del año, a la luz de los datos nominales de la Balanza de Pagos.

Las importaciones reales de bienes, según la información de Aduanas, disminuyeron en julio un 0,7 % en términos interanuales, frente al incremento del 6 % del segundo trimestre, como consecuencia, principalmente, del descenso de las compras a la zona del euro. Por grupos de productos, se redujeron las importaciones de bienes de consumo duradero y, en menor medida, las de bienes intermedios no energéticos. Por el contrario, destacó el vigor de las compras al exterior de bienes de capital —en particular, de material de transporte terrestre no ferroviario y aéreo, así como de maquinaria agrícola—, y de alimentos y bienes intermedios energéticos. Por último, las importaciones reales de servicios habrían continuado disminuyendo en el tercer trimestre del año, fundamentalmente por lo que respecta al componente no turístico.

## Producción y empleo

Los distintos indicadores relativos a la evolución de los sectores productivos de la economía tendieron a registrar una progresiva mejoría durante los meses estivales, conformando un perfil de moderada reactivación, que habría conducido a un ligero avance intertrimestral del valor añadido bruto de la economía de mercado en el tercer trimestre (véase gráfico 18). La mejora de los indicadores cualitativos a lo largo de estos meses anticipa el mantenimiento de esta tendencia para el cierre del año.

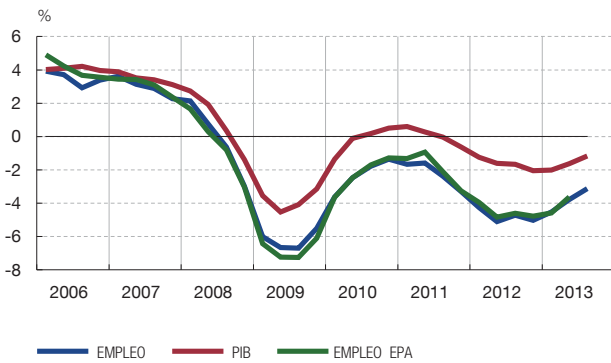
La actividad industrial habría experimentado un cierto repunte en el verano, en línea con las mejores perspectivas que ya adelantaban las encuestas de opinión del sector en los meses previos. En el tercer trimestre, el PMI de actividad superó el nivel de 50, que marca la frontera teórica entre la expansión y la contracción. La mejora de este índice, que fue generalizada por sectores, se sustentó en mayor medida en el componente de pedidos exteriores que en el de pedidos domésticos. El indicador de confianza industrial, publicado por la Comisión Europea, también aumentó en el promedio trimestral, hasta llegar a situarse solo ligeramente por debajo de su media histórica. Entre los indicadores cuantitativos, la evolución de la producción industrial en el promedio de julio y agosto fue favorable, sobre todo por lo que respecta a los componentes de bienes de equipo y de consumo duradero, destacando el avance de la producción de automóviles. Asimismo, el ritmo de caída de los afiliados en las ramas industriales continuó moderándose en el tercer trimestre. Por su parte, la información que se desprende del conjunto de indicadores relativos a la actividad en la construcción sugiere una atenuación de su ritmo de contracción, tras la acusada caída del segundo trimestre.

También en el caso de los servicios, la información disponible apunta a una cierta mejora de la actividad, tras la contracción del segundo trimestre. Los indicadores cualitativos aumentaron en los meses de verano, aunque el PMI correspondiente se mantuvo, en el promedio trimestral, en un nivel ligeramente inferior a 50. Por lo que respecta a la información cuantitativa, la cifra de los afiliados a la Seguridad Social registró una variación prácticamente nula en el promedio trimestral y el indicador de actividad del sector servicios mantuvo un perfil de crecimiento, con un modesto avance en el bimestre de julio-agosto en línea con el del segundo trimestre, apoyado, principalmente, en el comercio y la hostelería.

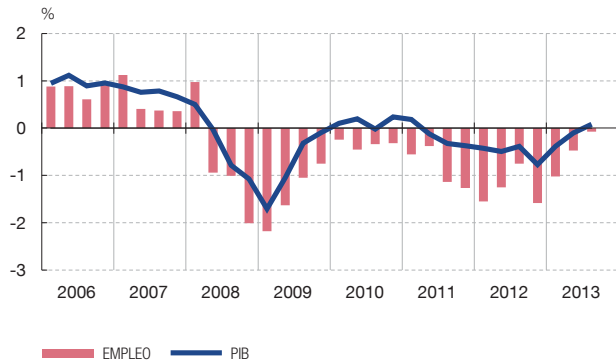
En cuanto al conjunto del mercado de trabajo, el descenso interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social volvió a moderarse en el tercer trimestre, hasta el -2,4 %, para la serie corregida por las bajas de cuidadores no profesionales<sup>3</sup>. En términos intertrimestrales y corregidos de estacionalidad, la afiliación descendió un 0,3 % en el tercer trimestre

<sup>3</sup> Tras la entrada en vigor del Real Decreto 20/2012 en noviembre del pasado año, los cuidadores no profesionales de personas dependientes dejaron de tener derecho a la cotización gratuita a la Seguridad Social desde noviembre del pasado año, de modo que su permanencia en situación de alta requiere que ellos mismos satisfagan sus cuotas. Este cambio normativo provocó que se diera de baja una proporción muy elevada de los 173.000 afiliados que se encontraban en esta situación en octubre de 2012. El descenso de la serie oficial de afiliados, sin esta corrección, fue del 3,3 % en el tercer trimestre de 2013.

TOTAL ECONOMÍA



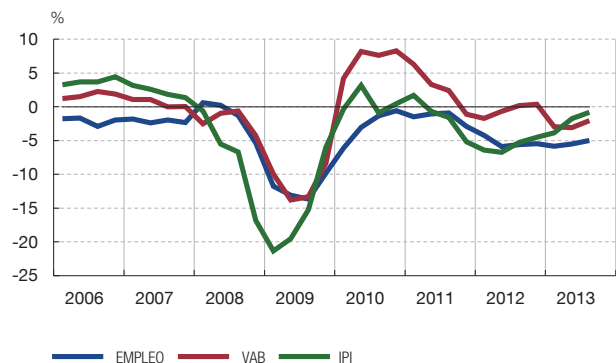
TOTAL ECONOMÍA (b)



AGRICULTURA



INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO



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 Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

de 2013, frente al 0,5 % estimado para el trimestre precedente. Esta moderación en el retroceso de la afiliación se extendió a todas las ramas no agrícolas, siendo más intensa en la construcción, donde, no obstante, el empleo aún siguió cayendo a un ritmo interanual del 10,9 %. Dentro de los servicios, el agregado que aproxima a las ramas de no mercado suavizó su retroceso, hasta el -1,2 %<sup>4</sup>. En líneas generales, la evolución de las

4 Agregación de las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General.



Existe abundante literatura económica sobre la influencia que las características institucionales y normativas pueden tener en los flujos de entrada y salida de empresas y en su supervivencia. Este proceso es fundamental para el crecimiento de la productividad, por su incidencia en el mecanismo de reasignación de factores productivos entre empresas y ramas de actividad, así como por los incentivos sobre la innovación<sup>1</sup>. La dinámica empresarial también es importante para lograr un grado de competencia adecuado en los mercados de productos, pues puede contribuir a fortalecer un proceso de formación de precios que favorezca los ajustes macroeconómicos.

En este sentido, la economía española presenta una serie de debilidades institucionales que dificultan una adecuada dinámica empresarial. A modo ilustrativo, España se sitúa en el puesto 136 de 185 países en el apartado de facilidad para crear un negocio en la publicación *Doing Business 2013*, del Banco Mundial<sup>2</sup>. Además, existe un amplio consenso en que la legislación española de insolvencia es particularmente severa, en particular para las compañías de menor tamaño<sup>3</sup>. En este contexto, y con el objetivo precisamente de tratar de resolver estas deficiencias, así como para fomentar las actividades innovadoras y de internacionalización de las empresas españolas, el Congreso aprobó recientemente la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

Con el objeto de facilitar la iniciativa emprendedora, cabe destacar la creación de dos nuevas figuras mercantiles. En primer lugar, la del emprendedor de responsabilidad limitada, cuyo principal rasgo diferenciador frente a un autónomo es que se limita la responsabilidad derivada de sus deudas empresariales, que no afectará a su vivienda habitual siempre que su valor no supere los 300.000 euros (o 450.000 en ciudades de más de un millón de habitantes)<sup>4</sup>. A cambio, se establecen una serie de requisitos de publicidad registral para proteger a los acreedores. En segundo lugar, se crea la sociedad limitada de formación sucesiva, que permitirá la creación de sociedades de responsabilidad limitada sin tener que desembolsar inicialmente su capital social (3.000 euros). También se establecen una serie de requisitos para reforzar sus recursos propios y salvaguardar a los acreedores, como límites a la retribución de socios y administradores o al reparto de dividendos.

Asimismo, otro elemento importante para el fomento del emprendimiento que introduce la ley es el referido al *fresh start* o segunda oportunidad tras una situación de insolvencia. Para ello, además de la creación del empresario de responsabilidad limitada, se establece un mecanismo extrajudicial de pagos al que podrán acogerse las empresas y trabajadores autónomos con pasivos inferiores a 5 millones de euros. Según este mecanismo, se designará un mediador concursal ante un notario o un registrador mercantil que ayude a diseñar un plan de pagos que, eventualmente, podría desembocar en condonaciones de hasta el 25 % de los créditos y moratorias de hasta tres años. En caso de que no se alcanzase un acuerdo o se incumpliese el vigente, este proceso serviría de tránsito hacia el concurso de acreedores. Adicionalmente, se modifica el artículo 178.2 de la Ley Concursal para favorecer otras vías de segunda oportunidad que afecten a un mayor espectro de deudores. En concreto, bajo ciertas condiciones<sup>5</sup> se permite que la resolución judicial de conclusión del concurso de acreedores declare la remisión de las deudas insatisfechas una vez liquidados los activos para pagar a los acreedores, aunque no sean suficientes para cubrir las deudas.

Otro conjunto relevante de medidas de la ley son de carácter fiscal y de apoyo a la financiación empresarial. En este caso hay que destacar, en primer lugar, la creación de un régimen especial de IVA que se liquida mediante el criterio de caja para las empresas y autónomos cuyo volumen de operaciones no supere los dos millones de euros<sup>6</sup>. En segundo lugar, hay que resaltar el conjunto de medidas fiscales encaminadas a fomentar la creación de empresas de base tecnológica. Para ello, se elimina el límite de aplicación de la deducción por I+D+i en el impuesto de sociedades y, además, se podrá solicitar el abono de las cantidades que no se hayan podido aplicar por haber tenido pérdidas o por insuficiencia de cuota<sup>7</sup>. También se da un impulso al capital de emprendimiento, a través de deducciones en la cuota estatal del IRPF para los inversores de proximidad (o *business angels*) y en capital semilla<sup>8</sup>, y se introducen una serie de bonificaciones a las rentas de la cesión de activos intangibles, a la reinversión de beneficios —para empresas con un volumen de negocios inferior a 10 millones de euros—, a la pluriactividad de los autónomos y a las nuevas altas de autónomos con 30 o más años de edad, entre otras.

1 Véase, *inter alia*, el estudio panorámico de C. Syverson (2011), «What determines productivity?», *Journal of Economic Literature*, 49:2, pp. 326-365.

2 Epígrafe «Starting a business». No obstante, en el índice agregado de facilidad para hacer negocios se ubicaría en la posición 44.

3 M. García-Posada y J. S. Mora-Sanguinetti (2012), «El uso de los concursos de acreedores en España», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

4 Este límite no se aplica a las deudas de derecho público.

5 Estas condiciones son: i) cuando no exista concurso culpable o delito relacionado con él, y ii) cuando se hayan satisfecho todos los créditos privilegiados y al menos un 25 % de los créditos concursales ordinarios —límite del que se exime a todo deudor que hubiera intentado sin éxito un acuerdo extrajudicial de pagos—.

6 Se establece, sin embargo, como límite para la liquidación del IVA el 31 de diciembre del año inmediatamente posterior a cuando se efectúen las operaciones comerciales. Además, los clientes que hayan emitido las facturas correspondientes no podrán deducirse el IVA soportado hasta que las abonen, con independencia de su volumen de operaciones. Entraría en vigor en enero de 2014.

7 Este abono tiene un límite de 3 millones de euros anuales y una tasa de descuento del 20 % respecto al importe inicialmente previsto de la deducción, así como una serie de requisitos relacionados con el mantenimiento del empleo y de la actividad innovadora.

8 Consisten en una deducción del 20 % de la inversión en la cuota estatal del IRPF, con una base máxima de deducción de 50.000 euros anuales. Existen, además, una serie de requisitos de tamaño de la empresa, de grado de control y de permanencia en ella.

Por último, la Ley de Emprendedores incluye otro tipo de medidas diversas, entre las que cabe destacar las encaminadas a reducir las cargas administrativas sobre las empresas, como la introducción de la regla *one-in one-out* que obliga a las AAPP a compensar cada nueva traba administrativa con la eliminación de otra ya existente, y las medidas para fomentar la participación de las pymes en licitaciones públicas. Igualmente merecen mención las novedades habidas en el ámbito de la política de inmigración. En concreto, la agilización en la concesión de visados y permisos de residencia por razones de interés económico, en particular las relacionadas con la entrada de inversores, emprendedores, investigadores y personal altamente cualificado.

En resumen, la Ley de Emprendedores contiene una serie de avances que deberían favorecer la supervivencia de negocios viables y facilitar el emprendimiento y la innovación. Entre ellos, cabría destacar los cambios en el régimen legal de insolvencia, sobre todo en el caso de autónomos y pequeños empresarios —donde el concurso personal es particularmente severo—, en el sistema de gestión del IVA y en los incentivos fiscales para las empresas de base tecnológica, así como en la reducción de las cargas administrativas. Las disposiciones de esta ley introducen una cierta complejidad en el entramado institucional español y mantienen el sesgo de la legislación española favorable a las empresas de menor tamaño.

afiliaciones en el conjunto de la economía sería compatible con una ligera destrucción intertrimestral de empleo en términos de la CNTR, de forma que el descenso interanual de esta variable se situaría en el 3,1 %, siete décimas menos que el observado en el segundo trimestre.

Por su parte, la tasa de variación del paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) mantuvo en el tercer trimestre la trayectoria de moderación que viene mostrando desde el comienzo del año, con un aumento del 1,5 %, en términos interanuales, frente al avance del 4,1 % en el trimestre previo. Esta tendencia es más evidente en términos intermensuales, con un leve descenso del paro registrado en los meses de agosto y septiembre, una vez descontados los factores estacionales.

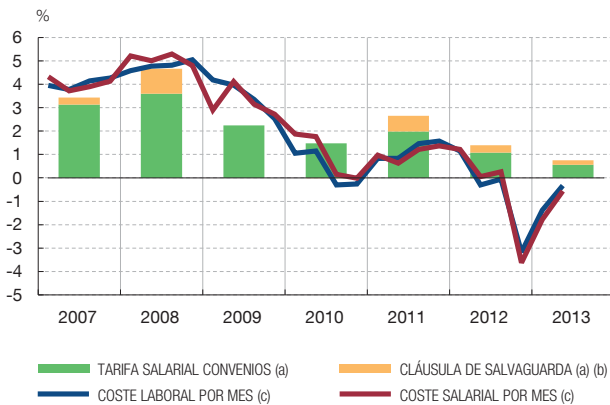
Por su parte, la contratación registrada en el SPEE aumentó un 2,6 % interanual entre julio y septiembre, tras el 1,1 % del segundo trimestre, con una caída significativa de los contratos indefinidos del 37 % y un aumento de los temporales del 7,5 %. Sin embargo, estas cifras están muy afectadas por la inclusión en 2012 de los contratos, generalmente indefinidos, relacionados con el Régimen Especial del Servicio Doméstico<sup>5</sup>, lo que sesga la evolución en 2013. Una vez que se corrige este efecto, la contratación total habría mostrado un mayor dinamismo en este trimestre, con un avance en el entorno del 9 %, acompañado por un aumento tanto de los contratos indefinidos (cercano al 6 %) como de los temporales (aproximadamente un 9,3 %). Por duración de la jornada, una vez descontados también los efectos del cambio normativo relativo al servicio doméstico, la contratación a tiempo parcial mantuvo el elevado dinamismo de los últimos trimestres.

## Costes y precios

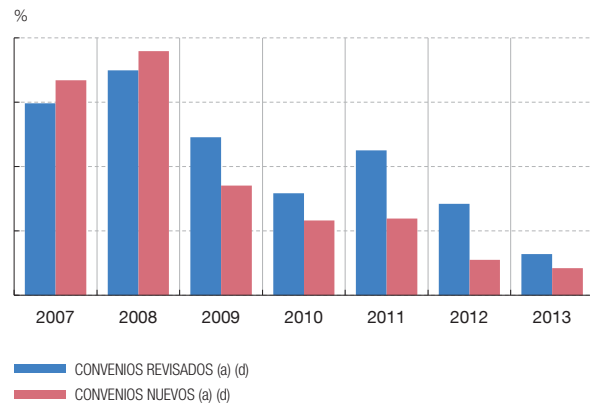
Los convenios colectivos registrados entre enero y septiembre mostraron un incremento acumulado de las tarifas salariales del 0,6 % para 2013, frente al 1,1 % del conjunto de 2012 (véase gráfico 19). De este modo, el incremento salarial observado en el presente ejercicio

5 En el primer semestre de 2012 tuvo lugar un proceso de incorporación al Régimen General de la Seguridad Social de las personas inscritas anteriormente en el Régimen Especial del Servicio Doméstico. Este proceso conllevó la obligación de documentar la relación laboral con el correspondiente contrato escrito, cuya incorporación a la Estadística de Contratos del periodo de enero-septiembre de 2012 distorsiona las tasas interanuales de la contratación en 2013 (especialmente en los contratos indefinidos y de tiempo parcial).

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 septiembre 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 él, siendo este el primer año de vigencia o el único.

está alineado con la recomendación contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos de 2012. En el tercer trimestre de 2013, se produjo un notable avance en la negociación, que, no obstante, continúa algo retrasada con respecto a las referencias de años anteriores. En concreto, los convenios firmados hasta septiembre afectan a unos 3,7 millones de trabajadores, frente a los 4,4 millones de idéntico período del año pasado<sup>6</sup>. Las tarifas salariales pactadas difirieron ligeramente entre los acuerdos revisados y los de nueva firma, con aumentos respectivos del 0,6% y del 0,4%. Esta moderación salarial se ha trasladado a la remuneración por asalariado de la CNTR en la economía de mercado, que en el segundo trimestre presentó una tasa de variación interanual nula y en el tercero podría registrar una evolución similar, a la luz de los datos proporcionados por la Agencia Tributaria sobre retribución media en las grandes empresas hasta el mes de agosto (véase gráfico 20).

En el tercer trimestre del año, se estima que el deflactor del PIB habría repuntado ligeramente hasta el entorno del 0,8% interanual, una décima más que en el período de abril-junio. En un contexto de desaceleración del deflactor del consumo privado, esta evolución estaría reflejando, fundamentalmente, un comportamiento menos contractivo de los deflatores de la formación bruta de capital y del consumo público, mientras que los deflatores del comercio exterior habrían experimentado retrocesos similares a los del segundo trimestre.

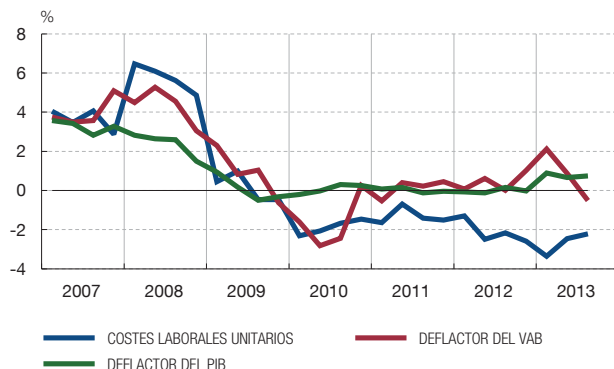
El ritmo de variación del IPC se redujo sustancialmente en el tercer trimestre. En concreto, la tasa de crecimiento de este indicador alcanzó el 0,3% en septiembre, 1,8 pp por debajo de la de junio (véase gráfico 21). Esta desaceleración se explica, en gran medida, por los efectos de comparación asociados al aumento de los tipos impositivos del IVA y al encarecimiento de los precios de los medicamentos en septiembre de 2012, en el contexto del proceso de consolidación presupuestaria. Asimismo, la evolución de los precios

6 En todo caso, la estadística de convenios incorpora un cambio metodológico desde enero de 2013 que provoca un descenso apreciable de su representatividad. Desde esa fecha, esta estadística incluye exclusivamente la información sobre convenios notificada al Ministerio de forma telemática, mientras que antes se incluía información de forma manual.

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.

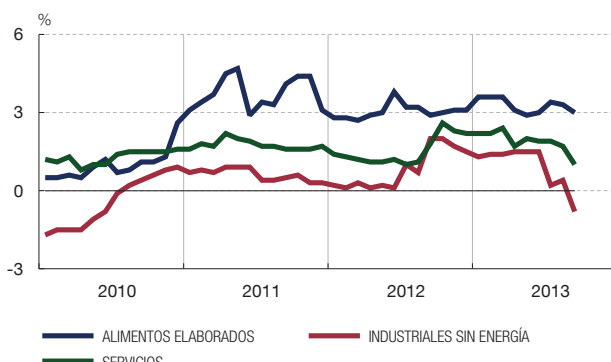
INDICADORES DE PRECIOS (a)  
España

GRÁFICO 21

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



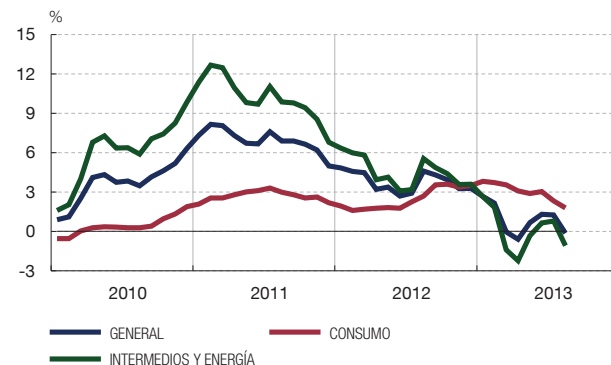
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

energéticos y los de algunos alimentos no elaborados contribuyeron a reducir el ritmo de incremento del IPC en este período.

La trayectoria descendente del índice general se observó igualmente en el IPSEBENE. Así, este índice creció un 0,8 % en septiembre, 1,2 pp menos que en junio. Por componentes, el ritmo de avance de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se redujo en 2,3 pp a lo largo del tercer trimestre, hasta el -0,8 %, reflejando los efectos de comparación antes mencionados. Esta caída fue superior a la de los precios industriales de producción nacional de estos bienes (-0,2 % en agosto), pero similar a la de los precios industriales de este tipo de productos importados (-1,1 % en agosto). La tasa de variación de los precios de los servicios se redujo nueve décimas respecto al final del segundo trimestre, hasta el 1 %. Por su parte, los precios de los alimentos elaborados crecieron en ese mes a un ritmo similar al de junio (un 3 %), en un contexto de cierta moderación del avance de los precios industriales de producción nacional de este tipo de bienes y de abaratamiento de sus precios industriales de importación.

Los componentes tradicionalmente más variables del IPC también contribuyeron a moderar la tasa de variación del índice general. Así, los precios de los productos energéticos cayeron un 3,7 % en septiembre, frente al -1 % de junio. Por su parte, el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados se situó en el 2,8 %, frente al 5,3 % registrado en junio. Esta desaceleración vendría explicada fundamentalmente por la trayectoria de los precios de las frutas, verduras y hortalizas, que experimentaron un acusado repunte en primavera.

La moderación de la inflación española en el tercer trimestre de 2013, medida por el IAPC, fue más intensa que la observada en el área del euro, reflejando el efecto base derivado del impacto de los aumentos de tipos del IVA y de los precios de los medicamentos en España. En concreto, el diferencial se redujo en 1,2 pp entre junio y septiembre, pasando a ser favorable a España (-0,6 pp) (véase gráfico 22). El diferencial en términos del IPSEBENE también se redujo, hasta situarse en -0,3 pp, (0,8 pp en junio). Por componentes, esta evolución refleja el estrechamiento del diferencial de los precios de los servicios (en 0,9 pp, hasta -0,5 pp en septiembre), de los bienes industriales no energéticos (-0,5 en septiembre, 1,9 décimas menos que en junio), de los precios energéticos (-2,8 pp en septiembre, frente a -0,6 pp en junio) y de los alimentos, que se redujo en 1 décima, hasta 0,4 pp.

La trayectoria de moderación del índice de precios industriales ha continuado en los últimos meses, registrando una tasa interanual del -0,1 % en agosto, frente al incremento del 0,7 % de mayo. La reducción del ritmo de variación afectó a sus principales componentes. Por su parte, los precios de importación y exportación de productos industriales disminuyeron con intensidad, alcanzando en agosto tasas interanuales del -3,3 % y del -2,6 %, respectivamente

## La actuación de las Administraciones Públicas

En relación con la ejecución presupuestaria de las AAPP, la IGAE ha publicado el déficit en Contabilidad Nacional del conjunto de las AAPP, que en el primer semestre de 2013 fue del 2,8 % del PIB (excluyendo las ayudas a instituciones financieras), frente al objetivo oficial para el conjunto del año del 6,5 % del PIB, mejorando en 2 décimas el déficit acumulado en el mismo período de 2012<sup>7</sup>. Con información más actualizada hasta julio, las AAPP excluyendo las CCLL presentaron un déficit del 4,2 % del PIB.

<sup>7</sup> Por otro lado, según los últimos datos publicados por el INE, se habría revisado el déficit del conjunto de las AAPP del año 2012 en términos de Contabilidad Nacional en 2 décimas de PIB a la baja, hasta el 6,8 % (neto de ayudas a instituciones financieras).

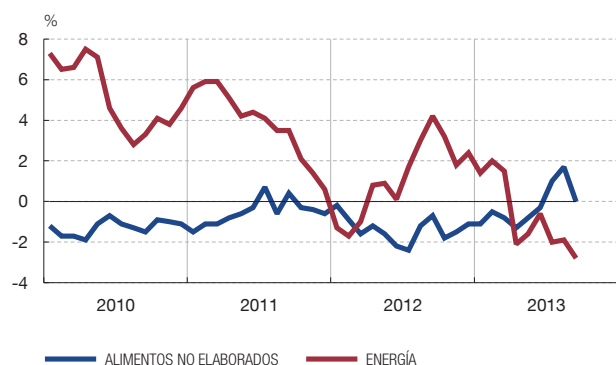
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



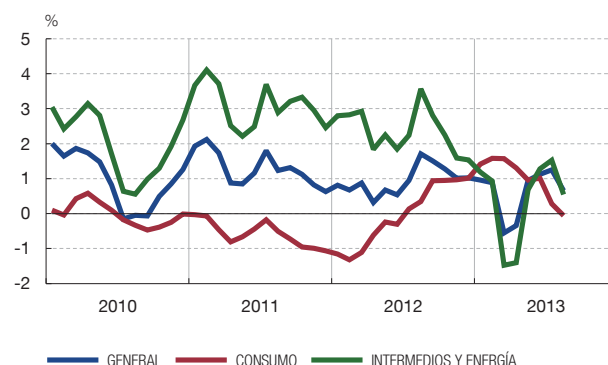
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

En términos de contabilidad presupuestaria, se dispone de información sobre recaudación impositiva hasta agosto, que revela que los impuestos compartidos (Estado más Administraciones Territoriales), en términos homogéneos (ajustados, entre otros factores, por el distinto ritmo de devoluciones), muestran un incremento interanual del 3,2%. Esta tasa sería el producto, según las estimaciones de la Agencia Tributaria, de una caída de las bases imponibles del 5,5% (hasta junio) que habría sido más que compensada por el efecto de las medidas implementadas en enero-agosto de 2013 por valor de 8,3 mm de euros. Con todo, la tasa de los ingresos hasta agosto se sitúa todavía por debajo del avance de liquidación de 2013 proporcionado por el Gobierno en el marco del Proyecto de Presupuestos del Estado para 2014, que anticipa un incremento recaudatorio de estos impuestos para el conjunto del año del 4,1%. La mejora en la última parte del año se debería basar en una aportación adicional de algunas medidas en el ámbito normativo (principalmente en el impuesto de sociedades e impuestos especiales y energéticos) y en el aumento de las bases imponibles sustentado en una evolución macroeconómica más favorable.

Las AAPP redujeron el gasto total un 0,7% en el primer semestre de 2013 en términos de Contabilidad Nacional (excluyendo las ayudas a instituciones financieras). Los empleos corrientes aumentaron un 0,2%, mostrando una ligera aceleración con respecto al primer trimestre, ligada, principalmente, a la mayor carga de intereses sobre la deuda.

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	2013	Ejecución			Variación porcentual 2013/2012 ene-jun
			Objetivos oficiales (a)	2012 ene-jun	2013 ene-jun	2013 ene-jul	
	1	2	3	4	5	6	7 = 5/4
1 Recursos totales	382.007	0,9	1,8	181.405	181.921	—	0,3
Recursos corrientes	380.539	0,4	—	183.310	183.059	—	-0,1
Impuestos sobre producción e importaciones	107.482	2,8	5,8	57.010	59.352	—	4,1
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	105.453	4,2	2,9	44.373	43.771	—	-1,4
Cotizaciones sociales	133.845	-4,0	-2,6	67.954	65.296	—	-3,9
Otros recursos corrientes	33.759	0,2	—	13.973	14.640	—	4,8
Recursos de capital	1.468	—	—	-1.905	-1.138	—	40,3
2 Empleos totales	491.414	2,7	-7,8	217.764	213.577	—	-1,9
Empleos corrientes	426.966	-1,9	—	199.809	200.170	—	0,2
Remuneración de asalariados	115.213	-6,8	-1,3	59.255	57.552	—	-2,9
Otros gastos en consumo final (b)	87.350	-6,2	-4,5	38.089	36.560	—	-4,0
Prestaciones sociales (no en especie)	167.676	2,8	1,7	75.872	77.172	—	1,7
Intereses efectivos pagados	31.191	18,5	10,8	14.902	17.301	—	16,1
Subvenciones	10.200	-12,7	15,0	4.034	3.028	—	-24,9
Otros empleos y transferencias corrientes	15.336	-10,7	—	7.657	8.557	—	11,8
Empleos de capital	64.448	48,6	—	17.955	13.407	—	-25,3
Formación bruta de capital	17.600	-43,1	-13,1	10.239	8.620	—	-15,8
Otros gastos de capital (c)	46.848	—	—	7.716	4.787	—	-38,0
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras	39.139	—	—	5.463	2.774	—	-49,2
3 Cap. (+) o nec. (-) de finan. (3 = 1 - 2)	-109.407	—	—	-36.359	-31.656	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-10,6	—	-6,5	-3,5	-3,1	—	—
Administración Central	-8,0	—	-3,8	-3,9	-3,3	-3,8	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras	-3,8	—	0,0	-0,5	-0,3	-0,3	—
Seguridad Social	-1,0	—	-1,4	0,9	0,8	0,1	—
CCAA	-1,8	—	-1,3	-0,8	-0,8	-0,7	—
CCLL	0,2	—	0,0	0,2	0,2	—	—
<b>PRO MEMORIA</b>							
Saldo primario	-78.216	—	—	-21.457	-14.355	—	—
Empleos totales excl. ayudas a instituc. financieras	452.275	-4,5	—	212.301	210.803	—	-0,7
Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-70.268	—	—	-30.896	-28.882	—	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e IGAE.

- a Los objetivos del saldo de las AAPP son los fijados en el Consejo de Ministros de 28 de junio de 2013. Los ingresos y gastos proceden de la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) 2013-2016. En la APE se presentan los objetivos en porcentajes del PIB a partir de los cuales se ha recuperado el nivel de las variables para el año 2013. A partir de estos niveles de 2013 y los niveles actualizados para 2012 procedentes de las Cuentas trimestrales no financieras publicadas por el INE se calculan las tasas de variación.
- 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).

La remuneración de asalariados mostró una tasa de variación negativa (-2,9%). Por su parte, los otros gastos en consumo final disminuyeron en el primer semestre del año (-4%) y el gasto en prestaciones sociales (pensiones y desempleo) se mantuvo en línea con el trimestre anterior (1,7%). El ligero incremento en el gasto corriente fue compensado por una fuerte caída en los gastos de capital (-25%), debido a reducciones tanto en las transferencias de capital como en la inversión pública.

También se dispone de información reciente relativa a los subsectores de las AAPP. En el caso del Estado, los datos de ejecución presupuestaria hasta agosto en términos de



Millones de euros y %

	Avance liquidación 2013 (b)			Ejecución			
	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Variación porcentual 2013/2012	2013 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2013 ene-ago	Variación porcentual ene-ago
	1	2	3	4	5	6	7
<b>1 Ingresos no financieros</b>	123.344	18,4	2,5	45.572	-7,1	66.612	-0,3
Impuestos directos	52.053	-2,5	26,9	17.956	-15,2	31.723	42,3
IRPF	26.532	-20,9	50,6	14.452	-6,7	22.811	98,8
Sociedades	21.435	29,0	-1,2	2.028	-51,5	6.884	-21,7
Otros directos (c)	4.086	26,6	19,7	1.476	-1,8	2.028	0,5
Impuestos indirectos	23.590	-31,9	63,4	17.159	3,0	21.174	267,5
IVA	16.384	-35,4	64,5	12.589	0,0	14.215	454,0
Especiales	4.285	-32,3	105,9	3.216	23,9	5.265	285,2
Otros indirectos (d)	2.921	-1,5	-5,3	1.354	-8,1	1.694	-7,4
Otros ingresos (e)	47.701	195,9	-54,1	10.457	-6,7	13.715	-64,6
<b>2 Pagos no financieros</b>	152.357	0,8	8,8	82.922	1,0	111.798	5,5
Personal	26.851	-2,1	3,1	13.892	1,3	17.903	1,0
Compras	3.528	-18,3	-6,4	1.271	-3,6	1.726	-0,7
Intereses	26.055	17,3	19,2	13.131	10,9	22.186	9,2
Transferencias corrientes	84.244	5,4	6,1	50.551	-0,8	63.967	5,2
Inversiones reales	6.762	-1,9	-17,1	2.116	-6,4	2.771	-4,0
Transferencias de capital	4.917	-52,6	77,4	1.961	-1,9	3.244	28,1
<b>3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)</b>	-29.013	—	—	-37.349	—	-45.186	—
PRO MEMORIA: Impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
TOTAL	160.739	3,9	3,8	67.999	-3,0	95.377	0,2
IRPF	70.631	1,2	1,9	31.105	-5,5	43.739	-2,2
Sociedades	21.435	29,0	-1,2	2.028	-51,5	6.884	-21,7
IVA	50.463	2,4	5,8	25.453	5,6	32.076	8,4
Impuestos especiales	18.209	-4,0	11,7	9.413	5,9	12.678	4,8

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a En términos de caja.  
b Fuente: Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2014.  
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.

Contabilidad Nacional muestran una cierta aceleración en el gasto en el tercer trimestre, tanto en consumo final (remuneración de asalariados y otros gastos de consumo final) como en la carga de intereses. La inversión pública alcanzó tasas muy negativas, aunque también sigue un perfil al alza. Respecto a la Seguridad Social, el gasto en pensiones contributivas registró tasas más elevadas que las presupuestadas (cercanas al 5 % en enero-julio), mientras que las prestaciones por desempleo, por el contrario, cayeron un 2,1 % hasta agosto, intensificando la caída observada desde el último trimestre de 2012. En el ámbito de las Comunidades Autónomas, hasta julio se observó una continuación de la senda de ajuste del gasto observada en el primer semestre del año y una significativa debilidad en la evolución de los ingresos propios (-2,3 % en enero-julio).

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto inicial 2013 (b)	Ejecución			
			Variación porcentual 2013/2012	2013 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2013 ene-ago	Variación porcentual ene-ago
			3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	118.604	0,1	9,0	64.650	4,6	85.450	4,6
Cotizaciones sociales	101.106	-4,0	4,7	49.390	-3,7	66.000	-3,2
Transferencias corrientes	12.191	46,2	54,3	13.297	57,4	15.825	65,4
Otros ingresos	5.307	9,6	-13,0	1.963	-7,1	3.625	-8,4
2 Pagos no financieros	124.416	4,6	4,0	54.818	2,8	82.066	3,9
Personal	2.270	-3,8	1,9	1.113	-5,0	1.447	-3,9
Compras	1.505	-3,5	3,7	656	-3,6	861	-1,9
Transferencias corrientes	119.873	4,9	4,2	52.993	3,1	79.172	4,1
Pensiones contributivas	103.515	4,0	2,7	46.396	4,9	69.484	4,9
Incapacidad temporal	8.231	-13,7	-29,2	3.002	-11,4	4.255	-9,2
Resto	8.127	57,2	56,6	3.596	-5,0	5.433	6,3
Otros gastos	768	3,1	-19,0	55	-6,7	587	6,9
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-5.813	—	—	9.832	15,5	3.384	—
PRO MEMORIA							
Servicio Público de Empleo Estatal							
Cotizaciones sociales	19.234	-6,1	1,7	9.103	-3,9	12.341	-2,5
Prestaciones desempleo	32.830	5,0	-18,7	16.307	-1,4	21.402	-2,1
Sistema Seguridad Social y SPEE							
Cotizaciones sociales	120.340	-4,3	4,2	58.493	-3,7	78.341	-3,1

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.

b Fuente: Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social.

### Balanza por cuenta corriente y de capital

Según los datos de Balanza de Pagos, 2013 ha sido el primer ejercicio desde 1997 en que la economía española ha alcanzado una capacidad de financiación en los siete primeros meses del año<sup>8</sup>. En concreto, el saldo positivo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital se situó en 4,5 mm de euros, frente a una necesidad de financiación de 13,7 mm de euros en el mismo período del ejercicio anterior (véase cuadro 8). Por componentes, la mejora se explica fundamentalmente por la sustancial caída del saldo negativo de la balanza comercial y, en bastante menor medida, por la disminución del déficit de rentas y la ampliación de los superávits de servicios y de la cuenta de capital. Por el contrario, el déficit de transferencias corrientes se amplió.

En particular, entre enero y julio, el déficit de la balanza comercial disminuyó un 83 % en términos interanuales, hasta situarse en 2,9 mm de euros, lo que se debió, sobre todo, a la notable corrección del saldo no energético, que pasó a ser superavitario, aunque también se produjo un descenso, de menor cuantía, de la factura energética.

<sup>8</sup> Como en años anteriores, con la publicación de los datos de junio se revisaron los de los dos años anteriores.

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	2013 Objetivos oficiales (b)		Ejecución		
			Variación porcentual 2013/2012	2013 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2013 ene-jul	Variación porcentual ene-jul
1 Ingresos no financieros	124.659	-1,3	3,8	59.337	-4,9	70.751	-3,5
Ingresos corrientes	119.262	-1,1	1,6	58.064	-5,0	69.177	-3,6
Impuestos directos	48.239	18,7	-22,9	18.648	-3,2	20.480	-38,0
Impuestos indirectos	57.889	23,0	-13,6	23.657	5,1	27.408	-32,4
Tasas, precios y otros ingresos	4.740	-1,7	1,4	1.999	-3,9	2.532	-3,1
Transferencias corrientes	7.197	-73,7	—	13.492	-20,6	18.458	—
Ingresos patrimoniales	1.197	68,5	-53,4	268	0,7	299	2,5
Ingresos de capital	5.396	-6,5	52,7	1.272	0,4	1.574	-1,6
Enajenación de inversiones reales	273	48,9	—	217	189,0	278	174,7
Transferencias de capital	5.124	-8,3	10,7	1.055	-11,5	1.296	-13,5
2 Pagos no financieros	150.199	-0,3	-5,4	63.694	-6,5	75.374	-6,2
Pagos corrientes	134.816	1,4	-6,6	59.741	-5,5	70.371	-5,3
Gastos de personal	52.541	-8,4	1,4	26.224	-4,5	30.377	-4,0
Gastos corrientes en bienes y servicios	35.614	28,7	-26,4	12.155	-6,8	14.720	-6,7
Gastos financieros	6.268	37,4	31,4	3.496	17,6	3.995	14,8
Transferencias corrientes	40.393	-6,7	-6,0	17.867	-9,4	21.279	-9,0
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—	—	—
Pagos de capital	15.383	-13,4	5,2	3.952	-20,0	5.002	-17,8
Inversiones reales	6.662	-13,5	3,0	1.827	-19,8	2.248	-21,1
Transferencias de capital	8.720	-13,3	6,8	2.125	-20,2	2.755	-15,0
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-25.540	—	—	-4.357	—	-4.622	—
PRO MEMORIA							
Ingresos propios	19.312	1,4	18,6	8.849	0,1	10.539	-2,3
Impuesto sucesiones y donaciones	2.535	3,8	-7,9	1.544	3,4	1.768	5,3
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	5.639	-12,1	19,2	2.791	-2,9	3.286	-2,3
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.740	-1,7	1,4	1.999	-3,9	2.532	-3,1
Otros (c)	6.398	19,3	41,2	2.516	5,1	2.954	-5,9

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 24 de septiembre de 2013 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.

## BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (a)

CUADRO 9

Millones de euros

		Enero-julio		Tasa de variación
		2012	2013	2013/2012 (b)
Ingresos	Cuenta corriente	225.131	232.049	3,1
	Mercancías	133.833	143.103	6,9
	Servicios	60.468	61.431	1,6
	Turismo	24.002	24.646	2,7
	Otros servicios	36.465	36.784	0,9
	Rentas	21.636	18.353	-15,2
	Transferencias corrientes	9.195	9.162	-0,3
	Cuenta de capital	3.220	5.773	79,3
	Cuentas corriente + capital	228.350	237.822	4,1
Pagos	Cuenta corriente	241.279	231.967	-3,9
	Mercancías	150.663	145.986	-3,1
	Servicios	40.124	39.832	-0,7
	Turismo	6.349	6.283	-1,0
	Otros servicios	33.775	33.549	-0,7
	Rentas	35.357	29.616	-16,2
	Transferencias corrientes	15.136	16.533	9,2
	Cuenta de capital	744	1.367	83,7
	Cuentas corriente + capital	242.024	233.334	-3,6
Saldos	Cuenta corriente	-16.149	82	16.231
	Mercancías	-16.830	-2.882	13.947
	Servicios	20.344	21.599	1.255
	Turismo	17.653	18.363	710
	Otros servicios	2.691	3.236	545
	Rentas	-13.721	-11.264	2.458
	Transferencias corrientes	-5.942	-7.371	-1.429
	Cuenta de capital	2.475	4.405	1.930
	Cuentas corriente + capital	-13.673	4.488	18.161

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

El saldo positivo de la balanza de servicios aumentó un 6 %, hasta 21,6 mm de euros, gracias a la ampliación de los superávits tanto de turismo como de los servicios no turísticos. El déficit de la balanza de rentas se redujo un 18 %, hasta situarse en 11,3 mm de euros, mientras que el saldo negativo de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 24 %, alcanzando 7,4 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se amplió notablemente, un 78 %, hasta 4,4 mm de euros.

## 5.1 Rasgos más destacados

En el tercer trimestre de 2013 se registró una mejoría de las condiciones en los mercados financieros nacionales. Así, la rentabilidad de los bonos del Estado a diez años descendió alrededor de 40 pb, hasta situarse por debajo del 4,4 %, y su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo plazo lo hizo unos 45 pb, hasta los 260 pb. De este modo, este indicador acumulaba, a finales de septiembre, una caída de 375 pb desde los máximos registrados en julio de 2012 (véanse recuadro 5 y gráfico 23). También se redujeron las primas de riesgo crediticio de las entidades bancarias (las de las empresas no financieras retrocedieron de manera más modesta). Asimismo, en los mercados bursátiles disminuyó la volatilidad de las cotizaciones y el IBEX-35 se revalorizó un 18,3 %, más de lo que lo hicieron el EUROSTOXX 50 y el S&P 500 (11,2 % y 4,7 %, respectivamente). Se ha seguido avanzando, igualmente, en el cumplimiento del Memorando de Entendimiento, que establecía las condiciones del programa de asistencia financiera para la recapitalización de algunas entidades bancarias españolas, que se encuentra ya muy avanzado, como han puesto de manifiesto el BCE, la Comisión Europea y el FMI con motivo de la cuarta evaluación del programa. En paralelo, la SAREB ha realizado durante este período algunas operaciones importantes de venta de su cartera.

En la parte transcurrida de octubre, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha continuado descendiendo, si bien ligeramente (hasta el 4,3 %), al igual que el diferencial con la del bono alemán al mismo plazo, que se situaba en la fecha de cierre de este informe en 247 pb. Las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por las empresas también han seguido reduciéndose. En los mercados bursátiles, el IBEX-35 se ha revalorizado un 8,9 %, incremento superior al del EUROSTOXX 50 (4,1 %) y al del S&P 500 (3,1 %).

No se dispone todavía de datos oficiales sobre la evolución del precio de la vivienda durante el tercer trimestre. La información procedente de otras fuentes apunta a que durante este período se habría moderado algo el ritmo de descenso del valor de los inmuebles.

La última información disponible sobre la evolución de los costes de financiación del sector privado evidencia, en general, escasas variaciones en los tipos de interés del crédito concedido a los hogares y a las empresas, que siguen en niveles muy elevados para el tono expansivo de la política monetaria (véase gráfico 23).

Los datos más recientes sobre la financiación del sector privado reflejan que la pauta de progresiva intensificación en su ritmo de contracción observada desde principios de 2011 se habría interrumpido en los últimos meses. Así, la tasa interanual de disminución de los pasivos de las familias se situó en agosto en el 3,9 %, 0,4 pp menos que en junio. Por su parte, la deuda de las sociedades se contrajo un 6 % en los últimos doce meses, tasa 0,3 pp inferior a la del segundo trimestre. El detalle por instrumentos muestra que el ritmo de retroceso de los préstamos bancarios se mantuvo próximo al 9,5 %<sup>9</sup>, mientras que se intensificó algo la captación de fondos mediante valores de renta fija. Las tasas intertrimestrales anualizadas reflejan retrocesos del crédito de ambos sectores inferiores a los de junio. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente al segundo

<sup>9</sup> Estas cifras están corregidas del efecto de la transferencia de préstamos a la SAREB.

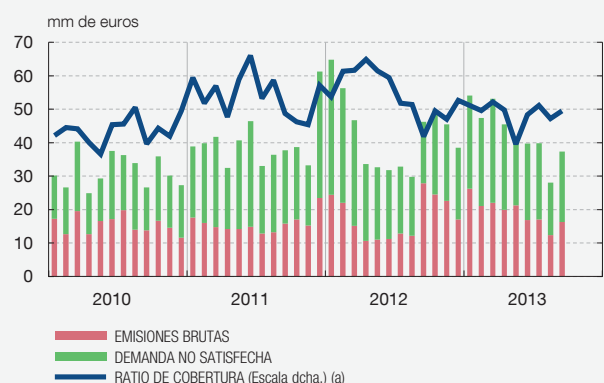
Durante los últimos meses se ha producido una mejoría de las condiciones en el mercado de deuda del Estado, prolongándose la pauta que, con algunas oscilaciones, se ha venido observando desde el verano de 2012, momento en el que las tensiones en los mercados financieros europeos alcanzaron su punto más álgido. Ello se ha reflejado en descensos de las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios que, en el plazo de diez años, se situaban a mediados de octubre en torno al 4,3 %, unos 50 pb por debajo de los valores de finales de junio. Esta evolución ha venido acompañada de un cierto repunte de los tipos de interés de la referencia alemana al mismo plazo, por lo que el diferencial de rentabilidad entre ambas se ha reducido en mayor medida (alrededor de 60 pb), hasta los 247 pb. Este nivel sigue siendo elevado, pero es sustancialmente inferior al que se alcanzó a mediados de julio de 2012 (640 pb).

Esta mejoría de las condiciones en el mercado secundario de deuda del Estado se ha trasladado al primario, lo que ha permitido al Tesoro captar un volumen destacado de fondos a un menor coste. Así, tal como se aprecia en el gráfico 1, entre junio y septiembre ha

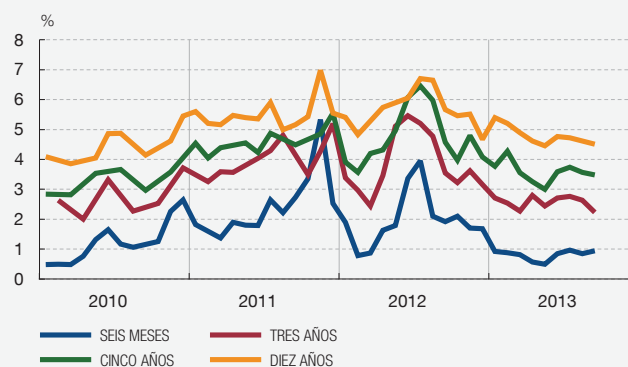
emitido una cuantía bruta de 50,3 mm de euros. Las subastas han contado con una demanda elevada, equivalente a alrededor de 2,5 veces el importe adjudicado y se han resuelto a unos tipos de interés medios que han tendido, en general, a descender, situándose, en las últimas operaciones realizadas, en los niveles más reducidos desde el otoño de 2010 (véase gráfico 2). En el tercer trimestre de 2013, la disminución de los tipos de interés ha sido más evidente en los tramos medio y largo de la curva, con caídas de 48 pb y 26 pb en los plazos de tres y diez años. En cambio, en el tramo corto apenas ha habido variaciones.

Esta evolución favorable de los mercados de deuda pública se ha extendido a la parte transcurrida de octubre, período en el que el Tesoro ha emitido valores por un volumen bruto de 14,6 mm de euros. Es destacable la emisión de una referencia a treinta y un años, realizada por el procedimiento sindicado, la primera que se realiza a un plazo tan largo desde 2009. La operación ha contado con una demanda elevada (10,6 mm de euros), adjudicándose un importe de 4 mm de euros, cifra que se sitúa por encima del objetivo inicial, al tiempo que el tipo de interés (5,21 %) se ha situado 250 pb

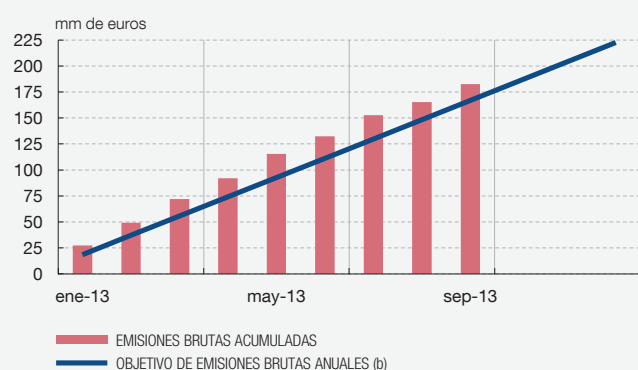
1 EMISIONES DE DEUDA DEL ESTADO



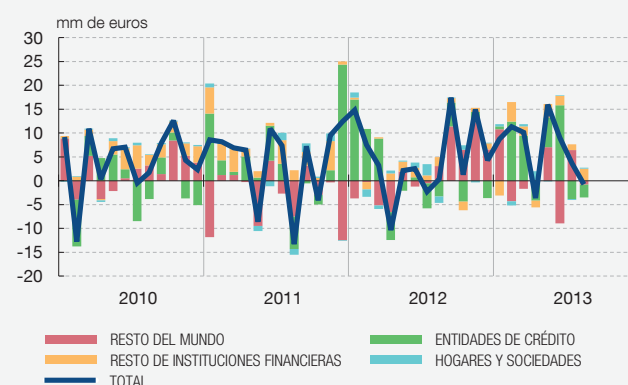
2 TIPOS DE INTERÉS MEDIO DE LAS EMISIONES



3 EMISIONES DE DEUDA DEL ESTADO: OBJETIVO Y EJECUCIÓN



4 ADQUISICIONES NETAS DE DEUDA DEL ESTADO (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Número de veces que la demanda cubre la oferta.
- b Reparto lineal a lo largo del año del objetivo medio de emisión bruta para 2013 anunciado por el Tesoro a principios de año en el documento «Estrategia de emisión de valores del Estado».
- c Compras en firme.

por encima del indicador de referencia para las emisiones de renta fija (*midswap*).

Como se aprecia en el gráfico 3, a lo largo de la parte transcurrida del año el volumen de emisiones ha evolucionado a un buen ritmo, de modo que a finales del tercer trimestre se había realizado el 82 % de los 223 mm de euros previstos<sup>1</sup> para el conjunto del ejercicio. Ello se ha reflejado en una posición de liquidez holgada. Así, a finales de agosto (último dato publicado) el

saldo de la cuenta corriente del Tesoro era de 31 mm de euros, un 65 % por encima de la cifra observada en el mismo período del año anterior.

Por último, la información disponible sobre los tenedores de deuda evidencia que, durante julio y agosto (último mes disponible), los inversores no residentes realizaron adquisiciones netas en firme de títulos emitidos por el Tesoro por un importe de 5,6 mm de euros (véase gráfico 4), lo que evidencia la mayor confianza del resto del mundo en nuestra economía. El peso relativo de estos inversores en el saldo vivo emitido se situaba en agosto en el 37 %, alrededor de 3 pp por encima de lo observado a mediados de 2012.

<sup>1</sup> Esta cifra es el punto medio de la banda objetivo anunciada por el Tesoro en enero de 2013 en el documento «Estrategia de emisión de los valores del Estado».

trimestre de 2013, confirma que durante este período continuó descendiendo el saldo vivo de la financiación bancaria en todas las ramas productivas.

La reducción de la deuda de empresas y de familias propició la prolongación del proceso de desapalancamiento de ambos sectores en el segundo trimestre de 2013. Como resultado de este desarrollo y del retroceso del tipo de interés medio de la deuda viva, la carga financiera también se redujo en ambos sectores. El patrimonio neto de las familias volvió a descender, ya que el ascenso del valor de su componente financiero fue inferior a la caída de la riqueza inmobiliaria. Por su parte, en el caso de las sociedades, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) revelan una nueva disminución de la actividad y de las rentas empresariales en la primera mitad de 2013, aunque menos intensa que en el mismo período del año anterior. Los datos de avance del tercer trimestre apuntan a que durante este período se habrían seguido reduciendo los ratios de endeudamiento privado.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en un nuevo aumento de la ratio de endeudamiento, pero la carga financiera asociada no se ha elevado, ya que esta evolución ha venido acompañada de un descenso de los tipos de interés medios de los pasivos. Los datos más recientes evidencian que la financiación de este sector ha seguido creciendo a un tasa elevada, que, en términos interanuales, alcanzó el 17,9 % en agosto, 0,7 pp más que en junio.

Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el segundo trimestre de 2013 se registraron entradas netas de capital en la economía española (excluyendo las operaciones del Banco de España), como resultado de un descenso de los activos frente al exterior más acusado que la reducción que presentaron las tenencias de los inversores extranjeros de pasivos emitidos por sectores residentes. Como resultado de esta evolución y de la capacidad de financiación que presentó la economía, que alcanzó el 2,8 % del PIB trimestral (1,4 % del PIB en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 10), el saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo se redujo. Los datos más recientes de la Balanza de Pagos, correspondientes a julio, muestran unas salidas netas de fondos durante dicho mes que fueron ligeramente superiores a la capacidad de financiación de la nación, lo que se reflejó en un leve aumento (de 400 millones de euros) de la posición deudora del Banco de España frente al exterior.



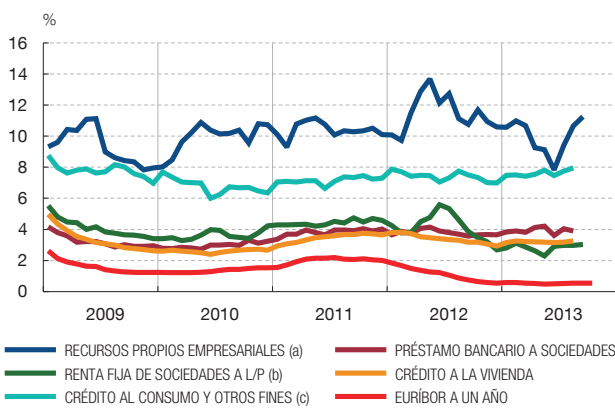
ÍNDICES BURSÁTILES



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 resumen, durante el tercer trimestre de 2013 se ha registrado una nueva mejoría de las condiciones en los mercados financieros mayoristas. Esta mejoría no se ha trasladado a los costes de los nuevos créditos concedidos a hogares y a sociedades, que continúan siendo muy elevados para el tono expansivo de la política monetaria. Sí se ha detectado, en cambio, una interrupción de la senda de progresiva intensificación del ritmo de contracción del crédito de hogares y de sociedades que se venía observando desde principios de 2011. Esta evolución ha venido acompañada de un mayor dinamismo del PIB, por lo que el proceso de corrección de los excesivos niveles de las ratios de endeudamiento de familias y de empresas ha seguido su curso.

5.2 El sector hogares

Entre junio y agosto el tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se incrementó en 10 pb, hasta el 3,3 %, mientras que el de los fondos destinados a consumo y otros fines, más influidos por factores estacionales, aumentó en mayor medida (49 pb), hasta alcanzar el 8 %. De este modo, el diferencial entre el coste de financiación y las rentabilidades de mercado utilizadas habitualmente como

**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 10

Porcentaje del PIB (a)

	2008	2009	2010	2011	2012			2013	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	-9,2	-4,4	-3,8	-3,5	-3,0	-2,0	-0,6	0,5	1,4
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-6,5	5,4	4,9	4,1	3,3	3,3	3,6	5,6	6,8
Sociedades no financieras	-6,7	-0,6	1,3	0,7	-0,3	1,4	1,5	3,3	3,1
Hogares e ISFLSH	0,2	6,0	3,5	3,4	3,5	1,9	2,1	2,3	3,7
Instituciones financieras	1,8	1,3	0,9	1,9	3,2	4,3	6,4	6,0	5,6
Administraciones Públicas	-4,5	-11,1	-9,6	-9,6	-9,5	-9,6	-10,6	-11,1	-11,0
PRO MEMORIA									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (b)	-10,6	-0,9	-2,2	-0,5	-1,1	0,6	1,1	1,9	1,7

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Indicador que mide el exceso de recursos disponibles tras cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada del sector (inversión real más financiera permanente) y su ahorro. Se aproxima descontando al ahorro financiero neto la inversión en el exterior de carácter permanente.

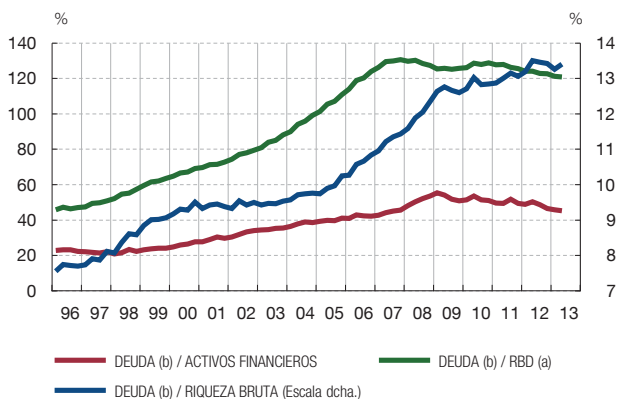
referencia en estos créditos se elevó 7 pb en el primero de estos segmentos y 46 pb en el segundo.

La deuda de las familias siguió disminuyendo, aunque a ritmo algo menos acusado que en el segundo trimestre. Así, la tasa interanual de contracción de los pasivos de las familias se situó en agosto en el 3,9%, 0,4 pp menos que en junio. El desglose por finalidades evidencia que esta evolución resultó de la moderación del descenso de los créditos al consumo y otros fines, que pasó del 4,9% al 3%, y del mantenimiento del asociado a los préstamos para adquisición de vivienda (4,2%).

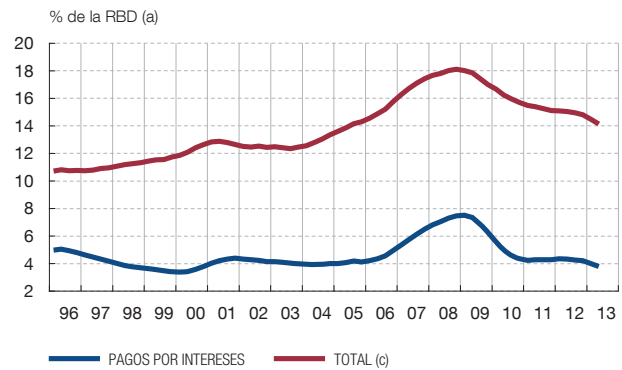
De acuerdo con la información más reciente disponible, la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de los hogares siguió reduciéndose en el segundo trimestre (véase gráfico 24). Esta evolución, unida a los menores pagos por intereses, permitió que también disminuyese la carga financiera en relación con los ingresos de las familias. La tasa de ahorro bruto se mantuvo, lo que, unido al descenso de las amortizaciones de la deuda, resultó en un cierto incremento de la capacidad de ahorro una vez descontadas las obligaciones de pago, confirmando de este modo el cambio de patrón observado tres meses antes, cuando se interrumpió la tendencia descendente que desde principios de 2010 presentaba esta variable. De acuerdo con las cuentas financieras, también se elevó el ahorro financiero neto de este sector, hasta suponer el 3,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la riqueza neta de los hogares continuó descendiendo como resultado de la evolución negativa del patrimonio inmobiliario, que no fue compensada por el ascenso del valor de los activos financieros netos (es decir, una vez deducidos los pasivos).

De acuerdo con las cuentas financieras, la inversión de los hogares en activos financieros alcanzó el 6,3% del PIB en el segundo trimestre del año, muy por encima del 0,2% registrado entre enero y marzo, lo que permitió que, en términos acumulados de doce meses, pasase a situarse en valores positivos (0,1% del PIB, frente al -0,7% del primer trimestre (véase cuadro 11). El detalle por instrumentos evidencia incrementos de la inversión en depósitos y acciones, que alcanzó importes superiores al 5% del PIB trimestral en ambos casos. En contraposición, las familias redujeron sus tenencias de valores de renta fija a un ritmo algo más acusado que en períodos anteriores (6% del PIB trimestral, frente al 5,2% de marzo).

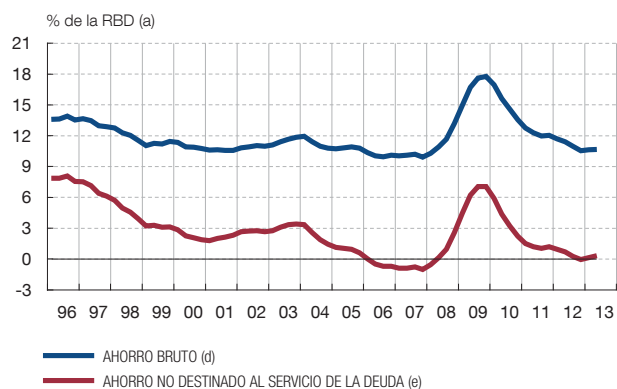
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



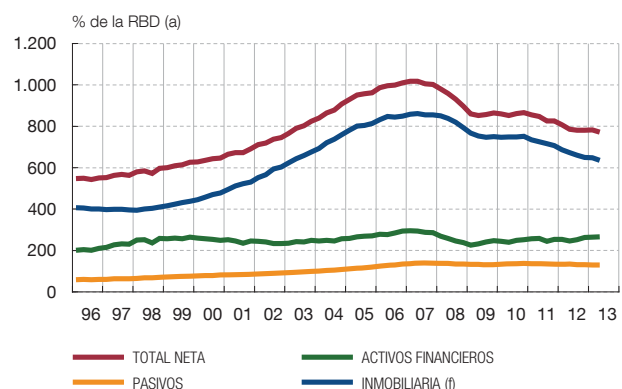
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



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

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

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron escasos cambios entre junio y agosto. Así, en las nuevas operaciones de importe inferior a un millón de euros, se redujeron en 9 pb, mientras que en aquellas superiores a este importe se incrementaron 3 pb. De este modo, los diferenciales entre los tipos bancarios y las rentabilidades interbancarias de referencia apenas variaron. Los costes de la emisión de valores de renta fija, para los que se dispone de información hasta septiembre, evidenciaron ciertos ascensos, tanto en el caso de las de corto plazo (36 pb) como de las realizadas a largo plazo (12 pb). El indicador que aproxima el coste de los recursos propios aumentó en mayor medida, si bien hay que tener en cuenta que se estima con mayor imprecisión y presenta una elevada volatilidad.

En agosto, la tasa de contracción interanual de la deuda de las sociedades fue de un 6 %, 0,3 pp inferior a la de junio. El detalle por instrumentos muestra que el ritmo de retroceso de los préstamos bancarios se mantuvo próximo al 9,5 % (cifra similar a la de dos meses antes), mientras que se intensificó algo la captación de fondos mediante valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión), cuyo saldo se elevó un 12,7 % con respecto al mismo período de 2012, 0,9 pp más que a finales del segundo trimestre

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

CUADRO 11

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013	
				IV TR	I TR	II TR
<b>Hogares e ISFLSH</b>						
Operaciones financieras (activos)	4,5	4,4	2,0	-1,0	-0,7	0,1
Efectivo	0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,7
Depósitos	2,4	2,6	0,0	0,5	2,1	3,4
Valores de renta fija (b)	0,7	0,9	2,0	-1,4	-3,0	-5,0
Acciones y otras participaciones (c)	1,0	1,2	0,4	1,7	1,5	1,7
Fondos de inversión	-0,1	-1,7	-0,4	-0,9	-0,4	0,2
Reservas técnicas de seguros	0,8	0,5	-0,3	0,1	0,3	0,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,6	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5
<i>De jubilación</i>	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,1
Resto	-0,6	1,1	0,4	-0,8	-1,1	-0,1
Operaciones financieras (pasivos)	-1,6	0,9	-1,5	-3,1	-3,0	-3,6
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-0,3	0,1	-2,1	-3,5	-3,5	-3,7
Créditos para adquisición de vivienda (d)	0,1	0,5	-1,1	-2,3	-2,5	-2,6
Créditos para consumo y otros fines (d)	-0,4	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Resto	-1,3	0,8	0,6	0,3	0,5	0,1
<b>Sociedades no financieras</b>						
Operaciones financieras (activos)	-9,7	8,1	1,6	-4,3	-4,3	-6,0
Efectivo	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Depósitos	-0,3	0,1	-1,3	0,0	0,9	0,9
Valores de renta fija (b)	-0,6	1,7	1,5	0,1	-0,4	-2,1
Acciones y otras participaciones	-0,2	3,5	0,2	-1,1	-0,3	0,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	0,2	3,1	-0,1	-0,4	0,6	1,0
Crédito comercial e interempresas	-8,7	2,0	-1,9	-3,3	-4,6	-6,5
Resto	0,4	0,6	3,2	0,0	0,0	1,0
Operaciones financieras (pasivos)	-9,1	6,7	0,9	-5,7	-7,6	-9,2
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-3,2	-0,9	-3,8	-6,5	-7,2	-7,7
Préstamos exteriores	-0,1	1,0	0,6	-1,4	-1,6	-0,7
Valores de renta fija (e)	1,3	0,6	0,7	0,8	0,6	0,9
Acciones y otras participaciones	1,6	2,8	3,6	3,2	3,7	3,9
Crédito comercial e interempresas	-8,6	2,4	-2,2	-3,2	-4,4	-6,7
Resto	0,0	0,8	2,0	1,3	1,4	1,2
<b>PRO MEMORIA: Tasas de crecimiento interanual (%)</b>						
Financiación (f)	-0,9	0,5	-2,0	-5,1	-5,6	-5,5
Hogares e ISFLSH	-0,3	0,2	-2,4	-3,8	-4,0	-4,3
Sociedades no financieras	-1,4	0,7	-1,8	-5,9	-6,7	-6,4

FUENTE: Banco de España.

**a** La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

**b** No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

**c** Excluye los fondos de inversión.

**d** Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

**e** Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

**f** Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulación.

de 2013. Los indicadores habituales que se utilizan para aproximar la evolución del crédito a las pymes parecen indicar que en los últimos meses se habría moderado la pauta de caída del saldo de la financiación de este tipo de sociedades en las ramas distintas de la construcción y el sector inmobiliario que se venía observando desde 2011.

La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente al segundo trimestre de 2013, evidencia que durante este período continuó reduciéndose el saldo vivo

de la financiación bancaria en todas las ramas productivas. En la construcción y en el sector inmobiliario la caída se moderó ligeramente (0,5 y 0,1 pp, respectivamente, con respecto al trimestre anterior), hasta situarse en el 17,9 % en el primer caso y en el 9,1 % en el segundo. En la industria y en el resto de servicios, en cambio, el ritmo de disminución se intensificó, hasta alcanzar el 11,3 % y el 6,8 %, 2,2 pp y 0,5 pp, respectivamente, más que en marzo.

Los últimos datos disponibles de las cuentas financieras, referidos al segundo trimestre de 2013, muestran que la posición acreedora del sector de sociedades no financieras se redujo ligeramente, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 3,1 % del PIB. Esta evolución, unida al aumento de sus adquisiciones de acciones y participaciones en el resto del mundo, se tradujo en un ligero descenso 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 utilizando la información de las cuentas financieras), que se situó en el 1,7 % del PIB, 0,2 pp por debajo del registro de marzo.

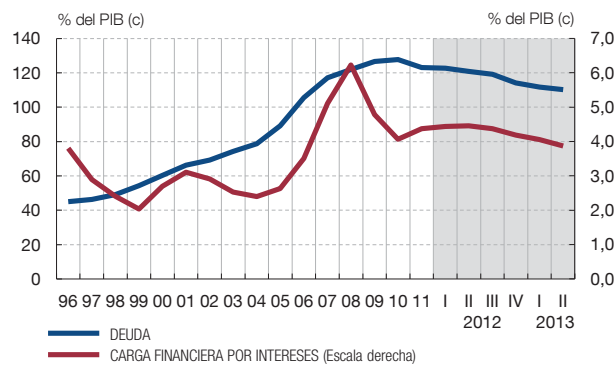
Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de las empresas en relación con el PIB continuaron reduciéndose durante el segundo trimestre de 2013 (véase gráfico 25). Los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) revelan que la caída de la actividad y las rentas empresariales se prolongó en la primera mitad de 2013, aunque fue menos intensa que en el mismo período del año anterior. Así, el valor añadido bruto decreció un 3,1 % (frente al retroceso del 5,2 % registrado en el primer semestre de 2012), mientras que el resultado ordinario neto disminuyó casi un 15 % (11 pp menos que entre enero y junio de 2012). Ello se tradujo en una reducción de la rentabilidad ordinaria tanto en relación con los activos netos como con los recursos propios, que se situaron en ambos casos en el 3,6 %. El retroceso de los excedentes ordinarios fue superior a la caída de los pasivos con coste y de los gastos financieros de las empresas de esta muestra, por lo que sus ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con las rentas se elevaron ligeramente. Por su parte, el nivel de deuda en relación con los activos de estas sociedades descendió, de forma algo más acusada en el caso de los grandes grupos empresariales. En este contexto, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, que aproximan el impacto que la posición patrimonial de las sociedades tiene sobre sus decisiones de inversión en capital fijo y empleo, descendieron por segundo trimestre consecutivo, aunque se sitúan en valores históricamente elevados. Por su parte, los analistas apenas han revisado sus perspectivas sobre los beneficios de las empresas cotizadas a corto plazo, para los que anticipan una estabilidad, si bien han modificado significativamente al alza sus expectativas para los horizontes más largos (véase gráfico 26).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

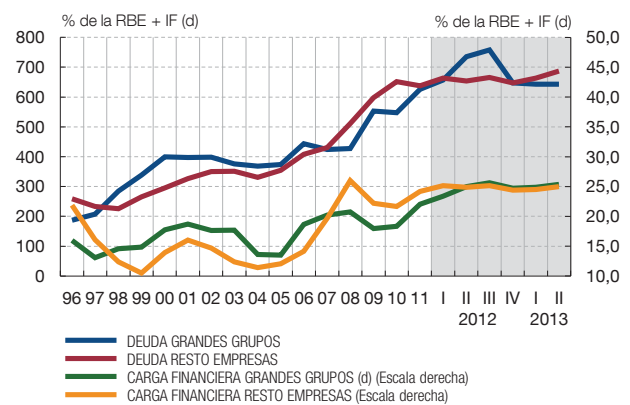
En el segundo trimestre de 2013, según las cuentas financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se mantuvieron próximas al 11 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, sin apenas variaciones con respecto a tres meses antes.

Como es habitual, en el segundo trimestre de 2013 la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que se obtuvieron fondos equivalentes al 13 % del PIB de este período. En términos acumulados de doce meses, los recursos obtenidos mediante estos instrumentos alcanzaron el 9,7 % del PIB, 3 pp más que en marzo (véase gráfico 27). Parte de este incremento es atribuible a la conversión en bonos de un préstamo sindicado que se había solicitado para la constitución

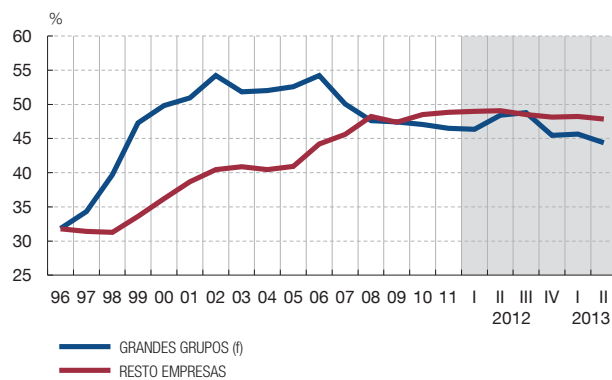
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



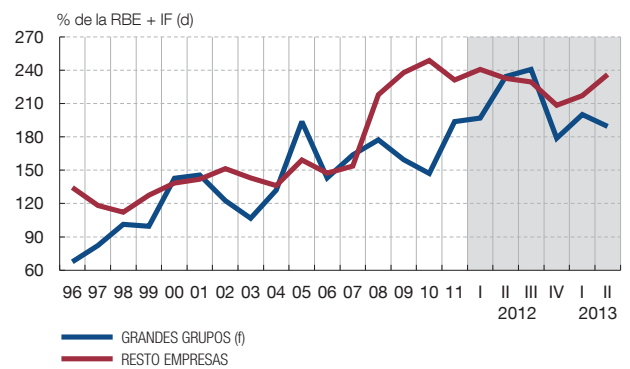
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



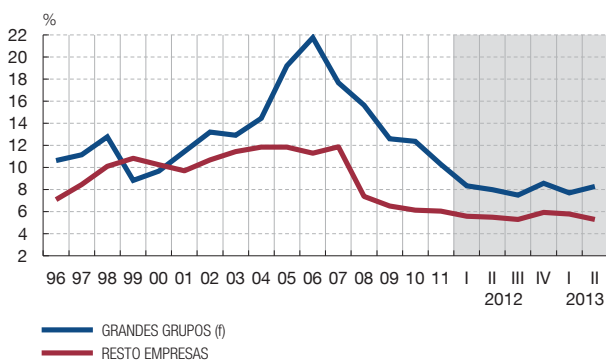
DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



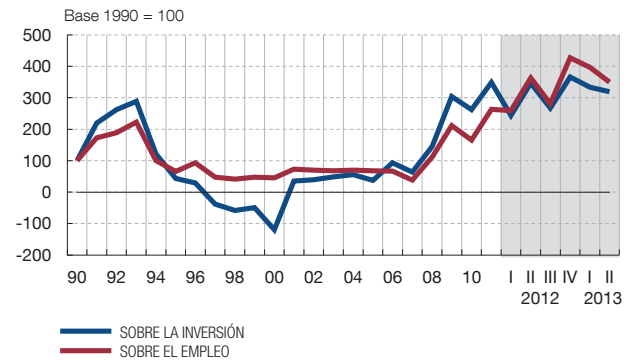
CARGA FINANCIERA TOTAL (g). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



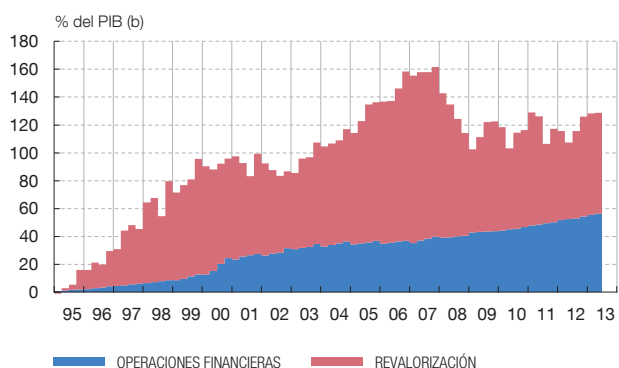
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (h)



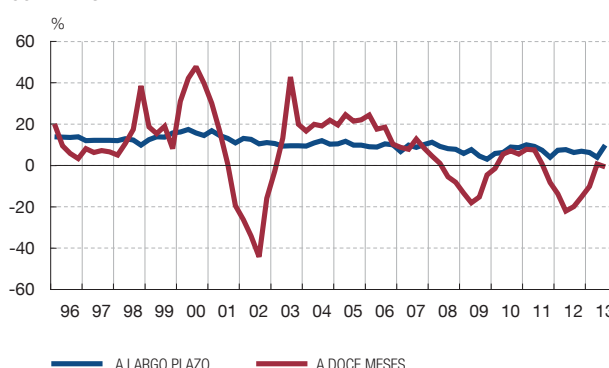
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de la 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 CBT.
- b Recursos ajenos con coste.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- g Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- h Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS

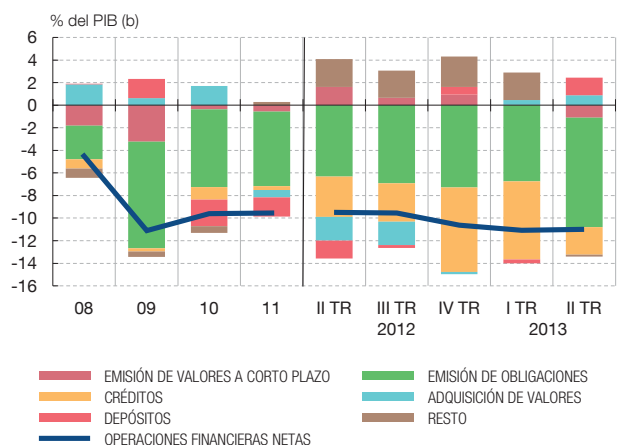


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

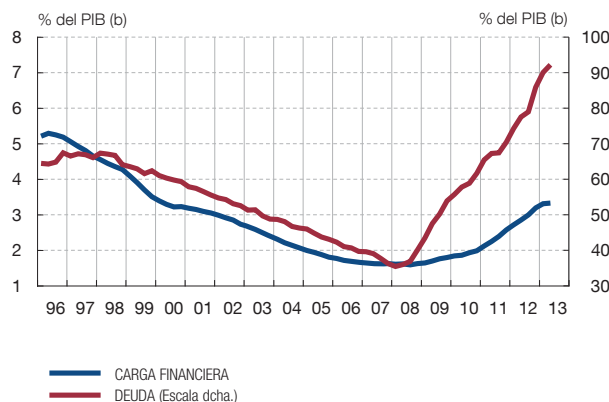
- a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.
- b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Datos acumulados de cuatro trimestres

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

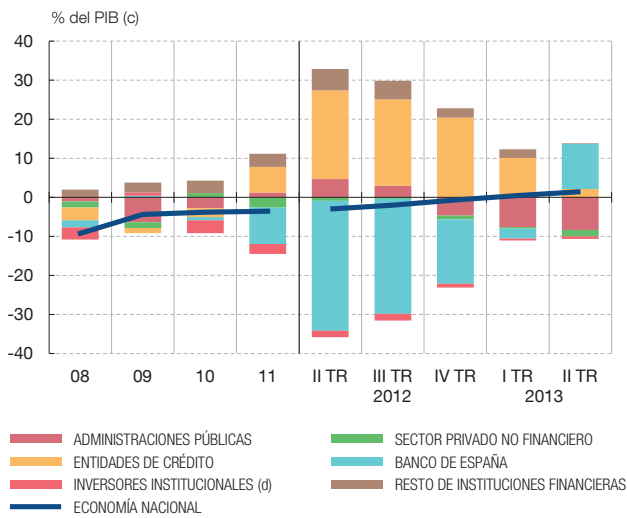
- a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, lo que tiene como contrapartida una reducción de la partida de crédito. Por el lado del activo, los depósitos y las inversiones en valores siguen presentando una variación positiva, en términos acumulados de cuatro trimestres.

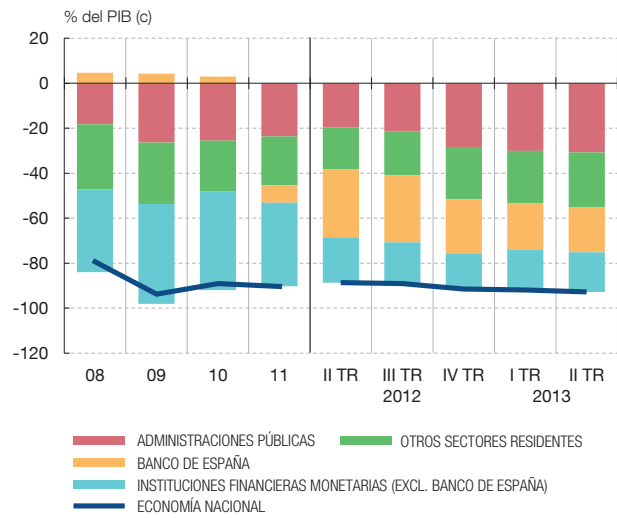
La expansión de los pasivos, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en un nuevo aumento de la ratio de endeudamiento del sector (92,2 % del PIB en junio, 2,2 pp más que en el primer trimestre). En cambio, la carga financiera se mantuvo estable en el 3,3 % del PIB gracias al descenso de los tipos de interés medios de la deuda viva. Los datos más recientes evidencian que la financiación de las AAPP ha seguido creciendo a un tasa elevada, que, en términos interanuales, alcanzó el 17,9 % en agosto, 0,7 pp más que en junio.



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 La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.  
 d Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, entre marzo y junio la economía española presentó una capacidad de financiación equivalente al 2,8 % del PIB del trimestre, lo que contrasta con las necesidades de financiación del 0,7 % del PIB del primer trimestre. En términos acumulados de doce meses, la capacidad de financiación aumentó 0,9 pp, hasta alcanzar el 1,4 % del PIB (véase cuadro 10). Este incremento fue el resultado de una elevación del saldo acreedor de los hogares, un retroceso del de las instituciones financieras y variaciones poco significativas en las necesidades de financiación de las AAPP y en el ahorro de las sociedades no financieras.

En el segundo trimestre de 2013 se registró una entrada neta de capitales en la economía española, excluyendo las operaciones del Banco de España, como resultado de un volumen de desinversiones de los agentes nacionales en el exterior superior a la reducción de las tenencias del resto del mundo de pasivos emitidos por sectores residentes. Esta evolución, unida a la capacidad de financiación de nación, se tradujo en un descenso del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo. De este modo, en términos acumulados anuales, esta partida se redujo por un importe equivalente al 11,6 % del PIB (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a julio, muestra unas salidas netas de fondos ligeramente superiores a la capacidad de financiación de la economía, lo que se reflejó en un leve aumento en la posición deudora del Banco de España frente al exterior.

Por el lado de los pasivos, el detalle por instrumentos muestra que en el segundo trimestre de 2013 los flujos más cuantiosos se canalizaron a través de la posición intrasistema del Banco de España, que se redujo en una cuantía equivalente al 6,8 % del PIB trimestral (13,5 % en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 12). También descendieron las tenencias del resto del mundo de títulos de renta fija emitidos por sectores residentes, que presentaron un retroceso equivalente al 4,1 % del PIB trimestral, como resultado de la evolución de los emitidos tanto por las AAPP como por las entidades de crédito y

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 12

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012		2013	
				IV TR	I TR	II TR	
Operaciones financieras netas	-4,4	-3,8	-3,5	-0,6	0,5	1,4	
Operaciones financieras (activos)	-0,7	-3,7	1,7	1,7	-0,1	-4,4	
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Efectivo y depósitos	-3,3	-1,5	0,1	0,6	-1,3	-3,0	
<i>De los cuales:</i>							
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-1,7	-1,3	0,0	0,2	-1,7	-2,7	
Valores distintos de acciones	0,0	-7,3	-1,1	-1,2	-1,4	-1,6	
<i>De los cuales:</i>							
<i>Entidades de crédito</i>	1,2	-3,2	1,3	1,2	1,0	0,7	
<i>Inversores institucionales</i>	-1,0	-4,1	-2,2	-1,6	-1,4	-1,4	
Acciones y otras participaciones	1,6	3,1	0,6	0,4	1,3	1,8	
<i>De las cuales:</i>							
<i>Sociedades no financieras</i>	0,2	3,1	-0,1	-0,4	0,6	1,0	
<i>Inversores institucionales</i>	0,6	0,5	-0,4	0,4	0,4	0,2	
Préstamos	0,3	1,0	2,1	1,9	1,6	-0,1	
Operaciones financieras (pasivos)	3,7	0,1	5,3	2,4	-0,6	-5,8	
Depósitos	-0,5	-0,5	8,9	0,6	-5,5	-16,9	
<i>De los cuales:</i>							
<i>Interbancario entidades de crédito (b)</i>	0,7	-7,5	-3,6	-5,4	-1,8	-2,5	
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (c)</i>	0,1	5,8	2,8	-8,2	-3,7	-1,6	
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	-0,8	0,2	10,8	15,0	1,3	-13,5	
Valores distintos de acciones	3,5	-2,7	-7,3	-5,6	-2,3	3,5	
<i>De los cuales:</i>							
<i>Administraciones Públicas</i>	5,2	2,0	-1,1	0,6	3,6	4,4	
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	-1,8	-2,8	-4,2	-3,7	-0,8	
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-2,7	-3,0	-3,5	-2,1	-2,2	-0,1	
Acciones y otras participaciones	1,0	2,1	2,6	3,4	3,7	3,6	
<i>De las cuales:</i>							
<i>Sociedades no financieras</i>	0,4	2,3	2,7	3,1	3,7	3,4	
Préstamos	0,2	1,4	0,9	4,1	3,5	4,1	
Otros neto (d)	-1,1	-1,1	0,0	-0,2	0,3	1,3	
PRO MEMORIA:							
Inversión directa de España en el exterior	0,9	2,7	2,7	-0,3	0,4	-0,1	
Inversión directa del exterior en España	0,7	2,9	2,9	2,0	2,5	2,7	

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Incluye operaciones *repo* bilaterales.

c Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

d Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

otras instituciones financieras no monetarias. No obstante, en términos anuales, la captación de recursos por esta vía siguió siendo positiva, por importe equivalente al 3,5 % del PIB. Por su parte, la inversión del resto del mundo en acciones y participaciones emitidas por agentes residentes volvió a ser positiva, aunque inferior a la del trimestre previo (1,2 % del PIB, 3,6 % en términos acumulados de doce meses). En línea con este desarrollo, la inversión directa del exterior en España descendió 1,9 pp, hasta situarse en el 2 % del PIB trimestral. Sin embargo, en términos acumulados de doce meses, aumentó ligeramente, hasta alcanzar el 2,7 % del PIB.

Por otra parte, en el segundo trimestre los sectores residentes redujeron sus tenencias de activos frente al resto del mundo por un importe equivalente al 7,4 % del PIB trimestral (4,4 % en términos acumulados de doce meses). La desinversión en el exterior se concentró en valores de renta fija (3,7 % del PIB, 1,6 % en términos acumulados de cuatro trimestres). Aunque las tenencias de acciones y participaciones emitidas por no residentes aumentaron (alcanzaron un importe equivalente al 2,9 % del PIB trimestral), la inversión directa de España en el exterior se redujo 2,1 pp, hasta apenas un 0,1 % del PIB trimestral (-0,1 % del PIB, en términos acumulados anuales).

El curso de los flujos financieros con el exterior, junto con las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, se tradujo en un incremento de 0,8 pp de la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo, que alcanzó el 92,8 % 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 del sector privado no financiero y, en menor medida, de las Administraciones Públicas, que fue parcialmente compensado por el descenso de la posición deudora de las instituciones financieras monetarias españolas (excluyendo al Banco de España), lo que permitió una reducción de los pasivos del Banco de España frente al resto del mundo.

18.10.2013.