

A lo largo de 2013 la economía española siguió una trayectoria de mejora gradual, que le permitió salir de la fase de contracción en la que había recaído a comienzos de 2011. Ello se produjo en un entorno de alivio de las tensiones en los mercados financieros, progresiva normalización de los flujos de financiación externa y mejora de la confianza y del comportamiento del mercado de trabajo. Tras experimentar un pequeño incremento del PIB en el tercer trimestre de 2013 (del 0,1 % en tasa intertrimestral), se estima que la economía creció a una tasa intertrimestral del 0,3 % en el cuarto, lo que se traduce en una tasa de variación nula cuando se compara con el último trimestre de 2012. Por el lado del gasto, la demanda nacional habría registrado un avance similar al de julio-septiembre (0,3 % en tasa intertrimestral) y la demanda exterior neta habría repuntado levemente, con una contribución nula al producto.

Con este cierre del año, y a pesar del perfil de mejoría reseñado, el PIB habría descendido un 1,2 % en el conjunto de 2013, tasa que en gran medida refleja el efecto arrastre derivado del pronunciado retroceso de la actividad al final de 2012. La caída de la producción en la media del año pasado fue consecuencia del descenso de la demanda nacional (-2,8 %), a pesar de que esta variable fue reduciendo su ritmo de contracción a lo largo del ejercicio, hasta alcanzar pequeños avances intertrimestrales a partir del verano, por primera vez desde finales de 2010. Todos sus componentes mostraron una mejoría a medida que avanzaba el año, de intensidad mayor en el caso del consumo privado, que anotó variaciones positivas ya en el tercer trimestre. Los componentes públicos del gasto amminoraron su contribución negativa a la actividad tras la decisión del Consejo Europeo de junio de relajar el objetivo presupuestario para 2013, desde el 4,5 % anterior al 6,5 % del PIB en la nueva senda¹. Por su parte, la demanda exterior neta mitigó por sexto año consecutivo el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, estimándose una aportación de 1,6 puntos porcentuales (pp) al producto, apoyada en la expansión de las exportaciones, ya que las importaciones se estabilizaron, tras los acusados descensos del año anterior. Este comportamiento de las exportaciones reflejó un crecimiento de las ventas de bienes al resto del mundo muy superior al avance de los mercados de exportación y una evolución excepcionalmente positiva de las exportaciones de turismo. La contribución de la demanda exterior neta mostró, no obstante, una trayectoria descendente a medida que se fueron desacelerando las exportaciones, tras el debilitamiento de las economías emergentes, y fueron repuntando las compras al resto del mundo, por la incipiente recuperación de la demanda final.

Desde la óptica de la oferta, los descensos del valor añadido de las distintas ramas productivas en el promedio anual fueron inferiores a los del año precedente, y el mejor comportamiento a lo largo del ejercicio se plasmó en pequeños repuntes de la industria y de los servicios de mercado a partir del tercer trimestre. El empleo también cayó a un ritmo más bajo que el de 2012, estimándose un descenso del número de ocupados del 3,3 %. Con todo, esta cifra anual refleja, como en el caso del PIB, un notable efecto arrastre motivado por el negativo comportamiento de la ocupación en el tramo final de 2012. De hecho, el ritmo de destrucción de puestos de trabajo se fue atenuando

¹ Esta decisión se tomó en junio de 2013, en un marco más general, en el que, tras la finalización del Semestre Europeo, se acordó una extensión de los plazos exigidos para situar el déficit público por debajo del 3 % para aquellas economías que se enfrentaban a un mayor deterioro de la situación macroeconómica (en el caso de la economía española la extensión fue de dos años, hasta 2016).

| | 2012 | 2013 | 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 | -1,6 | -1,2 | -0,4 | -0,5 | -0,4 | -0,8 | -0,4 | -0,1 | 0,1 | 0,3 |
| Consumo privado | -2,8 | -2,4 | 0,2 | -1,1 | -0,7 | -2,0 | -0,6 | 0,0 | 0,4 | 0,4 |
| Formación bruta de capital | -6,9 | -5,6 | -1,4 | -3,2 | 0,2 | -3,0 | -1,4 | -2,1 | 0,1 | 1,1 |
| Demanda interna | -4,1 | -2,8 | -0,5 | -1,3 | -1,0 | -1,8 | -0,4 | -0,6 | 0,3 | 0,3 |
| Exportaciones | 2,1 | 5,0 | -3,1 | 0,6 | 6,5 | 0,6 | -4,3 | 6,4 | 2,2 | -0,6 |
| Importaciones | -5,7 | 0,3 | -3,3 | -2,2 | 4,6 | -2,6 | -4,5 | 5,2 | 2,8 | -0,6 |
| Contribución de la demanda exterior neta (b) | 2,5 | 1,6 | 0,1 | 0,8 | 0,6 | 1,1 | 0,0 | 0,5 | -0,1 | 0,0 |
| Tasas de variación interanual | | | | | | | | | | |
| PIB | -1,6 | -1,2 | -1,2 | -1,6 | -1,7 | -2,1 | -2,0 | -1,6 | -1,1 | 0,0 |
| Empleo | -4,8 | -3,3 | -4,3 | -5,1 | -4,7 | -5,0 | -4,6 | -3,9 | -3,2 | -1,5 |
| Deflactor del PIB | 0,0 | 0,9 | -0,1 | -0,1 | 0,2 | 0,0 | 1,2 | 0,7 | 0,4 | 1,1 |
| Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) | | | | | | | | | | |
| IPC | 2,4 | 1,4 | 1,9 | 1,9 | 3,4 | 2,9 | 2,4 | 2,1 | 0,3 | 0,3 |
| IPSEBENE | 1,6 | 1,4 | 1,2 | 1,3 | 2,1 | 2,1 | 2,3 | 2,0 | 0,8 | 0,2 |
| IAPC | 2,4 | 1,5 | 1,8 | 1,8 | 3,5 | 3,0 | 2,6 | 2,2 | 0,5 | 0,3 |
| Diferencial del IAPC frente al área del euro | -0,1 | 0,2 | -0,9 | -0,6 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 0,6 | -0,6 | -0,5 |

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

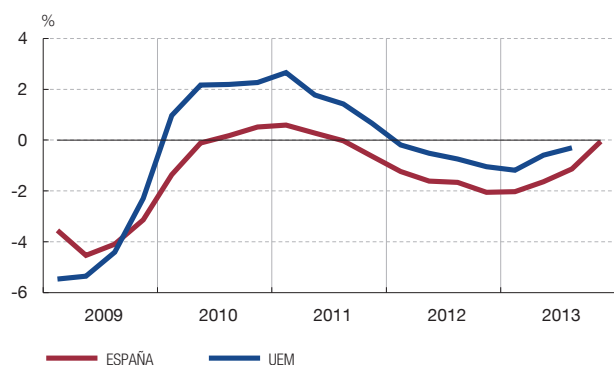
a Información disponible hasta el 17 de enero de 2014.

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

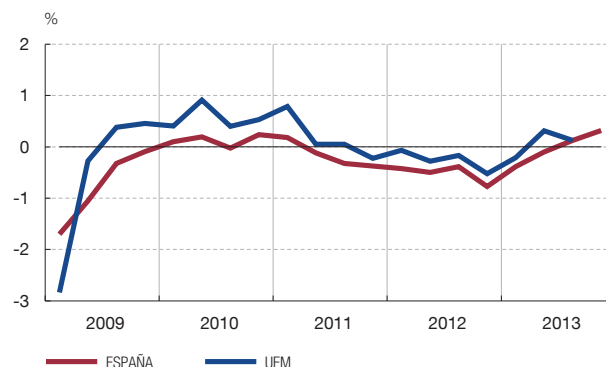
a medida que transcurría el año, estimándose para el último trimestre una leve creación de empleo en términos netos, por primera vez desde principios de 2008. La tasa de paro siguió una trayectoria descendente a partir del primer trimestre, cuando alcanzó un nivel del 27,2 % de la población activa, hasta situarse en el 26 % en el período julio-septiembre, en un contexto de mejoría de los flujos de empleo y de intensificación de la senda de retroceso de la población activa. Los costes laborales prolongaron en 2013 la pauta de moderación que se había ido perfilando en 2012. Para el promedio del año se estima una estabilización de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en los niveles del año precedente, así como un pequeño repunte en términos del total de la economía (0,7 %), derivado del efecto base del descenso de los salarios públicos en diciembre de 2012. En conjunto, los costes laborales por unidad de producto experimentaron un nuevo retroceso (1,4 %) —aunque en promedio de menor cuantía que el año anterior, por la ralentización de los avances de la productividad—, lo que habría permitido la continuación del proceso de recuperación de la competitividad. En 2013 la economía habría registrado capacidad de financiación, por primera vez desde 1997, como consecuencia, sobre todo, de la mejora del saldo del comercio de bienes no energéticos. Según los datos de Balanza de Pagos hasta octubre, la capacidad de financiación de la nación se elevó al 1,4 % del PIB (en términos acumulados de doce meses).

A su vez, la tasa de inflación acusó una marcada desaceleración en la segunda mitad del año, a medida que se fueron cancelando los efectos base del alza de algunos precios administrados y de la subida del IVA instrumentada en septiembre de 2012. Al margen de estos efectos de naturaleza más estadística, durante todo el año prevaleció un tono de estabilidad de precios. El IPC concluyó 2013 con una tasa interanual en diciembre del 0,3 % (0,2 % en términos del IPSEBENE), lo que determinó un diferencial de inflación con la UEM

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



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

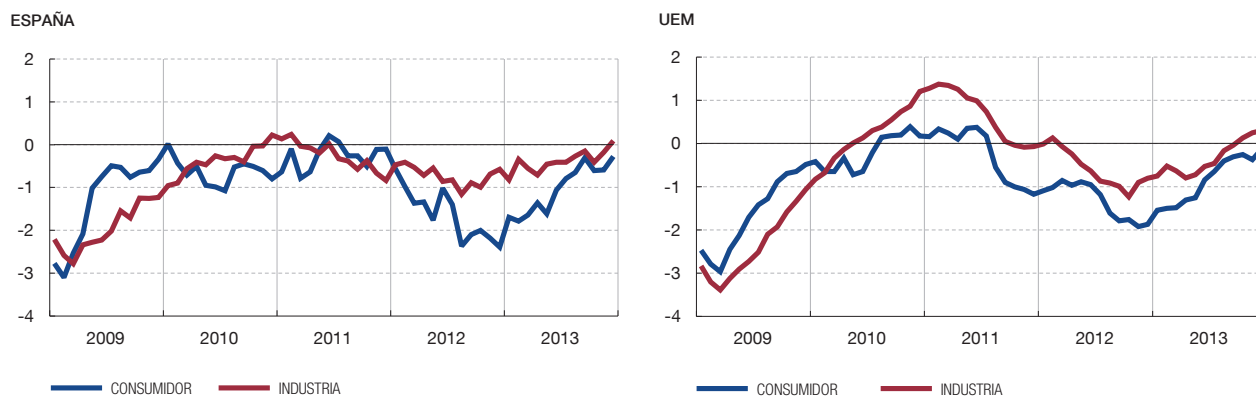
a Series ajustadas de estacionalidad.

negativo de 0,5 pp. Este resultado apunta a una traslación reducida de las subidas de la imposición indirecta a precios finales, como cabía prever en un contexto de debilidad cíclica y de avances significativos en el proceso de desindexación de la economía (véase recuadro 4).

En el panorama económico internacional, en los meses finales de 2013 se consolidó el tono positivo de la actividad en las economías desarrolladas y se atenuó la desaceleración de los emergentes tras los peores registros del trimestre precedente, en un contexto de reducción de la incertidumbre que había prevalecido desde la primavera. A ello contribuyeron unas condiciones financieras favorables y el mantenimiento de tasas de inflación en niveles reducidos, que llevaron a anticipar el mantenimiento de políticas monetarias expansivas por parte de los principales bancos centrales durante un período prolongado. Los precios de las materias primas tuvieron un comportamiento estable, observándose una tendencia moderadamente descendente en el caso del petróleo. En los mercados de divisas, el dólar se depreció con respecto a las principales monedas, con la excepción del yen.

En el área del euro, el proceso de estabilización de la situación financiera continuó su curso, de modo que los indicadores de tensión se redujeron hasta los niveles vigentes antes del inicio de la crisis de la deuda soberana a finales de 2009. No obstante, no se ha logrado superar la fragmentación que sigue caracterizando los mercados financieros del área, lo que se traduce en la persistencia de unas condiciones de financiación excesivamente estrictas para hogares y empresas en aquellos países donde la recuperación cíclica se encuentra más retrasada, contrarrestando así el tono expansivo de la política monetaria. Hay que subrayar que a lo largo de estos meses se han producido avances significativos en el desarrollo del marco legislativo de la unión bancaria, que constituye la principal línea de actuación frente a la situación de fragmentación de los mercados financieros del área del euro (véase recuadro 3).

La evolución de los indicadores económicos más recientes apunta a un ritmo de avance de la actividad en la UEM algo superior al del tercer trimestre, que daría continuidad al escenario de débil recuperación económica iniciado en los meses centrales del año. En este contexto, la inflación continuó moderándose, hasta concluir el ejercicio con una tasa interanual del 0,8 % en términos del IAPC, prácticamente igual a la que registró



FUENTE: Comisión Europea.

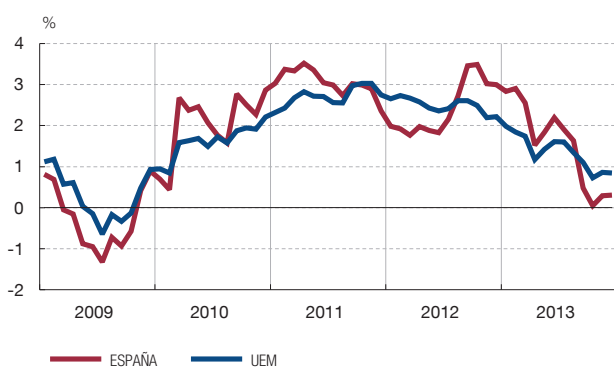
a Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

la inflación subyacente (0,7 %), que excluye los componentes más volátiles. Las previsiones para el horizonte relevante de la política monetaria anticipan que la inflación tenderá a situarse significativamente por debajo de 2 %, en un entorno económico en el que proseguirá la debilidad económica. En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE intensificó la orientación expansiva de la política monetaria en noviembre mediante la instrumentación de un descenso de 25 puntos básicos (pb) en los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito, que quedaron fijados en el 0,25 % y en el 0,75 %, respectivamente, y mantuvo el correspondiente al de la facilidad de depósitos en el 0 %. Asimismo, reiteró su intención de mantener los tipos de interés oficiales en sus niveles actuales, o más bajos si fuera preciso, durante un período prolongado de tiempo. En la conferencia de prensa tras el Consejo de Gobierno de enero, el presidente Draghi explicitó los escenarios bajo los que, de proseguir las condiciones actuales, se imprimiría un tono más acomodaticio a la política monetaria (un posible empeoramiento de las previsiones de inflación a medio plazo o una subida injustificada de los tipos de interés a corto plazo en los mercados monetarios). En el terreno de las medidas de suministro de liquidez, el Consejo había decidido en noviembre del año pasado extender la vigencia del procedimiento de subastas a tipo fijo con adjudicación completa en sus operaciones de financiación mientras sea necesario, y como mínimo hasta mediados de 2015.

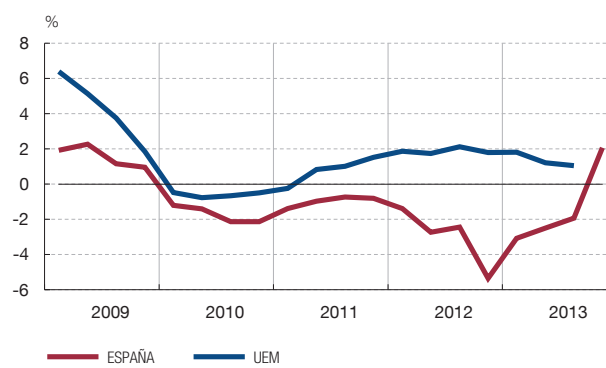
En España, en el último trimestre de 2013 concluyó con éxito el Programa de Asistencia Financiera para la recapitalización de algunas entidades de crédito, en línea con lo previsto, y se revisó al alza la perspectiva sobre la calificación de la deuda soberana española (de negativa a estable) por parte de dos agencias de calificación crediticia. En el ámbito de las políticas económicas no financieras se aprobaron importantes actuaciones en el terreno de la política fiscal, cabiendo destacar la entrada en vigor de la ley orgánica de creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, que completa el proceso de mejora del marco presupuestario de los últimos años², y la ley reguladora del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social, elementos ambos necesarios para avanzar en la

² Ley Orgánica 6/2013, de 14 de noviembre, de creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, que incorpora en su mandato la valoración de las previsiones macroeconómicas de los planes presupuestarios y el análisis de la implementación y ejecución de la política fiscal.

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.

sostenibilidad a medio plazo del sistema de pensiones³. En relación con el mercado laboral, se introdujeron modificaciones que afectaron principalmente a la regulación del contrato a tiempo parcial, con el objetivo de favorecer una utilización más flexible de aquel⁴.

Los mercados financieros españoles participaron de la mejoría registrada en el área del euro. Se observaron acusados descensos de las rentabilidades de deuda pública y de su diferencial con respecto a la referencia alemana, que para el plazo de diez años se situaba en niveles ligeramente por debajo de 200 pb en la fecha de cierre de este Boletín, así como disminuciones de las primas de riesgo crediticio privado. Se produjo asimismo una pronunciada revalorización de las cotizaciones en los mercados bursátiles, que elevó las ganancias del IBEX-35 al 21 % en el conjunto del año, trayectoria que ha continuado en las semanas transcurridas de 2014.

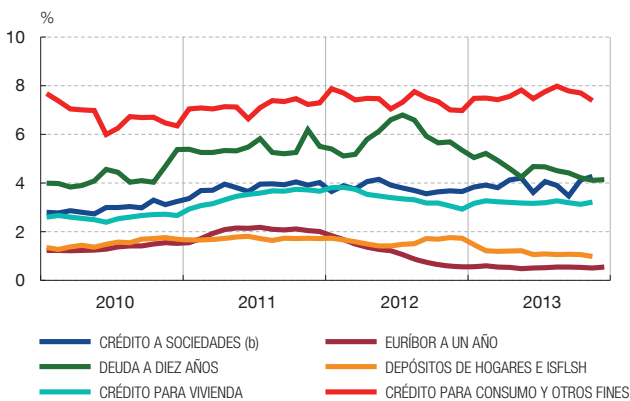
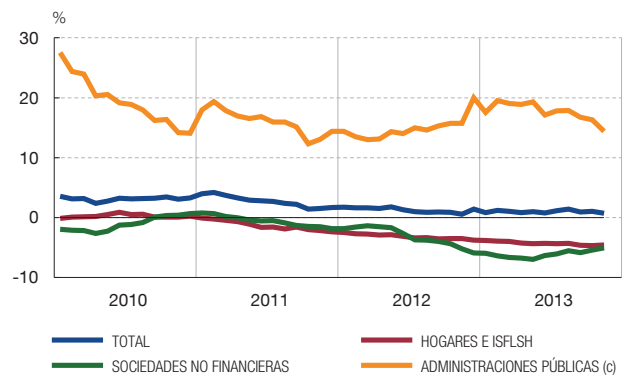
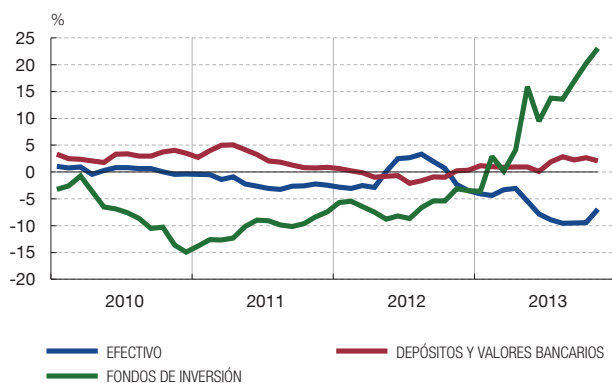
La traslación de esta mejoría a las condiciones de financiación del sector privado no financiero fue sin embargo limitada, como indica la evolución de los tipos de interés de los créditos concedidos a empresas y familias, que descendieron en pequeña cuantía y solo para determinados tipos de préstamos (consumo, en el caso de las familias, y de importe reducido, en el de las empresas), con lo que permanecen en niveles muy elevados para la orientación de la política monetaria. Pese a ello, el entorno exterior más favorable, la reducción de la incertidumbre y un cierto cambio de tono en las perspectivas del mercado laboral sustentaron registros algo más positivos del gasto de los hogares y de las empresas.

El consumo de las familias mostró signos de recuperación en la segunda mitad de 2013, tras dos años de caídas, que habían sido singularmente intensas en el tramo final de

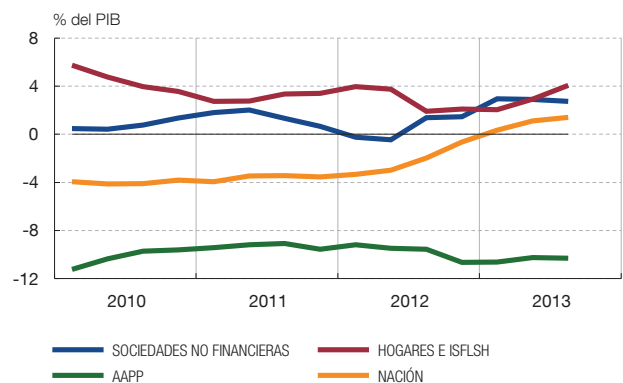
3 Ley 23/2013, de 23 de diciembre, reguladora del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social. Por otra parte, el 20 de diciembre se aprobó la también Ley Orgánica 9/2013, de 20 de diciembre, de control de la deuda comercial en el sector público, que establece indicadores y procedimientos conducentes a la adecuación de los pagos de los distintos entes públicos a los plazos legales. En los últimos meses del año, además, se implementó el primer tramo de la tercera fase del Plan de Pago a Proveedores, que según la información proporcionada por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas habría supuesto el pago de facturas pendientes con proveedores de las Administraciones Territoriales por valor de 5,4 mm de euros.

4 Real Decreto Ley 16/2013, de 20 de diciembre, de medidas para favorecer la contratación estable y mejorar la empleabilidad de los trabajadores.

TIPOS DE INTERÉS (a)

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS
Crecimiento interanualACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES
E ISFLSH
Crecimiento interanual

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

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

2012 por el impacto de un conjunto de medidas de consolidación fiscal que concentraron su efecto sobre la renta de las familias en esos meses. Para el cuarto trimestre de 2013 se estima un avance del consumo de cuantía similar al del período julio-septiembre, que, de confirmarse, implicaría un descenso del 2,4 % en su tasa media anual. La suave recuperación del consumo a lo largo del ejercicio se produjo en un contexto de ralentización de la caída de la renta disponible, más pronunciada en términos reales debido al menor avance de los precios en 2013, y de una evolución algo más favorable del componente financiero de la riqueza de las familias. Por su parte, la tasa de ahorro se mantuvo en torno a los niveles de cierre de 2012 (10,5 % de la renta disponible en el tercer trimestre de 2013, en términos acumulados de cuatro trimestres), en contraste con la trayectoria marcadamente descendente seguida por esta variable desde el nivel máximo que alcanzó en 2009 (del 17,8 %), lo que podría ser indicativo del progresivo agotamiento del recurso al ahorro como vía para suavizar la pauta de consumo, utilizada intensivamente en los años previos.

La inversión residencial siguió disminuyendo en los últimos meses del ejercicio, aunque a un ritmo ligeramente inferior al registrado en los meses de verano, estimándose un descenso en el promedio anual del 8 %. Tras este resultado, la inversión en vivienda habría retrocedido por sexto año consecutivo y su peso en el PIB se habría reducido en algo más de un 65 % desde el máximo cíclico a finales de 2006, hasta representar un 4,2 % del PIB. El tono de las transacciones de vivienda fue asimismo contractivo, como resultado de la debilidad de sus determinantes (renta disponible y condiciones de financiación, principalmente) y del impacto de un marco fiscal menos favorable, tras la elevación del IVA y la eliminación de la deducción fiscal a la adquisición de la primera vivienda en enero de 2013. No obstante, las operaciones de vivienda nueva aumentaron un 4 % en los nueve primeros meses de 2013, como consecuencia del dinamismo de las compras efectuadas por extranjeros. Por último, los visados cayeron nuevamente en 2013, hasta alcanzar valores mínimos históricos, lo que posiblemente indica que el ajuste del sector inmobiliario continuará este año, aunque su impacto sobre el PIB será cada vez más reducido. Finalmente, con información más retrasada, la pauta descendente del precio de la vivienda se habría moderado a lo largo de 2013. Según la estadística del Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda habría caído en el tercer trimestre a una tasa interanual del 4,5 %, lo que supone un ajuste desde su nivel máximo, alcanzado en el primer trimestre de 2008, de un 28,8 % (35,7 % en términos reales).

Según la información de las cuentas de los sectores institucionales, en 2013 apenas se habría modificado el balance entre ahorro e inversión de las familias, que se habría saldado con una capacidad de financiación del 2,6 % del PIB en el tercer trimestre (en tasa acumulada de cuatro trimestres), similar a la de 2012. Por otra parte, la financiación del sector de hogares muestra, con información hasta noviembre, un ritmo de caída interanual similar al de finales del tercer trimestre, del 4,6 %.

La inversión empresarial se avivó moderadamente en el tramo final del año, aunque continuó observándose un comportamiento diferenciado entre sus dos componentes principales. Por un lado, se estima un moderado repunte de la inversión en equipo, al hilo de los avances en la confianza, el mantenimiento de un cierto dinamismo de la cartera de pedidos para la exportación —más atenuado en estos meses finales del ejercicio— y la incipiente mejora en las perspectivas sobre la demanda interna. Por otro, la inversión en otras construcciones, vinculada en buena medida a la ejecución de proyectos de obra civil, podría haberse aminorado nuevamente, si bien a un ritmo inferior al de trimestres precedentes.

En 2013, la posición patrimonial de las sociedades no financieras mejoró sustancialmente, como muestra el recorrido alcista de la capacidad de financiación del sector, que se elevó hasta el 4,2 % del PIB en el tercer trimestre de 2013 (en acumulado de cuatro trimestres), frente a un 1,1 % del PIB del año anterior. La generación de recursos internos que comporta este proceso de exceso de ahorro sobre inversión ayuda a reducir la dependencia de fuentes de financiación ajenas a la empresa, por lo que podría estar siendo una práctica relativamente extendida en el contexto de condiciones de financiación estrictas que ha prevalecido en los últimos años. En el período más reciente, la deuda del sector de sociedades atenuó su ritmo de contracción, hasta una tasa interanual en noviembre del 5,2 %, frente al 5,9 % registrado dos meses antes. La pauta de progresiva reducción en el ritmo de caída del crédito a las empresas que se observa desde junio con los datos agregados se percibe también en el segmento de las pymes. Por ramas de actividad, este cambio es más marcado en la construcción y en los servicios inmobiliarios que en el resto de sectores.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, en los meses finales de 2013 la última información disponible sugiere que la demanda exterior neta habría realizado una contribución nula al crecimiento intertrimestral del PIB al cierre del año. Este resultado vendría determinado por una moderación tanto de las exportaciones (pues la mejora de los mercados del área del euro no habría compensado la ralentización del conjunto de las economías emergentes) como de las importaciones, que habrían atenuado su ritmo de crecimiento respecto al mayor dinamismo de los meses centrales del año.

En el ámbito de la consolidación fiscal, el conjunto de las AAPP registró en enero-septiembre de 2013 un déficit del 4,4 % del PIB (excluyendo ayudas a las instituciones financieras), ligeramente peor que el 4,3 % del mismo período del año anterior. En términos acumulados de cuatro trimestres, el déficit de las AAPP se situó en el 7 % del PIB. El cumplimiento del objetivo de déficit del 6,5 % del PIB para el ejercicio 2013 debería haber supuesto, por tanto, una mejora de las cuentas públicas considerable en el cuarto trimestre del año, superior a la observada en el mismo trimestre de 2012. En relación con la deuda de las AAPP, el volumen acumulado al final del tercer trimestre habría ascendido al 93,4 % del PIB, lo que supone un nuevo incremento trimestral, aunque a un ritmo más moderado que en el pasado reciente.

En lo relativo a la aplicación de las reglas presupuestarias europeas, la Comisión Europea publicó el 15 de noviembre su dictamen sobre los documentos presentados en octubre por el Gobierno. Basándose en sus últimas previsiones, la Comisión consideró que el Gobierno de España había tomado en 2013 medidas efectivas en consonancia con el cumplimiento de las recomendaciones efectuadas por el Consejo Europeo del 21 de junio. Con respecto a 2014, no obstante, la Comisión señaló riesgos a la baja sobre las previsiones de crecimiento económico y el esfuerzo fiscal estructural incorporados en los planes oficiales.

Los indicadores sectoriales disponibles sugieren una consolidación, a lo largo del cuarto trimestre, de la pauta de reactivación paulatina de actividad, sustentada, principalmente, en las ramas de servicios y, en menor medida, en la industria manufacturera. Como ya se ha señalado, se observó asimismo una clara mejoría en la evolución del empleo, que podría haber alcanzado registros levemente positivos en términos netos, tras la estabilización observada en el tercero, lo que situaría la tasa de descenso interanual de la ocupación en el entorno del 1,5 % (-3,2 % en el trimestre precedente). Esta evolución intensificaría la trayectoria de moderación del crecimiento de la productividad aparente del trabajo que se observa desde principios de 2013, que podría situarse en el entorno del 1,5 %, frente al 3,1 % registrado a finales de 2012. El comportamiento más favorable del empleo fue generalizado por ramas de actividad, según la información disponible sobre las afiliaciones a la Seguridad Social, observándose caídas intertrimestrales de la ocupación en la industria y en la construcción, si bien a tasas más moderadas que en el trimestre precedente, y un repunte en el empleo en las ramas de los servicios de mercado. Asimismo, en los servicios de no mercado se produjo un aumento interanual de las afiliaciones, tras los descensos de los trimestres precedentes. El paro registrado, por su parte, mostró un retroceso interanual, por primera vez desde el segundo trimestre de 2007, favorecido por el mejor comportamiento del empleo y el mantenimiento de la senda descendente de la población activa.

Los indicadores de costes laborales disponibles para el cuarto trimestre de 2013 consolidan la pauta de moderación salarial que se venía observando desde principios del año. El incremento medio de las tarifas hasta diciembre se situó en el 0,6 % (1 % para el año

2012), con incrementos más reducidos entre los convenios de nueva firma (0,4%). La continuación del proceso de moderación salarial, que ya estaría ofreciendo sus frutos en términos de creación de empleo, resulta clave para contribuir a que la recuperación de la actividad que se está empezando a observar se traduzca en una reducción apreciable de la elevada tasa de desempleo.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

A lo largo del último trimestre la evolución económica internacional se ha caracterizado por una mejoría generalizada de la actividad en los países desarrollados, que ha sorprendido al alza en muchos casos, y por la estabilización del crecimiento en las economías emergentes, cuya desaceleración durante los últimos trimestres parece haberse moderado. Adicionalmente, los flujos de comercio global están repuntando. En las economías avanzadas esta mejora se está produciendo en ausencia de presiones inflacionistas y en un contexto de paulatina disminución de la incertidumbre, a la que ha contribuido en los últimos meses la clarificación de las estrategias de política monetaria. En el mismo sentido, la firma de un acuerdo presupuestario en Estados Unidos, en diciembre, ha atenuado la incertidumbre en ese frente. La reacción de los mercados financieros ante estos anuncios ha sido moderada y apunta a una normalización gradual de las condiciones de financiación globales. Entre las economías emergentes se sigue observando una mayor heterogeneidad y discriminación en los mercados, con un grupo disperso de economías vulnerables, donde la volatilidad financiera y las presiones inflacionistas derivadas de las depreciaciones cambiarias son mayores. En el recuadro 1 se analiza el impacto de un menor crecimiento en las economías emergentes (en línea con la desaceleración observada en 2013) sobre la recuperación de las economías avanzadas.

En el último trimestre de 2013, la evolución de los mercados financieros de las economías avanzadas vino marcada por varios acontecimientos que contribuyeron a reducir la incertidumbre existente, en especial sobre política fiscal y monetaria en Estados Unidos. El entorno de apetito por el riesgo se mantuvo, como se refleja en el buen comportamiento de las bolsas —que acumularon ganancias significativas durante el trimestre (9 % en el S&P o 15 % en el Nikkei)— y en la reducción en los índices de volatilidad. En el caso de los mercados de deuda, los tipos de interés de largo plazo regresaron a niveles cercanos a los máximos alcanzados a principios de septiembre, igualmente con un nivel de volatilidad mucho menor. En los primeros días de enero se mantuvieron estas tendencias generales, y la bolsa marcó nuevos máximos históricos. En los mercados emergentes, la reacción a la confirmación del inicio del *tapering* fue relativamente suave, si bien desde comienzos de año se ha registrado un deterioro acusado, en algunos países, tanto de los índices bursátiles como de los diferenciales soberanos, fruto de factores idiosincráticos, como los problemas políticos o la debilidad de la posición exterior. En los últimos meses de 2013 se produjeron salidas significativas de los fondos de bolsa y de deuda. En contraste, las emisiones en el mercado primario alcanzaron en diciembre los 17.500 millones de dólares, con un dominio de las emisiones de soberanos con *ratings* por debajo del grado de inversión, de modo que en el conjunto de 2013 se emitieron 430 mm de dólares, un 3 % más que en 2012, marcando con ello un nuevo máximo histórico. Los precios de las materias primas mantuvieron una relativa estabilidad durante el trimestre. El precio del barril de petróleo tipo Brent se movió en el rango de los 103-113 dólares, los metales industriales mostraron un ligero encarecimiento, mientras que los precios de los alimentos retrocedieron debido a factores de oferta. Por último, el oro acentuó su caída en el trimestre (6,4 % desde septiembre y un 27 % en el conjunto de 2013).

En Estados Unidos el PIB creció un 4,1 % en tasa trimestral anualizada (2 % en tasa interanual) en el tercer trimestre de 2013, tras revisarse sustancialmente al alza las primeras estimaciones publicadas. La contribución de la variación de existencias se situó en 1,7 pp, pero, aun descontando esta aportación, el crecimiento fue algo superior al de trimestres anteriores. Los indicadores publicados del cuarto trimestre han sorprendido al

La rápida y vigorosa recuperación que mostraron las economías emergentes tras la crisis económica y financiera global fue seguida por un proceso de desaceleración gradual desde comienzos de 2011, de forma que en los últimos tres ejercicios el crecimiento de este conjunto de economías ha sido sistemáticamente inferior al esperado. Esta evolución plantea la posibilidad de una reevaluación a la baja del crecimiento potencial de las economías emergentes o, al menos, la necesidad de valorar el grado de persistencia de su desaceleración. Aunque la información más reciente apunta a una cierta estabilización del crecimiento en estas economías, existen riesgos de desaceleración adicional, especialmente en el actual contexto de normalización del ciclo monetario en las economías avanzadas, lo que puede tener, a su vez, consecuencias negativas sobre el crecimiento global. Las economías emergentes representan ya cerca de la mitad del PIB mundial, por lo que su desaceleración tendrá efectos de calado sobre el crecimiento mundial, tanto a través de su aportación directa como a través de los efectos inducidos sobre el comercio internacional y, por tanto, sobre la actividad de las economías avanzadas.

Este recuadro presenta información sobre la magnitud esperada de estos efectos, centrándose en el canal comercial. Para ello, se parte de la exposición comercial de las economías avanzadas a las emergentes, tanto en términos de exportaciones brutas como de valor añadido de estas. Además, para captar los efectos de equilibrio general, se simula un *shock* de demanda en las economías emergentes con el modelo macroeconómico NIGEM. Los efectos analizados se centran en el canal comercial, incluyendo las respuestas de política monetaria y fiscal, de forma que el impacto global obtenido sería una cota mínima de los efectos potenciales, ya que no se tienen en cuenta los posibles canales de transmisión financieros ni de confianza de los agentes.

La exposición comercial de las economías avanzadas hacia las emergentes ha aumentado considerablemente en las dos últimas décadas, aunque los flujos comerciales entre las primeras todavía son mucho mayores (véase gráfico 1). En 2012, las exportaciones de bienes de las economías avanzadas hacia las emergentes representaron el 35 % de sus exportaciones y ascendieron al 8,1 % de su PIB. Estas exposiciones son muy heterogéneas, con los productores de materias primas y los países vinculados a las cadenas globales de producción abarcando una gran proporción del comercio entre ambos grupos de países. En cualquier caso, una fuerte desaceleración de la demanda de emergentes podría resultar especialmente problemática para países como Corea del Sur y algunos de los nuevos miembros de la UE, ya que las exportaciones de bienes hacia las economías emergentes suponen más del 15 % de su PIB (véase gráfico 2).

Hay que tener en cuenta, no obstante, que los datos de exportaciones bilaterales tienden a exagerar la importancia de las exposiciones directas entre países, ya que habitualmente incorporan consumos intermedios importados. Además, la proporción de consumos intermedios se ha incrementado sustancialmente con el auge de las cadenas globales de producción. La idea es que si, parte de las importaciones de un país están ligadas a sus exportaciones en forma de bienes intermedios, una reducción de estas últimas no se trasladará plenamente a una reducción del PIB, ya que las importaciones también disminuirán, amortiguando parcialmente el impacto sobre la actividad. La OCDE y la OMC han construido una base de datos (TiVA) que permite analizar el comercio exterior en términos de valor añadido, excluyendo de las exportaciones, por tanto, el contenido importado. En 2008, el valor añadido generado por las exportaciones de bienes y servicios destinadas a las economías emergentes representaba en las economías avanzadas el 6 % de su PIB, es decir, un 25 % menos que en términos de exportaciones (8 pp del PIB). Como se observa en el gráfico 2, aunque la exposición, en porcentaje del PIB, es más reducida cuando se usa el valor añadido, el patrón de exposición hacia las economías emergentes no cambia de manera relevante, de modo que algunos de los nuevos miembros de la UE y Corea del Sur siguen siendo los más expuestos también en términos de valor añadido. Las economías que muestran menor discrepancia entre las cifras de exportaciones y de valor añadido son las productoras de materias primas y las especializadas en bienes de capital, como Japón y Alemania.

Para evaluar la magnitud del impacto a través del canal comercial, se ha utilizado el modelo NIGEM, que tiene en cuenta consideraciones de equilibrio general, como son las interdependencias entre economías y las reacciones de los precios y de las políticas monetarias y fiscales. El escenario considerado supone una caída permanente de la demanda interna de todas las economías emergentes del 2 % del PIB a partir de 2014, con respecto al escenario base del modelo². En las simulaciones llevadas a cabo, la política monetaria en las principales economías avanzadas sigue una regla de Taylor con una elevada persistencia del parámetro de los tipos de interés, mientras que los tipos de cambio nominales se mantienen inalterados.

La caída de la demanda interna en las economías emergentes se traslada a las economías avanzadas a través de unas menores importaciones de bienes y servicios. Además, la desaceleración en las economías emergentes afectaría negativamente a los precios y cantidades demandadas de materias primas³, produciendo un efecto negativo adicional sobre los exportadores de estos productos, aunque también tendría un efecto compensador en los países importadores, entre ellos las economías avanzadas.

1 La categorización de las economías en avanzadas y emergentes utilizada en este recuadro se corresponde con la empleada por el FMI en el *World Economic Outlook*. Esta clasificación se basa principalmente en tres criterios (nivel de renta per cápita, diversificación de exportaciones y grado de integración en el sistema financiero global) y, a diferencia de otras clasificaciones alternativas, incluye Corea del Sur y algunos de los nuevos Estados miembros de la UE, como Eslovaquia o la República Checa, en el conjunto de economías avanzadas.

2 Un ejercicio similar se realiza en el documento de la OCDE, *General Assessment of the Current Economic Situation*, 22 de octubre de 2013, con resultados sobre actividad del mismo orden de magnitud.

3 En particular, China representa alrededor de tres quintas partes de las importaciones mundiales de hierro, cerca de un tercio de las de cobre y el 12 % de las de petróleo.

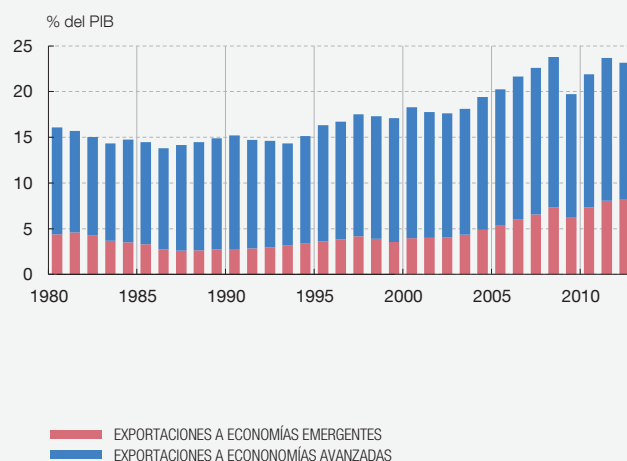
El gráfico 3 muestra la contracción final del volumen de importaciones de las economías emergentes, destacando la incidencia en los agregados del Este de Asia, Oriente Medio y América Latina. El comercio mundial se reduciría prácticamente un 2 % respecto al escenario base, en promedio entre 2014-2016. Dada la diferente composición geográfica y sectorial del comercio, la caída de la demanda externa incidiría de manera heterogénea en las exportaciones de las economías avanzadas. Las simulaciones muestran un mayor impacto en el volumen de exportaciones de Oceanía, Japón y Estados Unidos (véase gráfico 4). De hecho, las exportaciones de las economías avanzadas en media se reducirían un 1,7 % respecto al escenario base entre 2014 y 2016.

No obstante, el impacto total sobre la actividad en las economías desarrolladas de una determinada reducción de sus exportaciones dependerá de su grado de apertura comercial y de la composición de los bienes y servicios exportados. Las economías menos

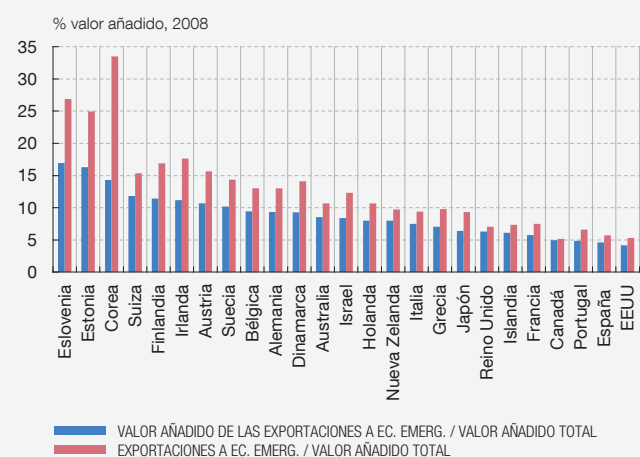
afectadas por la reducción de la demanda en las economías emergentes serían Estados Unidos y Canadá, con desviaciones en el entorno del -0,2 % en promedio entre 2014 y 2016 (véase gráfico 4), y la que más, Corea del Sur, con una caída superior al -1 %. En Japón, el área del euro y Reino Unido se registraría una reducción del PIB en torno al 0,5 % en promedio entre 2014-2016 respecto al escenario base. El impacto conjunto sobre la economía global resultaría ser algo inferior al 1 %.

En definitiva, el impacto de una caída significativa de la demanda de las economías emergentes tendría, en general, efectos significativos, aunque contenidos, sobre las economías avanzadas. No obstante, hay que recordar que los canales financieros y de confianza no están incorporados en el modelo. Un escenario de bajo crecimiento prolongado en las economías emergentes puede hacer aflorar vulnerabilidades en otros países y suponer un lastre a la reinstauración de la confianza a nivel global, dificultando la consolidación de una recuperación sostenida.

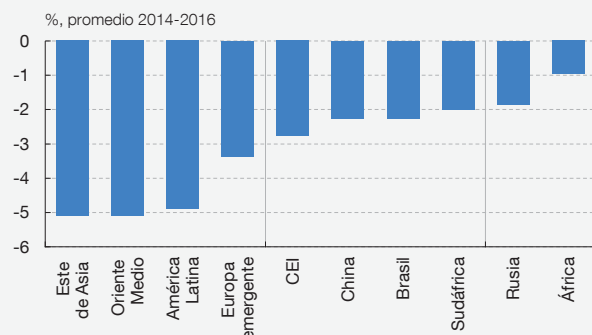
1 EXPOSICIÓN COMERCIAL ECONOMÍAS AVANZADAS



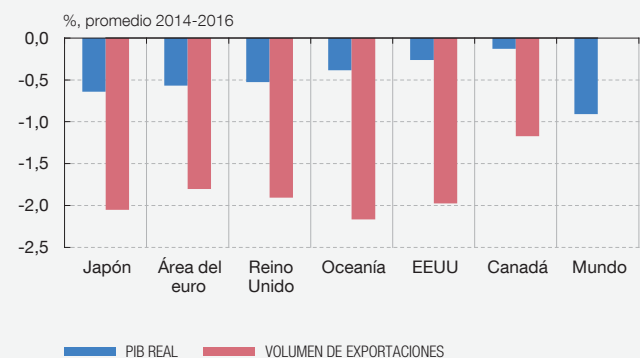
2 EXPORTACIONES Y VALOR AÑADIDO DE EXPORTACIONES A ECONOMÍAS EMERGENTES



3 DESVIACIÓN DE LAS IMPORTACIONES REALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES

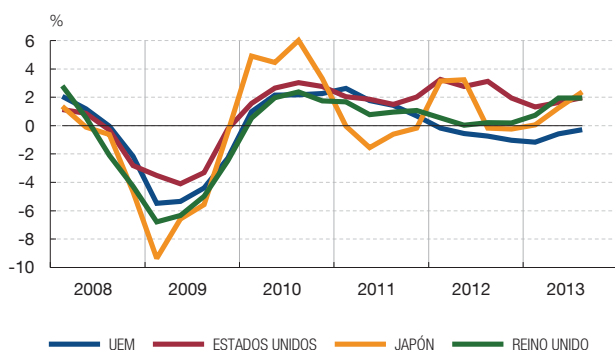


4 DESVIACIÓN DEL PIB Y DE LAS EXPORTACIONES REALES EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

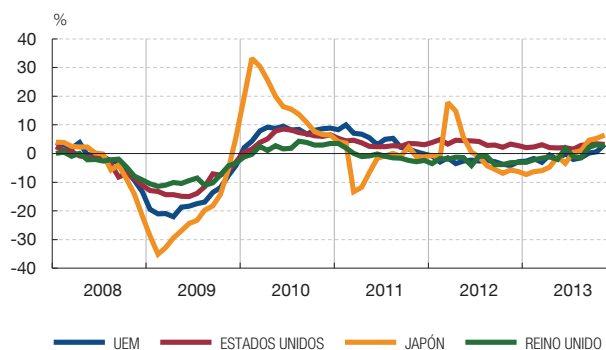


FUENTES: DOTS, IMF, OCDE, TIVA database, NIGEM y Banco de España.

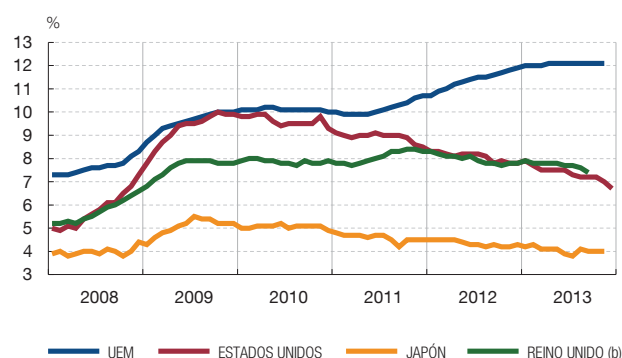
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



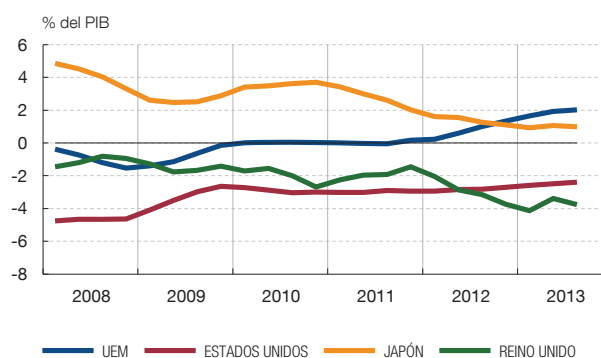
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

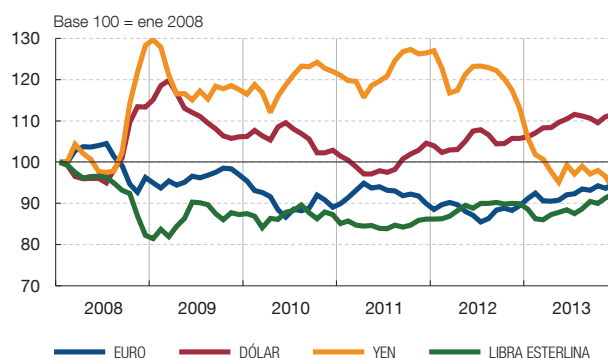
b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre.

alza también, de tal modo que el crecimiento, si se excluye la variación de existencias, podría haberse situado en una tasa similar a la del trimestre anterior, aun teniendo en cuenta el efecto negativo ocasionado por el cierre parcial de la Administración Federal en la primera quincena de octubre. En el lado positivo, destaca el aumento de los pedidos de bienes de fábrica en noviembre —y cierta corrección al alza en el dato de octubre—, pues apuntaría a un mayor dinamismo de la inversión en bienes de equipo, que ha sido uno de los componentes del PIB con un comportamiento menos positivo en los últimos años. En el mercado laboral, en el mes de diciembre se crearon solo 74.000 empleos, si bien la tasa de paro se redujo en tres décimas, hasta el 6,7 %, como resultado de una nueva caída de la tasa de participación. No obstante, en el conjunto del trimestre, se crearon una media mensual de 172.000 empleos netos, en línea con los dos anteriores trimestres. En el mercado inmobiliario, los datos publicados resultaron, en líneas generales, positivos, más por el lado de la oferta que por el de la demanda, donde las ventas de viviendas nuevas mostraron un comportamiento favorable, pero no las de viviendas de segunda mano. Mientras tanto, los precios de la vivienda continuaron aumentando. La inflación cerró el ejercicio 2013 en el 1,5 %, tras el aumento experimentado durante el cuarto trimestre, mientras que la subyacente lo hizo en el 1,7 %, valor en el que se ha situado en los tres últimos trimestres del año. La Reserva Federal decidió, en su reunión de diciembre, comenzar a reducir sus compras netas mensuales de activos financieros (de 85 mm a 75 mm de dólares) a partir de enero, aunque reforzó su orientación futura sobre el tipo de interés

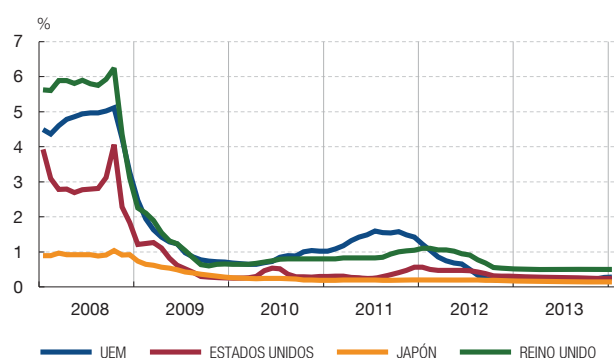
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



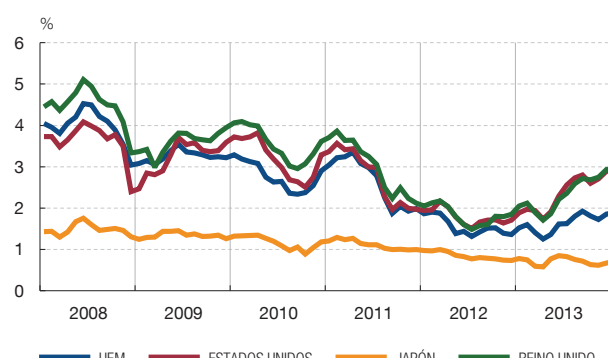
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



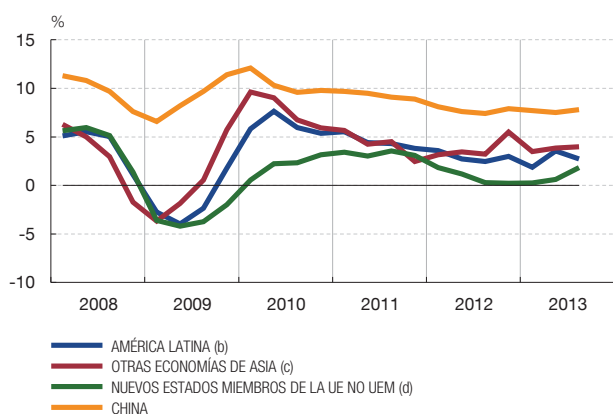
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

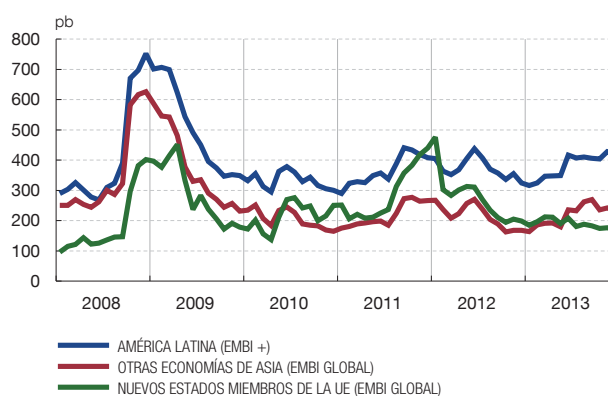
oficial, al señalar que no cabe esperar una elevación de este hasta bastante tiempo después de que la tasa de paro se sitúe por debajo del umbral del 6,5 %, especialmente si la inflación permanece por debajo del objetivo del 2 %. Mientras tanto, el Senado aprobó la nominación de Janet Yellen para ocupar la Presidencia de la Reserva Federal a partir del próximo 1 de febrero. En el terreno fiscal, el presidente Obama sancionó una ley que, en la práctica, supone fijar los techos de gasto para los años fiscales 2014 y 2015, reduciendo parcialmente los recortes automáticos previstos en esos años, y alejando el riesgo de otro cierre parcial de la Administración durante ese período. Asimismo, se aprobaron una serie de medidas, tanto por el lado de los ingresos como de los gastos, para compensar estos recortes.

En Japón, el PIB registró una importante desaceleración en el tercer trimestre, situándose su tasa intertrimestral en el 0,3 %, tras el 0,9 % registrado en el segundo, lo que se debe en parte a la notable desaceleración del consumo privado y a la contribución negativa de las exportaciones netas. Entre los indicadores correspondientes al cuarto trimestre destaca la debilidad de la producción industrial y del consumo, la estabilidad en la confianza empresarial y la continua mejora del mercado laboral. Por su parte, la inflación —medida sobre el IPC excluyendo alimentos frescos (objetivo del banco central)— continuó elevándose y alcanzó el 1,2 % en noviembre, mientras la tasa subyacente ascendió hasta el 0,6 %. El Banco de Japón mantuvo sin cambios su programa de compra de activos. Por último, se anunció un paquete fiscal por un importe equivalente al 3,9 % del PIB, con objeto de compensar parcialmente el impacto negativo que puede tener sobre la demanda la subida del IVA, prevista para abril.

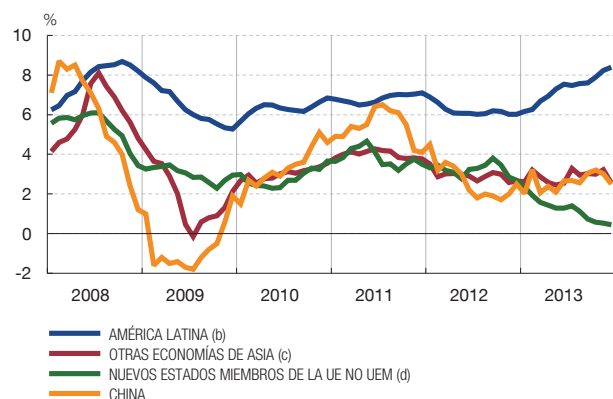
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



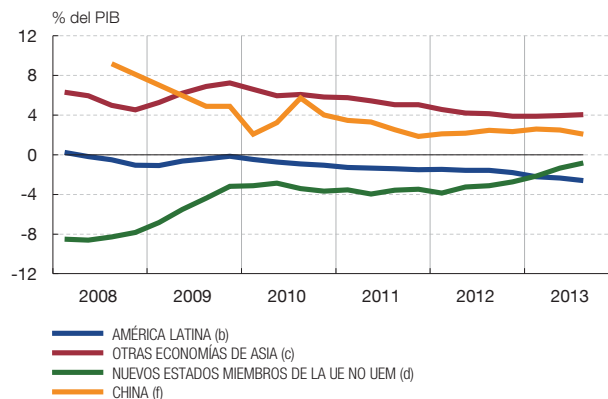
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, Banco de España, FMI 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, Rumanía y Croacia desde julio de 2013.
- 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 del 0,8 % en el tercer trimestre, con una revisión de la tasa interanual, desde el 1,5 % al 1,9 %. El consumo privado fue el principal soporte de la actividad, sustentado en un descenso de la tasa de ahorro. Los indicadores del cuarto trimestre, con cifras más moderadas de los PMI al cierre del año, señalan que la recuperación prosigue, aunque no se intensifica. En el mercado residencial, los precios de la vivienda han alcanzado tasas de crecimiento cercanas al 8 % interanual. En los meses recientes, el crecimiento del empleo ha sido más intenso, reduciéndose la tasa de paro hasta el 7,4 % en octubre. La inflación disminuyó una décima en diciembre, hasta el 2 %, volviendo a situarse en el objetivo establecido por la autoridad monetaria, tras haber permanecido más de cuatro años por encima de él. El Banco de Inglaterra no modificó sus instrumentos de política monetaria, si bien el *Informe de inflación* publicado en noviembre reflejaba una mejora de las perspectivas económicas, adelantando el momento en el que espera iniciar las subidas de tipos oficiales. Finalmente, según la encuesta de condiciones de crédito del cuarto trimestre de 2013, la demanda de fondos por parte de las empresas y de los hogares —en este caso,

para la adquisición de vivienda— aumentó, incrementándose la disponibilidad de crédito en estos mismos segmentos.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el crecimiento se elevó en el tercer trimestre (1,5 % interanual, frente al 0,8 % en el segundo) debido al mayor dinamismo de la demanda doméstica y, en particular, de las existencias. La aportación de la demanda exterior pasó a ser negativa, en contraste con el semestre precedente, por el repunte de las importaciones. En el cuarto trimestre, el ritmo de avance de la actividad ha seguido aumentando. Por su parte, la inflación se redujo en el conjunto del trimestre, hasta situarse en diciembre en el 0,7 % (0,9 % en septiembre). Desde septiembre de 2013, en un contexto de recuperación de la actividad y ausencia de presiones inflacionistas, los bancos centrales de la región han imprimido un tono más expansivo a sus políticas monetarias, con recortes de tipos en Hungría, Rumanía, Lituania y Letonia e intervenciones cambiarias a favor de la depreciación en la República Checa, ante el agotamiento del margen de descenso en el tipo oficial. Finalmente, cabe señalar la incorporación de Letonia al área del euro el pasado 1 de enero. Entre los países candidatos a la UE, la actividad continuó ganando impulso en Turquía en el último trimestre de 2013, si bien, en un contexto de deterioro del clima político, la volatilidad financiera y cambiaria ha resurgido, lo que llevó al banco central a aumentar la venta de reservas y a elevar los coeficientes de caja.

La economía china creció un 7,8 % interanual en el tercer trimestre, y los indicadores de actividad más recientes, correspondientes a octubre y noviembre, apuntan a un crecimiento sostenido en el cuarto trimestre, en un contexto de inflación moderada. El IPC se desaceleró desde el 3,1 % observado en septiembre hasta el 2,6 % de diciembre, si bien la tasa subyacente repuntó en una décima, hasta el 1,8 %. El crédito ha continuado dando soporte a la actividad, aunque se mantienen activas las alertas sobre los riesgos inherentes a su evolución. El banco central ha introducido una nueva referencia para los tipos preferenciales, determinada por el mercado, y ha introducido los certificados de depósitos negociables, cuyo tipo de interés también quedará fijado por el mercado, en un nuevo paso hacia la liberalización financiera doméstica. Además, se ha iniciado un proceso de control y regulación de las actividades fuera de balance del sector financiero (*shadow banking*). En el resto de Asia emergente el PIB se aceleró en el tercer trimestre del año 2013 hasta alcanzar un ritmo de expansión interanual del 4,6 %, apoyado en una mayor contribución de las demandas externas. La inflación registró una evolución heterogénea, con aumentos en India, Filipinas, Singapur y Malasia, y estabilidad o descensos en el resto de los países. En este marco, se produjeron subidas de tipos de interés oficiales en el cuarto trimestre en Indonesia y la India (25 pb en ambos casos), mientras que en Tailandia se redujo en 25 pb el tipo oficial, para tratar de estimular la actividad, en un contexto de fuerte conflictividad política y social.

En América Latina, el PIB creció en el tercer trimestre un 0,2 % en tasa trimestral, nueve décimas menos que en el segundo, reduciéndose la expansión interanual hasta el 2,7 %, a consecuencia de una desaceleración acusada de la inversión y, en menor medida, del consumo privado. Se observó, además, una notable disparidad regional, con retrocesos en Brasil, Venezuela y Argentina (-0,5 %, -0,3 % y -0,2 % trimestral, respectivamente), cierta recuperación en México (0,8 % trimestral), y un mayor dinamismo, con tasas trimestrales superiores al 1 %, en Chile, Perú y Colombia. Los indicadores de alta frecuencia para el cuarto trimestre apuntan a un cierto repunte del crecimiento en Brasil, México, Perú y Colombia. La inflación aumentó hasta situarse en el 8,3 % en diciembre, impulsada, además, por las elevadas tasas de Venezuela y Argentina.

En este contexto, el banco central de Brasil continuó su endurecimiento monetario, situando el tipo oficial en el 10,5 %, mientras que el de México lo redujo en 25 pb (por tercera vez en el año), hasta el 3,5 %. Los bancos centrales de Chile y Perú también recortaron sus tipos de referencia, tras haberlos mantenido sin cambios por un período prolongado; en 50 pb el primero, hasta el 4,5 %, y en 25 pb el segundo, hasta el 4 %, que además redujo los coeficientes de reservas bancarias. Los bancos centrales de Brasil y Colombia anunciaron que mantendrán las intervenciones cambiarias, el primero para sostener el tipo de cambio y el segundo para frenar la apreciación de su divisa. Por otra parte, México avanzó en su agenda reformista aprobando las reformas fiscal y energética, lo que indujo la subida del *rating* soberano del país en un escalón, hasta BBB+ por parte de Standard & Poor's. Asimismo, el *rating* de Venezuela fue recortado tanto por Standard & Poor's como por Moody's (hasta B- y Caa1, respectivamente), mientras Fitch elevó los de Colombia y Perú hasta BBB+ y el de Ecuador hasta B.

3 EL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

En el cuarto trimestre de 2013, el proceso de estabilización de la situación financiera en el área del euro continuó su curso, de modo que los indicadores de tensión se redujeron hasta los niveles vigentes antes del inicio de la crisis de la deuda soberana a finales de 2009. Las políticas de reforma y de consolidación fiscal adoptadas en los países más afectados por las tensiones, las medidas decididas por el BCE en el ámbito de su responsabilidad y los avances en el diseño de la gobernanza económica del área han sido factores que han contribuido a la recuperación de la confianza, alentada también por la reducción de la incertidumbre en el contexto internacional. No obstante, el grado de fragmentación que sigue caracterizando los mercados financieros del área continúa siendo demasiado elevado, lo que se traduce en la persistencia de unas condiciones de financiación excesivamente estrictas para hogares y empresas en aquellos países del área donde la situación cíclica se encuentra más deprimida, contrarrestando así el tono expansivo de la política monetaria.

En este contexto, la evolución de los indicadores económicos más recientes es coherente con la prolongación en el cuarto trimestre de 2013 de un escenario de débil recuperación económica. Más a medio plazo, las previsiones disponibles de organismos públicos y privados anticipan que el crecimiento de la actividad continuará siendo modesto en los dos próximos años, de modo que el PIB no alcanzará los niveles anteriores a la crisis hasta finales de 2015. Estas perspectivas, que se apoyan en una contribución significativa del sector exterior y están sujetas a riesgos a la baja, se hallan condicionadas por los elevados niveles de endeudamiento del sector privado, la necesidad de continuar con el proceso de consolidación fiscal y la mencionada situación de fragmentación financiera.

La inflación continuó moderándose en los meses finales de 2013. El último ejercicio de proyecciones del Eurosistema anticipa que, a pesar de un ligero repunte con respecto a las bajas tasas alcanzadas, la inflación tenderá a situarse significativamente por debajo del 2% a lo largo de 2014 y 2015, en el contexto descrito de debilidad económica y de gran atonía en la dinámica de los agregados crediticios (véase recuadro 2). En vista de estas circunstancias, en noviembre, el Consejo de Gobierno, entre otras medidas, redujo en 25 pb los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de la facilidad de crédito, al tiempo que reiteró su expectativa de que los tipos de interés oficiales permanecerían en sus actuales niveles o por debajo de ellos por un período de tiempo prolongado. En la conferencia de prensa tras el Consejo de Gobierno de enero, el presidente Draghi reforzó la política de comunicación adoptada en julio pasado de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), clarificando los dos escenarios que, en las circunstancias actuales, conducirían a la adopción de medidas adicionales de política monetaria: un posible empeoramiento de las previsiones de inflación a medio plazo o una subida injustificada de los tipos de interés a corto plazo en los mercados monetarios.

Finalmente, cabe destacar que los distintos programas de ayuda financiera a Irlanda y a España (en este último caso, para la recapitalización de la banca) concluyeron con éxito dentro del calendario previsto. Asimismo, a lo largo de los meses finales del año se han producido avances significativos en el desarrollo del marco legislativo de la Unión Bancaria, que constituye la principal línea de actuación frente a la fragmentación de los mercados financieros del área del euro (véase recuadro 3). El 1 de enero Letonia se convirtió en el decimoctavo miembro de la zona del euro.

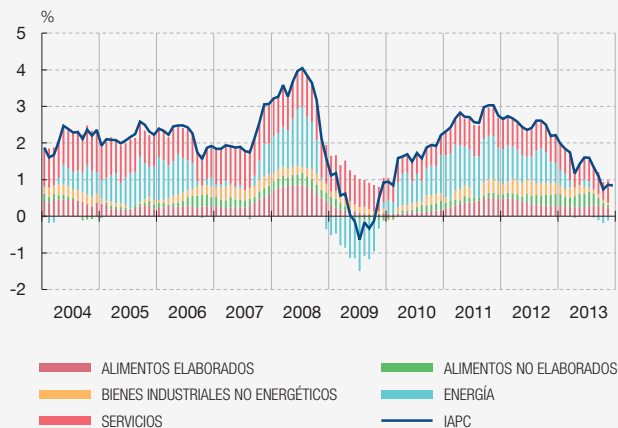
La inflación de la UEM experimentó un importante retroceso en 2013, finalizando el año en valores próximos al 0,8 % (2,2 % en diciembre de 2012). Esta disminución en el ritmo de avance del IAPC obedeció a una caída generalizada de todos los componentes del índice, coherente con el entorno general de debilidad económica, si bien es cierto que a la evolución contribuyeron también algunos factores especiales, tales como la menor

aportación de los precios de la energía (que se tornó negativa a finales del año), la caída en los últimos meses del ritmo de avance de los precios de los alimentos y el progresivo desvanecimiento de la aportación positiva de los impuestos indirectos (véanse gráficos 1 y 2). Por su parte, el IPSEBENE —que excluye alimentos no elaborados y energía— también se moderó en este período.

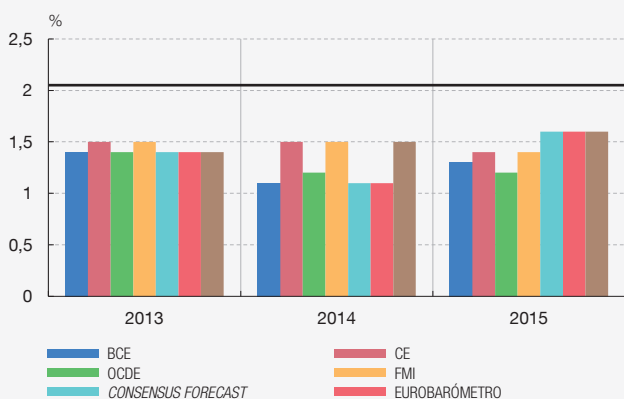
1 IAPC, IPSEBENE E INFLACIÓN SIN IMPUESTOS



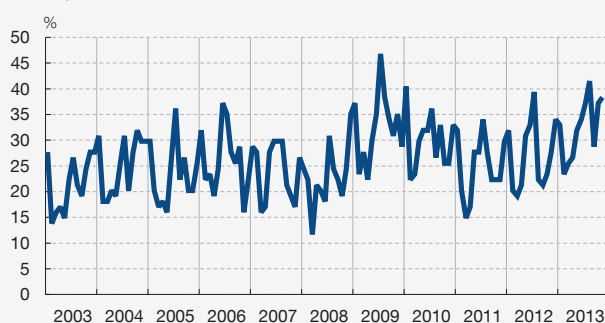
2 INFLACIÓN Y COMPONENTES



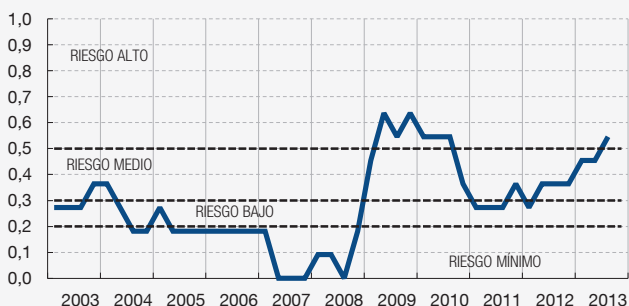
3 PREVISIONES DE INFLACIÓN



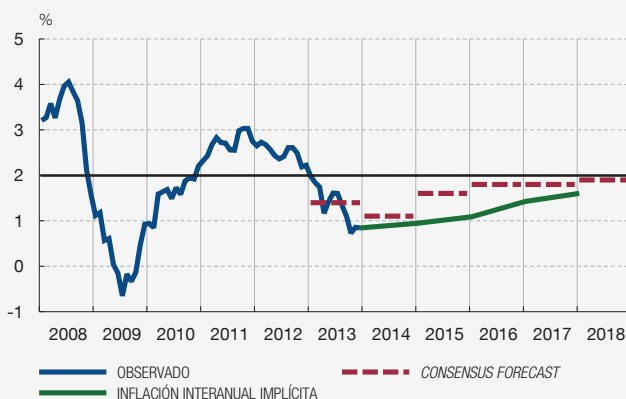
4 INDICADOR DE DIFUSIÓN DE LA CAÍDA DE PRECIOS
Porcentaje de partidas con caída de precio en el IAPC



5 ÍNDICE DE VULNERABILIDAD DE DEFLACIÓN



6 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO



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

Las proyecciones más recientes apuntan a que la inflación se mantendrá previsiblemente en niveles muy reducidos durante un período prolongado de tiempo (véase gráfico 3), en un contexto de lenta recuperación de la actividad y persistente elevado grado de holgura de la economía. Además, el entorno internacional, marcado por la desaceleración de aquellas economías cuyo crecimiento es más intensivo en el consumo de energía, sugiere que estos componentes no ejercerán presiones alcistas, tal como parece anticipar el mercado de futuros de petróleo. Finalmente, la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro en los últimos meses no permite prever tampoco el surgimiento de tensiones inflacionistas asociadas a los precios de importación, como tampoco resulta previsible que se repita la contribución excepcional que la imposición indirecta ha tenido en la evolución del nivel de precios en los últimos años.

Un escenario macroeconómico marcado por las perspectivas descritas de débil crecimiento de la actividad e inflación muy reducida requiere particular vigilancia por parte de la política monetaria, especialmente en momentos en los que su margen de actuación en el terreno de medidas convencionales es limitado, al encontrarse los tipos de interés oficiales muy próximos a su límite inferior efectivo. De este modo, un período prolongado de inflación excesivamente reducida incrementa la vulnerabilidad a perturbaciones negativas que pudieran generar riesgos de deflación o, más generalmente, de desanclaje de las expectativas de inflación. Estos riesgos, no obstante, parecen muy acotados en la actualidad. Así, por ejemplo, la evidencia más reciente suministrada tanto por el indicador de difusión de caída de precios¹ (véase gráfico 4) como por el índice de vulnerabilidad a deflación² (véase gráfico 5) sugiere que la probabilidad asociada a un potencial escenario deflacionista es menor que la registrada en 2009, período

en el que los efectos de la crisis financiera internacional se dejaron sentir con gran intensidad sin que llegaran a materializar los riesgos de deflación en la UEM. En sintonía con esta evidencia, las expectativas de inflación a más largo plazo permanecen ancladas en niveles coherentes con el objetivo de estabilidad de precios del BCE, si bien es cierto que la convergencia hacia valores cercanos al 2 % se prevé lenta (véase gráfico 6).

Por otro lado, un escenario de inflación excesivamente baja obstaculiza el proceso de absorción de los desequilibrios macroeconómicos en el área del euro, dificultando precisamente el ajuste en aquellos países que, habiendo acumulado importantes desequilibrios en el pasado, se ven hoy obligados a restaurar la competitividad de sus economías. En el contexto de la UEM, este proceso requiere que dichos países mantengan tasas de inflación por debajo de la media del área por un período relativamente prolongado. De este modo, la consolidación de un escenario de tasas medias de inflación para el conjunto del área muy inferiores al objetivo de medio plazo del BCE forzarían, pues, a estas economías a mantener en el tiempo tasas de inflación excesivamente bajas o negativas, que chocarían, por un lado, con la existencia de rigideces a la baja de precios y salarios nominales y, por otro lado, dificultarían el proceso de desapalancamiento en el que se hallan inmersas.

Todos estos elementos —la existencia de un límite inferior al recorrido de los tipos de interés nominales, la presencia de rigideces a la baja de precios y salarios, y el papel que desempeñan los diferenciales de inflación en el área— fueron los factores que, junto con la existencia de un sesgo moderado, pero positivo, en la medición de la inflación, hicieron que, en el contexto de la revisión de la estrategia de política monetaria que tuvo lugar en 2003, el Consejo de Gobierno del BCE clarificara que el objetivo último de estabilidad de precios se concretaba en el mantenimiento a medio plazo de tasas de inflación para el conjunto del área del euro por debajo, pero próximas, al 2 %. En aquel momento, el Consejo juzgó que dicho objetivo cuantitativo —que reforzaba la interpretación simétrica del mandato del BCE— ofrecía un margen de seguridad suficiente frente a los riesgos de la deflación. Como recientemente ha reiterado el presidente del BCE, en el contexto actual el Consejo mantiene una vigilancia estrecha de la evolución de los riesgos identificados y está preparado y capacitado para utilizar todos los instrumentos permitidos en el Tratado en caso de que dichos riesgos amenacen con materializarse.

1 Este indicador muestra el porcentaje de las 91 partidas disponibles en el máximo desglose del IAPC cuyas tasas intermensuales son negativas.

2 Este índice inicialmente propuesto por Kumar *et al.* (2003) y posteriormente actualizado por Decressin y Laxton (2009) identifica, basándose en la experiencia histórica, la existencia de riesgos de deflación a partir del comportamiento de variables relativas a la evolución de los precios, al exceso de capacidad productiva (*output gap*), al comportamiento de los precios de los activos financieros, así como variables de crédito y del mercado monetario. Para cada país, el indicador es creado según la respuesta a 11 preguntas. Si la respuesta es afirmativa, se suma 1, y si es negativa, 0. El valor final del indicador corresponde a la agregación de las respuestas dividido por el número total de preguntas. Valores del indicador por debajo de 0,2 reflejan la existencia de riesgos mínimos; entre 0,2 y 0,3, bajos; entre 0,3 y 0,5, moderados; y superiores a 0,5, altos.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación final de Contabilidad Nacional, el PIB creció un 0,1 % en el tercer trimestre de 2013, tras el 0,3 % del período abril-junio (véase cuadro 2). Esta atonía obedeció, principalmente, a la aportación negativa del saldo neto exterior, debido a que las exportaciones se ralentizaron de forma más intensa que las importaciones. Por su parte, tanto la demanda interna, resultado del incremento moderado de todos sus componentes, como la variación de existencias contribuyeron positivamente al crecimiento. Según el desglose por

El proyecto de la Unión Bancaria fue lanzado en el Consejo Europeo de junio de 2012, coincidiendo con los momentos más críticos de la crisis del euro. La iniciativa, que tenía como objetivo romper el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano, constituía uno de los elementos más significativos de la respuesta de los Gobiernos del área al grave estado de fragmentación financiera que amenazaba la propia continuidad de la Unión Monetaria. Transcurrido un año y medio, el proyecto —de gran complejidad, en su doble vertiente política y técnica— se encuentra en una fase muy avanzada, impulsado por el ambicioso objetivo de completar su base legislativa en la presente legislatura del Parlamento Europeo, que finaliza en mayo de 2014. En este recuadro se resume la situación en la que se encuentra el diseño de sus tres componentes fundamentales: el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución y la armonización de los sistemas nacionales de garantía de depósitos (véase cuadro adjunto).

Conviene recordar que la construcción de la Unión Bancaria avanza en paralelo a la reforma del marco regulatorio del sector financiero del conjunto de la UE, cuyo objetivo es dotarlo —a partir de las lecciones extraídas de la crisis financiera de 2008— de una mayor robustez. En este ámbito, por ejemplo, se dispone desde mediados de 2013 de un código único de requisitos prudenciales para la banca, recogido en la Directiva y en el Reglamento DRC/RRR IV, que es de aplicación desde enero de 2014. También, se alcanzó en diciembre pasado un acuerdo político sobre las normas comunes para la resolución de entidades con problemas, que deberá permitir la aprobación formal del texto de la futura Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (DRRB) en los primeros meses de este año y su entrada en vigor a principios de 2015. No obstante, las reglas comunes que determinan el orden de prelación en la asunción de pérdidas por parte de accionistas y acreedores de las entidades en problemas (*bail-in*) no serán de

aplicación hasta 2016. Con el objetivo de minimizar riesgos fiscales, la DRRB impulsa la constitución fondos de resolución nacionales, que se deberán dotar progresivamente a lo largo de diez años con aportaciones del sector bancario.

Por lo que respecta a la Unión Bancaria en sí, el proceso legislativo que permitirá crear su primer componente, el Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés), finalizó en el otoño de 2013, asignándose al BCE la supervisión de todas las entidades de crédito de los países de la zona del euro y la de los que, no teniendo el euro como moneda, decidan voluntariamente participar en el proyecto. Ya están en marcha los trabajos preparativos para su entrada en funcionamiento en noviembre de 2014, habiéndose clasificado las entidades bancarias según determinados criterios para asignarles un régimen de supervisión directa por parte del BCE (alrededor de 130 entidades¹, que representan cerca del 85 % de los activos del sector bancario en la zona del euro), o indirecto, en los demás casos, pues estas serán supervisadas por las autoridades nacionales competentes, según los criterios establecidos por el BCE. En noviembre del año pasado, el BCE comenzó el ejercicio de evaluación global previa de las entidades de crédito de los países participantes, que se prolongará a lo largo de un año. Esta actuación persigue tres objetivos: evaluar los factores generales de riesgo, analizar la calidad de los activos y realizar una prueba de resistencia a escenarios de tensión, que se llevará a cabo en colaboración con la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). Se trata de un requisito legal que, además, constituye un ejercicio de transparencia orientado a reforzar la confianza en el sector. Por su parte, durante los próximos me-

¹ Se trata de entidades «significativas», por tener un activo de más de 30 mm de euros o representar más del 20 % del PIB de su país de origen, entre otros criterios.

PASOS HACIA LA UNIÓN BANCARIA Y AVANCES RECIENTES EN LA NORMATIVA COMÚN DE LA UE

| | Siglas en inglés | Ámbito | Situación del marco legislativo | Calendario indicativo de comienzo |
|--|------------------|--|---|---|
| Mecanismo Único de Supervisión | SSM | Zona del euro y otros Estados de la UE que quieran adherirse | Aprobado (noviembre de 2013) | Noviembre de 2014 |
| Mecanismo Único de Resolución | SRM | | Pendiente. Acuerdo de orientación general en Consejo UE de diciembre de 2013 | 2015 (en 2016, funciones de resolución) |
| Sistema común de garantía de depósitos | DGSD | UE | Acuerdo político entre Parlamento y Consejo Europeo (diciembre de 2013) que permitirá su aprobación formal a principios de 2014 | 2015 |
| Código único de requisitos prudenciales | CRD IV/CRR | UE | Aprobado (julio de 2013) | Enero de 2014 |
| Código único de recuperación y resolución de entidades | BRRD | UE | Acuerdo político entre Parlamento y Consejo Europeo (diciembre de 2013) que permitirá su aprobación formal a principios de 2014 | 2015 (en 2016, las reglas de <i>bail-in</i>) |

FUENTE: Banco de España.

ses el BCE continuará adaptando su organización interna para que su nuevo papel como supervisor prudencial no entre en conflicto con las responsabilidades de la institución en materia de política monetaria.

La segunda pieza fundamental de la Unión Bancaria, el Mecanismo Único de Resolución (SRM, por sus siglas en inglés), permitirá que las tareas de supervisión y resolución bancarias se realicen por el mismo nivel de autoridad. El diseño del SRM se puso oficialmente en marcha en julio de 2013, cuando la Comisión Europea presentó su propuesta legislativa. Tras un proceso de negociación complejo, sus elementos esenciales han quedado plasmados en un acuerdo de orientación general aprobado en un Consejo Ecofin extraordinario en diciembre. Según el calendario previsto, el SRM debería entrar en funcionamiento en enero de 2015, si bien las reglas comunes de *bail-in* recogidas en la DRRB no entrarán en vigor hasta 2016. El SRM tendrá en principio un alcance similar al del SSM todos los países de la zona del euro más aquellos otros países de la UE que deseen participar en la Unión Bancaria, además de las entidades con presencia en más de un país miembro. El SRM estará conformado por un Fondo Único de Resolución —que durante el período transitorio de diez años tendrá compartimentos nacionales— y con una única autoridad de resolución, la Junta Única de Resolución, que será el órgano que decidirá sobre la reestructuración o liquidación de entidades, aplicará de manera uniforme las reglas comunes recogidas en la DRRB y determinará la utilización del Fondo. La Junta se ocupará de aprobar, en su caso, los planes de recuperación y resolución que afecten a las entidades supervisadas directamente por el BCE, los de aquellas que tengan presencia transfronteriza, así como todos los casos en los que se usen recursos del Fondo. Sus decisiones de resolución podrán ser objetadas por la Comisión Europea y, en determinados casos, deberán contar también con la aquiescencia del Consejo. Las autoridades de resolución nacionales, por su parte, mantendrán su responsabilidad en el resto de los casos, actuando siempre de acuerdo con las indicaciones generales de la Junta, a la que se le reconoce la capacidad de gestionar cualquier expediente, si lo considerase necesario.

El funcionamiento del Fondo Único de Resolución se regirá por un acuerdo intergubernamental de los países participantes en la Unión Bancaria, que habrá de ser firmado antes de finalizar el mes de marzo. Como se ha indicado, durante el período transitorio de

diez años el Fondo estará compartimentado en aportaciones de los sistemas bancarios nacionales mediante contribuciones calculadas en función del tamaño y del riesgo de cada banco. Estas aportaciones se mutualizarán progresivamente, de modo que el capital común disponible crecerá anualmente, hasta completar el proceso en 2026. Aunque en caso de necesidad el Fondo podrá contar con el respaldo financiero de recursos públicos —de carácter nacional durante los diez primeros años—, estos habrán de reponerse con aportaciones de la industria con posterioridad, de manera que se garantice la neutralidad fiscal a medio plazo del esquema. Pasado el período transitorio, está previsto que el esquema de respaldo financiero público pierda su carácter nacional, pero su diseño concreto está todavía pendiente de definir.

Finalmente, no está previsto a corto plazo equipar a la Unión Bancaria de un fondo de garantía de depósitos único, limitándose las iniciativas en marcha al objetivo de lograr una mayor armonización de la legislación nacional. En este sentido, en diciembre de 2013 se dio un paso importante, con el acuerdo del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la nueva Directiva de los Fondos de Garantía de Depósitos. Estas reglas unificarán el nivel de protección de los depositantes, que será el mismo en toda la UE, y la definición de depósito cubierto, estableciendo además un acceso a las cantidades garantizadas más fácil y rápido. Además, se introducen requisitos para que los fondos de garantía de depósitos estén pre-financiados hasta un importe-objetivo que represente el 0,8 % de los depósitos cubiertos, importe que habrá de ser desembolsado por las entidades mediante aportaciones que se habrán de realizar, en principio, en un período de diez años.

En resumen, durante 2013 se ha progresado de manera significativa en la construcción de la Unión Bancaria, aunque quedan pendientes pasos importantes durante los próximos meses. Por un lado, el ejercicio de evaluación global previa de las entidades de crédito que realizará el BCE hasta noviembre será esencial para dotar de credibilidad al nuevo supervisor y al sistema bancario del área. Por otra parte, en relación con el SRM, además de la firma efectiva del acuerdo intergubernamental que regirá el funcionamiento del Fondo, es esencial que las negociaciones con el Parlamento Europeo concluyan en la actual legislatura. El acuerdo resultante debe asegurar que el SRM esté dotado de un procedimiento de decisión eficaz y de un respaldo financiero suficiente que permita romper progresivamente el nexo existente entre los riesgos soberano y bancario.

ramas de actividad, el valor añadido de la industria y de la construcción se mantuvo estable, mientras que los servicios —tanto los de mercado como los de no mercado— experimentaron un aumento. Por países, se produjo una marcada desaceleración en Alemania y Francia, consecuencia en parte de la desaparición de algunos factores de carácter temporal relacionados con las condiciones meteorológicas en Europa Central, que habían impulsado la actividad al alza en el período precedente. Por el contrario, el crecimiento del PIB mejoró ligeramente en Italia, España y Holanda, alcanzando estas dos últimas economías una tasa de variación positiva por primera vez en diez y cinco trimestres, respectivamente.

| | 2012 | | | 2013 | | | 2014 | |
|--|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | II TR | III TR | IV TR | I TR | II TR | III TR | IV TR | I TR |
| Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria) | | | | | | | | |
| Producto interior bruto | -0,3 | -0,2 | -0,5 | -0,2 | 0,3 | 0,1 | | |
| Consumo privado | -0,5 | -0,1 | -0,5 | -0,1 | 0,1 | 0,1 | | |
| Consumo público | -0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,2 | | |
| Formación bruta de capital fijo | -1,9 | -0,6 | -1,2 | -2,0 | 0,3 | 0,5 | | |
| Importaciones | -0,2 | 0,3 | -1,0 | -1,1 | 1,5 | 1,2 | | |
| Exportaciones | 0,9 | 0,7 | -0,6 | -0,9 | 2,1 | 0,3 | | |
| Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp) | | | | | | | | |
| Demanda interna, excluidas existencias | -0,7 | -0,2 | -0,5 | -0,4 | 0,1 | 0,2 | | |
| Variación de existencias | -0,1 | -0,1 | -0,2 | 0,1 | -0,2 | 0,3 | | |
| Demanda exterior neta | 0,5 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | -0,4 | | |
| PIB (tasa de variación interanual) | -0,5 | -0,7 | -1,0 | -1,2 | -0,6 | -0,3 | | |
| Indicadores de actividad (datos medios del trimestre) | | | | | | | | |
| IPI ajustado de días laborables y estacionalidad | -0,6 | 0,1 | -2,2 | 0,4 | 0,7 | 0,0 | 0,3 | |
| Sentimiento económico | 92,3 | 87,4 | 86,8 | 90,1 | 89,8 | 94,9 | 98,7 | |
| PMI compuesto | 46,4 | 46,3 | 46,5 | 47,7 | 47,8 | 51,4 | 51,9 | |
| Empleo | -0,1 | -0,2 | -0,3 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | | |
| Tasa de paro | 11,3 | 11,5 | 11,8 | 12,0 | 12,1 | 12,1 | 12,1 | |
| Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) | | | | | | | | |
| IAPC | 2,4 | 2,6 | 2,2 | 1,7 | 1,6 | 1,1 | 0,8 | |
| IPRI | 2,1 | 2,8 | 2,2 | 0,5 | 0,1 | -0,9 | -1,2 | |
| Precio del petróleo (valor en dólares) | 95,7 | 113,2 | 110,9 | 109,6 | 103,2 | 113,6 | 111,3 | 108,4 |
| Indicadores financieros (datos de fin de período) | | | | | | | | |
| Rendimiento deuda pública a diez años UEM | 3,4 | 2,3 | 2,1 | 3,0 | 3,2 | 3,3 | 3,3 | 3,2 |
| Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM | -1,81 | -0,72 | -0,36 | -1,17 | -0,72 | -0,70 | -0,34 | -0,34 |
| Tipo de cambio dólar/euro | 1,259 | 1,293 | 1,319 | 1,281 | 1,308 | 1,351 | 1,379 | 1,358 |
| Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b) | -2,4 | -2,3 | -0,4 | 0,2 | 2,5 | 3,1 | 4,9 | -0,8 |
| Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b) | -2,2 | 5,9 | 13,8 | -0,5 | -1,3 | 9,8 | 17,9 | 1,5 |

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

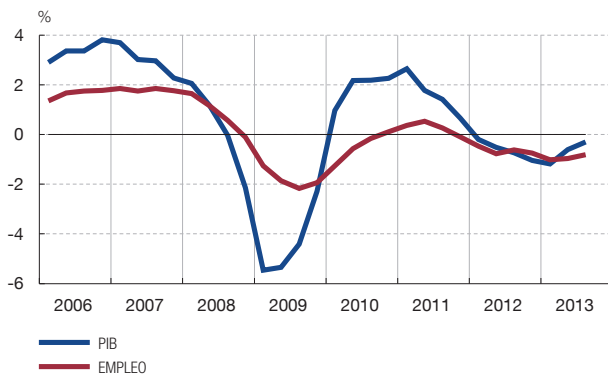
a Información disponible hasta el 17 de enero de 2014.

b Variación porcentual acumulada en el año.

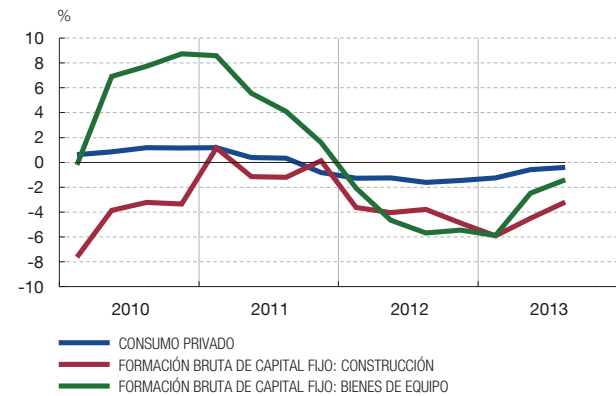
Durante el tercer trimestre, el empleo volvió a experimentar una tasa de variación nula, lo que se tradujo en una reducción de dos décimas de la tasa interanual, hasta el $-0,8\%$. Los costes laborales unitarios avanzaron más lentamente, gracias tanto a la tenue contención de la remuneración por asalariado como a un ligero 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 nueva ampliación del indicador de márgenes empresariales (véase gráfico 8).

En el cuarto trimestre del año pasado, la mayor parte de los indicadores económicos se situaron en media en registros superiores a los del período julio-septiembre (véase gráfico 9). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial volvió a expandirse en noviembre, compensando el retroceso de octubre. Los indicadores de confianza de las principales ramas de actividad elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas a los directores de compras (PMI) registraron un incremento en el promedio de los últimos meses de 2014 respecto al período precedente. La tasa de paro se mantuvo estable en torno al

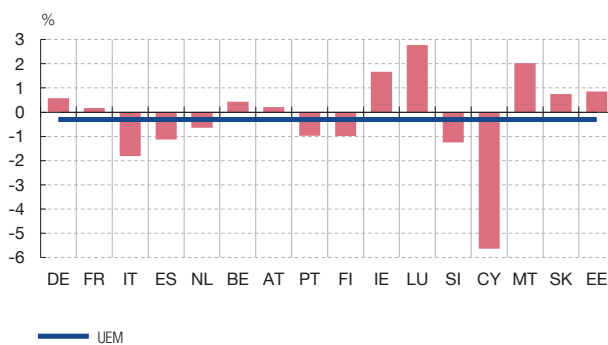
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



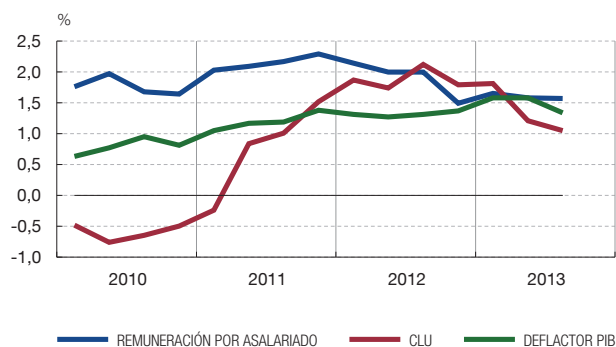
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Tercer trimestre de 2013



SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

12,1 % en octubre y noviembre, 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 reflejaron, en general, un comportamiento expansivo. Así, la confianza de los consumidores y las matriculaciones aumentaron en el cuarto trimestre, mientras que las ventas al por menor avanzaron en noviembre, tras dos meses retrocediendo. Por su parte, tanto el grado de utilización de la capacidad productiva como la valoración de la cartera de pedidos de la industria, indicadores relacionados con la inversión, mejoraron a lo largo del otoño. Finalmente, las exportaciones nominales se contrajeron ligeramente en octubre y noviembre, pese al buen comportamiento en el cuarto trimestre de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores.

En definitiva, la información coyuntural más reciente sugiere que el PIB aumentó a finales de 2013 a un ritmo algo mayor que durante el período precedente. 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 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.

INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



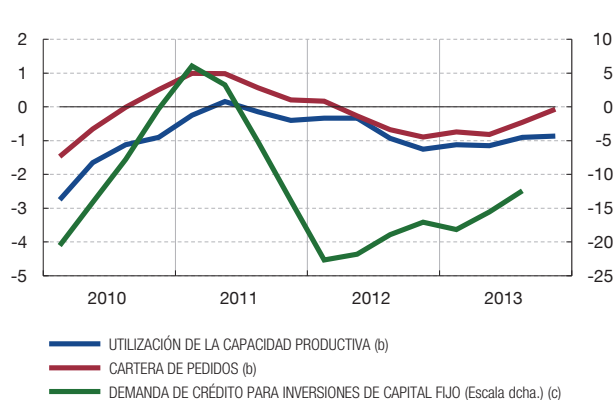
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



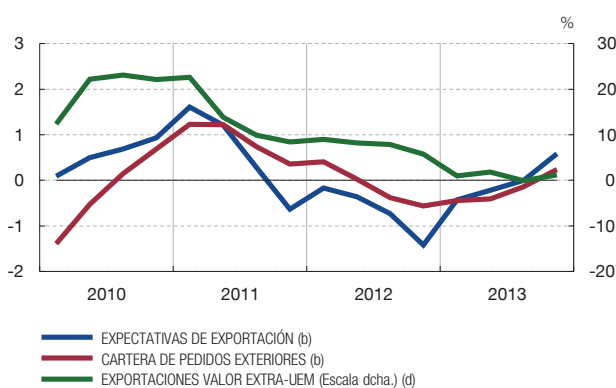
INDICADORES DE CONSUMO



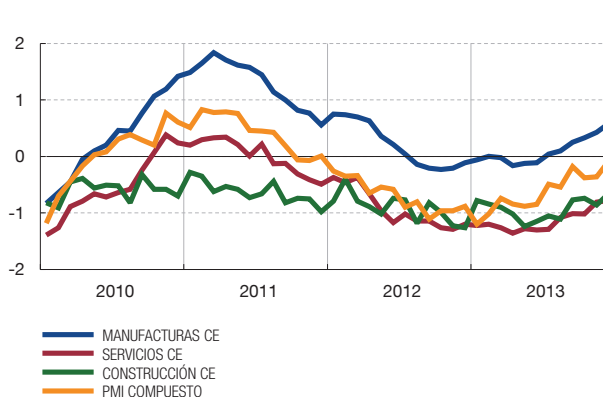
INDICADORES DE INVERSIÓN



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 × 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso × 0,5 – porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

En torno a estas perspectivas, predominan los riesgos a la baja. En el corto plazo, el marcado retroceso de los préstamos bancarios al sector privado, generalizado a la mayoría de países de la zona del euro, y la debilidad de algunos de los indicadores económicos en el caso de Francia, la segunda mayor economía de la zona del euro, generan dudas sobre

| | 2013 | | 2014 | |
|---|------|------|------|------|
| | PIB | IAPC | PIB | IAPC |
| BCE (diciembre de 2013) | -0,4 | 1,4 | 1,1 | 1,1 |
| Comisión Europea (noviembre de 2013) | -0,4 | 1,5 | 1,1 | 1,5 |
| FMI (octubre de 2013) | -0,4 | 1,5 | 1,0 | 1,5 |
| OCDE (noviembre de 2013) | -0,4 | 1,4 | 1,0 | 1,2 |
| <i>Consensus Forecast</i> (enero de 2014) | -0,4 | 1,3 | 1,0 | 1,1 |
| Eurobarómetro (enero de 2014) | -0,4 | 1,4 | 1,0 | 1,1 |

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

a Tasas de variación anual.

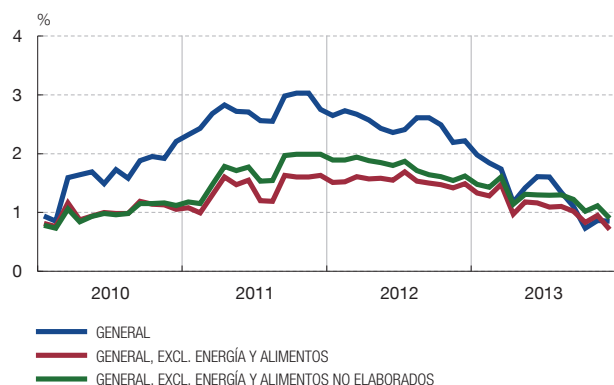
el afianzamiento inmediato de la recuperación económica. En el medio y largo plazo, los riesgos provienen principalmente de una evolución más débil que la prevista de la demanda global y de potenciales episodios de inestabilidad financiera asociados a dificultades políticas que pudieran surgir para seguir avanzando en los procesos 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 0,8 % en diciembre, tres décimas por debajo de la registrada a finales del tercer trimestre. Esta moderación del IAPC se debe al menor ritmo de avance de los precios de los servicios, consecuencia, en parte, de un cambio metodológico en la medición de este componente en la estadística alemana, y de los de los alimentos, que han compensado el mayor dinamismo de los precios de la energía. De este modo, la inflación subyacente, medida por la variación en los últimos doce meses del índice general de precios que excluye estos dos grupos de productos, disminuyó tres décimas, hasta el 0,7 % (véase gráfico 10). Por otro lado, los precios industriales continuaron retrocediendo (un 1,2 % en noviembre), debido a la caída de los precios de la energía y de los bienes de consumo no duradero.

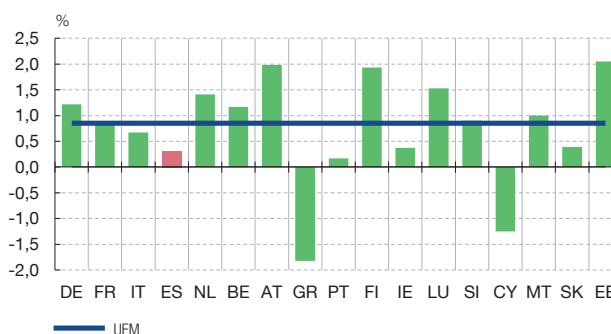
A medio plazo, se espera que, en el actual contexto de debilidad económica dominado por riesgos a la baja y tipo de cambio del euro relativamente apreciado, la inflación siga manteniéndose en niveles muy moderados, significativamente por debajo de 2 %. Así, tanto organismos internacionales y analistas privados como las propias proyecciones del Eurosistema coinciden en anticipar que la tasa de inflación se situará por debajo del 1,5 % en 2015, mientras que las expectativas derivadas de *swaps* de inflación prevén valores aún más reducidos para ese mismo horizonte. 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 octubre de 2013 un superávit de 157,4 mm de euros (un 2 % del PIB), frente al superávit de 78 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 financiera, las salidas netas de capital en forma de inversión directa se incrementaron hasta los 91,2 mm de euros entre enero y octubre, frente a los 26,5 mm de euros del mismo

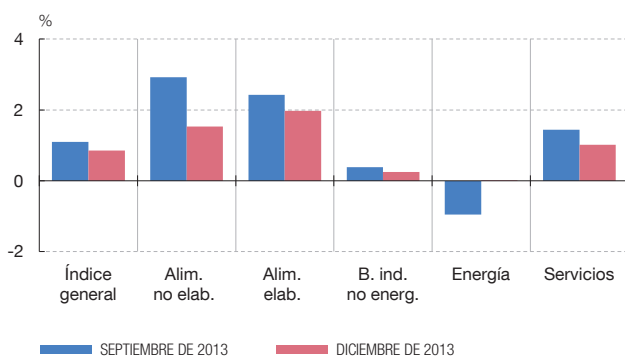
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



IAPC GENERAL
Diciembre de 2013



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



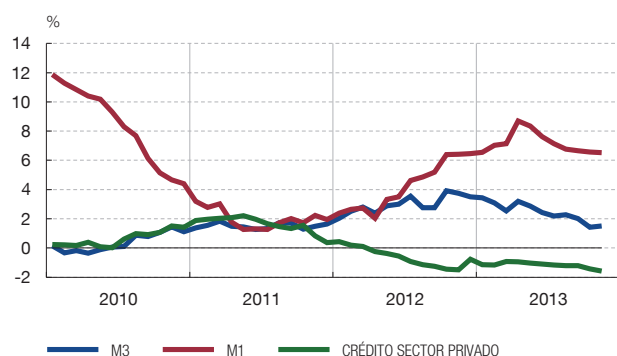
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

período del año anterior, mientras que aquellas en forma de inversión de cartera experimentaron una entrada neta de 59,8 mm de euros, ligeramente por encima de los 59,2 mm de euros en el período de enero a octubre de 2012. Con todo, la balanza básica, que aún a estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 126 mm de euros entre enero y octubre de 2013, frente al superávit de 110,7 mm de euros en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

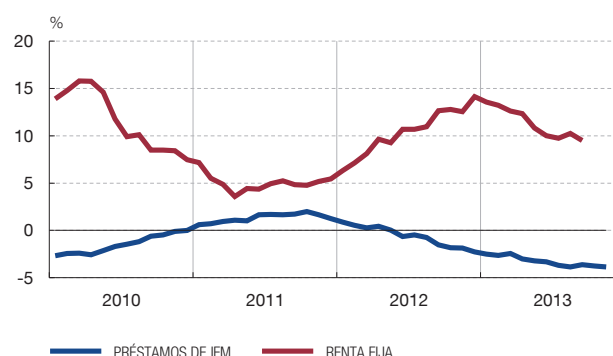
Las previsiones de otoño de la Comisión Europea sitúan el déficit de las Administraciones Públicas del conjunto de la UEM en el 3,1 % del PIB en 2013, cuatro décimas por debajo del registrado el año anterior (véase cuadro 4). Esta reducción obedeció al incremento de los ingresos hasta el 46,7 % del PIB en 2013, mientras que los gastos permanecieron prácticamente estabilizados en el 49,9 %, ya que los recortes de los salarios y del empleo público se vieron compensados por un incremento de los gastos en prestaciones y en otros gastos sociales, en tanto que los pagos por intereses se mantuvieron en porcentaje del producto. Por su parte, la deuda pública ascendió hasta casi el 96 % del PIB en 2013, debido al impacto de la asistencia a entidades financieras y al reducido crecimiento nominal de la economía.

Para 2014, los borradores presupuestarios que los países remitieron en otoño a la CE, según los nuevos calendarios y procedimientos de supervisión fiscal consensuados en la reforma de la gobernanza europea, sugieren que la consolidación fiscal proseguirá en este

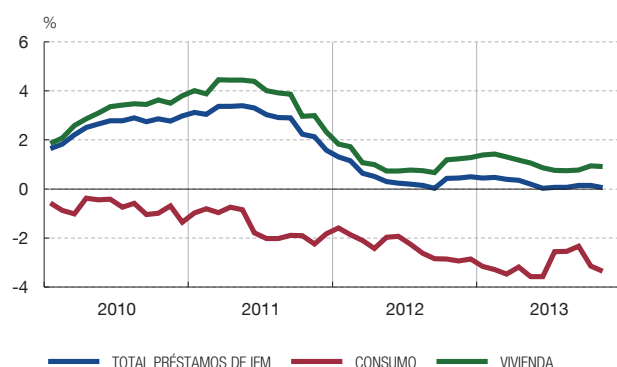
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanual



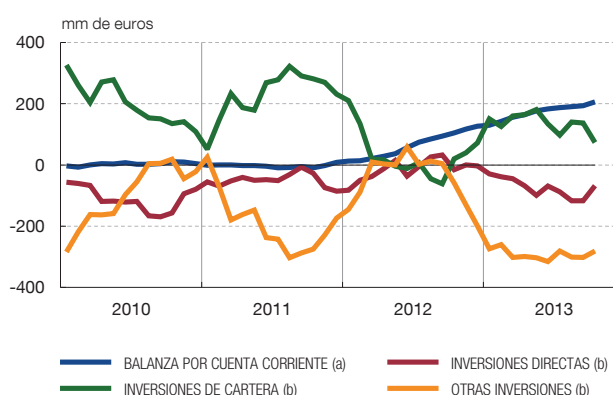
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



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.

año, aunque a un ritmo notablemente inferior al registrado en los dos años anteriores. Se estima que el saldo de las AAPP descienda hasta el 2,5 % del PIB, con un esfuerzo de ajuste estructural próximo al 0,25 % del PIB, frente al 0,6 % estimado para 2013 y al 1,5 % de 2012. De acuerdo con estos planes, la composición de esta consolidación se podría asentar en mayor medida en una contención del gasto primario, en contraste con los incrementos impositivos registrados en los años anteriores. Por otra parte, la valoración que hizo la CE sobre el grado de coherencia de estos borradores presupuestarios con las obligaciones que se desprenden del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) concluyó que ningún país presenta grave riesgo de incumplimiento, si bien España y Malta podrían desviarse de los compromisos adquiridos en el brazo correctivo del PEC —el procedimiento de déficit excesivo—, mientras que en los casos de Italia, Luxemburgo y Finlandia se aprecian riesgos en el cumplimiento de las reglas de carácter preventivo.

Las diferencias en el saldo de las AAPP de los países de la zona del euro seguirán siendo significativas en 2014. En Alemania podría situarse cerca del equilibrio, ya que no se esperan grandes cambios en el tono de la política fiscal tras los resultados de las elecciones gubernamentales. Por su parte, Francia registrará un déficit próximo al 4 % del PIB en 2014 y destaca la incorporación en sus presupuestos de lo que se denomina una «devaluación fiscal», esto es, un incremento del IVA, que se verá compensado con una reducción de las

% del PIB

| | 2011 | 2012 | | 2013 | | 2014 | |
|------------------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| | | CE (b) | CE (b) | FMI (c) | PE (d) | CE (b) | FMI (c) |
| Bélgica | -3,7 | -4,0 | -2,8 | -2,8 | -2,9 | -2,6 | -2,5 |
| Alemania | -0,8 | 0,1 | 0,0 | -0,4 | -0,2 | 0,1 | -0,1 |
| Estonia | 1,1 | -0,2 | -0,4 | 0,3 | -0,3 | -0,1 | 0,2 |
| Irlanda | -13,1 | -8,2 | -7,4 | -7,6 | -7,5 | -5,0 | -5,0 |
| Grecia | -9,5 | -9,0 | -13,5 | -4,1 | -3,8 | -2,0 | -3,3 |
| España | -9,6 | -10,6 | -6,8 | -6,7 | -6,5 | -5,9 | -5,8 |
| Francia | -5,3 | -4,8 | -4,1 | -4,0 | -3,9 | -3,8 | -3,5 |
| Italia | -3,8 | -3,0 | -3,0 | -3,2 | -2,9 | -2,7 | -2,1 |
| Chipre | -6,3 | -6,4 | -8,3 | -6,7 | -6,5 | -8,4 | -7,5 |
| Luxemburgo | 0,1 | -0,6 | -0,9 | -0,7 | -0,2 | -1,0 | -0,9 |
| Malta | -2,8 | -3,3 | -3,4 | -3,5 | -3,7 | -3,4 | -3,6 |
| Holanda | -4,3 | -4,1 | -3,3 | -3,0 | -3,6 | -3,3 | -3,2 |
| Austria | -2,5 | -2,5 | -2,5 | -2,6 | -2,2 | -1,9 | -2,4 |
| Portugal | -4,3 | -6,4 | -5,9 | -5,5 | -5,5 | -4,0 | -4,0 |
| Eslovenia | -6,3 | -3,8 | -5,8 | -7,0 | -5,3 | -7,1 | -3,8 |
| Eslovaquia | -5,1 | -4,5 | -3,0 | -3,0 | -3,0 | -3,2 | -3,8 |
| Finlandia | -0,7 | -1,8 | -2,2 | -2,8 | -1,8 | -2,3 | -2,1 |
| PRO MEMORIA: UEM | | | | | | | |
| Saldo primario | -1,1 | -0,6 | -0,1 | -0,4 | | 0,5 | 0,2 |
| Saldo total | -4,2 | -3,7 | -3,1 | -3,1 | -2,9 | -2,5 | -2,5 |
| Deuda pública | 88,0 | 92,7 | 95,7 | 95,7 | 95,5 | 96,1 | 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 otoño de 2013.
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2013.
d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2013.

cotizaciones sociales. Entre los países bajo programa de ajuste macroeconómico, Grecia prevé un superávit primario en 2014 (próximo al 1,5 % del PIB), mientras que en Portugal los presupuestos incorporan medidas de ajuste estructural próximas al 2 % del PIB, que proceden principalmente de un recorte del gasto.

Finalmente, en noviembre la Comisión Europea inició el Semestre Europeo de 2014 con la publicación del *Informe Anual de Crecimiento*, que mantiene las prioridades de política económica de los años anteriores, si bien se aprecia un énfasis mayor en la necesidad de introducir medidas que favorezcan la expansión de fuentes de financiación alternativas a la bancaria y una mayor preocupación por las dimensiones sociales de la crisis y el desempleo juvenil. Asimismo, la Comisión llama la atención sobre la elevada imposición que recae sobre las rentas del trabajo, el retroceso del gasto en I+D y los moderados avances en la reforma del entorno empresarial y de los servicios en algunos países. También se publicó el informe del Mecanismo de Alerta de 2013, según el cual la CE hará exámenes en profundidad de la evolución de los desequilibrios macroeconómicos en todos los países de la UEM que no están bajo programa, salvo Austria, Eslovaquia y Estonia. En relación con años anteriores, la principal novedad es la inclusión de Alemania y Luxemburgo en esta lista, consecuencia de la magnitud y persistencia de los superávits exteriores acumulados por ambas economías. Estos informes en profundidad se publicarán en la primavera

de 2014 y su finalidad es analizar la existencia de desequilibrios excesivos que puedan poner en peligro la estabilidad del área y proponer recomendaciones para corregirlos.

3.2 Evolución monetaria y financiera

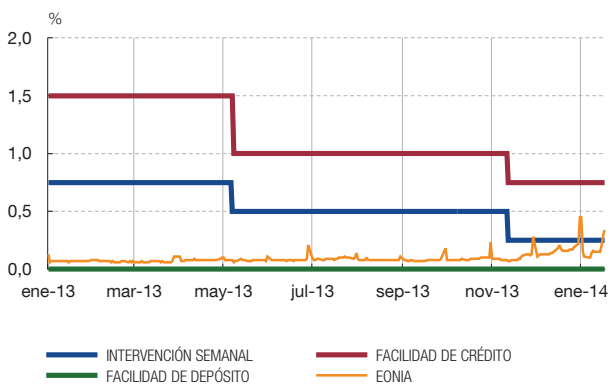
En el cuarto trimestre de 2013 y en el tiempo transcurrido del primero del año en curso, los indicadores de tensión financiera en el área del euro continuaron mejorando, acercándose a los registros de finales de 2009, previos al inicio de la crisis de deuda soberana. Los indicadores de fragmentación de los mercados, sin embargo, siguen en niveles históricos máximos, de forma que las condiciones en las que hogares y empresas acceden a la financiación continúan siendo demasiado heterogéneas por países. Un foco de incertidumbre respecto a la evolución financiera de la zona del euro proviene del nuevo retroceso experimentado en noviembre por los préstamos bancarios al sector privado en el conjunto del área del euro, en tanto que ya no afecta únicamente a los países sometidos a tensiones financieras, sino que comienza a trasladarse al resto.

La ausencia previsible de presiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria en un contexto de debilidad de la actividad económica condujo al Consejo de Gobierno del BCE a volver a relajar el tono de la política monetaria en su reunión de principios de noviembre, de modo que los tipos de interés oficial de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito se redujeron en 25 pb, quedando fijados en el 0,25 % y el 0,75 %, respectivamente. Asimismo, mantuvo inalterado en el 0 % el tipo de interés de la facilidad de depósitos, con lo que la amplitud del corredor delimitado por los tipos de interés de las facilidades marginales se redujo de 100 pb a 75 pb (véase gráfico 12). A su vez, ese mismo mes se decidió extender la vigencia del procedimiento de subastas a tipo fijo con adjudicación plena en sus operaciones de financiación mientras sea necesario, y como mínimo hasta mediados de 2015. En línea con la decisión anunciada el pasado julio de publicar indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), el Consejo ha venido reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales permanecerán en sus actuales niveles o por debajo de ellos por un período de tiempo prolongado. Esta política de comunicación se ha visto reforzada recientemente cuando el presidente del BCE clarificó en la rueda de prensa de la primera reunión del Consejo de Gobierno en 2014 los dos escenarios que, en las circunstancias actuales, conducirían a la adopción de medidas adicionales de política monetaria: un posible empeoramiento de las previsiones de inflación a medio plazo o una subida injustificada de los tipos de interés a corto plazo en los mercados monetarios.

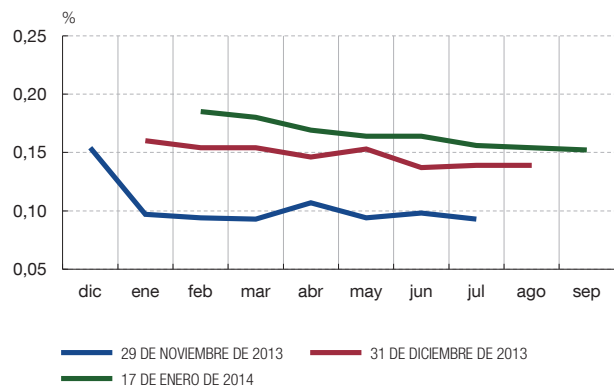
En el mercado bursátil, las cotizaciones continuaron mejorando en todos los países y sectores. Así, el EUROSTOXX 50 aumentó un 7,5 % en el período comprendido entre principios de octubre de 2013 y los primeros días de este año, acumulando un avance del 19,6 % desde el comienzo del año 2013. Por su parte, el tipo de cambio del euro frente al dólar mostró una cierta volatilidad durante el período considerado, situándose en la actualidad en el entorno del 1,36 dólares/euro, experimentando una ligera apreciación tanto frente al dólar (0,2 %) como en términos efectivos nominales (0,9 %) (véase gráfico 13).

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos y de las operaciones con garantías-*eurepos* se mantuvieron estables a lo largo del último trimestre de 2013 y principios de 2014, en niveles históricamente bajos, manteniendo, por lo tanto, sus diferenciales constantes. En la actualidad, el euríbor a un mes, tres meses y un año se sitúa en el 0,24 %, 0,30 % y 0,57 %, respectivamente. En los mercados de deuda pública, las rentabilidades de los bonos a diez años de los países más vulnerables registraron una tendencia decreciente desde principios de octubre. Por su parte, la rentabilidad del bono alemán se mantuvo prácticamente constante, frente al incremento de la del bono americano.

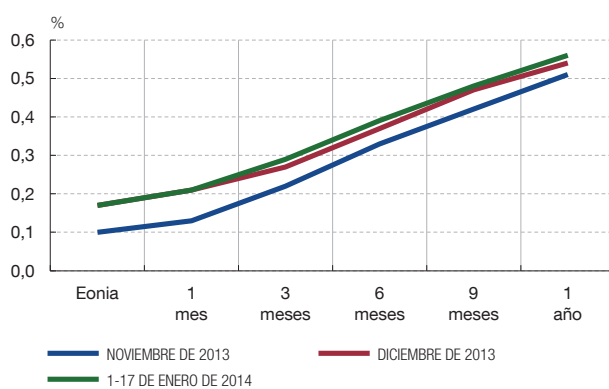
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



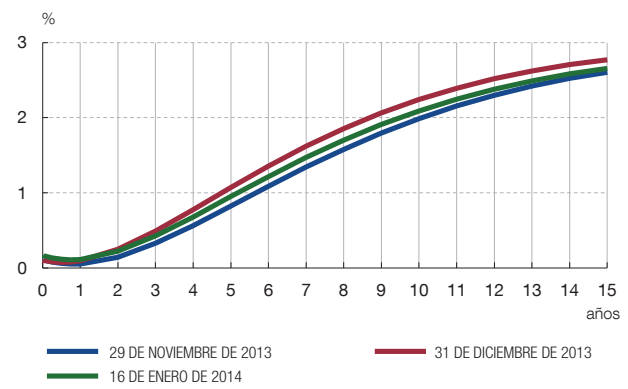
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



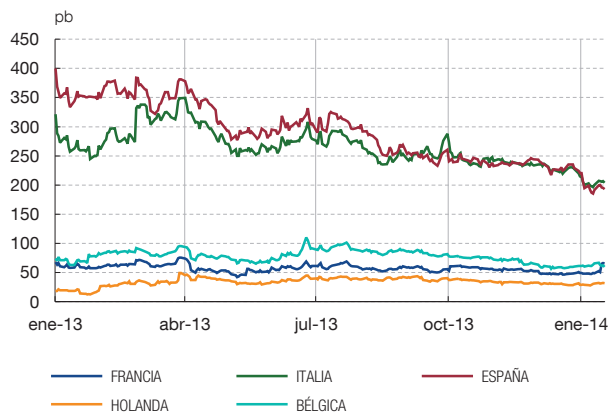
MERCADO INTERBANCARIO



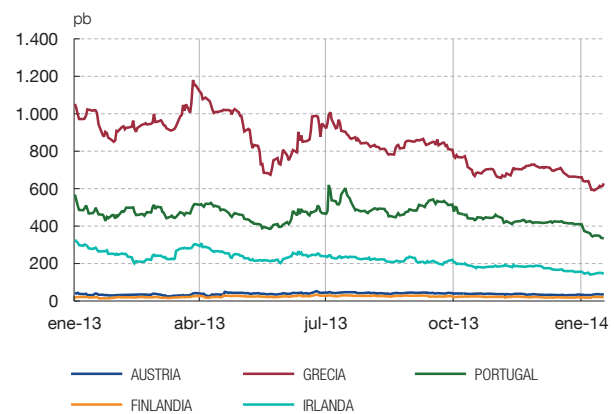
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

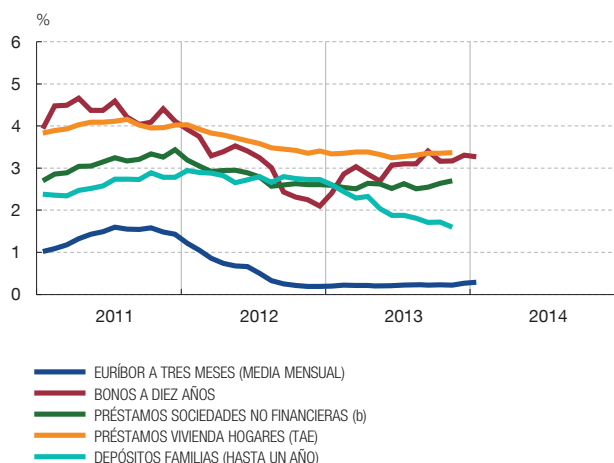


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

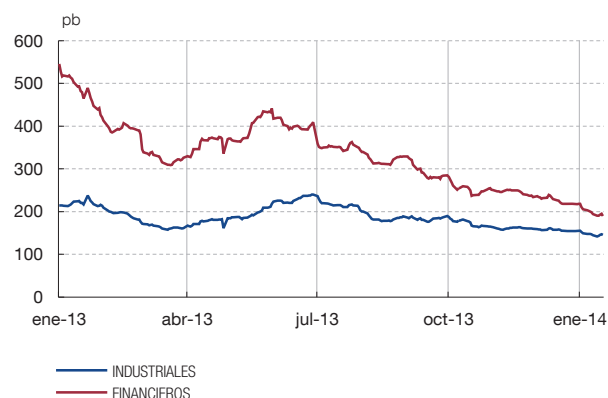
a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

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 cuarto trimestre del año. Así, la tasa de crecimiento interanual del crédito a hogares se redujo ligeramente, hasta el 0,3 %, debido a que la mayor caída de los préstamos para consumo no fue contrarrestada por el leve avance de los destinados a la adquisición de vivienda. Por su parte,

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



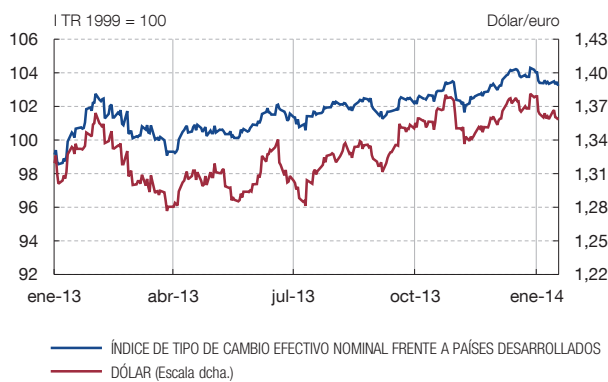
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



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.

los préstamos bancarios a las empresas no financieras siguieron retrocediendo significativamente (-3,1 %), evolución que viene solo parcialmente compensada por el dinamismo de las emisiones de deuda por parte de las grandes empresas. En conjunto, el ritmo de contracción de los préstamos bancarios al sector privado se prolongó hasta alcanzar en noviembre una tasa interanual, en términos ajustados de titulaciones, del -1,8 %.

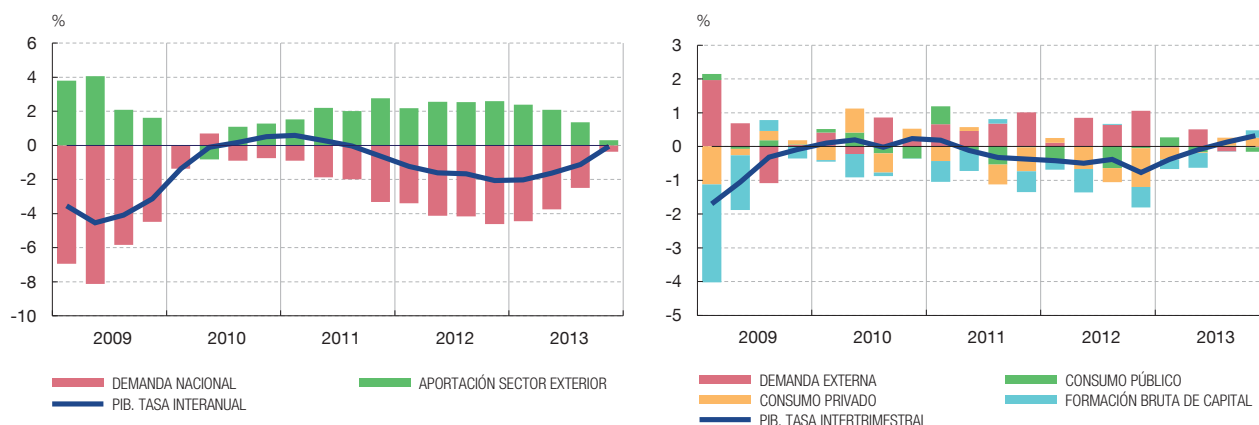
4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con la información disponible, en el cuarto trimestre de 2013 se prolongó la paulatina mejora de la actividad económica que se había venido observando desde el comienzo del año. En concreto, en el período octubre-diciembre la economía española habría crecido un 0,3% en tasa intertrimestral, dos décimas más que en el trimestre precedente. Esta aceleración de la actividad habría venido propiciada por una reducción de la incertidumbre, a su vez, asociada al alivio de las tensiones en los mercados financieros mayoristas y a una aparente consolidación del tono más dinámico que viene observándose en el mercado de trabajo en los últimos trimestres.

La conjunción de estos factores habría resultado en una composición del crecimiento del producto relativamente similar a la observada en el tercer trimestre. En particular, se estima que la demanda nacional habría crecido, al igual que en el período precedente, un 0,3%. Dentro de este agregado, el gasto de los hogares en bienes de consumo habría mostrado, por segundo trimestre consecutivo, un comportamiento relativamente dinámico, apoyado en la evolución más favorable del empleo, que ha ayudado a fortalecer la confianza de estos agentes y a contener la caída de sus rentas. Por su parte, el gasto en formación bruta de capital fijo se habría avivado moderadamente y el retroceso de la construcción se habría contenido significativamente, de modo que este agregado podría incluso haber registrado su primera tasa intertrimestral positiva en más de dos años. En el ámbito del comercio exterior, las exportaciones habrían mostrado, como viene ocurriendo desde el verano, un tono menos dinámico, pues la mejora de los mercados del área del euro no habría compensado la ralentización del conjunto de economías emergentes. Se estima que esta evolución, junto con el tono relativamente sostenido de las importaciones, habría dado lugar a una contribución nula del saldo neto exterior al crecimiento del PIB.

En tasa interanual, se estima que el producto habría registrado una tasa de variación nula, frente al descenso del 1,1% del trimestre anterior. En el mercado de trabajo, la evolución fue favorable, de acuerdo con la información procedente, entre otras estadísticas, de la afiliación a la Seguridad Social y del paro registrado. En términos de Contabilidad Nacional, la caída interanual del número de ocupados se habría moderado notablemente, hasta el -1,5% (frente al -3,2% del trimestre precedente). Como consecuencia de la evolución de la actividad y del empleo, el avance de la productividad se habría ralentizado por sexto trimestre consecutivo, hasta el 1,5% (seis décimas menos que en el tercer trimestre). Dada la esperada continuación de la moderación salarial, los costes laborales unitarios habrían caído a una tasa similar al -1,4% observado en el período anterior, lo que habría permitido proseguir el proceso de recuperación de competitividad de la economía española. De acuerdo con la información de Balanza de Pagos, disponible hasta octubre, el superávit por cuenta corriente ha seguido ampliándose, impulsado, sobre todo, por la mejora del saldo del comercio de bienes no energéticos.

La inflación, medida por la tasa interanual de variación del IPC, mostró crecimientos muy reducidos a lo largo del trimestre, una vez desaparecidos de la comparación interanual los aumentos de precios que tuvieron lugar en el otoño de 2012 como consecuencia de las subidas de los tipos del IVA y de algunos precios administrados. En concreto, la tasa de crecimiento del IPC se situó en el 0,3% en diciembre, mientras que la del IPSEBENE fue una décima inferior. El diferencial de inflación frente al área del euro, medido mediante el IAPC, aumentó en una décima entre septiembre y diciembre, hasta situarse en -0,5 pp.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

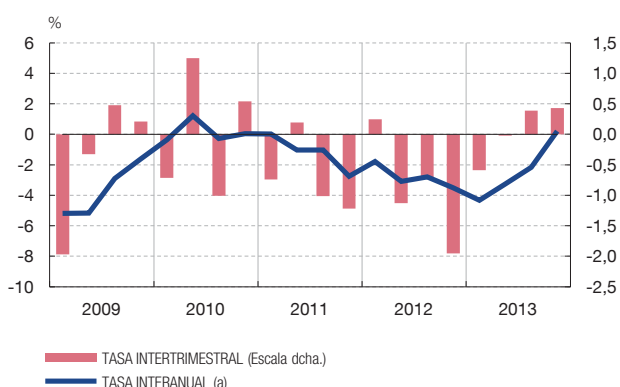
4.1 Demanda

Según la información disponible, el crecimiento intertrimestral del gasto en consumo de los hogares e ISFLSH habría estado aproximadamente en línea con el del trimestre anterior, manteniéndose alrededor del 0,4 % (véase gráfico 15). Los indicadores cualitativos referidos al último trimestre del año fueron positivos, con un repunte de los índices de confianza de los consumidores (como consecuencia, principalmente, de unas expectativas más favorables sobre la evolución de la situación económica general) y de los comerciantes minoristas (impulsado por los componentes vinculados a la valoración de la actividad reciente y esperada). Por su parte, la información proporcionada por los indicadores cuantitativos, que se recibe con algo más de retraso, presenta señales algo menos claras. Por un lado, las matriculaciones de automóviles particulares mantuvieron el tono positivo observado desde el inicio del año, alentadas por las sucesivas renovaciones del PIVE, si bien moderaron ligeramente su crecimiento intertrimestral hasta el 7 %. Además, el indicador de ventas interiores no financieras de bienes de consumo de grandes empresas elaborado por la Agencia Tributaria ralentizó su caída interanual en el promedio de octubre y noviembre. Sin embargo, por otro lado, el indicador del comercio al por menor registró una moderada caída intertrimestral, a falta de conocer el dato de diciembre.

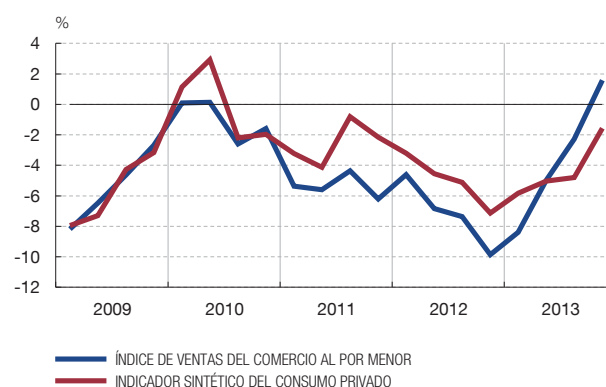
De acuerdo con los datos de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales, tras el aumento del primer semestre de 2013, la tasa de ahorro de los hogares cayó dos décimas en el tercer trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres), situándose en el 10,5 % de la renta bruta disponible. Esta evolución fue el resultado de una leve desaceleración de la caída del consumo nominal, en un contexto en el que la renta disponible siguió reduciéndose, como en el trimestre anterior, a una tasa del 2,3 %. Las contribuciones al crecimiento de las rentas de los hogares de sus distintos componentes experimentaron cambios modestos, con una ligera mejora de la aportación de la remuneración de asalariados y una reducción de cuantía similar de la procedente de las AAPP. La magnitud de las contribuciones del EBE y rentas mixtas, por un lado, y del resto de rentas, por otro, fue idéntica a la observada un trimestre antes. La capacidad de financiación del sector se contrajo en una décima, hasta el 2,6 % del PIB, como consecuencia de la reducción del peso del ahorro en el producto y del mantenimiento del correspondiente a la inversión.

El gasto en bienes de equipo habría crecido en el cuarto trimestre de 2013 a una tasa intertrimestral comprendida entre el 1,5 % y el 2 %, incremento algo superior al del tercer

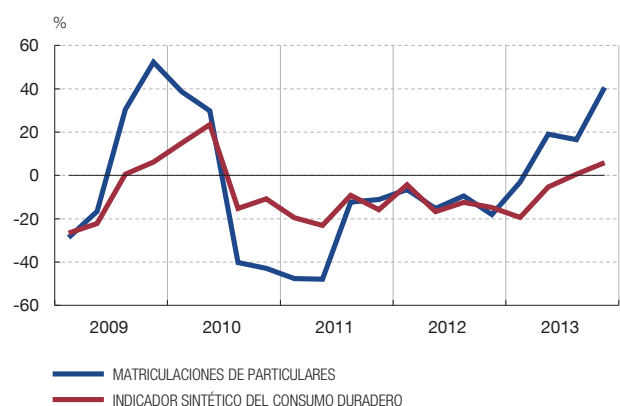
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



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).

trimestre, lo que confirmaría la favorable evolución de este componente a lo largo del pasado ejercicio (véase gráfico 16). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga aumentaron un 7,4 % intertrimestral, casi 2 pp más que en el período anterior, y la producción de bienes de equipo, con datos hasta noviembre, creció cerca de 1 pp más que en el tercer trimestre. Respecto a los indicadores cualitativos, en el promedio de octubre a diciembre tuvo lugar una nueva mejora de la confianza empresarial, si bien se observó un empeoramiento en el segmento productor de bienes de equipo.

La capacidad de financiación de las empresas no financieras, con datos acumulados de cuatro trimestres, continuó aumentando en el tercer trimestre de 2013, situándose en el 4,2 % del PIB. Con ello se mantiene el perfil de mejora de la posición financiera del sector que se viene observando desde mediados de 2012, lo que resulta relevante en un entorno que continúa caracterizado por la debilidad de la financiación externa.

Tras la tendencia marcadamente contractiva observada en el primer semestre de 2013, la inversión en construcción podría haber registrado, según la información disponible, una tasa de variación intertrimestral próxima a cero en el último trimestre de 2013, que vendría asociada a un cierto repunte de la obra civil (véase gráfico 16). Entre los indicadores

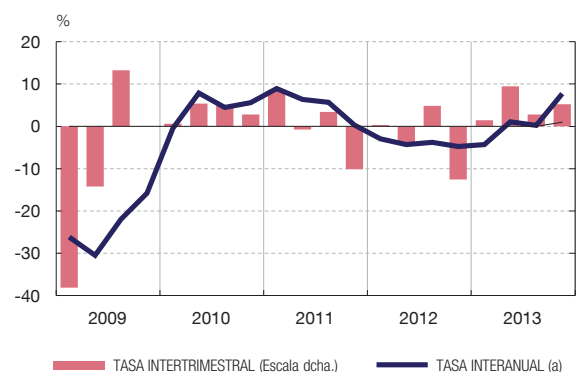
contemporáneos, tanto el número de afiliados en la construcción como el consumo de cemento mostraron una moderación de su ritmo de retroceso intertrimestral, mientras que, por el contrario, la producción de materiales de construcción intensificó su caída. Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial retrocedió a una tasa ligeramente inferior a la registrada en los meses de verano, en línea con la suave reducción de la brecha negativa entre las cifras de viviendas iniciadas y terminadas, en un contexto de mayor descenso de estas últimas. En concreto, el número de visados de viviendas (con información hasta octubre) osciló en 2013 en torno a un promedio mensual algo inferior a las 3.000 unidades, aunque con una tendencia ligeramente descendente. En relación con las transacciones, en el tercer trimestre de 2013 se vendieron unas 70.000 unidades, un 6,8 % menos que un año antes, retomando la senda de suave caída, tras las oscilaciones asociadas a los cambios fiscales que entraron en vigor a comienzos del año pasado. Continuó destacando el dinamismo de las operaciones realizadas por extranjeros, hasta alcanzar un 17,2 % del total de las transacciones realizadas en ese trimestre. En el componente de inversión en otras construcciones, tanto los presupuestos licitados en obra civil como la superficie visada en edificación no residencial han aminorado en los últimos meses su elevado ritmo de contracción, de acuerdo con la información disponible hasta octubre.

Por su parte, los datos disponibles relativos al gasto en consumo de las AAPP apuntan hacia una moderación de los ritmos de caída de este componente en el cuarto trimestre del año, en línea con las señales de los indicadores parciales disponibles relativos a los gastos reales de personal (tales como las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP) y al gasto en consumo final no salarial.

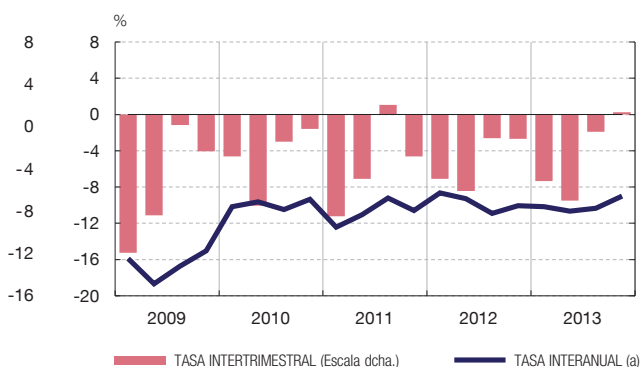
La última información disponible sobre la evolución del sector exterior en España sugiere que la demanda exterior neta habría realizado una contribución nula al crecimiento intertrimestral del PIB al cierre de 2013. Este resultado vendría determinado por una moderación tanto de las exportaciones, en línea con la desaceleración de la demanda procedente de fuera de la zona del euro, como de las importaciones, que, tras dos trimestres de gran dinamismo, habrían atenuado su avance intertrimestral. En tasa interanual, se habrían producido una ralentización de las exportaciones y una notable aceleración de las importaciones (véase gráfico 17). A futuro, existen factores, tales como la prevista recuperación del comercio mundial a lo largo de 2014 o la continuación de las ganancias de competitividad y del aumento del número de empresas exportadoras, que apuntan a un renovado vigor de las exportaciones. No obstante, es probable que el repunte de las importaciones, propiciado por la recuperación progresiva de la demanda final, conduzca a que la contribución del sector exterior al avance del PIB siga siendo moderada.

En noviembre se prolongó, de acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, la trayectoria de desaceleración interanual de las exportaciones reales de bienes que se inició en los meses de verano. En concreto, las ventas al exterior cayeron en ese mes un 0,9 %, frente a los incrementos del 1,2 % en octubre y del 4,3 % en el tercer trimestre. Desde el punto de vista del desglose por destino geográfico, la pérdida de vigor de las exportaciones de bienes se concentró en las extracomunitarias, que retrocedieron un 4,1 %, destacando los retrocesos, a tasas nominales de dos dígitos, de las destinadas a Estados Unidos, China, Rusia y los países de la OPEP. Las exportaciones dirigidas a la UE conservaron un mayor dinamismo, al avanzar un 0,7 %, si bien este resultado agregado comporta evoluciones muy diferenciadas, con un fortísimo incremento de las ventas a Portugal, que contrarrestó los descensos de las realizadas a Alemania, Francia e Italia. Por grupos de productos, destaca el retroceso de los bienes intermedios no

BIENES DE EQUIPO



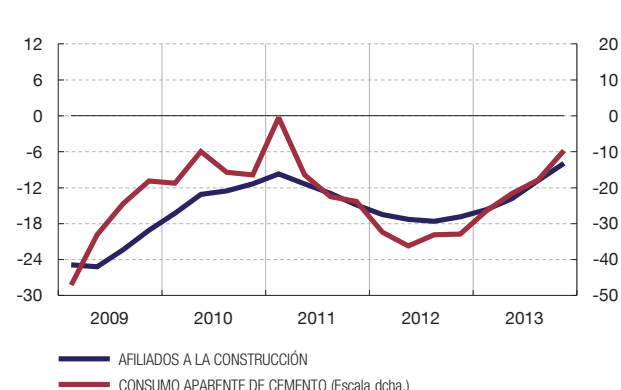
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN (a)



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

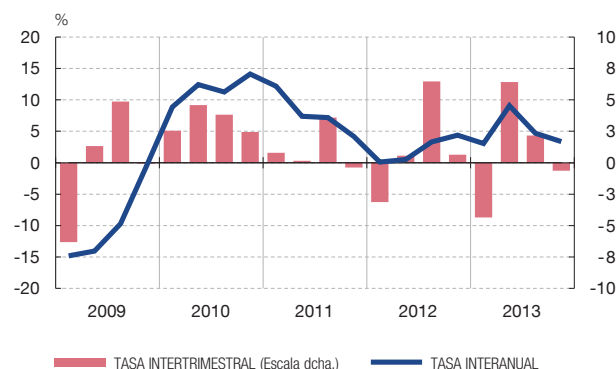
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.
- b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

energéticos, frente al mantenimiento de un cierto dinamismo de los bienes de equipo y consumo duradero.

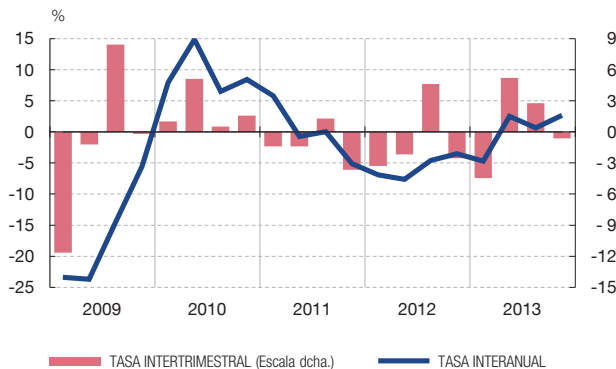
El comportamiento de las exportaciones reales de servicios turísticos en el cuarto trimestre del año fue favorable. En el bimestre octubre-noviembre, las entradas de turistas extranjeros y sus pernoctaciones hoteleras avanzaron a ritmos interanuales del 7,8% y 6,6%, respectivamente. Esta evolución condujo a que, en el conjunto de los once primeros meses del año, las entradas de turistas alcanzaran los 57,6 millones de personas, superando así los registros de 2012. A estos desarrollos contribuyeron positivamente los tres principales mercados —esto es, Reino Unido, Alemania y Francia—, así como los países nórdicos y Rusia. Asimismo, según los datos de EGATUR, el gasto nominal total de los turistas creció un 16,7% interanual en los meses de octubre y noviembre, impulsado tanto por el incremento del número de turistas como por su mayor gasto medio. Este dinamismo de las exportaciones turísticas contrasta con la debilidad de las ventas reales de otros servicios en el cuarto 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, aumentaron en noviembre un 2,4% en términos interanuales, lo que supuso una notable desaceleración frente al 8,4% de octubre. Como en el caso de las exportaciones, las compras exteriores con origen

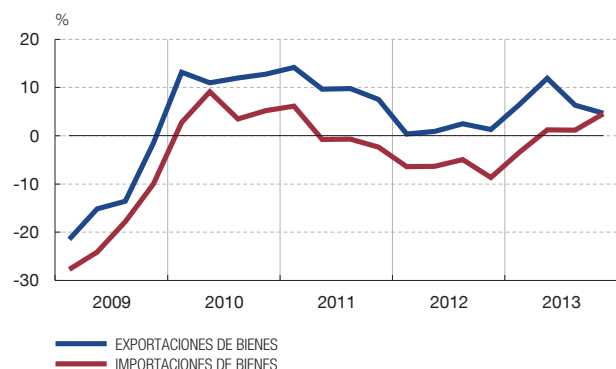
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



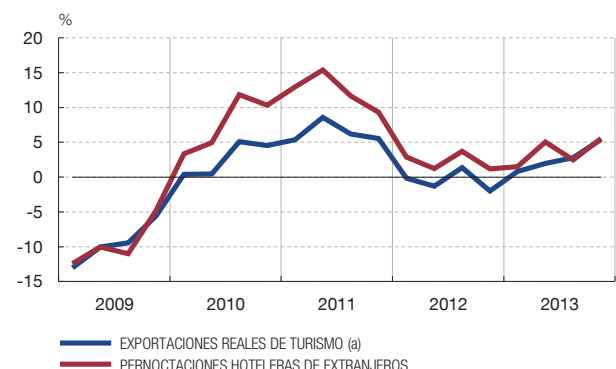
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

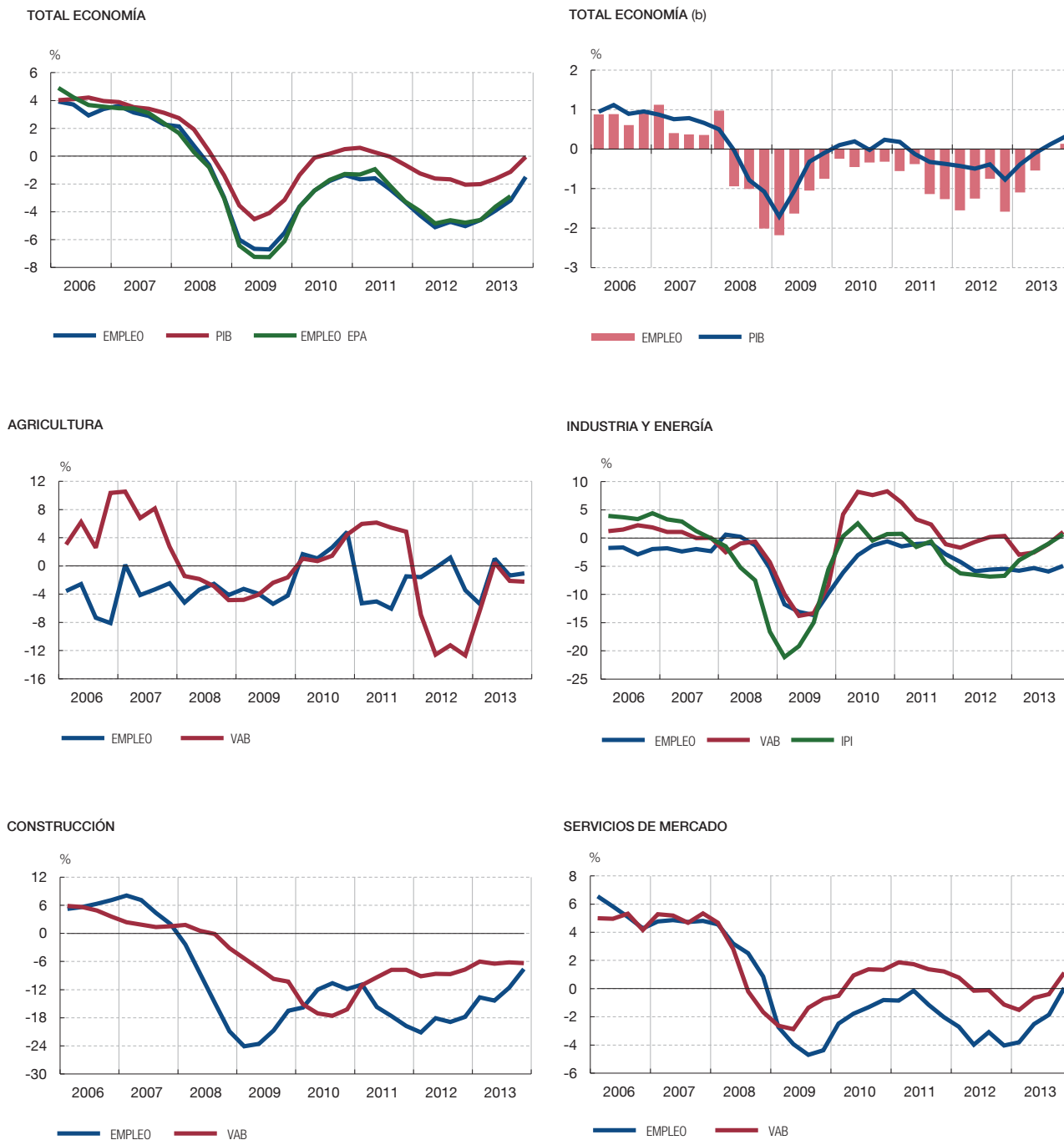
- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales, ajustadas de estacionalidad.
- c Series ajustadas de estacionalidad.

extracomunitario tuvieron un comportamiento mucho más débil (-5,4%) que las comunitarias (8,1%), mientras que, por grupos de productos, siguieron observándose, como en los meses precedentes, fuertes ritmos de aumento en las importaciones de bienes de equipo y de consumo duradero, como reflejo de la recuperación de la demanda interna, de modo que el debilitamiento de las importaciones totales fue debido al menor vigor de las compras de bienes intermedios. Por último, las importaciones reales de servicios habrían continuado disminuyendo en el cuarto trimestre del año, como consecuencia de la evolución del componente no turístico.

4.2 Producción y empleo

El conjunto de los indicadores sectoriales disponibles sugiere una consolidación, a lo largo del cuarto trimestre de 2013, de la pauta de reactivación paulatina de la actividad. Esta mejora estaría sustentada, principalmente, en las ramas de servicios y, en menor medida, en la industria manufacturera. Asimismo, aunque la construcción habría continuado detrayendo actividad, lo habría hecho a un menor ritmo que en trimestres anteriores. Para el conjunto de la economía de mercado se estima que el valor añadido bruto habría avanzado en el último trimestre del año en torno a un 0,4% intertrimestral.

En el caso de la industria, los distintos indicadores cualitativos han avanzado una moderada mejora de la actividad en los meses finales del año, que, no obstante, no se ha



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.

materializado aún en los datos cuantitativos, más retrasados en su publicación. Con la información disponible, se estima que, durante el cuarto trimestre, la actividad industrial habría mantenido un tono relativamente similar al del trimestre precedente. Esta evolución se habría sustentado en la producción de bienes de consumo y, más en concreto, en la fabricación de vehículos de motor, que, auspiciada por una pujante demanda externa, fue uno de los principales elementos dinamizadores de la actividad económica en 2013. Por el contrario, en el trimestre final del año se atenuó el dinamismo de la producción de bienes

de equipo, que quizá cabría relacionar con el menor ritmo de avance de las carteras de pedidos exteriores. Por su parte, los indicadores de producción del sector de la construcción sugieren una cierta atenuación del tono contractivo durante el cuarto trimestre.

Por lo que hace referencia a los servicios de mercado, las señales adelantadas por los indicadores cualitativos han sido más positivas que en el caso de la industria. Sin embargo, tampoco en este caso los indicadores cuantitativos, como las ventas de la Agencia Tributaria o el indicador de actividad del sector servicios (IASS), han recogido por el momento estas mejores perspectivas en toda su extensión, dado el mayor desfase temporal de estos registros. En cualquier caso, la información disponible sugiere una mejora moderada del conjunto de los servicios de mercado durante el trimestre, especialmente en las actividades relacionadas con transportes y comunicaciones. En cuanto a los sectores vinculados al comercio, existen indicios que apuntan a un comportamiento comparativamente más favorable en la parte final del trimestre, apoyado especialmente en el comercio al por menor.

En el cuarto trimestre se observó una clara mejoría en la evolución del empleo. Por un lado, las afiliaciones a la Seguridad Social moderaron su ritmo de caída interanual en 1,5 pp, hasta el -0,9%, para la serie corregida del efecto de las bajas de cuidadores no profesionales⁵. En términos de la serie corregida de estacionalidad, la afiliación presentó un incremento intertrimestral del 0,4%. A este aumento, que es el primero desde el inicio de 2008, contribuyó notablemente un comportamiento muy favorable del empleo agrícola (con un incremento del 2% en tasa intertrimestral, frente al retroceso del 2,7% del tercer trimestre). En todo caso, la mejora de la afiliación fue generalizada por ramas de actividad, con una moderación de los descensos trimestrales en la industria y la construcción, según las series corregidas de efectos estacionales, y un repunte de la creación de empleo en los servicios de mercado (del 0,3%). Dentro de las ramas de servicios, cabe destacar, como en los últimos trimestres, el buen comportamiento del empleo en la hostelería (1,5% en tasa interanual) y, en sentido contrario, el ajuste que se sigue observando en la afiliación al sector financiero (-3,7%). Entre las ramas de servicios de no mercado, agregado que aproxima al sector de AAPP, se observó un aumento interanual en el cuarto trimestre (1,2%), tras los descensos de los últimos trimestres⁶. En conjunto, esta evolución de las afiliaciones sería coherente con una notable ralentización de la caída del empleo en el cuarto trimestre del año, en términos de la CNTR, que situaría la tasa interanual en torno al -1,5%, desde el -3,2% del período precedente.

Esta mejor evolución del empleo contribuyó a que en el período octubre-diciembre se intensificara el descenso trimestral del paro registrado, hasta el -1,5% en términos de la serie ajustada de estacionalidad, lo que llevó al primer descenso interanual del paro (con una tasa del -1,8%) desde mediados de 2007. Por su parte, los contratos registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) presentaron un importante aumento interanual (del 13,1%) en el cuarto trimestre, sustentado por la contratación temporal (14,7%).

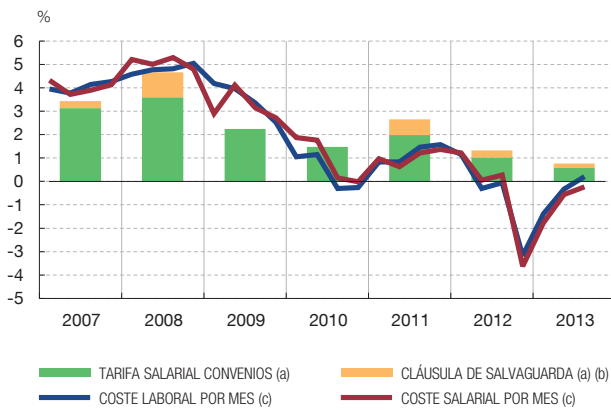
4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados entre enero y noviembre mostraron un aumento de las tarifas salariales del 0,6% para 2013, frente al 1% del conjunto de 2012 (véase gráfico 19), que estaría en línea con la recomendación contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos de 2012. Los convenios registrados

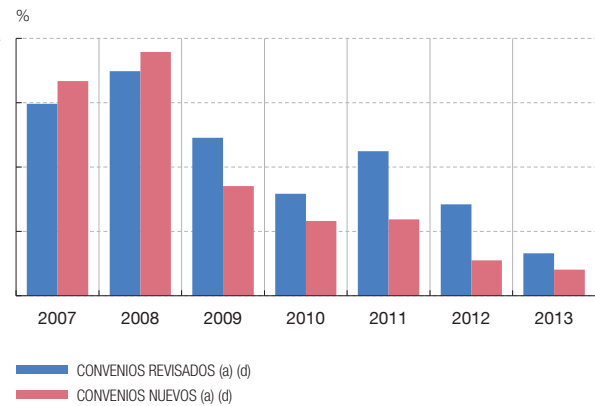
⁵ La entrada en vigor del Real Decreto 20/2012 suprimió, a partir del 1 de noviembre de 2012, el derecho a la cotización gratuita a la Seguridad Social de los cuidadores no profesionales de personas dependientes, lo que ha provocado que, de los 173.000 cotizantes que había en octubre de 2012, unos 156.000 se hayan dado de baja. Sin la corrección de este efecto, el descenso de los afiliados a la Seguridad Social fue del 1,4% en el cuarto trimestre de 2013.

⁶ Este agregado se construye sumando las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General, y excluyendo a los cuidadores no profesionales.

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



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

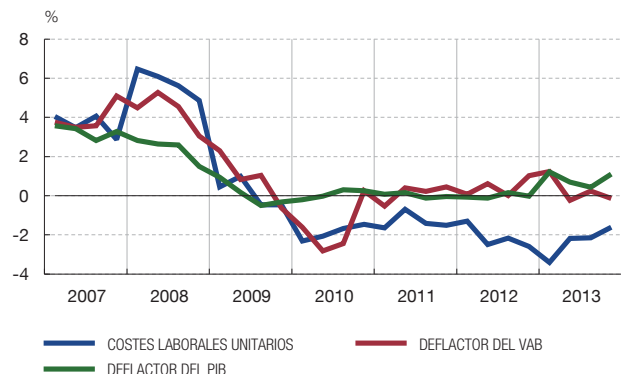
- a El último año, con información de convenios colectivos hasta diciembre de 2013.
- b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior 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.

PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

hasta noviembre afectaban a unos 4,6 millones de asalariados (cifra inferior en 1,2 millones a la correspondiente al mismo período de 2012)⁷. En los convenios revisados, el aumento salarial repuntó hasta el 0,7 %, mientras que en los de nueva firma permaneció estabilizado en el 0,4 %. La moderación salarial observada en la estadística de convenios es coherente con una evolución de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en los meses finales del año similar a la observada en el tercer trimestre, cuando mostró un incremento interanual del 0,1 %.

El deflactor del PIB habría experimentado un crecimiento interanual en el entorno del 1,1 % en el cuarto trimestre de 2013, repuntando en más de medio punto porcentual. Esta

7 Este retraso de la negociación colectiva, que recae exclusivamente en los convenios revisados, es achacable a la introducción de un cambio metodológico en la estadística de convenios por parte del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

En España, con anterioridad a que se desencadenara la crisis económica, un gran número de relaciones contractuales de carácter plurianual, tanto públicas como privadas, se revisaban, con carácter general, según la evolución pasada del índice general de precios de consumo. Ejemplos importantes de esta práctica eran los incrementos salariales que fijaban los convenios colectivos. Este procedimiento, también conocido como indexación, hace que incrementos del índice general de precios motivados por perturbaciones transitorias, como pueda ser el provocado por un incremento temporal del precio de los combustibles, terminen elevando el precio de todos aquellos bienes indexados, independientemente de la evolución de su demanda o de los costes asociados a su producción.

Como consecuencia de ello, los precios pierden efectividad para señalar los cambios en la demanda relativa o variaciones en los costes de los diferentes productos y, por tanto, para orientar la reasignación de los recursos productivos según criterios de eficiencia. Adicionalmente, se genera un comportamiento fuertemente inercial en la inflación, ya que la presencia de cláusulas de indexación en los precios de algunos factores de producción determina, ante la emergencia de perturbaciones, incrementos directos en los costes de producción, efectos indirectos (que son aquellos que provocan alzas de precios de los bienes y servicios que utilizan algunos de los *inputs* que se han encarecido) o efectos de segunda vuelta (los que tienen lugar cuando el alza de precios inicial induce una revisión generalizada de las expectativas de inflación que se traslada a los precios finales de forma permanente). En un mundo cada vez más globalizado, la presencia de cláusulas de indexación provoca una pérdida de competitividad que repercute negativamente en la actividad y en el empleo. Este problema se agrava en un área monetaria única, donde no es posible utilizar el tipo de cambio de forma unilateral para recuperar competitividad.

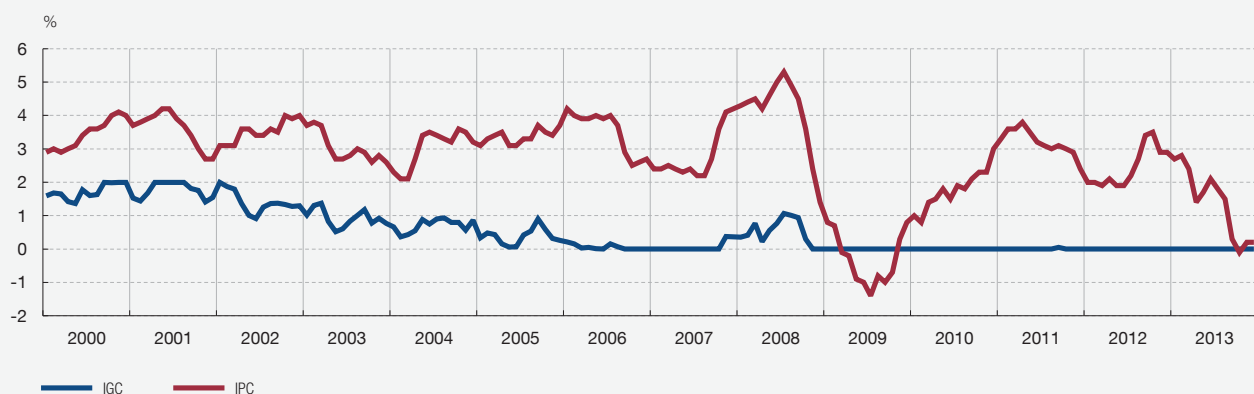
La intensidad de la crisis económica en España y su elevado coste en términos de desempleo evidencian de forma dramática los

problemas que puede generar una insuficiente flexibilidad en la determinación de costes y precios que limite su adaptación a condiciones cíclicas cambiantes¹. Como respuesta a este desarrollo, en el transcurso de los últimos años se han planteado distintos mecanismos para reducir el elevado grado de indexación de la economía española. En concreto, desde 2012 se han producido tres desarrollos importantes:

- El «II Acuerdo para el Empleo y Negociación colectiva 2012-2014», firmado por los agentes sociales, recomendó un nuevo marco para definir las cláusulas de indexación salarial plurianuales. El acuerdo sugiere la activación de estas cláusulas solo cuando la inflación supere a final de año el 2%. Por otra parte, se recomienda que el cobro de dicha cláusula no sea consolidable en los niveles salariales, lo que reduciría considerablemente la inercia nominal de los salarios. Asimismo, se sugiere que, en caso de que la inflación en España fuera superior a la del área del euro, esta última sea el indicador utilizado como referencia para calcular el impacto de las cláusulas y que se sustraigan de los índices aquellos aumentos significativos del precio internacional del petróleo. Los datos disponibles permiten inferir que estas recomendaciones fueron ampliamente seguidas. De todos los convenios de nueva firma de 2012 que incorporaron cláusula, un 70% siguió los parámetros del Acuerdo. Esto ha provocado una reducción importante del impacto de la indexación en la remuneración por asalariado. Concretamente, el impacto de la cláusula estimado para 2013 se cifrará en 0,2 pp, frente a un incremento de alrededor de 1 pp que, en ausencia del Acuerdo, habría resultado de considerar el diferencial entre el IPC de diciembre de 2012 y las tarifas pactadas para ese año (diferencia cercana a 2 pp).n

1 Véanse los artículos del *Boletín Económico* del Banco de España de marzo de 2009, «Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro», y de julio-agosto de 2009, «El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España».

ÍNDICES DE GARANTÍA DE COMPETITIVIDAD (IGC) Y DE PRECIOS DE CONSUMO (IPC)
Tasas de variación interanuales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- Asimismo, el pasado 20 de diciembre el Consejo de Ministros aprobó el proyecto de ley de desindexación respecto al IPC. Esta ley será de aplicación para los contratos realizados en el ámbito del sector público, mientras que solo lo será en el ámbito privado en defecto de pacto en contrario. La regla general para el sector público, será que no podrá realizarse ningún tipo de indexación, de forma que los aumentos de precios deberán estar justificados exclusivamente por la evolución de los determinantes directamente relacionados con el coste del servicio. Esto será de aplicación no solo a ciertas partidas de gasto de las AAPP, sino también a partidas de ingresos, como son las actualizaciones de determinados costes del sistema eléctrico, las tarifas de transporte urbano, los impuestos especiales o las tasas de cuantía fija. En el ámbito privado, las actualizaciones quedarán sometidas a la libre voluntad de las partes y, si no hay pacto explícito, se utilizará un nuevo índice, el Índice de Garantía de Competitividad (IGC), que será publicado mensualmente por el INE. La variación del IGC será igual a la inflación en la zona del euro menos un factor corrector que reflejará la pérdida de competitividad que se ha producido desde 1999, año de inicio de la UEM. El citado índice tendrá un techo del 2% y un suelo del 0%. Como muestra el gráfico adjunto, la utilización de este indicador habría supuesto revalorizaciones significativamente inferiores a las efectivamente instrumentadas de los precios de los contratos en los últimos años. Del mismo modo, es previsible que su utilización restrinja el número de actualizaciones en el futuro próximo.
- Finalmente, la reforma de las pensiones aprobada a finales del pasado año reemplazó la revalorización automática a partir de la

tasa interanual del IPC en noviembre por el denominado «factor de revalorización anual». Este último hace depender la actualización anual de las pensiones del crecimiento de varios factores: los ingresos del sistema, el número de pensiones, la diferencia entre la pensión media de los pensionistas entrantes y la de los salientes (efecto sustitución) y el déficit corriente del sistema. Asimismo, se establecen cláusulas suelo y techo, que se sitúan en el 0,25% y en la tasa de crecimiento del IPC + 0,50%, respectivamente. Tras la entrada en vigor de esta medida, el incremento de las pensiones presupuestado para 2014 se sitúa en el 0,25%. Hay que subrayar, en todo caso, que esta reforma tiene como objetivo principal garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones, vinculando su actualización a los posibles desfases entre ingresos y gastos del sistema. Esta reforma es particularmente importante en un contexto de envejecimiento de la población como el previsto en nuestro país, que generará una presión creciente sobre el gasto en pensiones, entre otros.

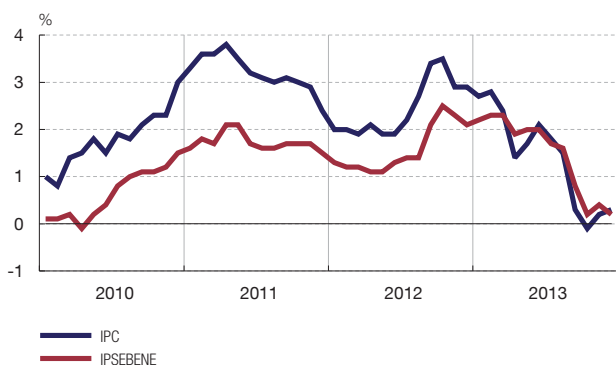
En definitiva, estos importantes cambios permiten avanzar en la superación de una de las rémoras que más ha lastrado la capacidad de adaptación de la economía española a los requisitos derivados de la participación en un área de integración monetaria y de estabilidad de precios. Cabe esperar que den lugar a un cambio generalizado de las pautas de comportamiento que reduzcan sustancialmente el grado de indexación de la economía española, de manera que la formación de los precios se alinee con sus factores fundamentales de oferta y demanda. Todo ello debería repercutir en una mejora sustancial de los determinantes de la competitividad y de la creación de empleo y evitaría la reaparición de algunos de los desequilibrios que han agravado la actual crisis en España.

evolución refleja fundamentalmente el impacto de la recuperación de la paga extraordinaria de los empleados públicos sobre el deflactor del consumo de las AAPP. En ausencia de este efecto, el deflactor del PIB habría continuado moderando su ritmo de avance, dada la sustancial ralentización observada en el deflactor del consumo privado.

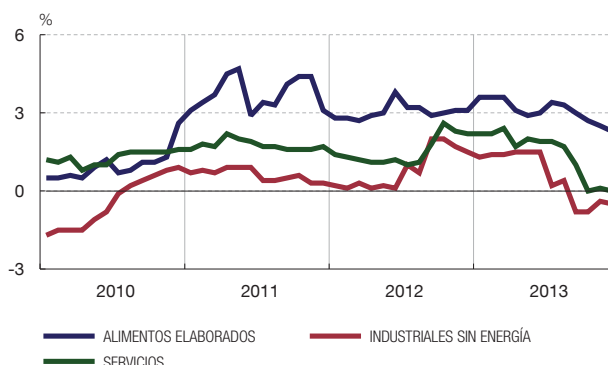
En efecto, en el cuarto trimestre de 2013 el ritmo de variación del IPC ha sido muy reducido, prolongándose la desaceleración ya observada al final del verano, que se explica, en gran parte, por la desaparición de la tasa interanual del impacto de la traslación a los precios de consumo del aumento de los tipos impositivos del IVA en septiembre de 2012, así como por el encarecimiento de las matrículas universitarias en octubre de dicho año. De este modo, en octubre de 2013 la tasa de crecimiento del IPC llegó a ser levemente negativa (-0,1%), aunque en los dos meses posteriores volvió a cambiar de signo, fundamentalmente como consecuencia de la evolución de los precios del componente energético (véase gráfico 21). El año se cerró con una tasa del 0,3%.

El IPSEBENE también se moderó a lo largo del trimestre, aumentando un 0,2% en diciembre, seis décimas por debajo del valor de septiembre. Esta ralentización se explica fundamentalmente por los efectos de comparación antes comentados, que fueron particularmente

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.

acusados en el caso de los precios de los servicios, que no variaron en diciembre de 2013, frente al aumento del 1 % de septiembre. Asimismo, los precios de los alimentos elaborados disminuyeron su ritmo de avance a lo largo del cuarto trimestre de 2013, desde el 3 % en septiembre al 2,3 % en diciembre, en un entorno de cierta moderación de la tasa de variación de los precios industriales de producción nacional de este tipo de bienes y de abaratamiento de sus precios de importación. Por el contrario, la caída de los precios de los bienes industriales no energéticos se moderó en el tramo final de 2013. Así, su ritmo de variación pasó del -0,8 % en septiembre al -0,5 % en diciembre.

Los componentes tradicionalmente más variables del IPC mostraron evoluciones contrapuestas a lo largo del último trimestre del pasado ejercicio. Así, el ritmo de variación interanual de los productos energéticos fue del 0,2 % en diciembre, 3,9 pp por encima del registro de septiembre. Por último, la tasa de avance de los precios de los alimentos no elaborados se redujo, pasando del 2,8 % en septiembre al 0,6 % en diciembre.

La moderación de la inflación española en el cuarto trimestre de 2013, medida en términos del IAPC, que excluye los precios de la energía y los alimentos no elaborados, fue más pronunciada que la de la UEM, de modo que el diferencial, favorable a España, pasó entre septiembre y diciembre de -0,3 pp a -0,7 pp. Entre los componentes de este indicador, los diferenciales de precios de los servicios y de los alimentos elaborados se redujeron en

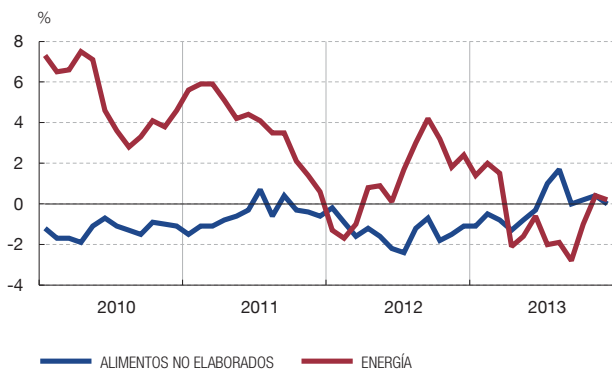
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



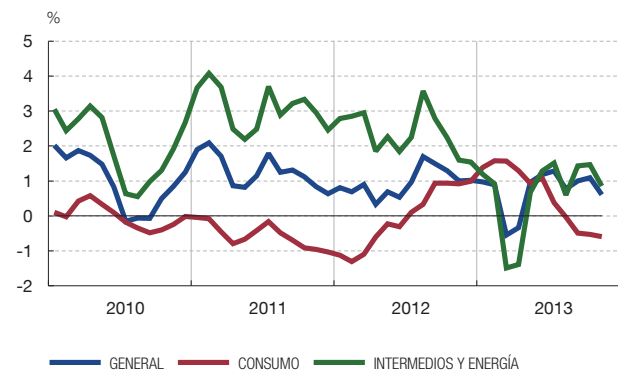
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

seis y cinco décimas, respectivamente, hasta $-1,1$ y $0,1$ pp, y el correspondiente a los bienes industriales no energéticos permaneció en $-0,5$ pp (véase gráfico 22). Esta reducción del diferencial medido por el IPSEBENE no se trasladó al diferencial en términos del IAPC general, que repuntó en una décima entre septiembre y diciembre, hasta $-0,5$ pp. En concreto, el diferencial de los precios energéticos pasó de $-2,8$ pp en septiembre a $0,2$ pp en diciembre, mientras que el de los alimentos no elaborados siguió siendo nulo.

En los últimos meses, el índice de precios industriales ha continuado su trayectoria de moderación, registrando una variación del $-0,6\%$ en noviembre, frente al $-0,1\%$ de agosto. Sus principales componentes, excepto el de bienes de consumo, registraron ritmos de variación negativos. Por el contrario, los precios de importación de productos industriales moderaron su caída, alcanzando en noviembre una tasa interanual del $-2,9\%$, mientras que los precios de exportación de productos industriales mostraron un mayor abaratamiento, de modo que su ritmo de variación se situó también en el $-2,9\%$.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

En relación con la ejecución presupuestaria de las AAPP, el déficit en Contabilidad Nacional del conjunto de estas Administraciones habría alcanzado un $4,4\%$ del PIB en el período comprendido entre enero y septiembre de 2013 (excluyendo las ayudas a instituciones financieras), frente al $4,3\%$ acumulado en el mismo período de 2012. Con información algo más actualizada, el agregado de las AAPP que excluye las CCLL presentó un déficit

Millones de euros y %

| | Liquidación 2012 | Variación porcentual 2012/2011 | 2013 Objetivos oficiales (a) | | Ejecución | | | Variación porcentual 2013/2012 ene-sep |
|--|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------|---|
| | | | Variación porcentual 2013/2012 | 2012 ene-sep | 2013 ene-sep | 2013 ene-oct | 7=5/4 | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7=5/4 | |
| 1 Recursos totales | 382.007 | 0,9 | 1,9 | 276.782 | 277.496 | — | 0,3 | |
| Recursos corrientes | 380.539 | 0,4 | — | 278.279 | 277.517 | — | -0,3 | |
| Impuestos sobre producción e importaciones | 107.482 | 2,8 | 6,9 | 83.345 | 86.917 | — | 4,3 | |
| Impuestos sobre la renta y el patrimonio | 105.453 | 4,2 | 3,3 | 72.981 | 72.394 | — | -0,8 | |
| Cotizaciones sociales | 133.845 | -4,0 | -3,4 | 100.769 | 97.505 | — | -3,2 | |
| Otros recursos corrientes | 33.759 | 0,2 | — | 21.184 | 20.701 | — | -2,3 | |
| Recursos de capital | 1.468 | — | — | -1.497 | -21 | — | 98,6 | |
| 2 Empleos totales | 491.414 | 2,7 | -6,5 | 330.658 | 327.320 | — | -1,0 | |
| Empleos corrientes | 426.966 | -1,9 | — | 302.318 | 305.752 | — | 1,1 | |
| Remuneración de asalariados | 115.213 | -6,8 | 1,5 | 85.926 | 83.072 | — | -3,3 | |
| Otros gastos en consumo final (b) | 87.350 | -6,2 | — | 56.825 | 57.092 | — | 0,5 | |
| Prestaciones sociales (no en especie) | 167.676 | 2,8 | — | 120.370 | 123.200 | — | 2,4 | |
| Intereses efectivos pagados | 31.191 | 18,5 | 11,9 | 22.647 | 25.481 | — | 12,5 | |
| Subvenciones | 10.200 | -12,7 | 10,7 | 5.766 | 5.130 | — | -11,0 | |
| Otros empleos y transferencias corrientes | 15.336 | -10,7 | — | 10.784 | 11.777 | — | 9,2 | |
| Empleos de capital | 64.448 | 48,6 | — | 28.340 | 21.568 | — | -23,9 | |
| Formación bruta de capital | 17.600 | -43,1 | -18,4 | 14.997 | 13.547 | — | -9,7 | |
| Otros gastos de capital (c) | 46.848 | — | — | 13.343 | 8.021 | — | -39,9 | |
| De los cuales: Ayudas a instituciones financieras | 39.139 | — | — | 9.963 | 4.822 | 4.822 | -51,6 | |
| 3 Cap. (+) o nec. (-) de finan. (3 = 1 - 2) | -109.407 | — | — | -53.876 | -49.824 | — | — | |
| <i>En porcentaje del PIB nominal anual</i> | -10,6 | — | -6,8 | -5,2 | -4,9 | — | — | |
| Administración Central | -8,0 | — | -4,1 | -4,5 | -4,0 | -4,0 | — | |
| De la cual: Ayudas a instituciones financieras | -3,8 | — | 0,3 | -1,0 | -0,5 | -0,5 | — | |
| Seguridad Social | -1,0 | — | -1,4 | -0,2 | -0,3 | -0,2 | — | |
| CCAA | -1,8 | — | -1,3 | -1,0 | -1,0 | -1,1 | — | |
| CCLL | 0,2 | — | 0,0 | 0,4 | 0,4 | — | — | |
| PRO MEMORIA | | | | | | | | |
| Saldo primario | -78.216 | — | — | -31.229 | -24.343 | — | — | |
| Empleos totales, excl. ayudas a instituc. financieras | 452.275 | -4,5 | 1,0 | 320.695 | 322.498 | — | 0,6 | |
| Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras | -70.268 | — | — | -43.913 | -45.002 | — | — | |
| <i>En porcentaje del PIB nominal anual</i> | -6,8 | — | -6,5 | -4,3 | -4,4 | — | — | |

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e Intervención General de la Administración del Estado.

- a Los objetivos del saldo de las AAPP, así como los ingresos y gastos, son los fijados en el Plan Presupuestario 2014. Puesto que estas cifras se presentan en porcentajes del PIB, se ha recuperado el nivel de las variables para el año 2013. A partir de estos niveles de 2013 y del cierre para 2012 publicado por la IGAE, 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).

del 4,9 % del PIB en términos acumulados hasta octubre (4,8 % hasta septiembre). Cabe recordar que el objetivo oficial de déficit del conjunto de las AAPP para el año 2013 se sitúa en el 6,5 % del PIB.

Por componentes, los ingresos totales de las AAPP se aceleraron ligeramente en términos de Contabilidad Nacional en el tercer trimestre de 2013, hasta crecer un 0,3 % entre enero y septiembre con respecto al mismo período del año anterior. Esta evolución refleja la mejora paulatina de las bases imponibles, cuyo ritmo de caída se habría moderado sensiblemente según la Agencia Tributaria, y el impacto de las medidas impositivas

Millones de euros y %

| | Liquidación 2012 | Variación porcentual 2012/2011 | Presupuesto inicial 2013 (b) | Ejecución | | | |
|---|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|-----------------|------------------------------------|-----------------|------------------------------------|
| | | | Variación porcentual 2013/2012 | 2013 ene-sep | Variación porcentual ene-sep | 2013 ene-nov | Variación porcentual ene-nov |
| | | | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1 Ingresos no financieros | 123.344 | 18,4 | 3,0 | 79.174 | -1,1 | 107.791 | -0,5 |
| Impuestos directos | 52.053 | -2,5 | 27,1 | 37.774 | 33,6 | 54.918 | 23,0 |
| IRPF | 26.532 | -20,9 | 59,2 | 27.692 | 69,5 | 36.019 | 46,9 |
| Sociedades | 21.435 | 29,0 | -11,3 | 7.352 | -23,3 | 15.261 | -11,2 |
| Otros directos (c) | 4.086 | 26,6 | 20,4 | 2.730 | 16,0 | 3.638 | 23,1 |
| Impuestos indirectos | 23.590 | -31,9 | 72,7 | 26.341 | 123,5 | 34.967 | 64,7 |
| IVA | 16.384 | -35,4 | 72,6 | 18.459 | 151,9 | 25.354 | 70,1 |
| Especiales | 4.285 | -32,3 | 123,5 | 5.844 | 159,6 | 7.095 | 95,8 |
| Otros indirectos (d) | 2.921 | -1,5 | -1,3 | 2.038 | -7,6 | 2.518 | -7,2 |
| Otros ingresos (e) | 47.701 | 195,9 | -57,8 | 15.059 | -62,4 | 17.906 | -57,8 |
| 2 Pagos no financieros | 152.357 | 0,8 | 8,4 | 120.934 | 5,4 | 145.499 | 6,9 |
| Personal | 26.851 | -2,1 | -41,0 | 19.833 | 0,4 | 24.023 | 0,8 |
| Compras | 3.528 | -18,3 | -19,0 | 1.915 | -2,3 | 2.496 | -3,5 |
| Intereses | 26.055 | 17,3 | 48,2 | 22.479 | 8,4 | 27.984 | 9,6 |
| Transferencias corrientes | 84.244 | 5,4 | 11,1 | 69.968 | 5,6 | 82.041 | 9,1 |
| Fondo de contingencia y otros imprevistos | — | — | — | — | — | — | — |
| Inversiones reales | 6.762 | -1,9 | -42,3 | 3.046 | -4,2 | 4.149 | -14,5 |
| Transferencias de capital | 4.917 | -52,6 | 56,5 | 3.692 | 30,5 | 4.805 | 19,2 |
| 3 Saldo de caja (3 = 1 - 2) | -29.013 | — | — | -41.760 | — | -37.708 | — |
| PRO MEMORIA: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales) | | | | | | | |
| TOTAL | 160.739 | 3,9 | 5,1 | 111.501 | -0,2 | 147.753 | 0,5 |
| IRPF | 70.631 | 1,2 | 5,1 | 51.396 | -1,7 | 65.264 | -1,0 |
| Sociedades | 21.435 | 29,0 | -11,3 | 7.352 | -23,3 | 15.261 | -11,2 |
| IVA | 50.463 | 2,4 | 8,3 | 38.464 | 6,5 | 49.647 | 5,1 |
| Impuestos especiales | 18.209 | -4,0 | 15,9 | 14.289 | 3,7 | 17.582 | 5,0 |

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de caja.

b Fuente: Presupuestos Generales del Estado para 2013.

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

d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

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

aprobadas. La información parcial relativa al cuarto trimestre apunta a una mejora adicional en la evolución de los ingresos. En concreto, los datos disponibles, en términos de contabilidad presupuestaria, revelan que la recaudación por impuestos compartidos (Estado y participación de las Administraciones Territoriales) continuó acelerándose hasta noviembre, mostrando un incremento interanual del 0,5 %, frente a la variación del -0,2 % observada hasta finales del tercer trimestre, como reflejo de la aportación adicional de algunas medidas en el ámbito normativo (principalmente, relativas a los impuestos de sociedades, especiales y energéticos). En todo caso, este crecimiento de los ingresos se sitúa todavía por debajo del recogido en el avance de liquidación de 2013 proporcionado por el Gobierno en el marco del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2014, que anticipa un incremento recaudatorio de estas partidas para el conjunto del año del 3,8 %.

Millones de euros y %

| | Liquidación 2012 | Variación porcentual 2012/2011 | Presupuesto inicial 2013 (b) | Ejecución | | | |
|------------------------------------|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|-----------------|------------------------------------|-----------------|------------------------------------|
| | | | Variación porcentual 2013/2012 | 2013 ene-sep | Variación porcentual ene-sep | 2013 ene-nov | Variación porcentual ene-nov |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1 Ingresos no financieros | 118.604 | 0,1 | 9,0 | 94.569 | 4,5 | 112.434 | 2,8 |
| Cotizaciones sociales | 101.106 | -4,0 | 4,7 | 73.901 | -3,1 | 90.111 | -2,8 |
| Transferencias corrientes | 12.191 | 46,2 | 54,3 | 16.970 | 69,2 | 17.767 | 54,1 |
| Otros ingresos | 5.307 | 9,6 | -13,0 | 3.697 | -11,1 | 4.556 | -12,2 |
| 2 Pagos no financieros | 124.416 | 4,6 | 4,0 | 92.510 | 5,1 | 111.489 | 4,5 |
| Personal | 2.270 | -3,8 | 1,9 | 1.616 | -3,5 | 1.988 | -2,7 |
| Compras | 1.505 | -3,5 | 3,7 | 953 | -2,0 | 1.212 | -5,4 |
| Transferencias corrientes | 119.873 | 4,9 | 4,2 | 89.340 | 5,4 | 107.630 | 4,9 |
| Pensiones contributivas | 103.515 | 4,0 | 2,7 | 77.314 | 4,9 | 93.073 | 4,9 |
| Incapacidad temporal | 8.231 | -13,7 | -29,2 | 4.934 | -8,7 | 6.215 | -8,4 |
| Resto | 8.127 | 57,2 | 56,6 | 7.092 | 24,8 | 8.342 | 17,2 |
| Otros gastos | 768 | 3,1 | -19,0 | 601 | 7,3 | 659 | -3,9 |
| 3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2) | -5.813 | — | — | 2.058 | -16,6 | 945 | — |
| PRO MEMORIA | | | | | | | |
| Servicio Público de Empleo Estatal | | | | | | | |
| Cotizaciones sociales | 19.234 | -6,1 | 1,7 | 13.722 | -3,3 | 16.872 | -4,9 |
| Prestaciones desempleo | 32.830 | 5,0 | -18,7 | 23.910 | -2,8 | 28.703 | -4,1 |
| Sistema Seguridad Social y SEPE | | | | | | | |
| Cotizaciones sociales | 120.340 | -4,3 | 4,2 | 87.623 | -3,1 | 106.983 | -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.

Por otra parte, en términos de Contabilidad Nacional, las AAPP aumentaron el gasto total (excluidas las ayudas a instituciones financieras) un 0,6 % en el período enero-septiembre de 2013 con respecto al mismo período del año previo. Los empleos corrientes crecieron un 1,1 %, mostrando una aceleración con respecto al primer semestre (cuando se registró una tasa de variación del 0,1 %). El aumento del ritmo de variación del gasto ha venido ligado, principalmente, al consumo final de las AAPP y a los pagos por prestaciones sociales. Este incremento en los gastos corrientes fue compensado en parte por la caída de los de capital (con reducciones tanto en la inversión pública como en las transferencias de capital). No obstante, el gasto en inversión de las AAPP se aceleró significativamente en el tercer trimestre de 2013 con respecto al observado en la primera parte del año. En el cuarto trimestre, el ajuste del gasto incorporado en los planes presupuestarios de las distintas administraciones deberá compensar el aumento derivado de la recuperación de la paga extra de diciembre en la mayoría de las Administraciones Públicas.

También se dispone de información reciente relativa a los subsectores de las AAPP. En el caso del Estado, los datos de ejecución presupuestaria hasta noviembre en términos de Contabilidad Nacional muestran una cierta aceleración del gasto en el cuarto trimestre, en lo que respecta tanto al componente corriente como al de capital. Respecto a la Seguridad

Millones de euros y %

| | Liquidación 2012 | Variación porcentual 2012/2011 | 2013 | Ejecución | | | |
|---|---------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|-----------|-----------------------|---------|-----------------------|
| | | | Objetivos oficiales (b) | 2013 | Variación | 2013 | Variación |
| | | | Variación porcentual 2013/2012 | ene-sep | porcentual ene-sep | ene-oct | porcentual ene-oct |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1 Ingresos no financieros | 124.659 | -1,3 | 4,2 | 90.364 | -4,0 | 100.520 | -2,4 |
| Ingresos corrientes | 119.262 | -1,1 | 1,7 | 88.282 | -3,7 | 98.090 | -2,1 |
| Impuestos directos | 48.239 | 18,7 | -24,3 | 27.492 | -30,1 | 30.897 | -27,3 |
| Impuestos indirectos | 57.889 | 23,0 | -14,3 | 35.237 | -25,6 | 39.057 | -22,9 |
| Tasas, precios y otros ingresos | 4.740 | -1,7 | 2,3 | 3.085 | -4,0 | 3.599 | 0,6 |
| Transferencias corrientes | 7.197 | -73,7 | — | 22.154 | — | 24.191 | — |
| Ingresos patrimoniales | 1.197 | 68,5 | -53,4 | 314 | -10,6 | 346 | -7,6 |
| Ingresos de capital | 5.396 | -6,5 | 60,4 | 2.082 | -14,5 | 2.430 | -13,2 |
| Enajenación de inversiones reales | 273 | 48,9 | — | 295 | 153,0 | 332 | 164,3 |
| Transferencias de capital | 5.124 | -8,3 | 18,8 | 1.787 | -22,9 | 2.099 | -21,5 |
| 2 Pagos no financieros | 150.199 | -0,3 | -4,0 | 94.094 | -5,8 | 105.686 | -7,1 |
| Pagos corrientes | 134.816 | 1,4 | -5,5 | 87.812 | -4,8 | 98.259 | -6,0 |
| Gastos de personal | 52.541 | -8,4 | 1,0 | 38.293 | -4,2 | 42.394 | -3,8 |
| Gastos corrientes en bienes y servicios | 35.614 | 28,7 | -24,8 | 18.218 | -7,0 | 20.262 | -15,7 |
| Gastos financieros | 6.268 | 37,4 | 31,2 | 4.839 | 14,7 | 6.031 | 25,9 |
| Transferencias corrientes | 40.393 | -6,7 | -3,1 | 26.462 | -7,1 | 29.572 | -6,6 |
| Fondo de contingencia y otros imprevistos | — | — | — | — | — | — | — |
| Pagos de capital | 15.383 | -13,4 | 9,0 | 6.282 | -17,1 | 7.427 | -19,5 |
| Inversiones reales | 6.662 | -13,5 | 6,4 | 2.888 | -19,7 | 3.373 | -18,6 |
| Transferencias de capital | 8.720 | -13,3 | 11,0 | 3.394 | -14,8 | 4.054 | -20,2 |
| 3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2) | -25.540 | — | — | -3.730 | — | -5.166 | — |
| PRO MEMORIA | | | | | | | |
| Ingresos propios | 19.312 | 1,4 | 18,8 | 14.043 | 2,1 | 15.887 | 4,1 |
| Impuesto sobre sucesiones y donaciones | 2.535 | 3,8 | -7,9 | 2.147 | 4,4 | 2.476 | 9,0 |
| Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD | 5.639 | -12,1 | 19,2 | 4.105 | -3,1 | 4.500 | -2,8 |
| Tasas, precios públicos y otros ingresos | 4.740 | -1,7 | 2,3 | 3.085 | -4,0 | 3.599 | 0,6 |
| Otros (c) | 6.398 | 19,3 | 41,2 | 4.705 | 11,0 | 5.311 | 11,3 |

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 y Administraciones Públicas 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.

Social, el gasto en pensiones contributivas registró tasas más elevadas que las presupuestadas para el conjunto de 2013 (cercanas al 5 % entre enero y noviembre), mientras que las prestaciones por desempleo, por el contrario, cayeron un 4,1 % hasta noviembre, intensificando la reducción observada desde el último trimestre de 2012. En el ámbito de las Comunidades Autónomas, hasta octubre se observaron una continuación de la senda de ajuste del gasto registrada en el primer semestre del año y una recuperación significativa

El Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (MHAP) publicó el 27 de diciembre de 2013 los Proyectos de Presupuestos Generales consolidados de las CCAA para el ejercicio 2014.

Los datos publicados y el informe que los acompaña, resumen y homogeneizan los principales agregados de los presupuestos que cada comunidad autónoma ha aprobado a lo largo del trimestre

PRESUPUESTOS DE LAS CCAA PARA 2014 (a)

| | En miles de millones de euros | | | En % de variación interanual | |
|---|-----------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|--|---|
| | Presupuesto inicial para 2013 (b) | Objetivo revisado para 2013 (c) | Presupuesto inicial para 2014 (b) | Presupuesto inicial 2014/ Presupuesto inicial 2013 | Presupuesto inicial 2014/ Objetivo 2013 |
| | 1 | 2 | 3 | 4 = 3 / 1 | 5 = 3 / 2 |
| 1 Ingresos no financieros | 125,4 | 126,5 | 124,4 | -0,8 | -1,7 |
| Ingresos propios | 19,5 | 19,6 | 21,3 | 9,2 | 8,6 |
| Impuesto sobre sucesiones y donaciones | 2,3 | 2,3 | 2,6 | 15,5 | 14,0 |
| Imp. sobre transmisiones patrim. y actos jurídicos doc. | 6,7 | 6,7 | 6,5 | -2,6 | -2,6 |
| Tasas, precios públicos y otros ingresos | 4,7 | 4,7 | 4,3 | -7,3 | -8,5 |
| Otros (d) | 5,9 | 5,9 | 7,9 | 33,4 | 32,8 |
| Ingresos del sistema de financiación (e) | 84,7 | 84,7 | 82,4 | -6,7 | -5,4 |
| Entregas a cuenta del sistema de financiación (f) | 82,7 | 82,7 | 80,5 | -2,6 | -2,6 |
| Liquidación del sistema de financiación (g) | 4,3 | 4,3 | 4,2 | -1,3 | -1,3 |
| Reintegro sistema financiación 2008/2009 (h) | -2,3 | -2,3 | -2,3 | 0,0 | 0,0 |
| Transferencias de capital | 5,5 | 6,1 | 4,9 | -10,6 | -19,4 |
| Resto (i) | 15,8 | 16,2 | 15,8 | 0,0 | -2,6 |
| 2 Pagos no financieros | 138,4 | 140,7 | 136,0 | -1,8 | -3,4 |
| Personal | 52,8 | 51,9 | 52,5 | -0,7 | 1,0 |
| Gastos corrientes en bienes y servicios | 26,3 | 26,3 | 26,2 | -0,1 | -0,1 |
| Inversiones reales | 6,5 | 6,9 | 5,8 | -11,9 | -16,6 |
| Resto de pagos (j) | 52,8 | 55,6 | 51,5 | -2,5 | -7,3 |
| 3 Saldo (1 - 2) | -13,0 | -14,2 | -11,6 | — | — |
| Saldo en porcentaje del PIB | -1,3 | -1,4 | -1,1 | — | — |
| 4 Saldo en Contabilidad Nacional, en porcentaje del PIB | -0,7 | -1,3 | -1,0 | — | — |

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a Excluyendo la Comunidad Foral de Navarra.

b Las cifras correspondientes a los presupuestos iniciales para 2013 y 2014 son las publicadas por el MHAP el 27 de diciembre de 2013.

c Las cifras de ingresos proceden del cuadro 1, columna de previsiones definitivas, del informe del MHAP sobre la ejecución presupuestaria mensual de octubre de 2013, referido al total de CCAA y al que se le ha restado la aportación de Navarra. Los gastos proceden del cuadro 3 de la misma publicación, y son el resultado de restar a los créditos totales (tercera columna) los créditos declarados no disponibles (cuarta columna), excluyendo la aportación de Navarra.

d Incluye: resto de impuestos directos, incluido patrimonio; impuesto general indirecto canario (IGIC) y arbitrio sobre las Importaciones y entregas de mercancías en Canarias (AIEM); resto de impuestos indirectos; ingresos patrimoniales; enajenación de inversiones reales.

e Fuente: Presupuestos Generales del Estado.

f Las cifras para el año 2013, tanto de la columna de presupuestos (columna 1) como de objetivos (columna 2), provienen del cuadro VII.2.2, de entregas a cuenta del sistema de financiación en el año 2013 de la «Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2013» (Libro Amarillo). Las cifras para el año 2014 (columna 3) provienen del cuadro VII.2.2, de entregas a cuenta del sistema de financiación en el año 2014 de la «Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2014» (Libro Amarillo).

g Las liquidaciones anuales se producen con dos años de retraso. Así, en 2013 se liquidó el año 2011, y en 2014 se liquida el año 2012. Las cifras para 2013, tanto de la columna de presupuestos (columna 1) como de objetivos (columna 2), provienen del cuadro VII.2.3, de previsión de liquidación del sistema de financiación 2011 de la «Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2013» (Libro Amarillo). Las cifras para 2014 (columna 3) provienen del cuadro VII.2.3, de previsión de liquidación del sistema de financiación 2012 de la «Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2014» (Libro Amarillo).

h Las cifras para 2013, tanto de la columna de presupuestos (columna 1) como de objetivos (columna 2), provienen del cuadro VII.2.4, de reintegro en 2013 de liquidaciones del sistema de financiación 2008 y 2009 de la «Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2013» (Libro Amarillo). Las cifras de 2014 provienen del cuadro VII.2.4, de reintegro en 2014 de liquidaciones del sistema de financiación 2008 y 2009 de la «Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2014» (Libro Amarillo).

i Esta partida recoge, en particular, las modificaciones que puedan haberse producido en las partidas relativas a los recursos derivados del sistema de financiación autonómico sujetos a entrega a cuenta y posterior liquidación, entre los importes reseñados en los proyectos de Presupuestos Generales del Estado para 2013 y 2014 y los importes incorporados en los proyectos de Presupuestos Generales de las CCAA para dichos años.

j Incluye: Intereses y transferencias corrientes y de capital.

pasado, y cubren el conjunto de las CCAA, con la excepción de la Comunidad Foral de Navarra¹.

La nueva información publicada representa una mejora sustancial en términos de transparencia con respecto a la que se distribuyó en años anteriores, en particular en lo relativo al momento de publicación y a la posibilidad de comparar las distintas CCAA, y supone un nuevo paso en la aplicación de los requisitos informativos derivados de la Ley de Estabilidad Presupuestaria de abril de 2012. Los trabajos de consolidación realizados por el MHAP garantizan un ámbito institucional homogéneo para todas las CCAA, que además es el mismo que el empleado en la estadística de ejecución presupuestaria mensual publicada en su sitio web.

Los planes presupuestarios de las distintas CCAA incorporan los objetivos de estabilidad presupuestaria aprobados por el Consejo de Política Fiscal y Financiera en su reunión del 31 de julio de 2013, a propuesta del MHAP. El objetivo de déficit público para el año 2014, en términos de Contabilidad Nacional, para el conjunto de las CCAA, y para cada comunidad autónoma individual, quedó fijado en el 1 % del PIB, frente al objetivo agregado para 2013², aprobado también en dicha reunión, del 1,3 % del PIB³. Por su parte, el objetivo de deuda de las CCAA se fijó, en términos agregados, en el 20 % del PIB, frente al 19,1 % acordado para 2013⁴.

Según la información de los presupuestos para 2014, se espera que los ingresos no financieros del conjunto de las CCAA se contraigan en 2014 en 2,1 mm, esto es, un 1,7 %, mientras que los gastos no financieros se reducirían en 4,7 mm, lo que supondría

una caída del 3,4 %, en ambos casos respecto al objetivo más reciente para 2013⁵.

Respecto a los ingresos, la reducción prevista en 2014 se debe en parte a la disminución de los recursos derivados del sistema de financiación de las CCAA de régimen común, sujetos a entrega a cuenta y posterior liquidación, y que incorporan el efecto de la liquidación definitiva del ejercicio 2012. Por su parte, se espera que los ingresos propios de las CCAA, que incluyen los tributos cedidos en su totalidad, aumenten en torno a un 9 % en 2014. Este incremento se debe fundamentalmente a la contribución positiva proyectada de las medidas aprobadas de naturaleza no tributaria, en concreto los ingresos patrimoniales⁶.

En los gastos no financieros, la consolidación presupuestada se basa en el ajuste de las inversiones reales y de las transferencias corrientes y de capital. Los gastos en consumo final aumentarían en 2014 con respecto al objetivo de 2013. En particular, mientras que se presupuesta una estabilización del gasto corriente en bienes y servicios, en el apartado de gastos de personal se incorpora un aumento de 0,6 mm, a pesar de las medidas de ajuste en materia de empleo público ya aprobadas y de la congelación salarial generalizada que incorporan los presupuestos de las distintas CCAA.

La agregación de los planes individuales de ingresos y gastos de las CCAA oculta la presencia de un cierto grado de heterogeneidad en las políticas presupuestarias. Por ejemplo, en el caso de las inversiones reales la intensidad del ajuste presupuestado varía entre el -30 % y el -5 %, cuando se compara con los objetivos de cierre de 2013.

En resumen, como en años previos, la consecución del objetivo de déficit de las CCAA en 2014 requerirá un riguroso cumplimiento de los planes presupuestarios por parte de cada comunidad autónoma, en particular a la vista de la importancia en la previsión de ingresos de las medidas de naturaleza no tributaria, así como del ligero incremento presupuestado en los gastos de consumo final, que se encuentran habitualmente sujetos a una elevada inercia.

1 En el caso de la Comunidad Foral de Navarra, el Proyecto de Ley de Presupuestos para 2014 ha sido rechazado por el Parlamento de dicha comunidad. La consiguiente prórroga presupuestaria deberá ser objeto de regulación mediante acuerdo de gobierno, que no había sido aprobado aún a la fecha de cierre del informe del MHAP.

2 Cabe recordar que, en su reunión del 31 de julio de 2013, el Consejo de Política Fiscal y Financiera aprobó, a propuesta del MHAP, objetivos de déficit diferenciados por comunidades, con una horquilla que oscilaba entre el 1 % y el 1,6 % del PIB regional.

3 El objetivo de déficit para 2013 fue revisado al alza, frente al 0,7 % vigente hasta ese momento (acordado en junio de 2012 por el Consejo de Política Fiscal y Financiera), y que fue el que sirvió de base para la elaboración de los presupuestos iniciales de las CCAA para 2013. La revisión al alza refleja la traslación al caso de las CCAA de la relajación de la senda de ajuste del objetivo de déficit del conjunto de las Administraciones Públicas españolas acordada por el Consejo Europeo de junio de 2013.

4 En el caso de la deuda pública, los objetivos se fijan de manera individualizada para cada comunidad autónoma.

5 «Previsiones definitivas» de ingresos y «créditos totales» (excluyendo los créditos declarados no disponibles), publicados con la ejecución presupuestaria mensual correspondiente al mes de octubre el 30 de diciembre de 2013, que son coherentes con el objetivo anual de déficit para el agregado de las CCAA en términos de Contabilidad Nacional del 1,3 % del PIB, así como con los objetivos individuales para cada comunidad autónoma.

6 El comportamiento del agregado de las CCAA se debe, sobre todo, a la previsión de ingresos por la formalización de contratos de concesiones por parte de la Generalitat de Catalunya.

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (a)

CUADRO 9

Millones de euros

| | | Enero-octubre | | Tasa de variación |
|----------|-----------------------------|---------------|---------|-------------------|
| | | 2012 | 2013 | 2013/2012 (b) |
| Ingresos | Cuenta corriente | 324.740 | 334.159 | 2,9 |
| | Mercancías | 191.455 | 202.880 | 6,0 |
| | Servicios | 91.094 | 92.672 | 1,7 |
| | Turismo | 38.798 | 40.100 | 3,4 |
| | Otros servicios | 52.296 | 52.572 | 0,5 |
| | Rentas | 29.338 | 25.650 | -12,6 |
| | Transferencias corrientes | 12.853 | 12.957 | 0,8 |
| | Cuenta de capital | 6.002 | 7.490 | 24,8 |
| | Cuentas corriente + capital | 330.742 | 341.649 | 3,3 |
| Pagos | Cuenta corriente | 340.018 | 329.977 | -3,0 |
| | Mercancías | 214.704 | 211.284 | -1,6 |
| | Servicios | 57.777 | 56.617 | -2,0 |
| | Turismo | 9.967 | 10.093 | 1,3 |
| | Otros servicios | 47.810 | 46.523 | -2,7 |
| | Rentas | 46.364 | 40.062 | -13,6 |
| | Transferencias corrientes | 21.173 | 22.014 | 4,0 |
| | Cuenta de capital | 1.067 | 1.692 | 58,5 |
| | Cuentas corriente + capital | 341.086 | 331.668 | -2,8 |
| Saldos | Cuenta corriente | -15.278 | 4.182 | 19.461 |
| | Mercancías | -23.250 | -8.404 | 14.845 |
| | Servicios | 33.318 | 36.055 | 2.738 |
| | Turismo | 28.831 | 30.007 | 1.175 |
| | Otros servicios | 4.486 | 6.049 | 1.562 |
| | Rentas | -17.026 | -14.411 | 2.615 |
| | Transferencias corrientes | -8.320 | -9.057 | -737 |
| | Cuenta de capital | 4.934 | 5.798 | 864 |
| | Cuentas corriente + capital | -10.344 | 9.980 | 20.324 |

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

en la evolución de los ingresos propios (4,1 % en enero-octubre, frente al 0,1 % hasta junio). No obstante, el crecimiento de este agregado se sitúa todavía por debajo del objetivo para el conjunto de 2013.

En cuanto a la deuda de las Administraciones Públicas, el volumen acumulado al final del tercer trimestre habría ascendido al 93,4 % del PIB, lo que supone un nuevo incremento trimestral, aunque a un ritmo más moderado que en el pasado reciente. El objetivo de deuda del agregado de las AAPP para el conjunto del pasado ejercicio asciende al 94,2 % del PIB.

4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

Según los datos de Balanza de Pagos, 2013 fue el primer ejercicio desde 1997 en que la economía española mostró capacidad de financiación en los diez primeros meses del año. En concreto, el saldo positivo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital se situó en 10 mm de euros, frente a una necesidad de financiación de 10,3 mm de euros en el mismo período del ejercicio anterior (véase cuadro 9). 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 el incremento 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 octubre el déficit de la balanza comercial disminuyó un 64 % en términos interanuales, hasta situarse en 8,4 mm de euros, lo que se debió, sobre todo, a la notable ampliación del superávit no energético, aunque también se produjo un descenso, de menor cuantía, de la factura energética. El saldo positivo de la balanza de servicios aumentó un 8 %, hasta 36,1 mm de euros, gracias al ascenso de los superávits tanto del turismo como de los servicios no turísticos. El déficit de la balanza de rentas se redujo un 15 %, hasta situarse en 14,4 mm de euros, mientras que el saldo negativo de la balanza de transferencias corrientes se incrementó un 9 %, alcanzando 9,1 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se amplió un 18 %, hasta 5,8 mm de euros.

5.1 Rasgos más destacados

Durante el último trimestre de 2013 continuó la mejoría registrada en meses anteriores de las condiciones en los mercados financieros nacionales, en un contexto en el que dos agencias de calificación crediticia revisaron al alza (de negativa a estable) la perspectiva sobre la calificación de la deuda soberana española, y en el que, en línea con lo previsto, concluyó con éxito el Programa de Asistencia Financiera a España para la recapitalización de algunas entidades de crédito. En este período, las rentabilidades de la deuda pública española y sus diferenciales con respecto a las referencias alemanas a los mismos plazos descendieron, así como también las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por el sector privado, mientras que las cotizaciones bursátiles aumentaron y su volatilidad se redujo. A finales de año, el tipo de interés del bono español a diez años y su diferencial con respecto al de la referencia alemana con el mismo vencimiento se situaban, respectivamente, en el 4,1 % y 224 pb, 23 y 37 pb por debajo de los niveles de finales del tercer trimestre. En los mercados bursátiles, durante los tres últimos meses del pasado ejercicio el IBEX-35 se elevó un 8 %, revalorización similar a la del EUROSTOXX 50 (7,5 %), pero algo inferior a la experimentada por el S&P 500 (9,9 %). La ganancia acumulada por el índice español en el conjunto del año fue del 21,4 %, por encima de la registrada por el europeo (17,9 %), pero inferior a la del índice estadounidense, que alcanzó el 29,6 % (véase gráfico 23). En el mercado interbancario, los tipos de interés se mantuvieron en niveles reducidos en todos los plazos, sin registrar variaciones significativas. Concretamente, a finales de 2013 el euríbor a un año se situaba en el 0,56 %, 2 pb por encima de la cifra de finales de septiembre.

Estas tendencias se han prolongado en la parte transcurrida de enero. Así, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha continuado descendiendo (hasta el 3,7 %), 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 los 193 pb. En los mercados bursátiles, el IBEX-35 ha aumentado un 5,5 %, frente a la revalorización del 1,5 % del EUROSTOXX 50 y la caída del 0,5 % del S&P 500. La mejoría en las condiciones de financiación en los mercados mayoristas ha favorecido un repunte de las emisiones de valores de renta fija de las entidades financieras.

Según la información más reciente publicada por el Ministerio de Fomento, en el mercado inmobiliario la caída del precio de la vivienda libre se moderó en el tercer trimestre de 2013 (último dato disponible) (véase gráfico 23). Así, la tasa de retroceso interanual se situó en el 4,5 %, 1,9 pp inferior a la registrada en junio. En términos intertrimestrales, los precios descendieron un 0,5 %, también menos intensamente que tres meses antes (caída del 0,9 %). La información más reciente que ofrecen otras fuentes, que cubre hasta noviembre, sugiere que en la parte final del año habría seguido reduciéndose el ritmo de descenso interanual del valor de los inmuebles.

Entre septiembre y noviembre (último dato disponible) el coste de la financiación bancaria evolucionó de forma dispar en los distintos segmentos. Así, apenas varió el de los préstamos para adquisición de vivienda, descendió algo el asociado a los créditos para consumo y otros fines y el aplicado a las sociedades no financieras en las operaciones de importe inferior a un millón de euros, y, en contraposición, aumentó en las de mayor cuantía, que presenta una mayor volatilidad (véase gráfico 23). Los tipos de interés bancarios siguen, por tanto, en niveles muy elevados para el tono expansivo de la

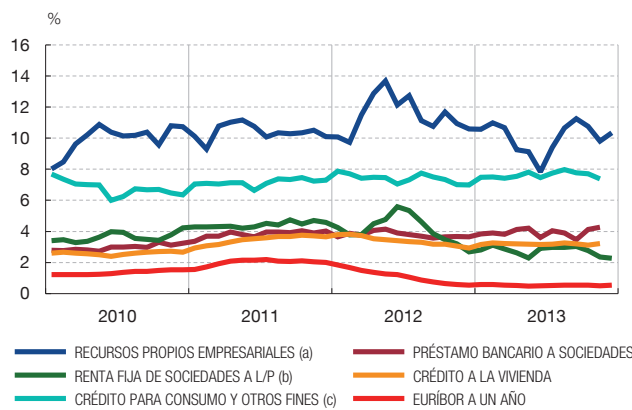
ÍNDICES BURSÁTILES



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 para 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.

política monetaria. Por otra parte, con datos hasta diciembre, el coste de otras fuentes de financiación empresarial descendió, en línea con la mejoría registrada en los mercados mayoristas.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación al sector privado, correspondientes a noviembre, muestran un ritmo de caída interanual similar al de finales del tercer trimestre en el caso de los fondos concedidos a las familias y más moderado en el de las sociedades no financieras. En particular, la contracción del crédito a los hogares se situó, en términos interanuales, en el 4,6 %, la misma tasa que en septiembre, mientras que la de la deuda (crédito residente, préstamos del exterior y valores de renta fija) de las sociedades fue del 5,2 %, frente al 5,9 % registrado dos meses antes. La información más reciente evidencia que la pauta de progresiva reducción en el ritmo de caída del crédito a las empresas que se observa desde junio con los datos agregados se percibe también en el segmento de las pymes, y que, por ramas de actividad, este cambio de tendencia es más marcado en la construcción y en los servicios inmobiliarios que en el resto de sectores.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 10

Porcentaje del PIB (a)

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

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

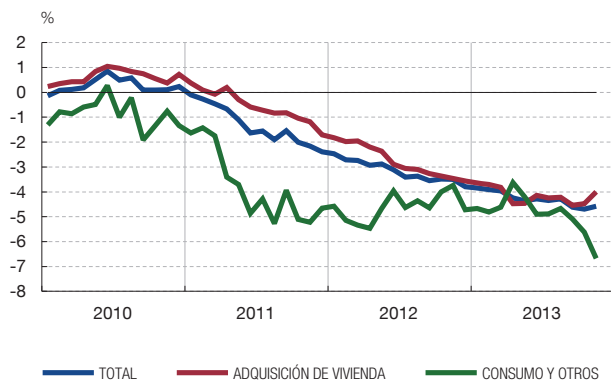
b Indicador que mide el exceso de recursos disponibles tras cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada del sector (inversión real más financiera permanente) y su ahorro. Se aproxima descontando al ahorro financiero neto la inversión en el exterior de carácter permanente.

En el tercer trimestre de 2013, la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de los hogares siguió descendiendo, mientras que su riqueza neta creció ligeramente, como resultado de un incremento del valor de los activos financieros netos algo mayor que el retroceso del patrimonio inmobiliario. En el caso de las sociedades no financieras, el retroceso de los recursos ajenos permitió que las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB continuasen reduciéndose durante este mismo período. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) se aprecia una moderación en el ritmo de contracción de la actividad y de las rentas empresariales en todas las ramas, con la excepción de la energía, durante los nueve primeros meses de 2013. La información de avance para el cuarto trimestre de 2013 apunta a nuevas caídas en las ratios de endeudamiento y de carga financiera, tanto en el caso de las familias como en el de las empresas.

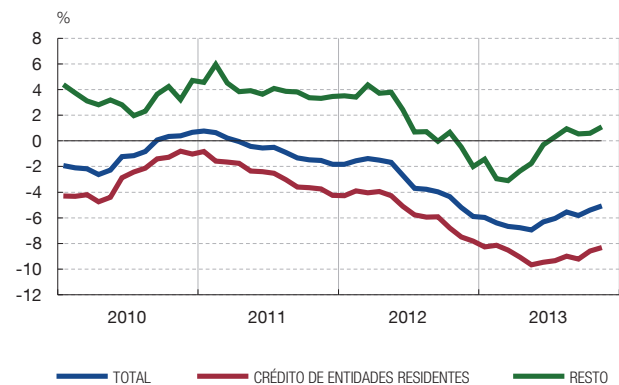
En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento (93,4 % en septiembre, 1,2 pp más que en el segundo trimestre) y de la carga financiera asociada. Los datos más recientes, correspondientes al mes de noviembre, evidencian que la financiación de este sector ha seguido creciendo a un tasa elevada (14,4 % en términos inter-anales), aunque inferior a la de septiembre (16,7 %).

Por otra parte, de acuerdo con la Balanza de Pagos, en el tercer 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 resto del mundo de los inversores residentes más acusado que la reducción que presentaron los pasivos frente al exterior. En ambos casos, los movimientos más cuantiosos se registraron en la rúbrica de la otra inversión (como reflejo, fundamentalmente, de los flujos asociados a los préstamos interbancarios). Como resultado de esta evolución y de la capacidad de financiación que presentó la economía, que alcanzó el 2,3 % del PIB trimestral (1,4 % del PIB en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 10), se redujo el saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo. Los datos más recientes de la Balanza de Pagos, correspondientes a octubre, muestran una prolongación de estas tendencias.

CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES



FUENTE: Banco de España.

a El crédito incluye la titulación fuera de balance y los préstamos transferidos a la SAREB.

En resumen, en el último tramo de 2013 se prolongó la mejoría en las condiciones observada en meses anteriores en los mercados financieros mayoristas, pauta que ha continuado en la parte transcurrida de enero. Por otro lado, los datos más recientes de la financiación captada por el sector privado no financiero evidencian un cambio de tendencia en la evolución del crédito. Así, se ha moderado el ritmo de caída de los préstamos a las sociedades no financieras y se ha estabilizado el de los hogares. La contracción de los pasivos, unida al dinamismo algo mayor que ha mostrado el PIB, ha permitido que el proceso de corrección de los excesivos niveles de las ratios de endeudamiento de familias y empresas haya seguido su curso. No obstante, estos sectores continúan sujetos a un nivel de presión financiera elevado, al tiempo que los costes de los préstamos concedidos a estos agentes continúan siendo muy altos para el tono expansivo de la política monetaria.

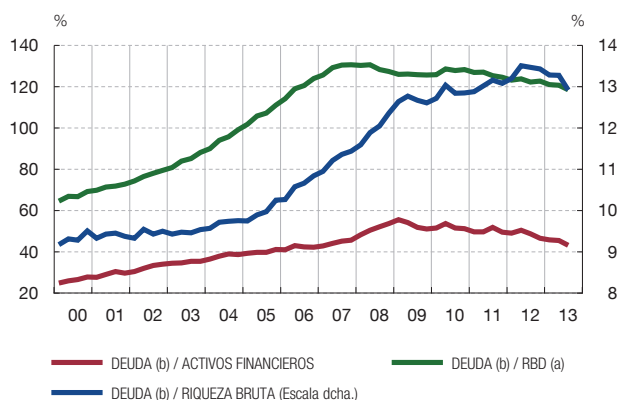
5.2 El sector hogares

El coste de los fondos concedidos a las familias apenas varió entre septiembre y noviembre en el caso de los préstamos para la adquisición de vivienda (3,2 %), mientras que el de los destinados a consumo y otros fines, que presenta una mayor volatilidad y está más afectado por factores estacionales, descendió 38 pb, hasta el 7,4 %.

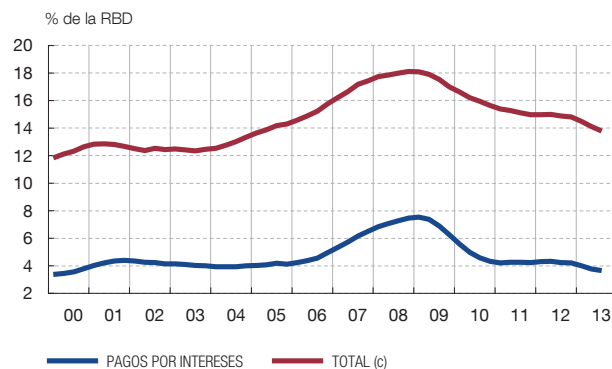
La contracción del crédito a los hogares se situó en noviembre, en términos interanuales, en el 4,6 %, la misma tasa que en septiembre (véase gráfico 24). Esta evolución resultó del menor retroceso de la financiación para adquisición de vivienda (4 %, frente al 4,5 % de dos meses antes) y de la intensificación de la caída del destinado a consumo y otros fines (6,7 %, 1,6 pp más que en septiembre). Las tasas intertrimestrales fueron algo más moderadas que en septiembre, especialmente en el segmento de crédito para la compra de inmuebles.

La información más reciente disponible evidencia que la ratio de endeudamiento sobre RBD de los hogares continuó descendiendo ligeramente en el tercer trimestre de 2013, como resultado de la caída de los pasivos y de la estabilidad de los ingresos (véase gráfico 25). Esta evolución vino acompañada del mantenimiento de la capacidad de ahorro del sector, una vez descontados los pagos asociados a los pasivos, en niveles históricamente reducidos y de un cierto repunte de la riqueza neta, que vino propiciado por el aumento de valor de los activos financieros, que más que compensó el descenso del patrimonio inmobiliario.

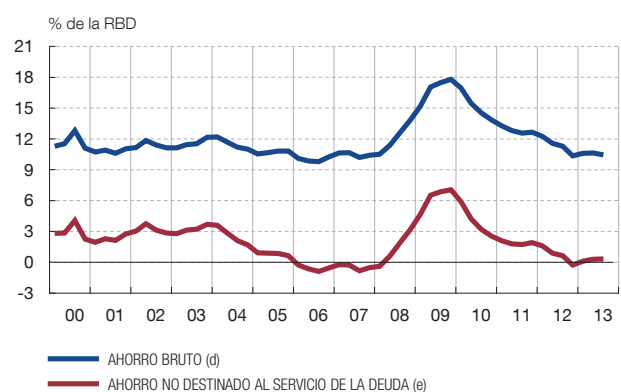
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



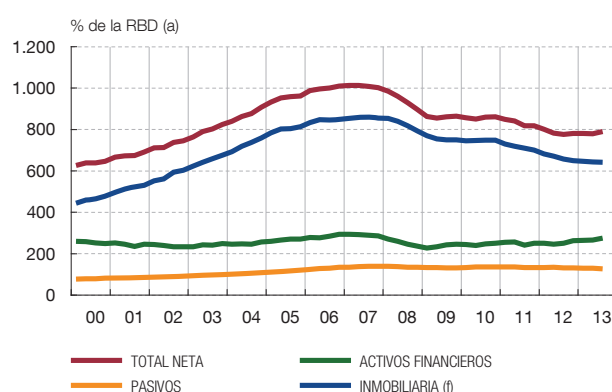
CARGA FINANCIERA (a)



AHORRO (a)



RIQUEZA



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

- a Datos acumulados de cuatro trimestres.
 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.

De acuerdo con las cuentas financieras, en el tercer trimestre de 2013 los hogares desinvertieron en activos financieros, aunque por importe muy inferior al registrado en el mismo período de 2012. De este modo, por primera vez desde comienzos de 2012, en términos acumulados anuales, pasó a registrarse un flujo positivo, del 0,9% del PIB (véase cuadro 11). Los depósitos siguieron concentrando el grueso de la inversión del sector (4,3% del PIB en los últimos doce meses), mientras que, en contraposición, las familias redujeron sus tenencias de valores de renta fija. Los fondos de inversión volvieron a presentar, por tercer trimestre consecutivo, suscripciones netas, por un importe equivalente al 1,4% del PIB trimestral (0,8% en términos anuales). La información más reciente evidencia una ligera desaceleración de los depósitos, que parece responder a una mayor preferencia relativa del sector hacia la adquisición de participaciones en fondos de inversión.

5.3 El sector de sociedades no financieras

El tipo de interés del crédito a las sociedades no financieras se redujo algo en el caso de las nuevas operaciones de importe inferior a un millón de euros (15 pb, hasta el 5,2%), mientras que en las de mayor cuantía, que presentan más volatilidad, se elevó 121 pb, hasta situarse en el 3,7%. Por otra parte, con datos hasta diciembre, el coste de otras fuentes de financiación empresarial descendió. El asociado a las emisiones de pagarés lo hizo en 43 pb; el de la renta fija a largo plazo, en 68 pb; y el de los recursos propios, en 143 pb.

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

CUADRO 11

Porcentaje del PIB (a)

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

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.

Según la última ola de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), entre abril y septiembre de 2013 se moderó sustancialmente el deterioro percibido por parte de las pymes españolas en su acceso a la financiación bancaria. No obstante, estas empresas siguen encontrando mayores dificultades en el acceso a los recursos ajenos que sus homólogas del conjunto del área del euro y, sobre todo, que las de los países con mayor calificación crediticia. Por primera vez desde que se hace la encuesta, las pymes españolas preveían una mejora de la disponibilidad de créditos en los seis meses siguientes (véase recuadro 6).

La encuesta sobre las condiciones de acceso a la financiación de las pymes en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés)¹ permite analizar la evolución del acceso al crédito de estas compañías. Se pregunta a las empresas encuestadas sobre la evolución en los últimos seis meses de su situación económica y financiera, sus necesidades de financiación externa y las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

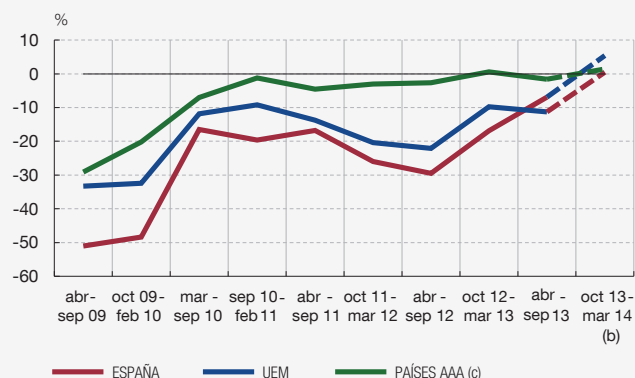
De acuerdo con la SAFE, las pymes españolas han venido percibiendo, en línea con el contexto económico-financiero adverso al

que se han enfrentado, un endurecimiento continuado en su acceso a la financiación bancaria desde la primera edición de la encuesta (que cubre el período comprendido entre abril y septiembre de 2009), más acusado que el registrado en el conjunto de la UEM y, en especial, que en los países con mejor calificación crediticia (véase gráfico 1). No obstante, desde finales de 2012 este se ha moderado notablemente. Así, entre abril y septiembre de 2013 (último período disponible) el porcentaje neto² de pymes que reportó una evolución desfavorable en este aspecto fue del 7 %, la cifra más reducida desde que se dispone de esta serie, y muy por debajo del 17 % del semestre previo y del 51 % de mediados de 2009, cuando alcanzó las cotas más elevadas. Asimismo, esta

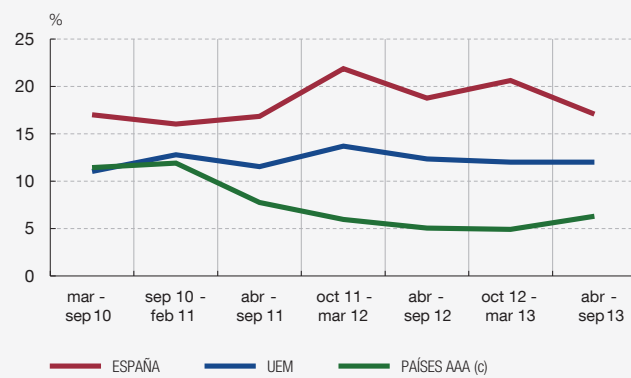
1 Esta encuesta, elaborada por el Banco Central Europeo, tiene periodicidad semestral, y se realiza sobre una muestra de unas 8.000 sociedades domiciliadas en la UEM, de las cuales unas 1.000 son españolas. La mayoría de las empresas encuestadas son pymes, aunque también se incluye un grupo de sociedades de mayor tamaño.

2 Diferencia entre la proporción que reporta una menor disponibilidad de préstamos bancarios y el porcentaje que indica lo contrario.

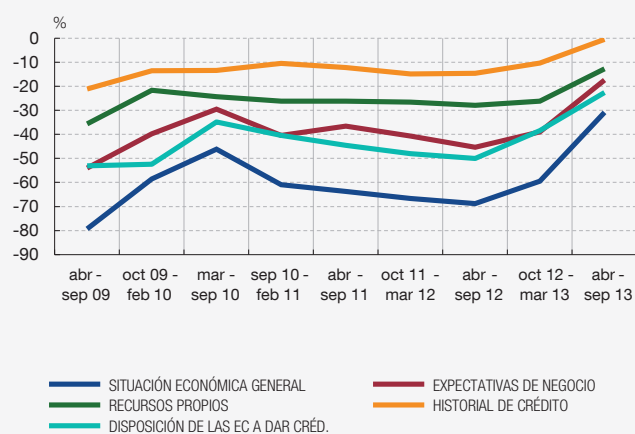
1 EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A PYMES (a)



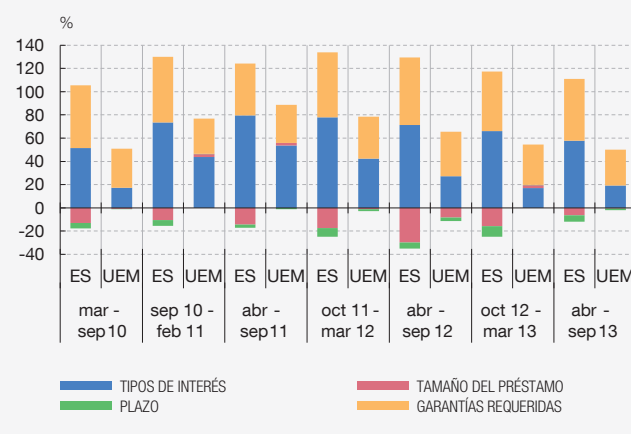
2 PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (d)



3 EVOLUCIÓN DE LOS FACTORES QUE AFECTAN A LA DISPONIBILIDAD DE FINANCIACIÓN EXTERNA. PYMES ESPAÑOLAS (a)



4 CAMBIOS EN LOS TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS A LAS PYMES ESPAÑOLAS (e)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
- b Expectativas de las pymes sobre los cambios en la disponibilidad de los préstamos bancarios.
- c Países con calificación AAA aquí considerados: Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.
- d Recoge las sociedades en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, aquellas a las que les fueron concedidas pero solo parcialmente, a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían.
- e Porcentaje de empresas que señalan un aumento menos proporción que señala una disminución.

proporción se situó, por primera vez desde que se dispone de la SAFE, por debajo de la del conjunto de la UEM (11 %). En cualquier caso, como resultado del tensionamiento en el acceso al crédito acumulado desde el inicio de la crisis, las pymes españolas siguen encontrando mayores dificultades en el acceso a los recursos ajenos que sus homólogas del conjunto del área del euro. Para el período comprendido entre octubre de 2013 y marzo de 2014, las pymes españolas preveían, por primera vez desde que se realiza esta encuesta, una mejora en la disponibilidad de crédito, frente a la relativa estabilidad que anticipaban las del conjunto de la UEM.

Los resultados de la encuesta también reflejan que la proporción de solicitudes de préstamos de pymes españolas rechazadas se mantuvo estable (en el 17 %) entre abril y septiembre de 2013. No obstante, al construir un indicador más amplio de dificultades de acceso al crédito³ se observa que el porcentaje de las que informan de problemas en este sentido descendió 4 pp con respecto al semestre previo, alcanzando los valores más reducidos registrados desde comienzos de 2011 (17 %) (véase gráfico 2). De este modo, se contrajo también la diferencia con respecto a las cifras correspondientes al conjunto de la UEM y a los países con mejor calificación crediticia, que siguen siendo más reducidas (12 % y 6 %, respectivamente).

Del mismo modo, los datos más recientes muestran una moderación en el grado de deterioro percibido por las pymes españolas en los factores que condicionan la evolución de su acceso a financiación externa (véase gráfico 3). Así, mientras que entre abril y septiembre de 2012 casi un 70 %, en términos netos, señalaba que la situación macroeconómica había empeorado, esta

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

proporción descendió hasta valores próximos al 30 % en la última edición de la encuesta. Asimismo, la proporción de aquellas que percibían una menor disponibilidad de las entidades a conceder financiación disminuyó casi 30 pp con respecto a doce meses antes, cuando la economía española se vio sujeta a tensiones importantes a raíz de la crisis de la deuda soberana y los bancos se enfrentaban a mayores dificultades para obtener fondos en los mercados.

Con respecto a las condiciones aplicadas en los préstamos, las pymes españolas volvieron a percibir un endurecimiento entre marzo y septiembre de 2013, más acusado que el que indicaban sus homólogas de la UEM. No obstante, este se ha moderado desde septiembre de 2012 (véase gráfico 4). Así, en términos netos, entre abril y septiembre de 2013 un 58 % tuvo que pagar unos mayores tipos de interés, frente al 71 % del mismo período de 2012, mientras que para un 6 % descendió la cuantía del préstamo concedido, proporción 24 pp inferior a la registrada un año antes. Como resultado del tensionamiento acumulado desde el inicio de la crisis, las pymes españolas se enfrentarían a unas condiciones crediticias mucho más estrictas que las del conjunto de la UEM. Aunque ello se debe en parte a la situación cíclica más desfavorable de la economía española, que se manifiesta en primas de riesgo más elevadas y la petición de mayores garantías, está también ligado a los problemas de fragmentación del sistema financiero que persisten en la zona del euro y que dificultan la transmisión completa del tono expansivo de la política monetaria a los tipos de interés del crédito.

En resumen, aunque los resultados más recientes de la SAFE siguen mostrando unas condiciones de acceso al crédito bancario por parte de las pymes españolas más estrictas que las de sus homólogas de la UEM, los datos más recientes evidencian una moderación del deterioro percibido por estas en dicha variable, así como también unas expectativas favorables de estas empresas con respecto a su evolución entre octubre de 2013 y marzo de 2014.

El ritmo de caída interanual de la deuda de las sociedades se moderó en los meses finales del año, hasta situarse en el 5,2 % en noviembre, frente al 5,9 % de septiembre (véase gráfico 24). El desglose por instrumentos muestra un descenso interanual de los préstamos concedidos por las entidades residentes⁸ (8,3 %) inferior al del tercer trimestre (9,2 %), y un menor dinamismo de los valores de renta fija, cuyo ritmo de avance se redujo 4,6 pp, hasta el 5,9 %. La tasa de disminución intertrimestral del crédito fue también algo más reducida que en septiembre, y se situó, en términos anualizados, en valores muy próximos a las variaciones interanuales. La última información disponible del crédito por finalidades, referida al tercer trimestre, refleja una moderación del retroceso interanual en las ramas de construcción y de servicios inmobiliarios, hasta situarse en el 9,9 % (11,2 % en el trimestre previo), que son en las que el ajuste en el crédito desde el principio de la crisis ha sido más

8 Estas tasas están corregidas del efecto de la transferencia de los préstamos a la SAREB.

acusado, y una ligera intensificación del descenso en el resto de sectores, que ha pasado del 8,4 % al 8,8 %.

Por otra parte, los datos más recientes evidencian que la pauta de progresiva moderación en el ritmo de caída del crédito a las empresas que se observa desde junio con los datos agregados se percibe también en el segmento de las pymes. Al realizar un análisis por ramas de actividad, se observa que este cambio de tendencia es algo más marcado en la construcción y en los servicios inmobiliarios, sectores en los que los ritmos de retroceso de esta fuente de financiación se habrían reducido para las empresas de menor dimensión. En el resto de ramas de actividad, la caída de los créditos concedidos a este tipo de empresas habría tendido a estabilizarse.

La última información disponible de las cuentas financieras, referida al tercer trimestre de 2013, muestra que la posición acreedora del sector de sociedades no financieras descendió ligeramente, hasta situarse en el 2,7 % del PIB (frente al 2,9 % del trimestre anterior), en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 10). Esta evolución, unida a la estabilidad de las inversiones a largo plazo del sector 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 la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente), que alcanzó el 1,4 % del PIB en el tercer trimestre, frente al 1,6 % de junio.

De acuerdo con los datos de las Cuentas Nacionales, las ratios de endeudamiento y de carga financiera sobre el PIB de las sociedades no financieras continuaron reduciéndose en el tercer trimestre de 2013 (véase gráfico 26). Para la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), durante los tres primeros trimestres de 2013 se aprecia una moderación en el ritmo de contracción de la actividad en todas las ramas, con la excepción de la energía, que está afectada por perturbaciones especiales⁹ que dieron lugar a una fuerte disminución de su valor añadido nominal en relación con el mismo período del año anterior. Asimismo, se moderó el retroceso del resultado ordinario neto, que cayó un 13,2 % (frente a la contracción del 17 % en el mismo período del ejercicio anterior). En este contexto, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios siguieron cayendo, hasta el 3,9 % y el 4,3 %, respectivamente, frente al 4,3 % y el 5 % registrados hasta septiembre de 2012. Por su parte, la ratio de deuda sobre activo neto disminuyó algo hasta septiembre de 2013, prolongando la tendencia observada el año anterior. En cambio, la de deuda sobre resultados creció, afectada por la evolución negativa de los beneficios (denominador de la ratio), y lo mismo ocurrió con la ratio de carga financiera. En línea con esta evolución, repuntaron los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, y se mantuvieron en unos niveles elevados. De cara a los próximos trimestres, los analistas revisaron ligeramente a la baja las expectativas de crecimiento de beneficios de las empresas cotizadas, tanto en el corto como a más largo plazo.

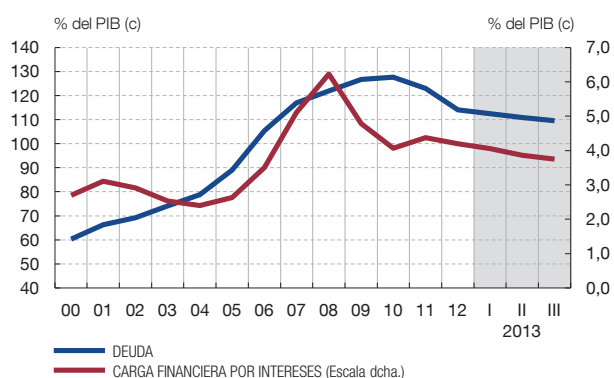
5.4 Las Administraciones Públicas

Los datos de las cuentas financieras muestran que las necesidades de financiación del sector público se situaron en el tercer trimestre de 2013, en términos acumulados de doce meses, en el 10,3 % del PIB, una décima por encima de lo registrado en junio (véase cuadro 10).

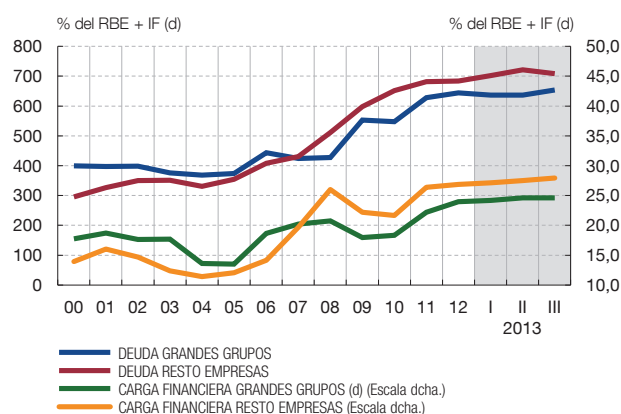
La principal vía usada por las AAPP para la captación de fondos en el tercer trimestre fue la emisión de títulos de renta fija, fundamentalmente a largo plazo, a través de la cual se

⁹ Véase M. Méndez y A. Menéndez (2013), «Resultados de las empresas no financieras en 2012 y hasta el tercer trimestre de 2013», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

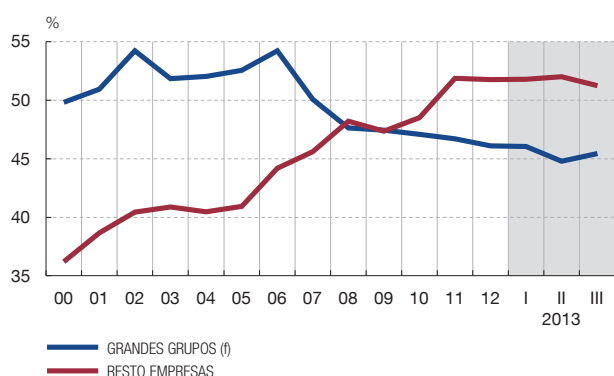
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



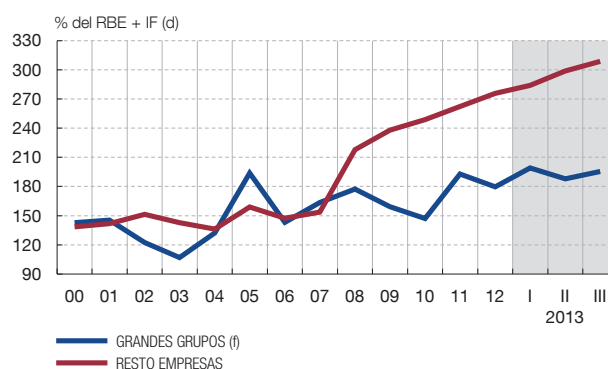
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



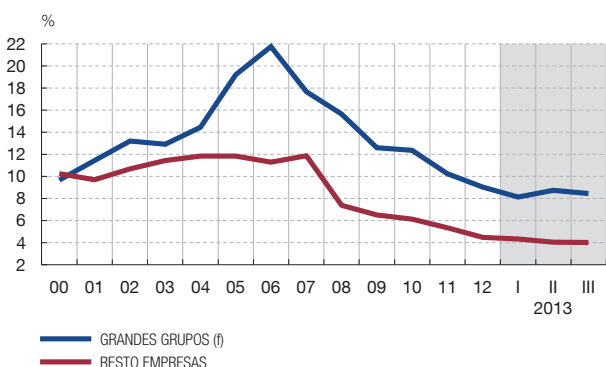
DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



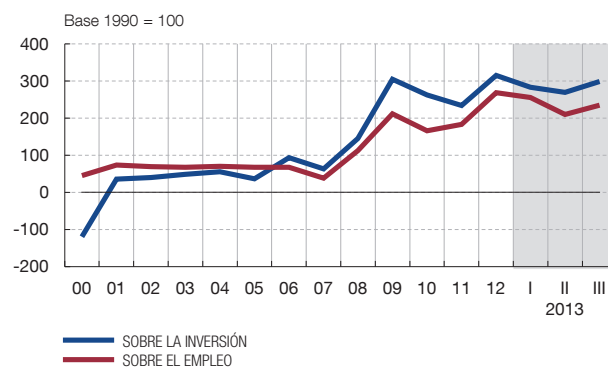
CARGA FINANCIERA TOTAL (g). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



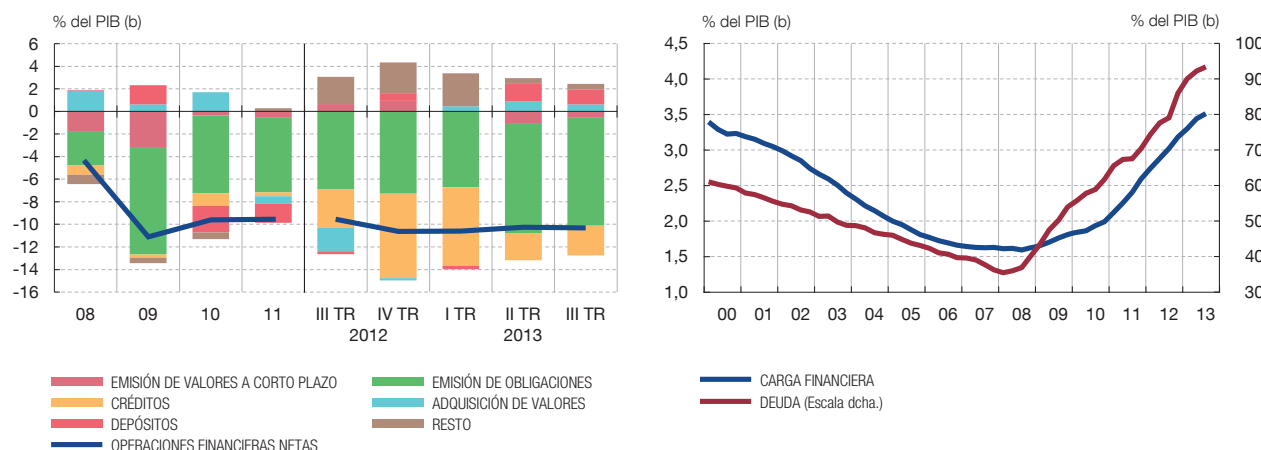
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (h)



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 Central de Balances Trimestral.
- 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.

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.

canalizó un volumen neto de recursos equivalente al 2,7 % del PIB trimestral. En términos acumulados de doce meses, el importe obtenido mediante estos instrumentos se situó en el 10 % del PIB, cifra muy similar a la registrada en junio (véase gráfico 27). Por el lado del activo, aunque en el trimestre el sector redujo su saldo de depósitos y sus tenencias de valores, en términos acumulados de doce meses, la inversión en estos instrumentos fue positiva, y alcanzó el 1,3 % y el 0,6 % del PIB, respectivamente.

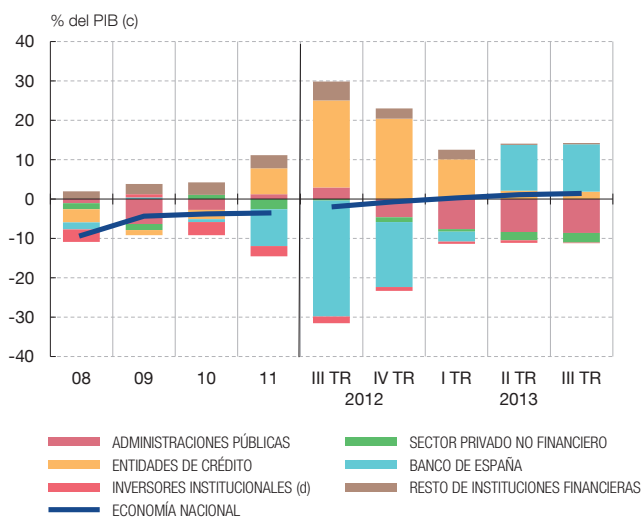
La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se tradujo en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento (93,4 % del PIB en septiembre, 1,2 pp más que en el segundo trimestre) y de la carga financiera asociada, que alcanzó el 3,5 % del PIB. Los datos más recientes sobre la financiación del sector público, correspondientes a noviembre, evidencian que su deuda ha seguido creciendo a un tasa elevada (14,4 % en términos interanuales), aunque inferior a la de septiembre (16,7 %). Esta evolución respondió a la moderación en el ritmo de avance de todos los instrumentos, y en especial de los valores de renta fija a corto plazo y de los créditos. Así, sus tasas de crecimiento descendieron más de 6 pp, hasta situarse en el 1 % y el 13,5 %, respectivamente, mientras que la de los bonos y obligaciones disminuyó 0,5 pp, hasta el 16,7 %. El desglose por tenedores muestra que, en términos netos, los inversores extranjeros fueron los principales compradores de valores emitidos por el Estado en octubre y noviembre, mientras que las entidades de crédito volvieron a reducir sus tenencias de este tipo de instrumentos.

5.5 La posición financiera frente al exterior

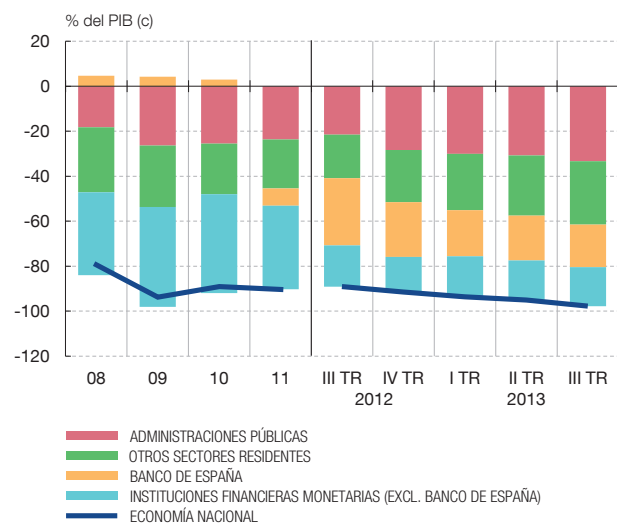
La información de las cuentas financieras relativa al tercer trimestre de 2013 muestra que, en términos acumulados de doce meses, la economía española presentó una capacidad de financiación del 1,4 % del PIB, 0,3 pp más que en junio (véase cuadro 10).

En el tercer 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. En ambos

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.

casos, los movimientos más acusados se observaron en los préstamos interbancarios. 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. Concretamente, esta partida se redujo por un importe equivalente al 12 % del PIB con respecto a doce meses antes (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a octubre, evidencia una continuidad de estas tendencias.

Por el lado de los pasivos, los flujos más cuantiosos fueron los asociados a la posición intrasistema del Banco de España, que se redujo en una cuantía equivalente al 7,6 % del PIB trimestral (14,3 % en términos acumulados de doce meses). También disminuyó el saldo de financiación neta (es decir, descontando los fondos prestados al exterior por las entidades residentes) captada por las entidades de crédito en el mercado interbancario y con cámaras de contrapartida central, por un importe equivalente al 4,1 % del PIB trimestral (0,1 % del PIB en términos anuales) (véase cuadro 12). En contraposición, los no residentes incrementaron sus tenencias de títulos de renta fija emitidos por agentes residentes, y en concreto por las Administraciones Públicas (8,1 % del PIB trimestral y 4,9 % del PIB en términos acumulados de doce meses). También fue positiva la inversión del resto del mundo en acciones y participaciones emitidas por residentes, y superior a la del trimestre previo (4,3 % del PIB). En línea con este desarrollo, la inversión directa del exterior en España aumentó 0,2 pp, hasta situarse en el 2,3 % del PIB trimestral (3,2 % del PIB en términos acumulados de doce meses).

Por otra parte, los sectores residentes redujeron sus tenencias de activos exteriores por un importe equivalente al 13,4 % del PIB trimestral (3,9 % del PIB entre octubre de 2012 y septiembre de 2013). El retroceso alcanzó el 2,8 % del PIB en el caso de los títulos de renta fija (0,8 % del PIB en términos acumulados de doce meses). En contraposición, la adquisición de acciones y otras participaciones volvió a ser positiva en este período (1,7 % del PIB). En línea con esta evolución, la inversión directa de España en el exterior

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 12

Porcentaje del PIB (a)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | | |
|---|------|------|------|------|-------|--------|
| | | | | I TR | II TR | III TR |
| Operaciones financieras netas | -3,8 | -3,5 | -0,6 | 0,3 | 1,1 | 1,4 |
| Operaciones financieras (activos) | -3,7 | 1,7 | 1,7 | -0,2 | -4,5 | -3,9 |
| Oro y DEG | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Efectivo y depósitos | -1,5 | 0,1 | 0,6 | -1,3 | -3,0 | -4,6 |
| De los cuales: | | | | | | |
| Interbancario entidades de crédito | -1,3 | 0,0 | 0,2 | -1,7 | -2,7 | -4,2 |
| Valores distintos de acciones | -7,3 | -1,1 | -1,2 | -1,4 | -1,6 | -0,8 |
| De los cuales: | | | | | | |
| Entidades de crédito | -3,2 | 1,3 | 1,2 | 1,0 | 0,7 | 0,8 |
| Inversores institucionales | -4,1 | -2,2 | -1,6 | -1,5 | -1,5 | -0,9 |
| Acciones y otras participaciones | 3,1 | 0,6 | 0,4 | 1,2 | 1,7 | 1,9 |
| De las cuales: | | | | | | |
| Sociedades no financieras | 3,1 | -0,1 | -0,4 | 0,6 | 0,9 | 1,1 |
| Inversores institucionales | 0,5 | -0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| Préstamos | 1,0 | 2,1 | 1,9 | 1,6 | -0,1 | 0,9 |
| Operaciones financieras (pasivos) | 0,1 | 5,3 | 2,4 | -0,6 | -5,6 | -5,3 |
| Depósitos | -0,5 | 8,9 | 0,6 | -5,5 | -16,9 | -17,7 |
| De los cuales: | | | | | | |
| Interbancario entidades de crédito (b) | -7,5 | -3,6 | -5,4 | -1,8 | -2,5 | -3,8 |
| Cesiones temporales entidades de crédito (c) | 5,8 | 2,8 | -8,2 | -3,7 | -1,6 | -0,6 |
| Interbancario Banco de España (posición intrasistema) | 0,2 | 10,8 | 15,0 | 1,3 | -13,4 | -14,3 |
| Valores distintos de acciones | -2,7 | -7,3 | -5,6 | -2,3 | 3,6 | 4,4 |
| De los cuales: | | | | | | |
| Administraciones Públicas | 2,0 | -1,1 | 0,6 | 3,6 | 4,5 | 4,9 |
| Entidades de crédito | -1,8 | -2,8 | -4,2 | -3,7 | -0,8 | -0,4 |
| Otras instituciones financieras no monetarias | -3,0 | -3,5 | -2,3 | -2,4 | -0,3 | -0,4 |
| Acciones y otras participaciones | 2,1 | 2,6 | 3,4 | 3,7 | 3,6 | 3,8 |
| De las cuales: | | | | | | |
| Sociedades no financieras | 2,3 | 2,7 | 3,1 | 3,7 | 3,4 | 3,5 |
| Préstamos | 1,4 | 0,9 | 4,1 | 3,5 | 4,1 | 4,2 |
| Otros neto (d) | -1,1 | 0,0 | -0,2 | 0,3 | 1,5 | 1,4 |
| PRO MEMORIA | | | | | | |
| Inversión directa de España en el exterior | 2,7 | 2,7 | 2,8 | 0,4 | -0,1 | 0,2 |
| Inversión directa del exterior en España | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,5 | 2,7 | 3,2 |

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.

se incrementó 0,5 pp, hasta alcanzar un importe equivalente al 0,6% del PIB (0,2% del PIB en términos acumulados de doce meses).

A pesar de la capacidad de financiación de la nación, en el tercer trimestre aumentó algo la posición deudora neta, lo que se explica por los efectos de valoración ligados a las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio (véase gráfico 28). Así, según la Posición de Inversión Internacional, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo se situó en septiembre en el 97,8% del PIB, frente al

95,1 % de junio. Por sectores, esta evolución resultó del aumento del saldo deudor de las AAPP y, en menor medida, de los denominados «otros sectores residentes» (que incluyen a los agentes distintos de las AAPP y las instituciones financieras y monetarias), que superó el descenso de la posición deudora del Banco de España y del resto de instituciones financieras y monetarias españolas.

20.1.2014.

