

1 Introducción

En 2013 la economía española inició una fase de paulatina recuperación de la actividad, cuyos rasgos básicos se han analizado en los capítulos 1 y 2 de este Informe

En la segunda mitad de 2013 la economía española abandonó la recesión que se había iniciado a mediados de 2011, adentrándose en un período de suave recuperación, que se ha prolongado en los primeros meses de 2014, observándose una tasa de variación intertrimestral del PIB del 0,4 % en el período enero-marzo. Los cambios que, de manera progresiva, se produjeron a lo largo del ejercicio pasado en el entorno exterior, las condiciones financieras y los desequilibrios macrofinancieros determinaron un perfil de mejora gradual del producto, registrándose variaciones intertrimestrales que fueron desde el -0,3 % del primer trimestre al 0,2 % del cuarto. Esta trayectoria no fue suficiente, sin embargo, para evitar que el PIB retrocediese un 1,2 % en el conjunto del año, caída ligeramente inferior a la observada en 2012, mientras que el empleo se redujo un 3,4 %, lo que en ambos casos reflejó, en buena medida, el desfavorable punto de partida al cierre de 2012.

Los capítulos 1 y 2 de este Informe contienen un análisis de los rasgos más destacados de la evolución reciente y del endeudamiento de la economía española, respectivamente, y de los principales factores explicativos, análisis en que ha primado un enfoque interpretativo global. En este capítulo el análisis se complementa con una descripción más completa y detallada de los elementos que configuran dicha coyuntura, empezando por los condicionantes monetarios y financieros y los derivados de las actuaciones de la política económica interna.

2 Las condiciones monetarias y financieras

2.1 LOS MERCADOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

Las condiciones de acceso a la financiación de los sectores residentes en los mercados financieros mejoraron

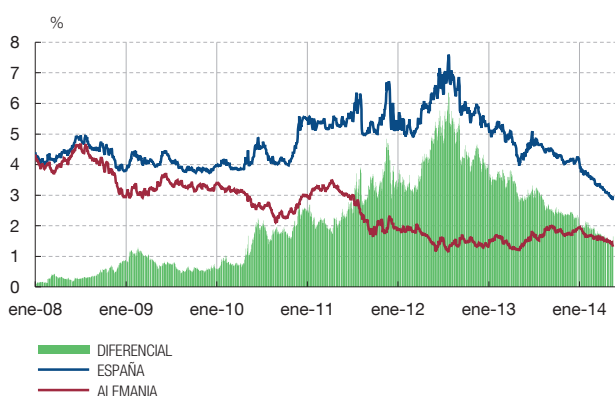
En 2013 y los meses transcurridos de 2014 se prolongó la senda de progresiva mejoría de las condiciones en los mercados financieros iniciada en el verano de 2012. En los de renta fija, los tipos de interés y las primas de riesgo de los activos emitidos por el sector público y privado siguieron un curso descendente. De este modo, la rentabilidad de la deuda pública a diez años y el diferencial frente a la alemana al mismo plazo se redujeron significativamente, pasando a situarse en torno al 3 % y los 165 puntos básicos (pb), respectivamente, a mediados de mayo de 2014 (véase gráfico 4.1). Paralelamente, aunque los índices bursátiles presentaron una evolución algo errática en los primeros meses del año, con ligeros descensos, iniciaron después un avance progresivo, hasta acumular, en la fecha de cierre de este Informe, una revalorización desde finales de 2012 del 28 %, en el caso del IBEX-35.

Esta sensible mejoría refleja el aumento de la confianza y un sentimiento del mercado más propicio con respecto tanto a la estabilidad financiera en el área del euro como, sobre todo, al sector bancario español y a las perspectivas económicas del país. Esto se ha manifestado, por ejemplo, en la revisión, durante los últimos meses de 2013, de la perspectiva que mantenían las tres principales agencias de calificación crediticia sobre la deuda soberana española desde negativa a estable y, en los primeros meses de 2014, en la elevación en un escalón de dicha calificación por parte de todas ellas.

Las AAPP incrementaron sus emisiones de valores de renta fija...

En los mercados primarios de valores de renta fija, las AAPP concentraron nuevamente el grueso de las emisiones en 2013 (véase cuadro 4.1). Las elevadas necesidades de fondos del sector, unidas a la mejoría en las condiciones de financiación en este mercado, se tradujeron en un incremento notable de las colocaciones netas (descontando las amortizaciones) de este tipo de títulos (86 mm en 2013, frente a 63 mm en 2012). Por subsectores, las emisiones se concentraron en la Administración Central, mientras

DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



PRIMAS DE RIESGO CREDITICIO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS. CDS A CINCO AÑOS



ÍNDICES BURSÁTILES



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA



FUENTES: Bolsas y Mercados Españoles, Datastream, Ministerio de Fomento y Banco de España.

que las Administraciones Territoriales (AAT) presentaron una amortización neta, debido fundamentalmente a la utilización por parte de algunas de ellas de los recursos del Fondo de Liquidez Autonómica creado por el Estado.

Las subastas de deuda pública siguieron contando con una demanda elevada, y el coste medio de emisión descendió sustancialmente. Por instrumentos, cabe destacar la fuerte emisión de valores a medio y largo plazo (bonos y obligaciones), que supusieron el grueso de las operaciones realizadas por la Administración Central (el 95 %, en términos netos), pese a lo cual la vida media de la deuda pública se redujo ligeramente durante 2013, aunque se recuperó en los primeros meses de 2014. El desglose por tenedores muestra que los no residentes y las instituciones financieras distintas de las entidades de crédito incrementaron sustancialmente sus tenencias de títulos emitidos por el Estado.

... al igual que las sociedades no financieras, aunque en este caso desde niveles reducidos

Las emisiones de deuda de las sociedades no financieras también aumentaron, en un contexto en el que el alivio de las condiciones de financiación en los mercados propició una cierta sustitución de crédito bancario por valores de renta fija en las empresas más grandes. Con todo, estas emisiones continúan todavía en niveles reducidos (véase cuadro 4.1). Cabe destacar, además, la creación en 2013 del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), con el objetivo de facilitar un mayor recurso a los mercados financieros por parte de compañías medianas.

mm de euros

	2010	2011	2012	2013
Emisiones netas de residentes	86,0	123,9	47,0	-99,5
Renta fija	70,5	90,4	16,6	-126,6
Instituciones financieras monetarias	6,9	73,0	59,5	-130,7
Otros intermediarios financieros	-12,2	-60,7	-109,3	-86,0
<i>De los cuales:</i>				
<i>Fondos de titulización</i>	-5,9	-46,0	-99,6	-56,3
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	-13,1	-18,4	-17,3	-18,1
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	7,1	5,0	6,9	0,9
Sociedades no financieras	-0,7	0,6	3,1	4,4
Administración Central	63,2	69,9	63,8	91,3
Administraciones Territoriales	13,3	7,7	-0,5	-5,6
Renta variable	15,5	33,5	62,9	27,1
Instituciones financieras monetarias	7,3	26,9	61,8	25,6
Otros intermediarios financieros	0,1	0,2	0,0	0,0
Sociedades no financieras	8,1	6,4	1,0	1,6
Ofertas públicas de venta	0,5	0,0	0,0	0,0
Pro memoria				
Variación de la autocartera de las instituciones financieras monetarias	12,6	67,3	115,2	-47,6
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-8,5	-18,7	0,9	12,3
Instituciones financieras	-10,5	-19,8	-1,2	2,4
Sociedades no financieras	2,0	1,1	2,1	10,0

FUENTE: Banco de España.

En cambio, las instituciones financieras amortizaron valores de renta fija en términos netos

En cambio, las entidades de crédito realizaron amortizaciones netas de títulos de renta fija y redujeron los valores propios mantenidos en cartera. Esta evolución tuvo lugar en un contexto en el que continuó la brecha positiva entre el crecimiento de los depósitos bancarios y el del crédito concedido y en el que, tras la mejora de las condiciones de financiación en los mercados, era menos necesario contar con valores susceptibles de ser usados como activos de garantía en operaciones con el banco central. En esa misma línea, los otros intermediarios financieros (principalmente, fondos de titulización) continuaron también registrando amortizaciones netas en 2013.

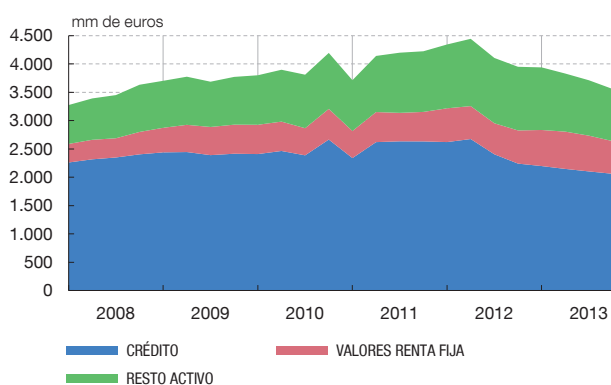
Las emisiones de renta variable se concentraron en el sector bancario

Por otra parte, las emisiones de renta variable volvieron a concentrarse mayoritariamente en las entidades de crédito, alcanzando los 27 mm en total en 2013, frente a los 63 mm del año anterior (cifra que está, no obstante, afectada por la recapitalización extraordinaria de 32,5 mm por ampliaciones de capital de los bancos participados por el FROB).

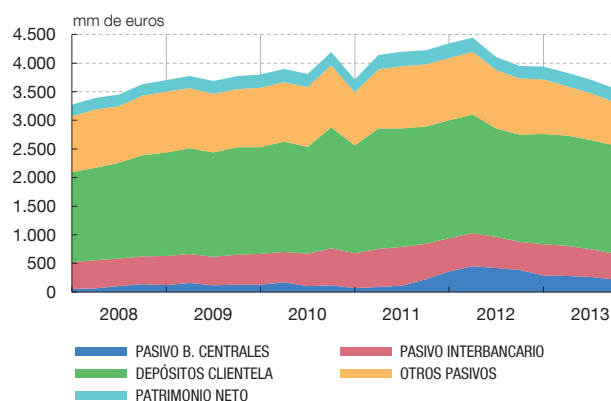
El sistema bancario español se encuentra ahora en mejores condiciones para atender la demanda solvente de crédito

La posición financiera de las entidades de crédito españolas se fortaleció considerablemente en comparación con la situación de mediados de 2012 (véase gráfico 4.2). Frente a las pérdidas del año anterior, los resultados agregados consolidados fueron positivos. Asimismo, las ratios de solvencia medias se incrementaron significativamente, resultado tanto de los beneficios retenidos y de las nuevas emisiones como de la caída en los activos totales, que, en conjunción con el aumento de los depósitos de la clientela, permitieron continuar reduciendo el recurso al Eurosistema (que se contrajo

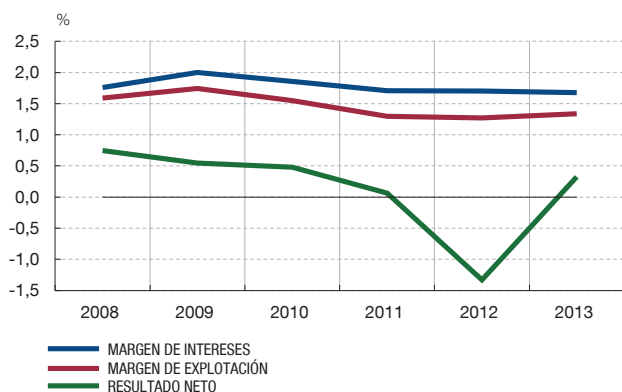
BALANCE. ACTIVO



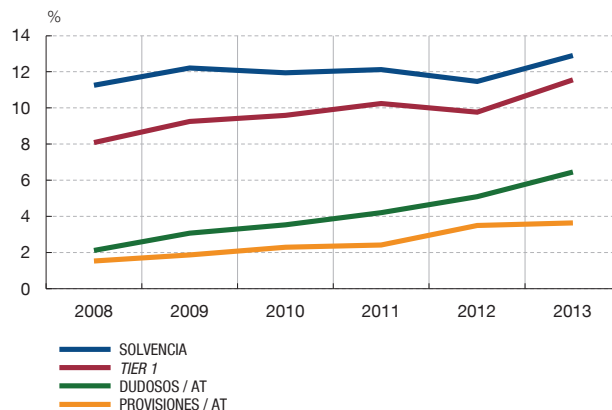
BALANCE. PASIVO



MÁRGENES SOBRE ACTIVO TOTAL



RATIOS



FUENTE: Banco de España.

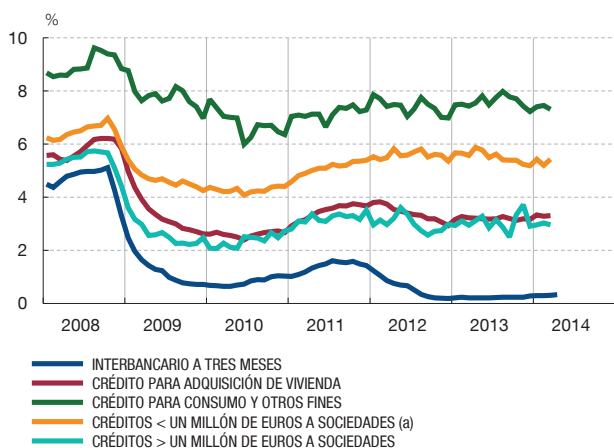
un 40 %). Continuó también el proceso de ajuste de capacidad y de reestructuración de las entidades que en años anteriores necesitaron inyecciones de capital público, y, tras el cumplimiento de la totalidad de los objetivos previstos, el programa de asistencia financiera para la recapitalización de algunos bancos concluyó a principios de 2014.

Estos desarrollos se reflejaron tanto en una mejora de las condiciones de financiación de las entidades en los mercados como en un aumento de la valoración de sus acciones en Bolsa, de manera que los bancos se encuentran actualmente en una situación más favorable para atender el aumento de la demanda solvente de financiación que previsiblemente traerá consigo la recuperación económica. No obstante, el sector se enfrenta todavía a retos importantes, ligados, entre otros factores, a las perspectivas de crecimiento débil y a la fragmentación financiera que todavía persiste en la UEM, lo que obliga a las entidades a insistir en sus esfuerzos para reforzar su posición financiera y moderar sus costes operativos.

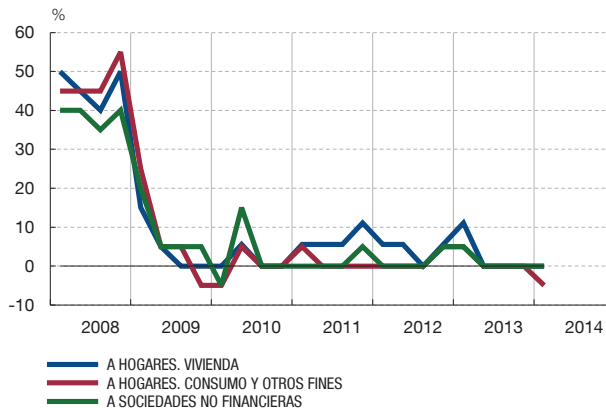
2.2 LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES Y LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las condiciones de financiación de los hogares y de las sociedades no financieras siguieron siendo demasiado restrictivas en 2013 para el tono expansivo de la política monetaria. El coste de los préstamos bancarios a estos sectores ha mostrado variaciones poco significativas desde finales de 2012, en un contexto en el que los tipos interbancarios, referencia habitual en estas operaciones, apenas variaron (véase gráfico 4.3). Los tipos de

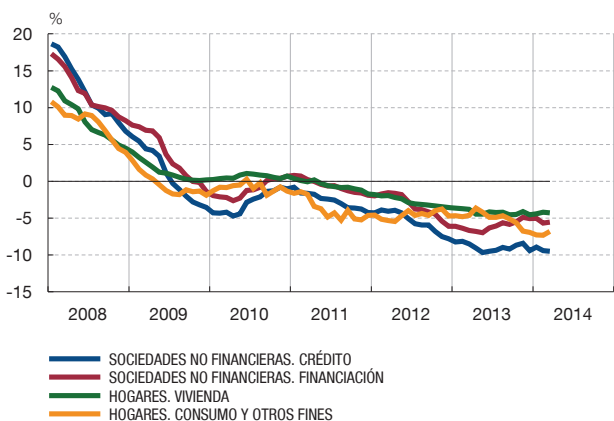
TIPOS DE INTERÉS



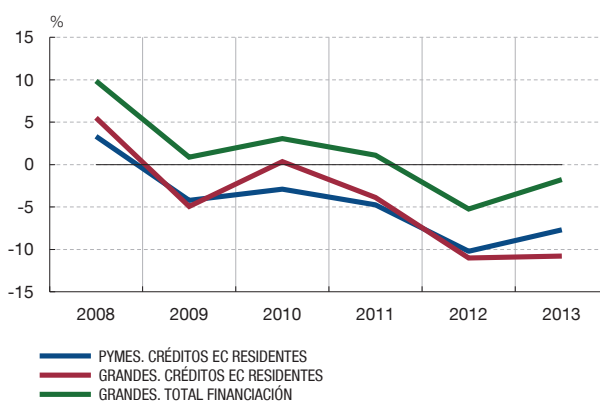
CONDICIONES DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



FINANCIACIÓN A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS (Tasas interanuales)



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (Tasas interanuales)



FUENTE: Banco de España.

- a El tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- b Variaciones del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento.

Las condiciones de financiación del sector privado siguieron siendo demasiado restrictivas para el tono expansivo de la política monetaria

interés bancarios siguen, por tanto, en niveles elevados tanto en relación con el tono de la política monetaria como con otros países del área del euro. Este patrón refleja, por una parte, la persistencia de los problemas de fragmentación financiera en la zona, aunque responde también a la situación de mayor debilidad de la economía española, que se traduce en primas de riesgo más elevadas para los prestatarios. Asimismo, se ha visto alimentado por una cierta recomposición de los márgenes que aplican las entidades tras las fuertes contracciones en años anteriores. Esta evolución vino acompañada, por otro lado, del mantenimiento de unos estrictos criterios de concesión de préstamos. En contraposición, sin embargo, la prolongación de la mejoría en los mercados financieros iniciada en el verano de 2012 se tradujo en un descenso del coste de las fuentes alternativas de financiación de las sociedades (valores de renta fija y variable).

El crédito concedido a las familias volvió a contraerse en 2013

Las estrictas condiciones de financiación y el descenso de la demanda de fondos, derivado tanto de la debilidad del gasto como de la necesidad de corregir el excesivo endeudamiento, conllevaron la continuidad de la caída de la financiación de las familias, si bien los datos registrados en los primeros meses de 2014 apuntan signos incipientes de una posible reversión de la tendencia previa hacia tasas de contracción cada vez más acusadas.

De este modo, y por destino de estos fondos, el ritmo de descenso interanual se situaba en marzo en el 4,3 % en los dirigidos a la adquisición de vivienda, y en el 6,8 % en los destinados a consumo y otros fines, registros ligeramente inferiores a los del cierre del año 2013.

En el caso de sociedades, la intensificación de la caída de la financiación que venía observándose desde 2011 se prolongó hasta mediados de año, y pasó después a moderarse

En el caso de sociedades, la intensificación de la caída de la financiación que venía observándose igualmente desde 2011 se prolongó hasta mediados de año. Posteriormente pasó a moderarse algo, en línea con la senda de recuperación de la actividad económica, situándose en marzo de 2014 en el 5,6 %. La evolución fue dispar por instrumentos. Así, la caída del crédito procedente de entidades residentes se acentuó hasta mediados de 2013, y pasó a situarse posteriormente en cifras algo más reducidas (9,5 % en marzo de 2014). Por su parte, el dinamismo de los fondos obtenidos mediante valores de renta fija emitidos por las empresas y sus filiales residentes se redujo progresivamente a lo largo del año, hasta presentar un crecimiento interanual prácticamente nulo en los primeros meses de 2014, y lo contrario se observó en el caso los préstamos concedidos por no residentes (entre los que se incluyen las emisiones de valores realizadas por filiales en el exterior cuyos fondos revierten al grupo en España), que pasaron a mostrar tasas de avance positivas.

Por tamaños, el cambio de tendencia se ha dado tanto en las pymes como en las empresas de mayor dimensión

Por tamaños, se detecta, desde mediados de 2013, una cierta moderación en el ritmo de caída del crédito a las pymes. La financiación obtenida por las sociedades de mayor dimensión presenta una pauta similar, que ha venido acompañada, sin embargo, de un cambio en su composición, aumentado el peso de los valores de renta fija y de los préstamos exteriores en detrimento de los fondos proporcionados por las entidades residentes.

La contracción de la deuda bancaria fue generalizada por ramas de actividad, aunque más intensa en las ligadas al sector inmobiliario

Por sectores, la contracción de los préstamos bancarios fue generalizada, siendo más intensa, nuevamente, en la construcción y en los servicios inmobiliarios (superior al 12 % en ambos casos)¹ que en el resto (7,7 %). En la industria y los servicios no inmobiliarios, el retroceso se intensificó en los primeros trimestres del año, para pasar a moderarse algo en los meses finales de 2013. Esta evolución está, en general, en línea con el comportamiento de la actividad y la inversión en las distintas ramas productivas.

Aunque se ha reducido el crédito a escala agregada, hay una proporción destacada de compañías que han conseguido aumentar su financiación neta

La contracción agregada del crédito a las empresas ha sido compatible con la existencia de una proporción destacada de compañías endeudadas para las que su crédito bancario creció o se mantuvo. De hecho, este porcentaje fue en 2013 algo más elevado que en 2012 (en el caso de las pymes pasó del 36 % al 38 %) y el flujo de crédito que canalizaron estas sociedades se estabilizó, tras la senda descendente que había mostrado en años anteriores. Las sociedades que no han reducido su volumen de préstamos en los últimos años han presentado, en promedio, una posición más saneada y niveles de rentabilidad más elevados, y han mostrado un mayor dinamismo de su actividad (véase recuadro 4.1).

Entre los factores condicionantes de la evolución del crédito, el papel de los planes de reestructuración de las entidades financieras fue muy moderado

Las entidades bancarias sujetas a planes de reestructuración tienen compromisos de reducción de su balance, por lo que resulta relevante analizar hasta qué punto el crédito de las sociedades no financieras dependientes de dichas entidades presenta un comportamiento más contractivo que el de las del resto. Las estimaciones disponibles muestran que el impacto de los planes de reestructuración es moderado y se concentra en aquellas sociedades dependientes de entidades englobadas en el denominado «grupo 1»², para las que los ajustes requeridos eran de mayor intensidad. Para estas

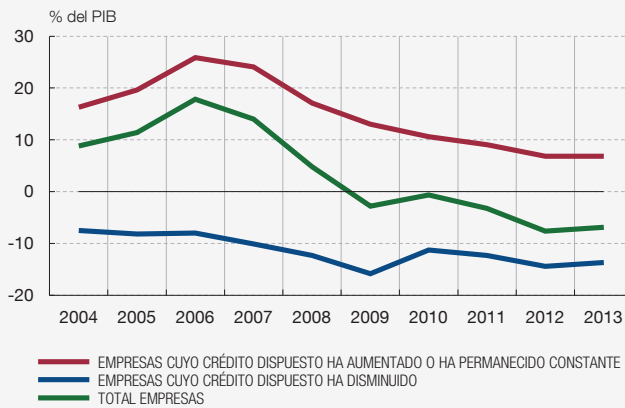
¹ Estas tasas están ajustadas del efecto estimado asociado a la transferencia de préstamos a la Sareb.

² Bancos controlados por el FROB cuando se hicieron las pruebas de resistencia (BFA/Bankia, Catalunya Caixa, Nova Caixa Galicia, Banco de Valencia).

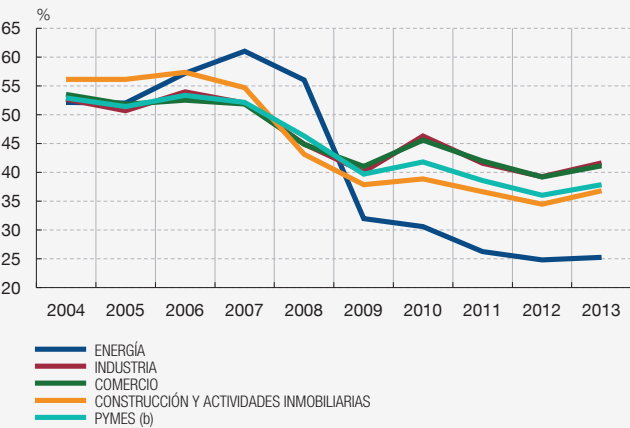
Desde los máximos alcanzados a mediados de 2009, la deuda agregada del sector empresarial se ha reducido progresivamente.

Sin embargo, esta contracción agregada oculta comportamientos individuales muy heterogéneos. Como puede observarse en el

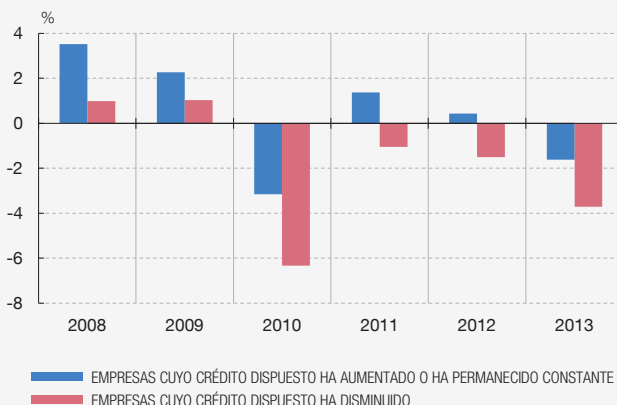
1 CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DISPUESTO: FLUJO EN PORCENTAJE DEL PIB (a)



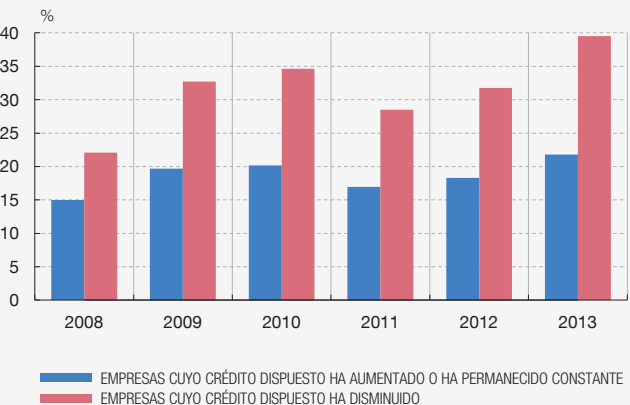
2 PORCENTAJE DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO DISPUESTO HA AUMENTADO O HA PERMANECIDO CONSTANTE. DESGLOSE POR SECTOR (a)



3 TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL EMPLEO EN t-1 (b) (c) (d)



4 MEDIANA DE LA CARGA FINANCIERA EN t-1 (b) (c) (e)



1 IMPACTO MARGINAL SOBRE LA PROBABILIDAD DE QUE UNA EMPRESA INCREMENTE O MANTENGA SU NIVEL DE CRÉDITO DE SUS DETERMINANTES (f)
Período muestral cubierto en la estimación: 2008-2013

	Coefficiente	P-valor
Rentabilidad (t-1)	0,0238	0,000
Carga financiera (t-1) (e)	-0,0080	0,000
Endeudamiento (t-1)	-0,1529	0,000
Tasa de crecimiento del empleo (t-1)	0,0043	0,004
Tasa de crecimiento del empleo sectorial (t-1)	0,0034	0,064
Nivel de dependencia de entidades en reestructuración (t-1) (g)	-0,0293	0,000

FUENTE: Banco de España.

- a Cálculos realizados con información procedente de la Central de Información de Riesgos.
- b Promedio de los resultados sectoriales correspondientes.
- c Cálculos realizados con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de la Central de Balances.
- d Promedio de las tasas de crecimiento interanuales del empleo en cada sector.
- e Carga financiera definida como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros).
- f Resultados obtenidos al estimar un modelo de probabilidad lineal con efectos fijos de empresa.
- g Cociente entre el crédito recibido de entidades inmersas en procesos de reestructuración y el volumen total de préstamos de la empresa.

gráfico 1, el retroceso del saldo agregado de crédito bancario de las empresas (que constituye su principal vía de financiación, especialmente en el caso de las de menor dimensión) ha sido compatible con importantes flujos de financiación positivos hacia algunas sociedades. El incremento de los préstamos de estas últimas ha sido lógicamente menor que el que se registraba antes de la crisis (en línea con el contexto económico más desfavorable y las condiciones de financiación más estrictas vigentes), pero ha permanecido en volúmenes considerables (entre el 6,8 % y el 13 % del PIB de esos años). Como contrapartida, para las empresas con flujos crediticios negativos, el desendeudamiento se ha producido a un ritmo sensiblemente mayor que el que sugiere el dato agregado.

En términos del número de empresas, entre 2008 y 2012 se fue reduciendo progresivamente el porcentaje de sociedades que cada año registraban un aumento (o estabilidad) de su financiación bancaria, pero se mantuvo siempre en valores significativos para casi todos los sectores de actividad, y tanto para las pymes como para las sociedades de mayor dimensión (véase gráfico 2¹). En 2013 se interrumpió esta tendencia decreciente, incrementándose ligeramente el porcentaje de sociedades con un flujo neto crediticio positivo o nulo (aumentó 1 pp, hasta el 39 %). El cambio afectó a todos los sectores de actividad y tanto a las compañías grandes como, especialmente, a las pymes². Esta evolución, por otra parte, vino acompañada de una estabilización de los flujos de crédito, tras la tendencia descendente que venían mostrando desde 2006.

En los gráficos 3 y 4 se comparan los valores promedio desfaseados un período³ de dos características relevantes desde un punto de vista económico y financiero, distinguiendo entre las empresas en función de si recibieron o no más crédito bancario: la carga financiera (que combina información sobre el nivel de endeudamiento, los tipos de interés pagados y las rentas generadas) y el empleo. De dichos gráficos se desprende que las sociedades en las que los saldos de sus préstamos se redujeron mostraban, en promedio, en el año previo, unas ratios de cobertura de sus pagos por intereses menores y un comportamiento menos dinámico de sus plantillas⁴.

Con el fin de profundizar en el análisis de las variables que resultan más relevantes a la hora de explicar si una empresa incremen-

ta o no su nivel de crédito, se ha estimado un modelo sencillo en el que se relaciona esta variable binaria con una serie de potenciales determinantes. Entre estos se incluyen tanto el sector en el que opera la sociedad y el dinamismo de dicha rama productiva como características individuales de la compañía, tales como su endeudamiento, carga financiera y rentabilidad —medida en relación con los activos— o la tasa de crecimiento de su empleo (que aproxima el dinamismo de su actividad). Se incorpora, asimismo, una variable que recoge el grado de dependencia con respecto a las entidades en reestructuración, definida como el cociente entre el crédito recibido de estas instituciones y el volumen total de préstamos bancarios de la empresa.

Como puede observarse en el cuadro 1, los resultados muestran que las variables que resultan relevantes (es decir, las que son estadísticamente significativas) a la hora de determinar si una empresa incrementa su nivel de crédito son su rentabilidad, su nivel de endeudamiento y de carga financiera, el ritmo de avance de su empleo y el del sector en el que opera y su dependencia de entidades en reestructuración⁵. Los resultados son los esperados: un mayor dinamismo de la actividad de la empresa o de la del sector en el que opera se traduce en una probabilidad más elevada de que la compañía aumente su volumen de préstamos. Por el contrario, una mayor presión financiera (ya sea resultante de un endeudamiento más alto, de una menor rentabilidad o de una proporción mayor de las rentas generadas absorbidas por los gastos financieros) la reduce⁶. El grado de dependencia de entidades sujetas a planes de reestructuración también tiene una incidencia contractiva sobre dicha probabilidad, lo que refleja que las sociedades vinculadas a dichas instituciones no habrían podido sustituir completamente los fondos que dejaron de recibir de sus prestamistas habituales por financiación de otras entidades más sólidas⁷.

1 Estas proporciones han sido más reducidas en el caso de las compañías de menor dimensión, sobre las que la crisis económica ha tenido un mayor impacto, que en el de las grandes, para las que, en promedio, se ha situado en el 46 % entre 2008 y 2013.

2 El menor repunte en el primer caso está seguramente ligado a la sustitución de financiación procedente de entidades residentes por otras fuentes, como la emisión de valores o los préstamos exteriores.

3 Se ofrecen los valores retardados un período para corregir los posibles problemas de endogenidad. En el caso del empleo se presenta la media, y en el de la carga financiera, la mediana.

4 Aunque no se muestra en los gráficos, eran también menos rentables y presentaban ratios de endeudamiento más elevadas.

5 Todas las variables se incluyen retardadas un período para corregir los posibles problemas de endogenidad. Los coeficientes son todos significativos con un nivel de confianza del 95 %, excepto el asociado a la tasa de crecimiento del empleo sectorial, que es significativo con un nivel de confianza del 90 %.

6 Cuando se introduce la tasa de morosidad en el modelo, esta resulta significativa, aunque su impacto cuantitativo es muy reducido: un incremento de 10 pp en esta variable se traduce en un incremento de 0,008 pp en la probabilidad de que la empresa aumente su crédito.

7 En el recuadro 6.1 del *Informe Anual, 2012* se estimó que, en promedio, las empresas dependientes pudieron sustituir en torno a un 65 % de la financiación que dejaron de recibir de estos bancos. Actualizaciones posteriores confirman la validez de la estimación en el caso de las entidades del llamado «grupo 1» (las que ya estaban participadas por el FROB en el momento de la prueba de resistencia). El impacto contractivo de los planes de reestructuración sobre la tasa de crecimiento de la financiación de las compañías dependientes de dichas entidades se estima en algo menos de 2 pp en 2013. Dado que los bancos del grupo 1 canalizaban un 12 % del crédito total de las sociedades no financieras a comienzos de este año, la incidencia de dichos planes sobre el ritmo de retroceso del crédito del conjunto del sector se cuantificaría en alrededor de dos décimas.

empresas, la tasa de crecimiento del crédito fue en 2013 en torno a 2 puntos porcentuales (pp) inferior a la que registraban otras compañías con características similares. Dado que los bancos del grupo 1 canalizaban un 12 % de los préstamos totales a las sociedades no financieras a comienzos de ese año, la incidencia de los planes de ajuste sobre el ritmo de retroceso de los préstamos del conjunto del sector se cuantificaría en alrededor de dos décimas.

El ICO ha contribuido a aliviar los problemas de financiación de las empresas prestando 13 mm de euros, principalmente a pymes y a autónomos

El Instituto de Crédito Oficial (ICO), por otro lado, cuenta con esquemas de apoyo a la financiación de las pymes, que contribuyen a mitigar los fallos de mercado que se traducen en mayores dificultades en el acceso a la financiación de estas sociedades, y que suelen agudizarse en períodos de crisis. En 2013, la financiación bruta concedida por el ICO superó los 13 mm de euros, un 20,6 % más que en 2012. Gran parte de ella se ha canalizado a través de la línea ICO-Empresas y Emprendedores, destinada a pymes y a autónomos y que, mediante préstamos y *leasing*, permite financiar inversiones productivas y necesidades de liquidez.

2.3 LA POSICIÓN PATRIMONIAL DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

Los indicadores agregados de posición patrimonial de las familias mostraron una evolución favorable. No obstante, el grado de presión financiera que soportan es todavía elevado

Los indicadores agregados de posición patrimonial de las familias mostraron una evolución favorable en 2013, aunque el sector sigue sometido a un elevado grado de presión financiera. Así, el proceso de corrección de su ratio de endeudamiento se prolongó en este período, como resultado de la contracción de sus deudas, que más que compensó el retroceso de las rentas. De este modo, la ratio de endeudamiento del sector se situaba a finales de 2013 en el 116 % de la renta bruta disponible (RBD), 14 pp por debajo de los niveles máximos de finales de 2007 (véase gráfico 4.4). La reducción del crédito, unida a la progresiva traslación del descenso de las rentabilidades interbancarias al coste de la deuda viva referenciada a estos tipos, permitió que la carga financiera descendiese nuevamente. Además, el recorte de los pagos por amortización permitió que, a pesar de la disminución del ahorro bruto, la capacidad de ahorro una vez descontadas las obligaciones financieras se recuperase ligeramente y pasase a situarse en valores ligeramente positivos. La riqueza neta del sector, tras la pauta descendente de los años anteriores, se estabilizó, ya que la revalorización de su componente financiero, resultado tanto de la elevación del valor de su cartera de activos financieros como de la contracción de los pasivos, compensó el retroceso del patrimonio inmobiliario. Esta caída fue, no obstante, menor que en 2012, en línea con la moderación de la disminución del precio de la vivienda (véase gráfico 4.1).

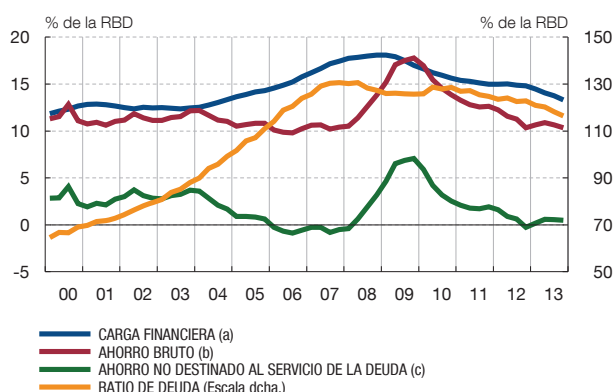
El endeudamiento y la carga financiera de las empresas se redujeron...

Del mismo modo, la contracción de los pasivos de las sociedades no financieras permitió que se prolongase el proceso de desapalancamiento del sector. Así, su endeudamiento pasó a representar algo menos del 108 % del PIB en 2013, aunque sigue estando por encima del promedio de la UEM (véase capítulo 2). Esta evolución, unida al retroceso del coste medio de las deudas, se tradujo en un ligero descenso de la carga financiera, que se situó en el 3,7 % del PIB en 2013.

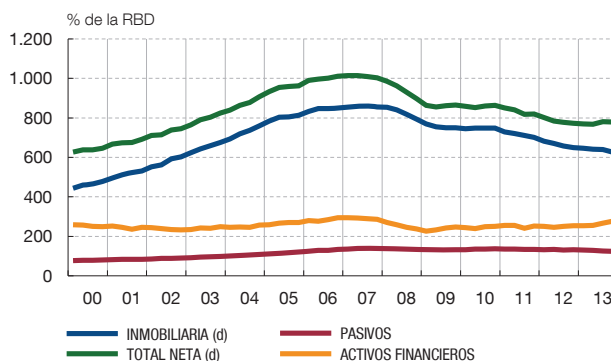
... y su rentabilidad aumentó. No obstante, los indicadores de presión financiera sobre el empleo y la inversión siguen en niveles elevados

Por otra parte, de acuerdo con la Central de Balances Trimestral (CBT), el aumento de los resultados ordinarios permitió que los niveles de rentabilidad empresarial mejoraran algo con respecto a los del año previo, especialmente en los grandes grupos empresariales y en las sociedades del sector servicios. Asimismo, la proporción de empresas con rentabilidad negativa se redujo y se estabilizó la correspondiente a aquellas cuyos gastos financieros superaron los excedentes generados por la actividad ordinaria antes del pago de intereses. En todo caso, a pesar de estas mejoras, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y la inversión se mantuvieron en niveles elevados.

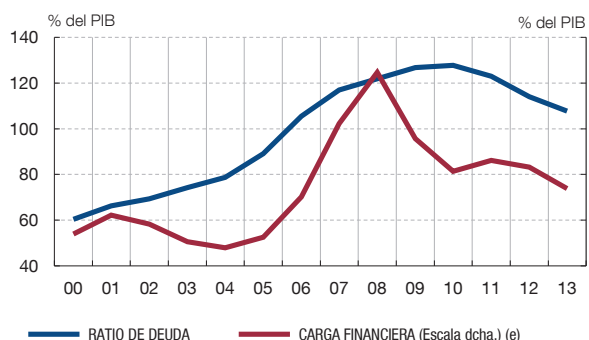
ENDEUDAMIENTO, CARGA FINANCIERA Y AHORRO DE LOS HOGARES



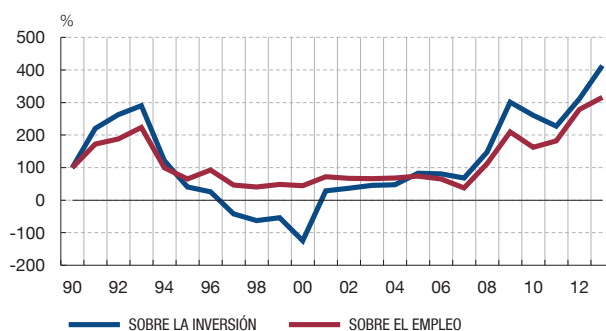
RIQUEZA DE LOS HOGARES



ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (f)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- b Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- c Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- d Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.
- e Estimación de pagos por intereses.
- f Indicadores calculados a partir de los ratios de endeudamiento, carga financiera y rentabilidad de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Anual y Trimestral, aplicando unos coeficientes que tienen en cuenta el impacto de estas variables sobre la inversión y el empleo, así como la importancia de cada empresa en el total en términos del stock de capital y del empleo. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base. Para mayor detalle, véase I. Hernando y C. Martínez-Carrascal (2003), «El impacto de la situación financiera de las empresas sobre la inversión y el empleo», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

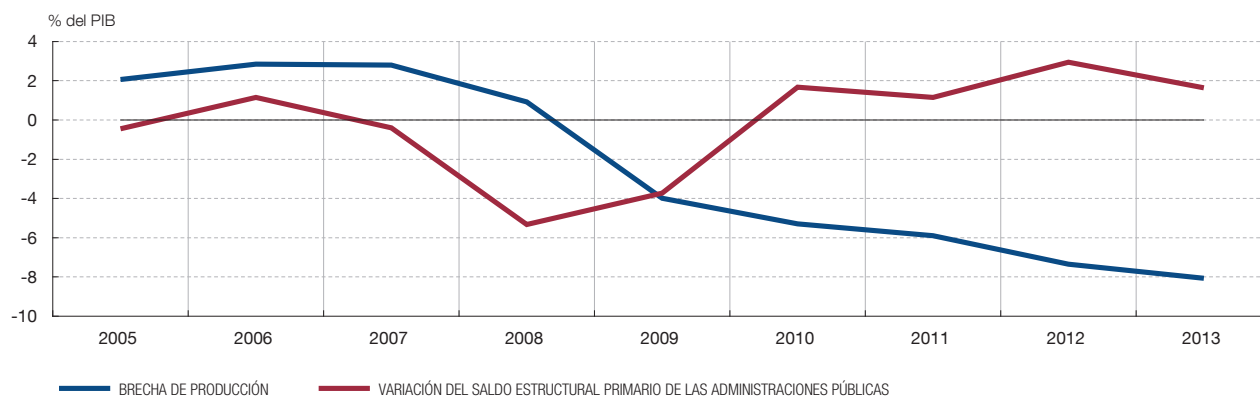
3 La orientación de las políticas económicas

A lo largo de 2013 continuó el proceso de consolidación fiscal y se aprobaron distintas reformas estructurales

La política fiscal mantuvo un tono contractivo, que permitió una ligera reducción del déficit, pero no impidió que la ratio de deuda pública siguiera aumentando

Durante el año 2013 las políticas económicas en el ámbito no financiero siguieron condicionadas por la necesidad de reducir el elevado déficit público, lo que exigió mantener el tono contractivo en la política fiscal. A su vez, tras la aprobación de la reforma laboral en 2012, las reformas estructurales se concentraron en los mercados de productos y servicios.

El ajuste fiscal siguió siendo significativo en 2013, con una reducción estimada del déficit primario estructural, de acuerdo con los cálculos de la Comisión Europea, de más de 1,6 pp del PIB, que fue inferior, en cualquier caso, a la del año precedente (3 pp del PIB) (véase gráfico 4.5). La menor magnitud del esfuerzo de consolidación presupuestaria estuvo relacionada con la aprobación por el Consejo Europeo a mediados de año de una senda más gradual de aproximación al objetivo de reducción del déficit por debajo del 3 % del PIB. A pesar de ese ajuste estructural, el déficit público se redujo solo ligeramente,



FUENTE: Comisión Europea (AMECO, primavera de 2014).

- a La brecha de producción se define como $(\text{PIB observado} - \text{PIB potencial}) / \text{PIB potencial} \times 100$.
- b El saldo estructural primario se define como el saldo observado neto de pagos de intereses y de las medidas extraordinarias y transitorias, y menos el saldo ajustado del ciclo. El saldo ajustado del ciclo se define siguiendo la metodología de la Comisión Europea.

como consecuencia del impacto negativo del ciclo económico y de un nuevo incremento de la carga de intereses de la deuda pública. En conjunto, el déficit de las AAPP se situó en el 6,6 % del PIB en 2013, frente al 6,8 % registrado en 2012, en ambos casos neto de las ayudas a las instituciones financieras (7,1 % del PIB y 10,6 % del PIB, respectivamente, si se incluye el impacto de estas ayudas) (véase cuadro 4.2).

La ratio de deuda pública sobre el PIB mantuvo su tendencia creciente, hasta situarse en el 93,9 % del PIB como resultado del todavía elevado déficit público y de la ligera caída del PIB nominal. Además, en los últimos años, el crecimiento de la deuda se ha visto impulsado por una serie de operaciones financieras de diversa naturaleza en las que se han debido involucrar las AAPP, entre las que destacan las derivadas del proceso de reestructuración y saneamiento del sector financiero a través del FROB, la puesta en marcha de distintos mecanismos de apoyo a los Estados a escala europea (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, Asistencia Financiera a Grecia y Mecanismo Europeo de Estabilidad), las emisiones del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE) y las derivadas de la contabilización como deuda PDE de los créditos comerciales de las CCAA y CLL como resultado de la utilización Fondo de Financiación del Pagos a Proveedores (FFPP), entre otros.

La reducción del déficit en 2013 se basó en el aumento de los ingresos, que se concentró en la imposición indirecta, mientras que los gastos crecieron debido al avance de las prestaciones sociales y los pagos por intereses

La reducción del déficit público (neto de ayudas a IFFF) en porcentaje del PIB se debió a que el aumento de la ratio de ingresos —de seis décimas— superó moderadamente al de la ratio de gastos. En el ámbito impositivo, destacaron el impacto de la subida del IVA, en vigor desde septiembre de 2012, y la introducción de un conjunto de figuras tributarias con el objetivo de reducir el llamado «déficit de tarifa eléctrica», de manera que el incremento de los ingresos se concentró en los de carácter indirecto. En conjunto, durante el proceso de consolidación fiscal se ha producido una cierta recomposición de la estructura impositiva derivada del aumento del peso de la imposición indirecta, mientras que la directa se ha mantenido prácticamente constante (si se suman impuestos y cotizaciones sociales).

El aumento de la ratio de gasto público en porcentaje del PIB se debió esencialmente al incremento de las prestaciones sociales y de la carga de intereses, evolución que fue parcialmente compensada por la reducción del consumo público y de los gastos de capital, partidas sobre las que ha recaído una parte muy sustancial del esfuerzo de ajuste desde el inicio del proceso de consolidación. En 2013 se produjo una nueva disminución de los gastos en consumo final no salarial (de dos décimas del PIB), de manera que la reducción acumulada

% del PIB

	2012	2013	Programa de Estabilidad 2014-2017 (a)			
			2014	2015	2016	2017
1 Recursos no financieros	37,2	37,8	38,5	38,8	38,9	39,0
Recursos corrientes	37,0	37,4	38,2	38,4	38,5	38,6
Impuestos sobre producción e importación	10,5	11,0	11,4	11,8	12,0	12,1
Impuestos sobre renta y patrimonio	10,3	10,3	10,8	10,8	10,9	11,0
Cotizaciones sociales	13,0	12,8	12,6	12,5	12,3	12,3
Otros recursos corrientes	3,3	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2
Recursos de capital	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
2 Empleos no financieros (b) (c)	44,0	44,4	44,0	43,0	41,7	40,1
Remuneración de asalariados	11,2	11,3	11,0	10,6	10,1	9,5
Otros gastos de consumo final	8,5	8,3	8,0	7,7	7,4	7,0
Prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie	16,3	16,6	16,5	16,3	15,9	15,4
Subvenciones	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,0
Intereses (b)	3,1	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8
Otras transferencias	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4
Empleos de capital	2,5	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0
Formación bruta de capital	1,7	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5
Otros empleos de capital	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
3 Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (b) (c) (3 = 1 - 2)	-6,8	-6,6	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1
Administración Central	-4,2	-4,3	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1
Seguridad Social	-1,0	-1,2	-1,0	-0,6	-0,3	0,0
Comunidades Autónomas	-1,9	-1,5	-1,0	-0,7	-0,3	0,0
Corporaciones Locales	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria						
Deuda bruta (b)	86,0	93,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Gasto en consumo final	20,2	20,1	19,5	18,8	17,9	17,0
Saldo de las AAPP (incluye ayudas a IIFF)	-10,6	-7,1	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1
Ayudas a instituciones financieras	3,8	0,5	--	--	--	--
Saldo primario (c)	-3,8	-3,2	-2,0	-0,6	0,9	2,7
Var. saldo estructural primario (d)	2,9	1,6	--	--	--	--

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, y Comisión Europea.

a La previsión oficial se ha tomado del Programa de Estabilidad 2014-2017.**b** Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo.**c** Excluye las ayudas a las instituciones financieras que se consideran gastos de capital.**d** Según la estimación de la Comisión Europea (AMECO, primavera de 2014).

de esta partida desde 2009 se situó en 0,7 pp. Por su parte, la variación acumulada en el mismo período del gasto en remuneración de asalariados públicos en términos del PIB fue de cuantía similar, con un ajuste del empleo de las AAPP superior al 8 % entre 2009 y 2013 (según la información proporcionada por la EPA), que se concentró en los dos últimos ejercicios. Finalmente, la inversión pública se redujo un 15 % en 2013 y acumuló una reducción de tres puntos del PIB en los últimos cuatro años, hasta situarse en el 1,5 % del PIB.

En paralelo, se reforzó el marco presupuestario

El marco de gobernanza de las finanzas públicas, que se articula en torno a la Ley de Estabilidad y Sostenibilidad Financiera, se completó con la creación de la Autoridad Independiente de Res-

con la creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal y se aprobaron el factor de sostenibilidad y un nuevo procedimiento de indexación del sistema de pensiones

La aplicación de las últimas fases del plan de pago a proveedores de las AAPP ha contribuido a relajar la restricción financiera del sector privado, aunque en una cuantía difícil de estimar

La magnitud del ajuste pendiente es todavía elevada y obliga a mantener en el corto y medio plazo un tono contractivo de la política fiscal...

... que permita estabilizar primero, y posteriormente reducir, la ratio de deuda pública sobre el PIB

ponsabilidad Fiscal, que tiene como objetivo garantizar el estricto cumplimiento de los principios de la ley mediante la evaluación continua del ciclo presupuestario y del endeudamiento público, y el análisis de las previsiones económicas sobre las que se basa la programación presupuestaria. De cara al futuro, un funcionamiento adecuado de esta institución, junto con una mayor transparencia en la aplicación de los mecanismos coercitivos incluidos en la Ley de Estabilidad y un perfeccionamiento de la calidad de los nuevos datos de ejecución presupuestaria disponibles deberá ayudar a reforzar la credibilidad del proceso de consolidación fiscal.

Por otra parte, en 2013 se aprobaron, en el ámbito del sistema de pensiones, la nueva fórmula de revalorización y el factor de sostenibilidad, que, en un entorno de inflación moderada, ayudará a mitigar de forma significativa las presiones de medio plazo sobre el gasto público derivadas de las tendencias demográficas y del envejecimiento de la población.

En 2013 se pusieron en marcha las fases segunda y tercera del denominado «plan de pago a proveedores» de las AAPP, que se dio por finalizado en febrero de 2014. Como resultado, desde mediados del año 2012 se habrían inyectado en el sector privado algo más de 43 mm de euros (27,4 mm, 2,6 mm y 13,4 mm, en las sucesivas fases del plan). Si bien no resulta fácil cuantificar el impacto sobre la actividad de la inyección de estos fondos, cabe suponer que ha generado importantes efectos positivos en un contexto de condiciones de financiación estrictas.

En paralelo, entró en vigor la Ley de Control de la Deuda Comercial del Sector Público, que establece la obligación de que todas las AAPP y sus entidades y organismos dependientes publiquen su período medio de pago a proveedores. Una desviación persistente de este período medio de pago con respecto a los plazos fijados por la normativa de morosidad en vigor actuaría como desencadenante, en el caso de las CCAA y CCLL, de un conjunto de medidas correctoras de carácter automático y progresivo. La aplicación estricta de esta ley debería evitar la aparición de nuevos fenómenos de acumulación de deuda comercial de las AAPP con sus proveedores, como sucedió durante la crisis.

A pesar de los avances en el proceso de consolidación fiscal, la magnitud del ajuste pendiente es todavía significativa, de alrededor de 6 pp del PIB en términos de reducción del déficit primario hasta 2017 (2,4 puntos del PIB en términos de saldo estructural primario), de acuerdo con la última Actualización del Programa de Estabilidad de España (APE). En concreto, se prevé una reducción del déficit público, hasta situarlo en el 5,5 % del PIB en 2014 y por debajo del 3 % en 2016, de acuerdo con las recomendaciones del Consejo Europeo. Asimismo, se alcanzaría un ligero superávit estructural del 0,1 % en 2017. En términos de su composición, el ajuste fiscal planeado descansa esencialmente en el gasto público, cuya ratio sobre el PIB se reduciría en algo más de cuatro puntos entre 2013 y 2017, que se concentraría en los de carácter corriente y, en particular, en el consumo público. En paralelo, se proyecta un incremento de la ratio de ingresos públicos sobre el PIB de 1,3 pp del PIB en el mismo período.

Desde una perspectiva de medio plazo, según los planes oficiales de la APE compatibles con el cumplimiento de los objetivos de déficit público, la ratio de deuda pública sobre el PIB se estabilizaría en 2015 en niveles ligeramente superiores al 100 % del PIB, para comenzar a reducirse gradualmente con posterioridad. Los retos que para el conjunto de la economía plantea el mantenimiento de un nivel de deuda pública de estas características, incluso en un proceso de reducción gradual de esta en el medio plazo, no deben minimizarse (véase recuadro 4.2) y subrayan la importancia de que este proceso de consolidación se complete con éxito.

La crisis económica y financiera ha provocado un aumento sustancial de la deuda de las AAPP de los países de la OCDE hasta niveles muy superiores a los existentes en el período inmediatamente anterior a 2008, e incluso a los máximos observados en los últimos 25 años (véase gráfico 1). Esta trayectoria, junto con las dificultades de atajar esa dinámica expansiva, ha colocado la sostenibilidad de las finanzas públicas en el centro del debate de la política económica en Europa. En el caso particular de España, a pesar del ajuste fiscal realizado desde 2010, la ratio de deuda pública sobre el PIB ha continuado aumentando desde el comienzo de la crisis, hasta alcanzar el 93,9% del PIB en 2013. Según las últimas previsiones del Gobierno (Programa de Estabilidad 2014-2017), en un escenario de cumplimiento de los compromisos de déficit y en un entorno de crecimiento económico moderado (en media, un crecimiento del PIB real del 2,1% en 2014-2017), la ratio de deuda pública sobre el PIB se estabilizaría en 2015 ligeramente por encima del 100% (véase gráfico 1), un nivel nunca visto en la historia reciente de España, y muy superior al máximo alcanzado en la crisis de los años noventa, en que no superó el 70% del PIB.

La evidencia internacional disponible sugiere que el mantenimiento de niveles de deuda pública elevados durante períodos prolongados puede tener repercusiones macroeconómicas significativas¹. Por un lado, suele estar asociado a mayores tipos de interés (véase gráfico 2) y, potencialmente, a menores tasas de crecimiento del PIB en el medio plazo por el impacto negativo de aque-

llos sobre la inversión y los efectos desplazamiento del endeudamiento público sobre las posibilidades de financiación del sector privado. La evidencia más reciente sugiere, sin embargo, que no es posible asociar estos efectos negativos sobre el crecimiento a un determinado umbral de deuda pública, que podría ser específico de cada país, y que la dinámica de la deuda puede ser tan importante como su nivel a la hora de explicar los efectos sobre el crecimiento². Por otro lado, una situación de deuda pública elevada reduce el margen de maniobra para que la política fiscal pueda ejercer un papel contracíclico, cuya existencia puede ser muy necesaria en países integrantes de una unión monetaria. En este sentido, se encuentra evidencia que asocia mayores niveles de endeudamiento público con mayor volatilidad del crecimiento económico, lo que podría estar asociado con este menor margen de la política fiscal. Adicionalmente, la sostenibilidad de un nivel elevado de deuda pública, en entornos de crecimiento económico débil o moderado, requiere el mantenimiento de superávits presupuestarios primarios elevados y sostenidos en el tiempo, lo que puede incidir en la composición de las finanzas públicas y, en último término, en el crecimiento potencial de la economía si, por ejemplo, la política fiscal comportara niveles de imposición menos favorables al crecimiento o menores niveles de gasto productivo. Finalmente, una ratio de deuda pública alta genera mayores necesidades de financiación en el corto plazo, que incrementan la vulnerabilidad de las economías ante reacciones adversas de los mercados financieros.

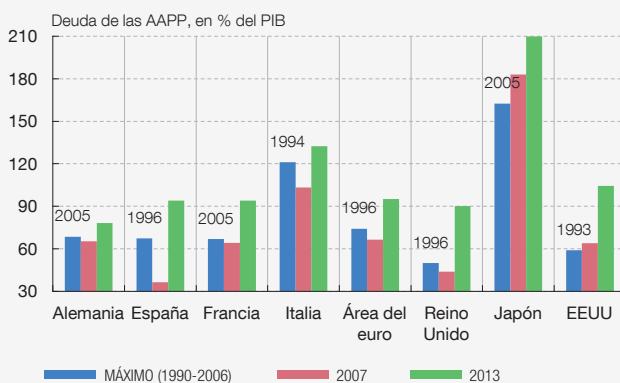
La evidencia internacional disponible sobre episodios de reducción de niveles elevados de deuda en las economías avanzadas desde los años ochenta muestra que los más efectivos fueron los

1 Véanse, por ejemplo, S. A. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki y J. Tyson (2013), *Dealing with high debt in an era of low growth*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/07; C. Checherita-Westphal y P. Rother (2012), «The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area», *European Economic Review*, 56, pp. 1392-1405.

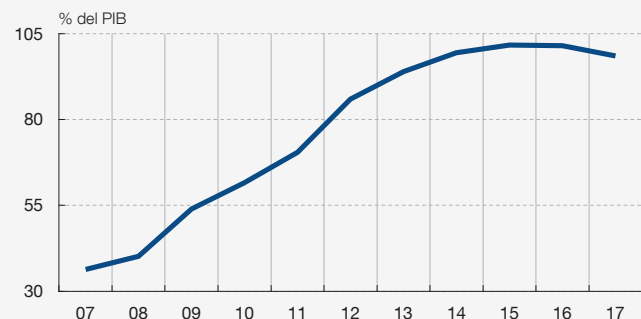
2 Véase A. Pescatori, D. Sandri y J. Simon (2014), *Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?*, IMF Working Paper, n.º 14/34.

1 SITUACIÓN ACTUAL COMPARADA Y PERSPECTIVAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)



DEUDA PÚBLICA DE LAS AAPP EN ESPAÑA SEGÚN EL PROGRAMA DE ESTABILIDAD 2014-2017 (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

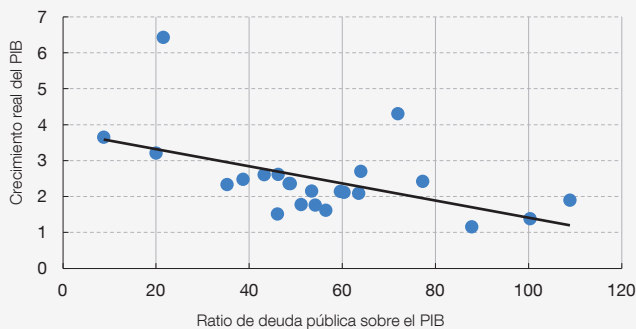
- a Se muestra el año correspondiente al valor máximo observado en cada país para la ratio de deuda de las AAPP sobre el PIB en el período 1990-2006.
b Los valores para 2014-2017 son las previsiones oficiales del Programa de Estabilidad del Reino España 2014-2017, presentado en abril de 2014.

que estuvieron asociados a la presencia de altas tasas de crecimiento del PIB y superávits primarios elevados y sostenidos en el tiempo (véase gráfico 3). En comparación, otros factores determinantes de la dinámica de la deuda pública, como la inflación, la caída de los tipos de interés o los ajustes déficit-deuda (reflejados, por ejemplo, en procesos agresivos de privatización o en venta de activos financieros), desempeñaron un papel de segundo orden. Por otra parte, los procesos más lentos de reducción de la deuda han solido estar condicionados por la necesidad de ajustes fiscales muy voluminosos y desarrollarse en entornos macroeconómicos caracterizados por un bajo crecimiento económico y altos tipos de interés.

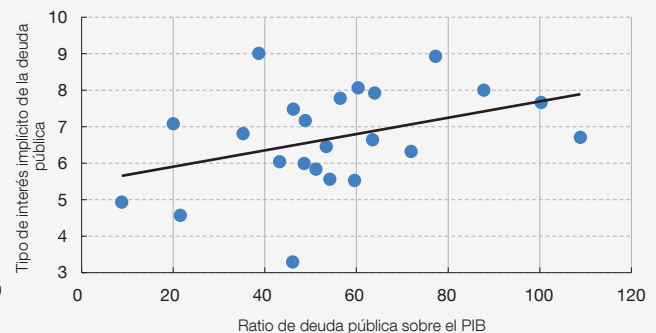
En el caso español, el proceso de reducción de deuda pública estará condicionado, en el corto plazo, por la necesidad de desalancamiento del sector privado y por el propio proceso de consolidación fiscal y, en el medio plazo, por el efecto del envejecimiento poblacional. Las perspectivas de crecimiento económico e inflación moderados en el medio plazo dificultarán la tarea de reducción de la deuda pública y obligarán a la consecución y mantenimiento de superávits fiscales significativos. La importancia de estos condicionantes se puede ilustrar con la siguiente simulación: en un escenario en el que el PIB real se situara en el 1 %, con una inflación del 1,5 % y un tipo de interés nominal implícito del 3,5 % (similar al observado en 2013), el superávit primario necesari-

2 DEUDA PÚBLICA, CRECIMIENTO ECONÓMICO Y TIPOS DE INTERÉS (a)

DEUDA PÚBLICA FRENTE A CRECIMIENTO DEL PIB
(PAÍSES DE LA OCDE: PROMEDIOS 1980-2012)



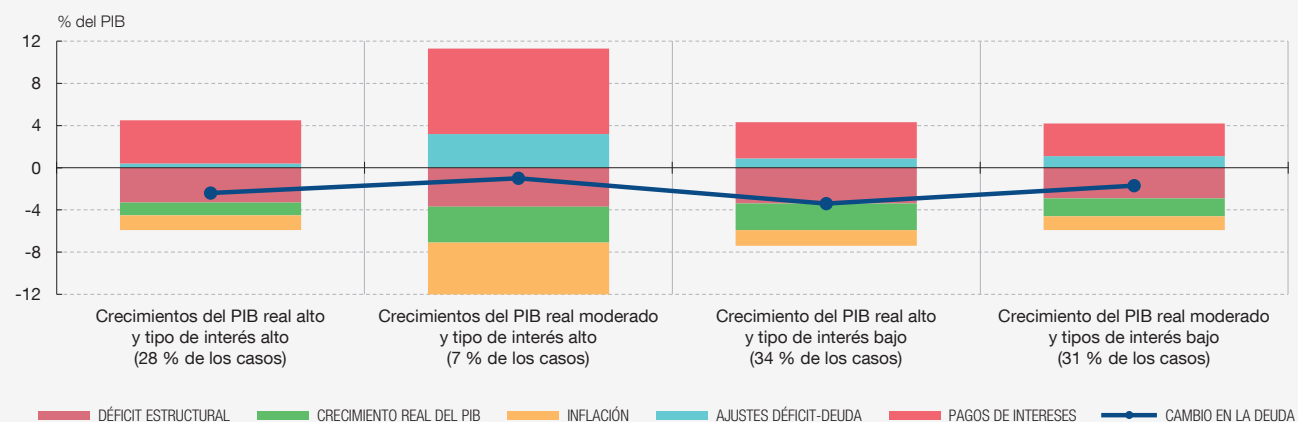
DEUDA PÚBLICA FRENTE A TIPO DE INTERÉS IMPLÍCITO DE LA DEUDA
(PAÍSES DE LA OCDE: PROMEDIOS 1980-2012)



FUENTES: OCDE y Fondo Monetario Internacional.

a Incluye: Alemania, Australia (1989-2012), Austria, Bélgica, Canadá, Corea del Sur, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Luxemburgo (1990-2012), Nueva Zelanda (1986-2012), Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza (1990-2012).

3 EVIDENCIA INTERNACIONAL RELATIVA A EPISODIOS DE REDUCCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA (EN UN PERÍODO DE CUATRO AÑOS)
PARA UNA MUESTRA DE 30 PAÍSES DURANTE EL PERÍODO 1980-2011 (a)



FUENTE: S. A. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki y J. Tyson (2013), *Dealing with high debt in an era of low growth*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/07 (septiembre).

a Crecimiento alto (moderado): crecimiento del PIB real superior al 2 % (entre el 0 % y el 2 %) durante cuatro años consecutivos (permitiendo la excepción de un año). Tipo de interés alto (bajo): tipo superior (inferior) a la mediana de cada país (muestra 1980-2011).

rio para estabilizar la deuda pública en el 100 % del PIB sería del 1 % del PIB³, frente al déficit primario observado en 2013 del 3,2 % del PIB.

La situación macroeconómica actual es muy diferente de la que prevaleció durante el proceso de reducción de la deuda pública que se produjo entre 1996 y 2007. Cuando se comparan los determinantes de la variación de la ratio de deuda pública sobre el PIB en el proceso de consolidación fiscal actual con origen en 2009, cuando el déficit alcanzó el 11,1 % del PIB, con los que subyacieron al proceso de consolidación fiscal anterior, entre 1993, año en el que se observó el máximo déficit público de la crisis de los años noventa (7,5 % del PIB), y el final de la década, se detecta una diferencia fundamental. Si bien la reducción del déficit en los cuatro primeros años de ambos episodios fue similar, de unos cuatro puntos del PIB, dicho ajuste entonces fue suficiente para estabilizar y reducir ligeramente la ratio de deuda, mientras que en la situación actual la tendencia creciente de la deuda se ha prolongado más.

³ En el caso de España, desde la década de los ochenta solo se han registrado superávits primarios continuados entre 1987 y 1990 (en promedio, un 0,5 % del PIB) y entre 1997 y 2007 (en promedio, un 2,4 % del PIB), en este último caso en un contexto de robusto crecimiento económico y relajación de las condiciones financieras.

El factor explicativo principal de esta importante diferencia se debe a la contribución del crecimiento nominal del PIB, que entre 1994 y 1997 facilitó una reducción de unos 17 puntos de la ratio de deuda pública, mientras que entre 2010 y 2013 el negativo comportamiento del PIB contribuyó a incrementar la ratio de deuda pública en unos dos puntos del PIB.

En resumen, el mantenimiento de unos niveles de deuda pública elevados tiene efectos negativos importantes, lo que obliga a la política fiscal a priorizar la estabilización primero, y posteriormente a la reducción gradual de la ratio de deuda pública sobre el PIB hacia niveles más reducidos. El escenario macroeconómico de medio plazo de la economía española sugiere que el proceso de reducción de la deuda exigirá necesariamente un ajuste fiscal continuado y considerable, que debe anclarse en una estrategia creíble de medio plazo que permita estabilizar las expectativas de los agentes y mantener unos tipos de interés de largo plazo moderados, para lo cual resulta fundamental el cumplimiento estricto del marco actual de reglas fiscales nacionales y europeas. Asimismo, es importante que este proceso se acompañe de una profundización en la aplicación de las reformas estructurales que posibiliten una mejora de las perspectivas de crecimiento económico en el medio plazo, que permitan también una mayor contribución de este al proceso de despalancamiento público.

En el ámbito laboral, la reforma instrumentada en 2012 empezó a desplegar sus efectos en materia de moderación salarial

La reforma laboral aprobada en 2012 se dejó sentir esencialmente en una intensificación del proceso de moderación salarial y en una mayor adecuación de las condiciones laborales a la situación de las empresas. Resulta fundamental que estos desarrollos se consoliden en el futuro para asegurar que la gradual recuperación económica prevista se traslade con intensidad a la creación de empleo.

La reforma de 2012 se complementó con algunas medidas adicionales. A principios de 2013 se aprobaron ciertos estímulos para la creación de empleo, orientados principalmente a la población juvenil sin experiencia laboral, bonificando el contrato de formación, y flexibilizando su utilización, a la vez que se introdujeron incentivos fiscales al autoempleo juvenil. A finales de año se modificó el marco legal de la contratación a tiempo parcial, incrementando la flexibilidad en el reparto del tiempo de trabajo, lo que puede fomentar este tipo de contratación, que ya viene mostrando un elevado dinamismo desde el inicio de la crisis.

Ya en 2014, se aprobó un programa de incentivos a la contratación indefinida, la denominada *tarifa plana*, que reduce la cotización empresarial por contingencias comunes, hasta los 100 euros mensuales, para las nuevas contrataciones indefinidas realizadas antes de final de año que aumenten el nivel de empleo de la empresa durante los próximos dos años. Este programa supone una reducción significativa de los costes laborales de estas nuevas contrataciones, lo que podría contribuir a la creación de empleo. En todo caso, cabe esperar que aumente de forma apreciable la contratación indefinida en detrimento de la temporal, pues los incentivos son muy cuantiosos, especialmente para los salarios más elevados.

En los mercados de productos y servicios se aprobaron distintas actuaciones que tienden a mejorar el grado de competencia y de asignación de los recursos

Las actuaciones en los mercados de productos y servicios se orientaron a mejorar la competencia y a favorecer una reasignación más eficiente de los recursos. Entre las de carácter horizontal, destaca la aprobación de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado, cuyo trámite se había iniciado el año previo, la Ley de Emprendedores, las reformas de la Ley Concursal y diferentes iniciativas en el ámbito judicial (véase el capítulo 1 de este Informe).

En el ámbito sectorial, en el mercado de la vivienda se aprobó definitivamente la nueva Ley de Arrendamientos Urbanos, que introdujo mayor libertad de las partes en la celebración de los contratos, con la reducción de los plazos obligatorios, la eliminación de la indexación obligatoria al IPC y el establecimiento de medidas procesales para agilizar los procedimientos de desahucio por falta de pago. Esta reforma, junto con un marco fiscal menos favorable para la vivienda en propiedad como consecuencia del aumento del tipo del IVA y de la desaparición de la desgravación fiscal en el IRPF, debería favorecer la reducción del sesgo tradicional que el mercado de la vivienda español ha tenido a favor de la tenencia en propiedad frente al alquiler.

Si bien los avances en las reformas de determinados sectores han sido más limitados y/o se han enfrentado a problemas de implementación

En otros sectores, los avances a lo largo del año fueron más heterogéneos. En particular, en el sector servicios, tras sufrir un retraso respecto al calendario original, se presentó el Anteproyecto de Ley de Servicios y Colegios Profesionales, que propone establecer un régimen general de libertad de acceso y ejercicio en todo el territorio español en este ámbito, dotando de mayor transparencia a los colegios que se definen como de carácter obligatorio, así como imponiendo un límite a sus tarifas. En la actualidad, los servicios profesionales en España representan un porcentaje reducido del empleo total y del valor añadido en comparación con otras economías desarrolladas, por lo que resulta importante que la reforma finalmente aprobada reduzca de forma significativa las barreras a la competencia existentes.

Por su parte, en materia de transporte, a mediados de año se liberalizaron los servicios de transporte ferroviario con finalidades turísticas, mientras que los correspondientes a los servicios sujetos a obligaciones de servicio público y los comerciales se llevarán a cabo una vez se determinen las condiciones de licitación pública. Finalmente, en el sector eléctrico se aprobó un paquete legislativo que incorporaba una reducción de costes y un incremento de ingresos del sistema, así como un mecanismo automático destinado a evitar la acumulación de desajustes entre estos ingresos y costes, con el objetivo de evitar la generación de nuevos déficits de tarifa, lo que no pudo impedir la emergencia de un desequilibrio por este concepto en 2013, por un importe de 3,2 mm de euros. Asimismo, ya entrado 2014 se modificó el sistema de fijación de los precios voluntarios para el pequeño consumidor (antigua Tarifa de Último Recurso).

4 Demanda, actividad, mercado de trabajo y precios

En el promedio del año, la demanda nacional volvió a anotarse un retroceso severo, del 2,7 %. Esta caída fue, no obstante, inferior en 1,4 pp a la observada en 2012. Por componentes, la ralentización del descenso fue generalizada, con la excepción de las otras construcciones. En todo caso, en la segunda mitad del año el consumo privado y la inversión en equipo registraron tasas positivas.

4.1 DEMANDA

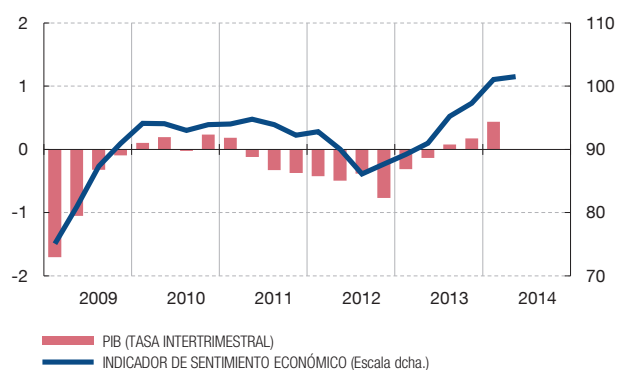
4.1.1 Demanda nacional

La demanda nacional registró un nuevo retroceso en el conjunto del año, si bien mostró un comportamiento más favorable en el segundo semestre

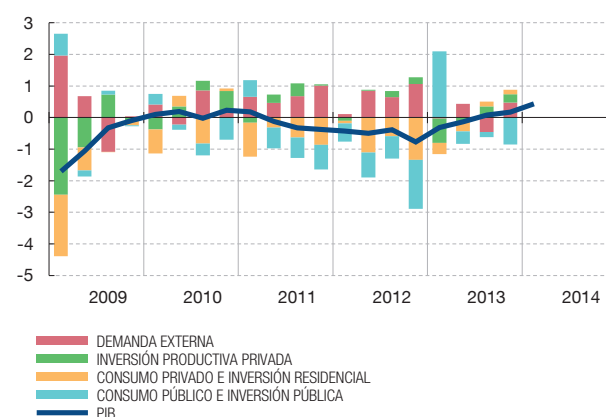
El consumo de los hogares mostró un perfil

El consumo privado mostró un perfil de marcada recuperación a lo largo del año, hasta crecer un 0,5 % intertrimestral en cada uno de los dos últimos trimestres. No obstante, la

PIB E INDICADOR DE CONFIANZA



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB

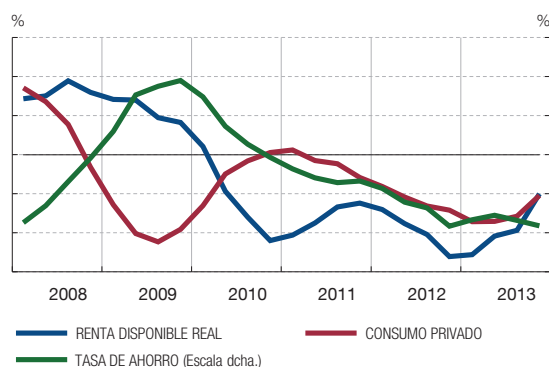


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

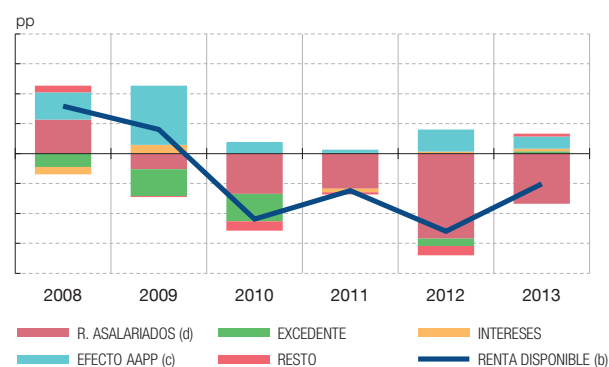
a Contabilidad Nacional base 2008. Tasas de variación sobre series ajustadas de estacionalidad de índices en volumen.

CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES

RENTA, CONSUMO Y TASA DE AHORRO (a)
(Acumulado de cuatro trimestres)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO REAL DE LA RENTA DISPONIBLE



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

- a Tasa interanual, excepto la tasa de ahorro, que es el porcentaje de ahorro sobre la renta bruta disponible en términos corrientes.
- b Tasa interanual.
- c Incluye prestaciones sociales, cotizaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.
- d Remuneración de asalariados, en términos brutos.

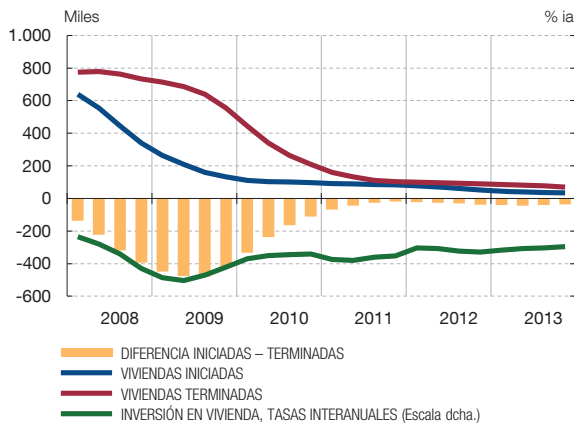
de recuperación a lo largo del año

fuerte caída experimentada por este agregado al concluir 2012 determinó un efecto arrastre muy pronunciado, que motivó un nuevo retroceso del consumo privado en el conjunto de 2013, del 2,1 % (frente a una caída del 2,8 % del año anterior) (véase gráfico 4.7). Atendiendo a la finalidad del gasto, se moderó la caída tanto de los bienes no duraderos como de los duraderos, si bien estos últimos retrocedieron con mayor intensidad.

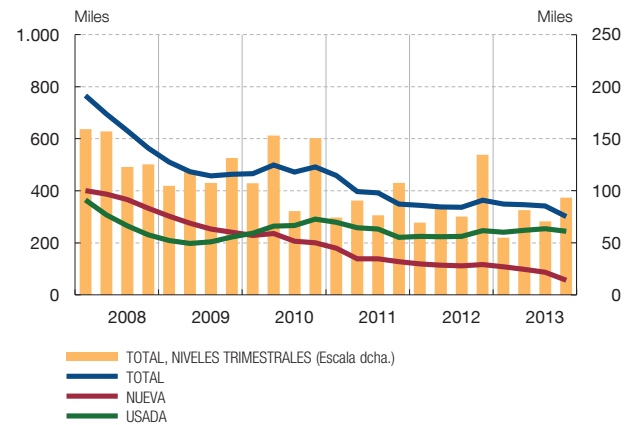
La ralentización del descenso de las rentas laborales y el aumento de la riqueza de los hogares apoyaron la recuperación del consumo en la parte final de 2013

La trayectoria del consumo a lo largo del año resulta, a grandes rasgos, coherente con la evolución de sus principales determinantes. En primer lugar, aunque la renta disponible experimentó un retroceso del 0,7 % en términos nominales, la caída se moderó en el transcurso del ejercicio, al ralentizarse el descenso del componente de ingresos laborales como consecuencia de la incipiente creación neta de empleo. Esto último habría contribuido asimismo a mejorar la confianza de los hogares, lo que posiblemente habría tenido un impacto igualmente positivo, aunque difícil de estimar, sobre el gasto de las familias.

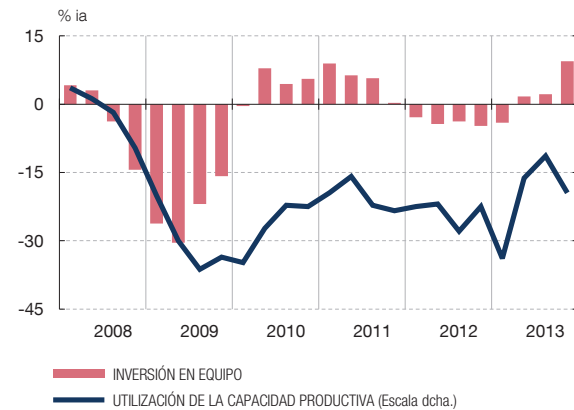
OFERTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO DE CUATRO TRIMESTRES)



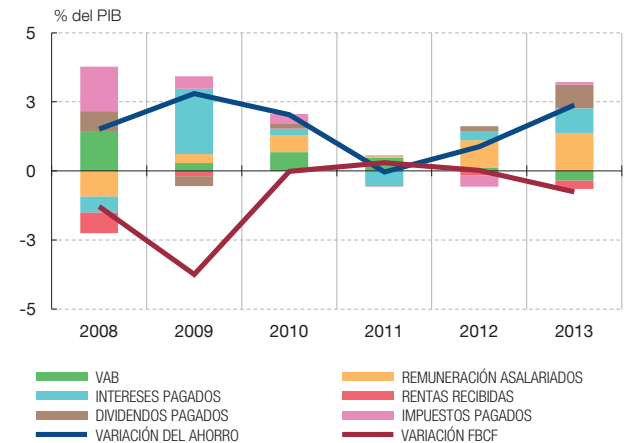
COMPRAVENTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO DE CUATRO TRIMESTRES)



INVERSIÓN EN EQUIPO



VARIACIÓN DEL AHORRO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



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

Además, como se ha explicado en el epígrafe 2, el nivel de riqueza neta de las familias se estabilizó, tras los descensos de los años anteriores. Sin embargo, la mejoría de tono del consumo no se vio apoyada por todos sus determinantes, y en particular las condiciones de financiación de los hogares siguieron siendo restrictivas.

La tasa de ahorro, que repuntó ligeramente al inicio del año, volvió a flexionarse a la baja con posterioridad, probablemente como reflejo de la reducción de la incertidumbre

La tasa de ahorro permaneció en niveles reducidos, con un perfil ligeramente ascendente en la primera mitad del año y descendente en la segunda, cerrando el año en el 10,4% de la renta disponible, nivel coincidente con el de finales de 2012. El comportamiento observado en términos agregados en el segundo semestre podría explicarse, en un contexto de reducción paulatina de la incertidumbre, por la disminución del ahorro por motivo precaución, lo que, junto con las primeras señales de creación neta de empleo, habría contribuido a explicar el mayor dinamismo del consumo en el tramo final del año. En 2014 cabe esperar nuevos avances del consumo privado, lo que, en un contexto de aumentos moderados de la renta disponible, podría conducir a una estabilización o ligero descenso de la tasa de ahorro.

La senda de ajuste de la inversión residencial se prolongó un año más, en un entorno de debilidad

Durante 2013 continuó, por sexto año consecutivo, el proceso de ajuste de la inversión en vivienda, con un descenso del 8%, hasta alcanzar un 4,4% del PIB (véase gráfico 4.8). Esta evolución reflejó un nuevo retroceso en el número de viviendas iniciadas, en un contexto de debilidad de la demanda y de persistencia de un elevado saldo de viviendas sin

de la demanda, que propició una nueva disminución del precio de la vivienda

vender. Así, las transacciones de vivienda continuaron cayendo, al mismo tiempo que se mantuvo el tono de debilidad de sus principales determinantes (empleo y renta de las familias), se prolongó el tono estricto de las condiciones de financiación y el marco fiscal se tornó menos favorable para la adquisición de vivienda en propiedad, como consecuencia del aumento del tipo del IVA y de la eliminación de la desgravación fiscal. No obstante, las compras efectuadas por extranjeros repuntaron en 2013, hasta llegar a representar un 16 % del total de transacciones. A pesar de la atonía de la demanda, las compraventas de vivienda nueva se situaron ligeramente por encima de la cifra de viviendas terminadas, de forma que el proceso de absorción del *stock* de viviendas sin vender continuó, aunque a un ritmo muy moderado, con lo que el exceso de oferta sigue siendo elevado, lo que limita la capacidad de recuperación de la construcción de obra nueva. Cabe prever, no obstante, que la contribución negativa de este componente de la demanda al crecimiento del PIB continúe moderándose a lo largo del presente ejercicio.

Con estos condicionantes, el precio de la vivienda experimentó un nuevo retroceso. En el promedio del año, el descenso, según la estadística que facilita el Ministerio de Fomento, fue del 5,8 % (8,7 % en 2012), lo que sitúa el ajuste acumulado por el precio de este activo, en términos nominales, entre el primer trimestre de 2008 —en que alcanzó su nivel máximo— y el final de 2013, en un 30 %.

La inversión empresarial mejoró en el curso del año, al compás del descenso de la incertidumbre

Como en el caso del consumo privado, la inversión empresarial mostró un perfil de mejora a lo largo de 2013, lo que no impidió que descendiera en el conjunto del año. En concreto, se estima que la inversión empresarial disminuyó un 2,7 %, a pesar del gradual alivio de algunos de los obstáculos que, al inicio del año, lastraron la evolución de este componente del gasto, como el elevado grado de incertidumbre. En todo caso, el nivel de inversión apenas cubrió el consumo de capital fijo. Por activos, tuvo un comportamiento más favorable la inversión en equipo que el gasto en construcción no residencial. Probablemente, las empresas que precisaron renovar y ampliar su capacidad productiva fueron, sobre todo, aquellas cuya producción está destinada principalmente a los mercados exteriores, dado que su demanda experimentó un comportamiento comparativamente más expansivo. Además, como ya se ha señalado, las empresas más dinámicas, entre las que figuran las que muestran una mayor orientación exportadora, tuvieron menos dificultades para obtener financiación bancaria. En 2014 se prevé que la inversión empresarial acreciente su dinamismo, alentada por las mejoras adicionales que se están registrando en sus principales determinantes, entre los que destacan la evolución de la actividad y la reducción de la incertidumbre.

Las AAPP mantuvieron una aportación negativa a la demanda interna, aunque menos intensa que en 2012

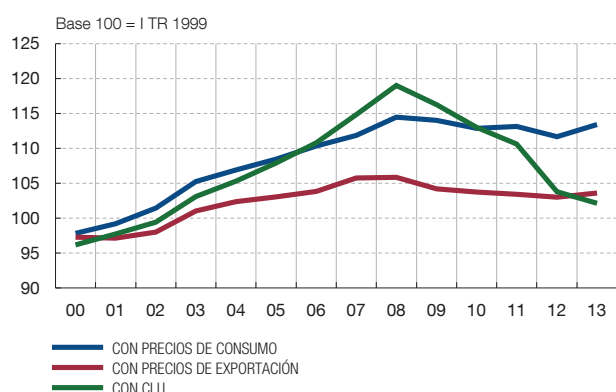
La demanda de las AAPP —que representa en torno a una quinta parte del PIB, en términos nominales— tuvo un comportamiento contractivo en 2013, aunque de menor intensidad que el registrado en el año anterior, como consecuencia del mayor gradualismo en la consolidación presupuestaria. El componente de inversión pública acusó un significativo retroceso, aunque también se redujo el consumo público nominal debido a la disminución de las compras netas de bienes y servicios, como ya se ha señalado.

4.1.2 Demanda exterior

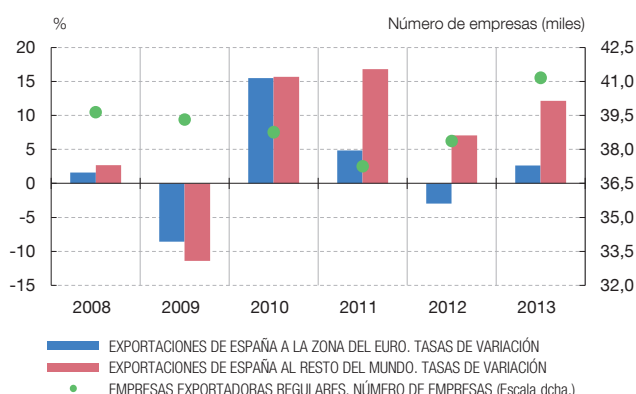
La aportación de la demanda exterior neta al avance del PIB continuó siendo positiva, aunque se moderó en relación con el ejercicio anterior

En 2013, la demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB por sexto año consecutivo (véase gráfico 4.6). Esta aportación fue, no obstante, disminuyendo a medida que avanzaba el año, hasta situarse, por término medio, en 1,5 pp (frente a 2,5 pp en 2012). La contribución positiva del sector exterior reflejó la fortaleza de las exportaciones, que aumentaron un 4,9 %, mientras que las importaciones de bienes y servicios registraron un ligero avance (de un 0,4 %), tras dos años de caídas, en un contexto de mejoría de la demanda final.

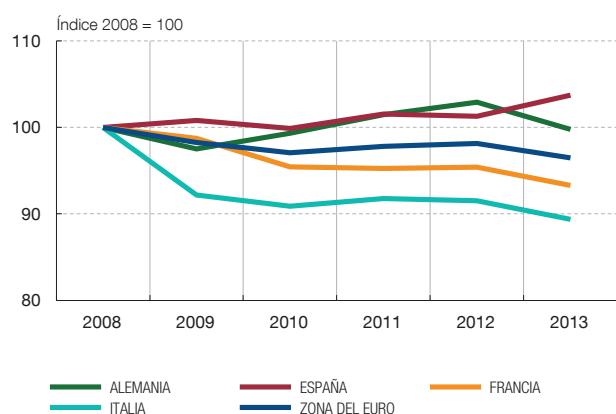
TCER FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



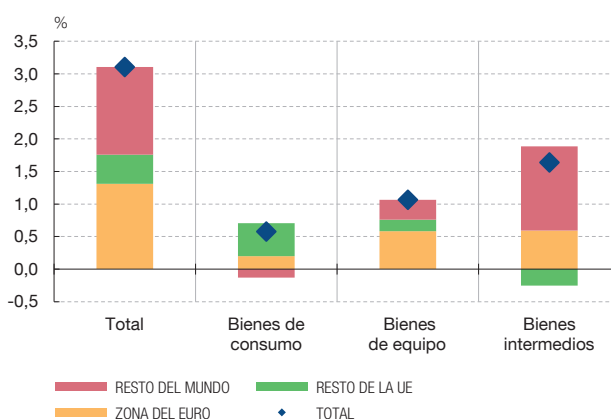
EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES POR ÁREAS GEOGRÁFICAS Y DE LA BASE EXPORTADORA



CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS, EN TÉRMINOS REALES



CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES POR SOCIO COMERCIAL Y TIPO DE PRODUCTO (Términos reales. Año 2013)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

a Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad, y viceversa.

Las ganancias de competitividad y la recuperación del comercio mundial apoyaron el avance de las exportaciones de bienes, que se beneficiaron del aumento de la base exportadora

Las exportaciones de bienes mostraron un patrón de crecimiento desigual a lo largo del ejercicio. Tras un fuerte avance en el segundo trimestre, las ventas al exterior registraron crecimientos más moderados en la segunda mitad del año, como resultado de la desaceleración de los mercados emergentes. Detrás de la evolución positiva para el conjunto del año se encuentran la recuperación del comercio mundial (en particular, en el área del euro) y la consecución de nuevas ganancias en competitividad (véase el panel superior izquierdo del gráfico 4.9). El impacto de estos desarrollos sobre las exportaciones se ha visto reforzado por un nuevo aumento de la base exportadora —esto es, de las empresas que venden al exterior—, que fue generalizado por áreas geográficas y que recayó, en particular, sobre las empresas que exportan de forma regular, cuyo número se incrementó un 7,3% en 2013, tras registrar un avance del 3% el año anterior (véase el panel superior derecho del gráfico 4.9). Todos estos factores deberían favorecer que las exportaciones de bienes crezcan por encima del ritmo de expansión de sus mercados también en 2014.

Las exportaciones de servicios turísticos mostraron un elevado dinamismo en 2013, que

El pasado año, los ingresos por turismo internacional consolidaron la trayectoria de recuperación, que, tras algunos altibajos, había comenzado en 2010, alcanzándose máximos históricos tanto en el nivel de ingresos por este concepto como en el de entradas de turistas (60,7 millones). La recuperación de nuestros principales mercados (localizados prin-

contrastó con la debilidad de los servicios no turísticos

principalmente en la UE), junto con la creciente diversificación geográfica y las ganancias de competitividad, augura un buen comportamiento también en el año en curso, que se podría ver impulsado adicionalmente por la persistencia de focos de inestabilidad en algunos países competidores de la cuenca mediterránea. En sentido contrario, el ritmo de crecimiento de las exportaciones de servicios no turísticos acusó una marcada desaceleración a lo largo de 2013, que afectó especialmente a algunos mercados (en particular, a Latinoamérica y a Estados Unidos).

En conjunto, la cuota de mercado de las exportaciones españolas se incrementó en 2013

En 2013 las exportaciones de bienes y servicios ganaron cuota de mercado, en términos reales, tanto en la zona del euro como en la mayoría del resto de áreas geográficas (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 4.9). Fue especialmente notable el aumento de la penetración de bienes españoles en los países de fuera de la zona del euro —sobre todo, en áreas emergentes, entre las que destacan Latinoamérica, el norte de África y Oriente Medio—, en línea con el mencionado esfuerzo de diversificación geográfica por parte de las empresas exportadoras nacionales.

Las importaciones registraron un ligero avance, en línea con la recuperación de la demanda final

Las importaciones de bienes, en términos reales, crecieron un 1,5 % en 2013, tras descender un 7,2 % el año anterior. Esta recuperación se explica en gran medida por el inicio del ciclo inversor, que ha requerido la compra de bienes de equipo, muchos de los cuales no se producen en España, y sobre todo por el dinamismo de las exportaciones, dado que este componente de la demanda final presenta una elevada dependencia de bienes intermedios importados (particularmente pronunciada en las ramas de industria química y de vehículos y equipo de transporte, que explican un porcentaje elevado de la expansión de las ventas al exterior realizadas en los últimos años). En la medida en que se prevé que se prolongue la recuperación de estos dos componentes de la demanda agregada, cabe esperar que las importaciones de bienes mantengan en el futuro próximo la senda de crecimiento iniciada en 2013. Por su parte, las importaciones de servicios no turísticos retrocedieron en el conjunto del año pasado, aunque mostraron un mejor comportamiento en el último trimestre, mientras que los pagos por turismo se recuperaron en línea con la evolución del consumo privado.

4.2 ACTIVIDAD Y MERCADO DE TRABAJO

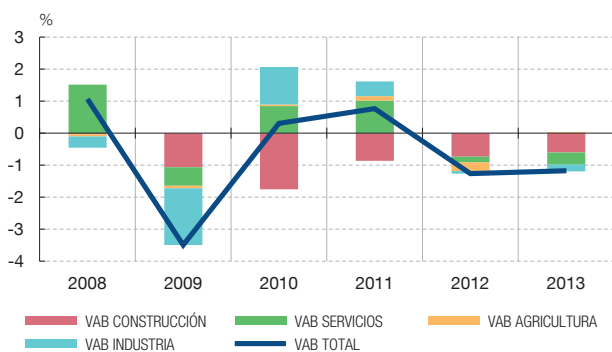
La actividad en la economía de mercado mostró un perfil de mejora a lo largo del año, aunque con intensidad desigual en los diferentes sectores

El valor añadido de las ramas de mercado experimentó una caída del 1,3 %, inferior en dos décimas a la registrada en 2012. Este retroceso se explica, en parte, por el efecto arrastre de un cierre muy negativo de 2012. De hecho, a lo largo de 2013 se produjo una mejora gradual de hasta el -0,1 % en el cuarto trimestre, que se prolongó en los primeros meses de 2014. Sin embargo, la evolución sectorial no fue homogénea (véase gráfico 4.10), de forma que la mejora se concentró, sobre todo, en las ramas más dependientes de la demanda exterior, como reflejo del proceso de reasignación de recursos y recomposición de la estructura productiva de la economía española.

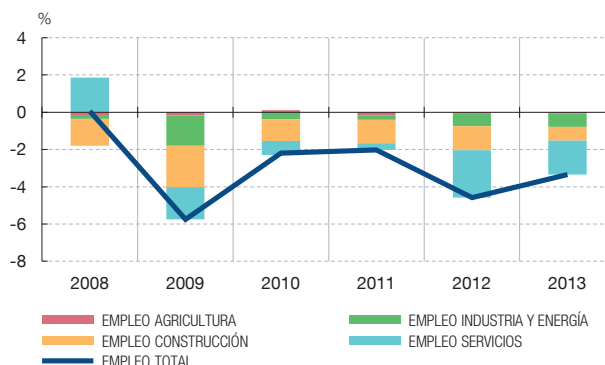
Entre las ramas más dinámicas, destacaron las ligadas a la producción de automóviles y al turismo

Entre las ramas manufactureras (cuyo valor añadido cayó, en conjunto, un 1,2 %), destacó el buen comportamiento de la rama de automoción, cuya producción se vio favorecida por la pujante demanda procedente del exterior y por el impacto positivo de los distintos planes gubernamentales de incentivo a la compra de automóviles. Además, el vigor de esta última rama propició el avance de ciertas industrias auxiliares de la automoción, como las de productos de caucho o plástico. También cabe resaltar el comportamiento positivo de las ramas textiles y de algunos sectores con alto contenido tecnológico, aunque con escaso peso en el conjunto de la industria, como la fabricación de instrumental médico y la de productos farmacéuticos. Entre los servicios de mercado (que, en el conjunto del año, retrocedieron un 0,5 %), las ramas que registraron un mejor comportamiento fueron las vinculadas al turismo y al transporte. Por el contrario, el comercio retrocedió de forma

VAB
Tasa interanual-Contribuciones



EMPLEO
Tasa interanual-Contribuciones



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

relativamente pronunciada, como resultado de la debilidad de la demanda interna. Finalmente, la construcción, con un descenso del 7,7 %, volvió a ser el sector cuya actividad registró el mayor retroceso, en consonancia con la acusada contracción de la demanda, tanto pública como privada.

El empleo mostró una progresiva mejoría a lo largo del año, hasta registrar un leve crecimiento en el último trimestre, por primera vez desde el inicio de la crisis

El empleo se redujo un 3,4 % en el conjunto del año, aunque evidenció un perfil trimestral de clara recuperación, de forma que se registró una leve creación de empleo en el cuarto trimestre, que se está prolongando en los primeros meses de 2014 (véase gráfico 4.11). Esta mejora detuvo el deterioro de la tasa de empleo, que cerró el año en un nivel del 55,9 %, dos décimas por encima de su valor un año antes, que contrasta con los más de 11 pp de caída observada desde el inicio de la crisis.

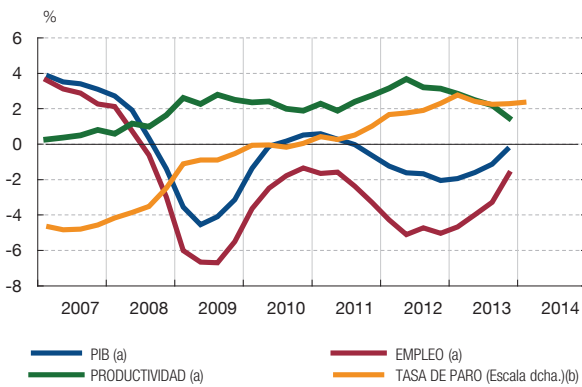
La información proporcionada por la estadística de flujos brutos de trabajadores revela que el mejor comportamiento de la ocupación en 2013 se debió a la moderación de los flujos de destrucción de empleo a lo largo del año, que continuaron la tendencia observada a finales de 2012, mientras que los flujos de salida del desempleo frenaron su descenso y mostraron un leve repunte en el último trimestre de 2013. Por su parte, la productividad aparente del trabajo creció a tasas elevadas en la economía de mercado (2,2 %), aunque inferiores a las de 2012 (3,9 %) y decrecientes a lo largo del año, hasta el 1,5 % en el último trimestre.

La mejoría de la actividad impulsó la contratación en la segunda mitad del año, en especial la de carácter temporal y a tiempo parcial, ligada sobre todo a los servicios de mercado

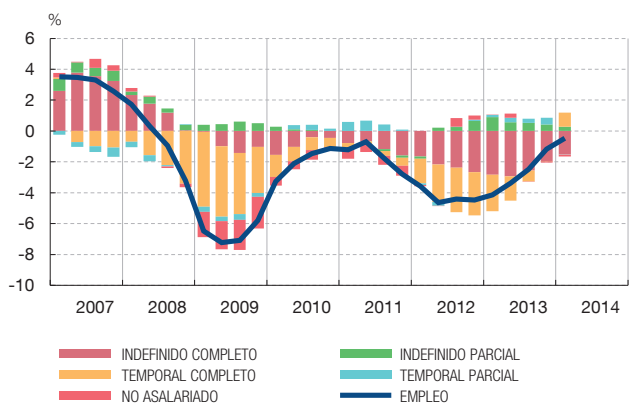
La progresiva recuperación de la actividad en el tramo final de 2013 llevó a un acusado descenso del ritmo de contracción del empleo temporal, de modo que el año cerró en tasas interanuales positivas, tras los fuertes descensos observados en el primer semestre, trayectoria que ha continuado en los meses iniciales de 2014. El empleo indefinido, aunque también ralentizó su caída, mantuvo un peor desempeño que el temporal en la segunda mitad del ejercicio, propiciando un repunte de la ratio de temporalidad de hasta el 23,1 % en el período enero-marzo de este año. La recuperación del empleo estuvo también apoyada por el dinamismo de la contratación a tiempo parcial, que creció a tasas elevadas y elevó la ratio de parcialidad hasta el 16,2%, casi 5 pp por encima de su nivel en 2008.

La ralentización de la destrucción de empleo fue generalizada por ramas de actividad, aunque especialmente destacada en los servicios de mercado, que mostraron un aumento interanual de la ocupación en el último trimestre, concentrado en algunos sectores como la hostelería y las actividades de transporte. En la construcción, los descensos del

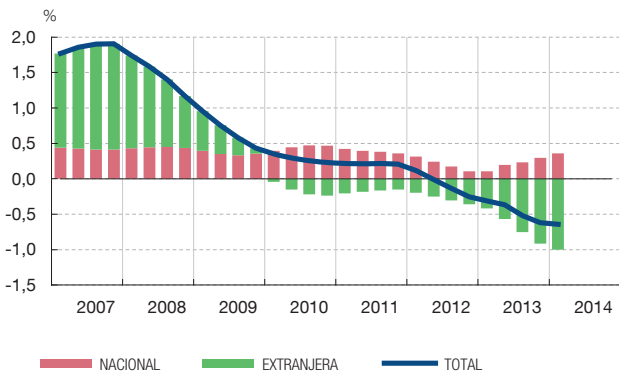
PRODUCTO, EMPLEO Y PARO
Tasas interanuales y tasa de paro en nivel



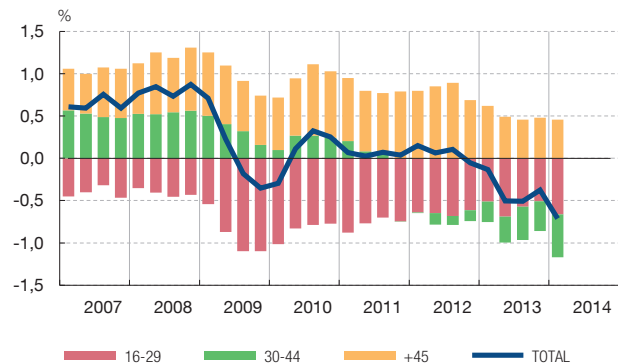
EVOLUCIÓN DEL EMPLEO (b)
Contribución por tipo de contrato y duración de jornada



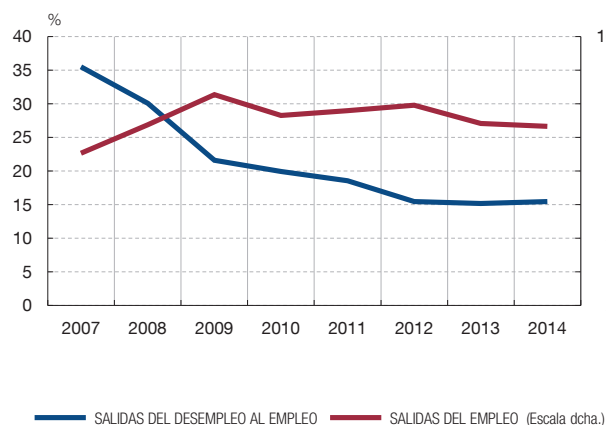
EVOLUCIÓN DE LA POBLACIÓN MAYOR DE 16 AÑOS, POR NACIONALIDAD (b)
Tasas interanuales y contribuciones



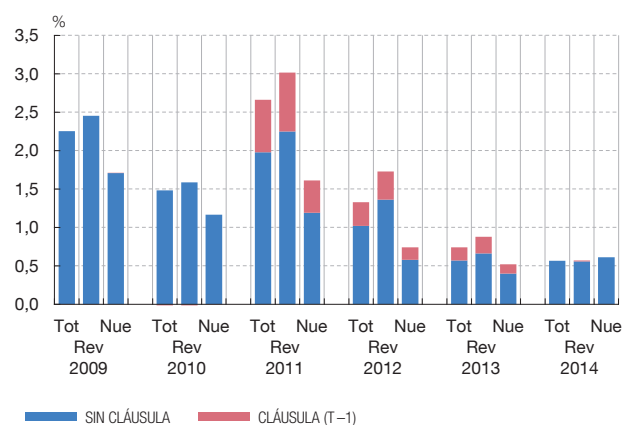
VARIACIÓN INTERANUAL DE LA TASA DE ACTIVIDAD (b)
Contribuciones por edad



FLUJOS BRUTOS DE SALIDA DEL EMPLEO Y DEL DESEMPLEO (c)



TARIFAS SALARIALES (d)



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

- a CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo.
- b EPA. Datos brutos.
- c Flujos EPA. En porcentaje de la población origen (ocupados o parados en t-1, respectivamente). El dato de 2014 es el promedio de los tres últimos trimestres de 2013 y del primero de 2014.
- d Tot: total de convenios. Rev: convenios plurianuales con efectos económicos en t, no siendo este el primer año de su vigencia. Nue: convenios cuyo primer año de vigencia es t. Cláusula correspondiente al año anterior. Datos anuales. Los años 2012, 2013 y 2014 son provisionales, con información hasta abril de 2014. Además, en este último año ha cambiado ligeramente la clasificación de Revisados (ahora son firmados antes de 2014) y Nuevos (firmados en 2014).

empleo fueron elevados (-11,4 %), así como en la industria (-5,2 %), aunque en este caso cabe destacar el comportamiento positivo de algunas ramas, como la fabricación de automóviles, la industria química o la industria de la alimentación. Por su parte, el empleo de las ramas de no mercado experimentó un nuevo retroceso (-4,2 %), como consecuencia de la prolongación del proceso de consolidación presupuestaria. Se observó, en todo caso, un cierto freno en el ajuste a lo largo del año, especialmente en las actividades sanitarias y en las CCLL, donde se registraron aumentos de la ocupación en el segundo semestre, que han continuado en el tramo inicial de 2014.

La tasa de paro se redujo levemente, si bien todavía se situó en un nivel ligeramente inferior al 26% al concluir 2013 y se produjo un nuevo incremento del desempleo de larga duración

El ritmo de aumento del número de desempleados se redujo de manera significativa, hasta mostrar un descenso del 1,4 % en el cuarto trimestre. La tasa de desempleo se redujo ligeramente, hasta el 25,7 % en la segunda mitad de 2013, tras haber alcanzado un máximo de casi el 27 % en el primer trimestre. El repunte de los flujos de salida del desempleo se concentró en las duraciones de desempleo más cortas, lo que volvió a elevar la incidencia del paro de larga duración, que mantuvo una tendencia creciente y se situó en el 60,7 % en el tramo final de 2013, siendo especialmente alta en los colectivos de mayor edad y menor nivel de formación. Esta elevada duración de los períodos de desempleo pone en riesgo de exclusión del mercado laboral a estos colectivos de desempleados, aumentando el componente estructural de la tasa de paro (véase recuadro 1.3 en el capítulo 1 de este Informe).

El descenso de la población activa se aceleró como resultado del retroceso de la población y de la caída de la tasa de actividad

La disminución de la población activa ganó intensidad durante el ejercicio (-1,1 %), como resultado de la caída de la población mayor de 16 años y de la tasa de actividad, que se situó en el 60 %, cuatro décimas por debajo de la de 2012. El repliegue de la tasa de actividad fue generalizado, aunque la participación de las mujeres nacionales se mantuvo en niveles similares a los del año previo, contribuyendo a amortiguar la disminución en la participación de los varones nacionales y de la población extranjera de ambos sexos. Por grupos de edad, el descenso fue más acusado entre los de menor edad, lo que, en cierta medida, podría estar reflejando el retorno al sistema educativo del colectivo con menor formación, muy afectado por la destrucción de empleo desde el inicio de la crisis. Esta trayectoria se ha intensificado en los primeros meses de 2014.

2013 fue el primer año de la serie histórica en que se produjo una caída interanual de la población (de cerca de 175.000 personas), que se habría concentrado en la población en edad de trabajar, y de manera singular entre los extranjeros (-5,9 %), debido a los elevados flujos migratorios de salida. Por grupos de edad, el retroceso se concentró entre los más jóvenes. A medio plazo, la prolongación de estas tendencias demográficas supone un reto de primera magnitud para la capacidad de crecimiento de la economía española, que deberá reducir de manera significativa la tasa de desempleo y elevar la de participación para contrarrestar el descenso de la población en edad de trabajar motivado por el progresivo envejecimiento de la población y las salidas netas de inmigrantes.

Los salarios mostraron a lo largo de 2013 una respuesta más acorde con la situación coyuntural y reflejaron una moderación en los incrementos pactados y una menor indexación

La remuneración por asalariado en la economía de mercado se estabilizó en el conjunto del ejercicio, tras el aumento del 1,7 % en 2012. En términos reales, utilizando el IPC como deflactor, habría continuado su descenso, como en los tres años precedentes. Este proceso de moderación salarial habría permitido asentar las ganancias de competitividad en 2013, en un contexto de incrementos de la productividad decrecientes, y estaría sustentando la mejoría observada en el empleo.

La intensificación de la moderación salarial vino explicada, fundamentalmente, por el resultado de la negociación colectiva, ya que los incrementos salariales acordados se situaron en el

0,6%, por debajo del 1% alcanzado un año antes, tanto en los convenios de nueva firma como en los revisados, que mostraron una menor relación con la inflación pasada. No se produjeron, sin embargo, avances significativos en la descentralización de la negociación, que sigue dominada por los convenios sectoriales. En cuanto al resto de componentes del coste laboral, volvió a observarse una contribución negativa de la deriva salarial, probablemente reflejando el impacto de medidas como las inaplicaciones de convenios facilitadas por la reforma de 2012. En cuanto a la información ya disponible para los primeros meses de 2014, los incrementos salariales pactados estarían manteniendo la pauta de moderación observada en 2013, que vendría, además, acompañada de un menor grado de indexación, con una reducción adicional de los convenios que utilizan la inflación pasada como referencia salarial y de aquellos que incluyen cláusulas de salvaguarda frente a la inflación.

4.3 PRECIOS

La inflación registró una trayectoria descendente a lo largo de 2013, que se ha mantenido en los primeros meses de 2014, llegando a alcanzar tasas puntualmente negativas

En el promedio de 2013, el IPC aumentó un 1,4%, 1 pp menos que el año anterior, con un perfil de pronunciada desaceleración a lo largo del ejercicio (véase gráfico 4.12). La tasa interanual pasó del 2,9% en diciembre de 2012 al 0,3% en el mismo mes de 2013, manteniéndose en niveles muy reducidos en los meses iniciales de 2014 (+0,4% en abril). El IPSEBENE aumentó igualmente un 1,4% en el conjunto de 2013, mostrando una acusada desaceleración en el curso del año, con una reducción de 2 pp de la tasa interanual, hasta el 0,2% en diciembre. Los precios de producción nacional registraron asimismo tasas de variación reducidas, de modo que el deflactor del PIB creció un 0,6% en el conjunto del año.

Aunque en parte reflejó factores transitorios, la senda desinflacionista respondió en gran medida a elementos de carácter más permanente

En términos del IPC, esta trayectoria desinflacionista respondió en parte a factores transitorios, entre los que cabe destacar la desaparición, en el último cuatrimestre del año, del impacto directo sobre la tasa de variación interanual del incremento de tipos del IVA y del aumento de algunos precios administrados, que habían tenido lugar un año antes. No obstante, otros elementos de naturaleza más permanente, como la debilidad de la demanda o la contención de los costes del factor trabajo, hicieron que esa senda desinflacionista fuera más pronunciada.

La contracción de los costes laborales unitarios propició un avance de los márgenes empresariales

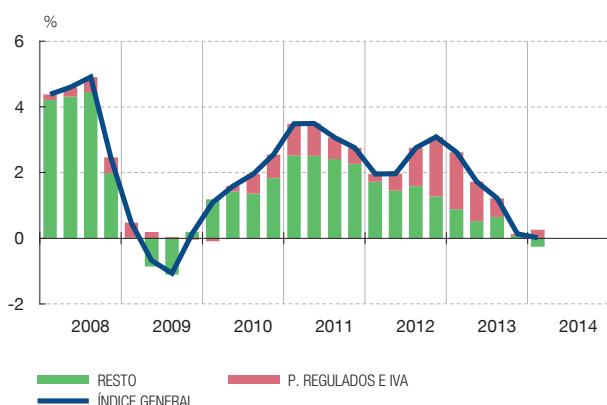
La moderación de los salarios nominales, en un contexto de desempleo muy elevado, unida a los incrementos de la productividad aparente del trabajo, motivó una acusada contracción de los costes laborales unitarios de la economía de mercado, que no se trasladó completamente a los precios finales, con su correspondiente reflejo en los márgenes por unidad de producto. Esta evolución, propia del momento cíclico que atraviesa la economía, reflejaría diversos factores, que incluyen el impacto de la debilidad del mercado laboral o, en algunos casos, la necesidad por parte de las empresas de generar recursos propios en un entorno de dificultad de acceso a la financiación externa. Por último, en ocasiones, niveles elevados de márgenes estarían apuntando a un grado de competencia insuficiente en algunos mercados de productos³.

Los precios de los servicios alcanzaron la menor variación de la serie histórica

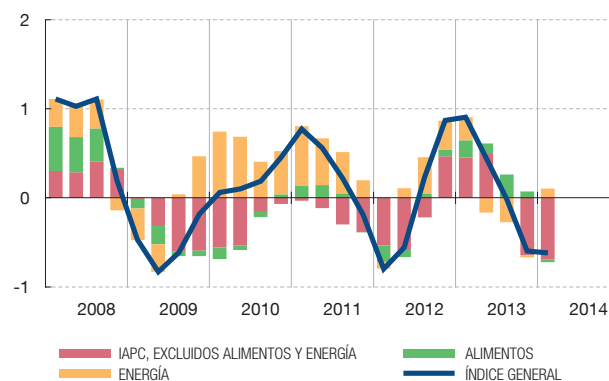
La evolución descrita de los costes laborales provocó un cambio sustancial en la dinámica de los precios de los servicios —particularmente intensivos en factor trabajo—, que tradicionalmente registraban incrementos relativamente elevados y una escasa sensibilidad a las condiciones cíclicas. Asimismo, esta evolución respondió a la debilidad de la demanda y, también, a algunos elementos transitorios, como los ligados a la desaparición del efecto directo sobre los precios de medidas pasadas de consolidación fiscal (la subida del IVA en septiembre de 2012 y los aumentos de los precios regulados de algunos servicios en

³ Véase J. M. Montero y A. Urtasun (2013), «La evolución reciente de los márgenes de las sociedades no financieras», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



DIFERENCIAL DE INFLACIÓN (IAPC) ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

la segunda mitad de ese año). Como resultado de estos factores, a lo largo de 2013 la inflación de los servicios se desaceleró en 2,3 pp, hasta situarse en el 0 %, la menor tasa desde que se elabora el IPC.

La desaceleración de los precios también se extendió a los demás componentes

Entre los restantes componentes, la ralentización fue generalizada. Por lo que respecta a las demás rúbricas del IPSEBENE, las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos fueron más acusadas, por la desaparición de los efectos base mencionados; y, entre los componentes más volátiles, la tasa de crecimiento de los precios de los bienes energéticos cerró el año en el 0,2 %, 7,4 pp menos que al final de 2012, debido a la reducción del precio del petróleo en dólares y a la apreciación del euro.

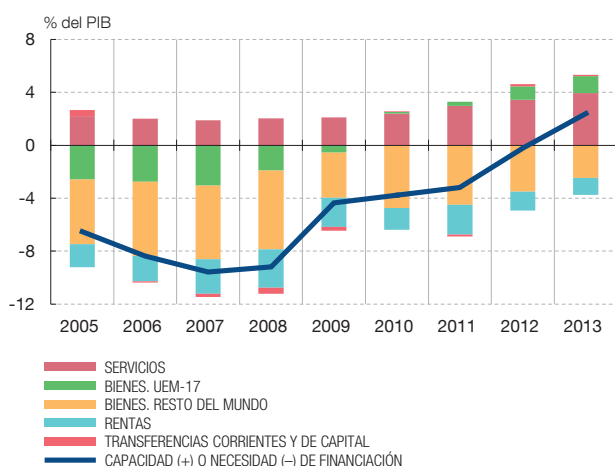
La inflación en términos de precios de consumo se situó a finales de 2013 por debajo de la del área del euro

En el promedio de 2013, el diferencial de inflación con la zona del euro se situó en 0,2 pp, medido a través del IAPC general, y en 0,3 pp en términos del IPSEBENE. Estas cifras están afectadas por la incidencia sobre la inflación española de 2013 de las medidas de ajuste fiscal adoptadas un año antes, de modo que, en diciembre del año pasado, fecha en la que el impacto de estos factores sobre las tasas interanuales habría desaparecido, el crecimiento de los precios de consumo en nuestro país era cinco décimas inferior al del conjunto de la zona del euro en términos del índice general (y siete si se mide por el IPSEBENE). A futuro, la persistencia en el tiempo de un diferencial negativo entre las tasas de crecimiento de los precios en España y en el conjunto del área del euro es un requisito necesario para apuntalar las ganancias de competitividad de nuestra economía.

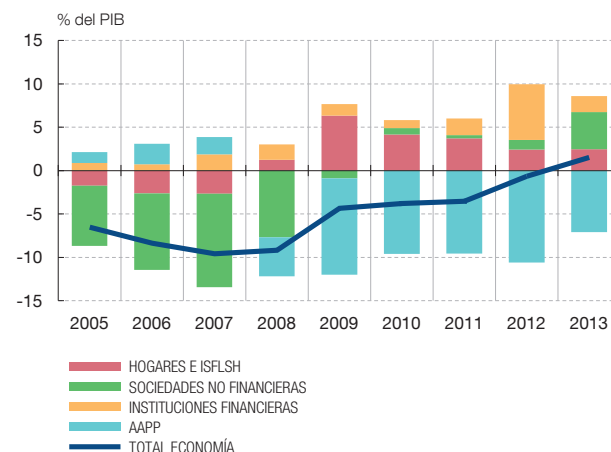
Se espera que la inflación mantenga niveles muy moderados a lo largo del año en curso

En 2014 se espera que prevalezca un entorno macroeconómico propicio para un crecimiento contenido de los precios. En este sentido, aunque con menor intensidad que en años anteriores, se anticipa un nuevo retroceso de los costes laborales por unidad de producto. Ello sería fruto de un crecimiento de la productividad aparente del trabajo, que, si bien se prevé que sea relativamente modesto, superaría al de los salarios nominales. Asimismo, la recuperación prevista del gasto en consumo de los hogares se prevé moderada. Con estos supuestos, se espera que los precios de consumo registren un ligero repunte a lo largo del año. Este escenario central estaría sometido a algunas incertidumbres, como la posibilidad de que el elevado grado de holgura que presenta la economía genere una dinámica desinflationista más intensa. En sentido contrario, una posible adopción de medidas adicionales de consolidación presupuestaria tendría un impacto alcista sobre la inflación. En todo caso, como se analiza en el recuadro 1.1 de este Informe, se estima que los riesgos de caídas generalizadas y prolongadas de los precios de consumo son limitados.

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN



CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN, POR SECTORES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Departamento de Aduanas.

4.4 LA BALANZA DE PAGOS

La economía española alcanzó una capacidad de financiación en 2013, por primera vez desde 1998

Durante el ejercicio pasado, la economía española prosiguió la senda de ajuste de su desequilibrio exterior, hasta el punto de alcanzar una capacidad de financiación que ascendió al 1,5 % del PIB, frente a una necesidad de financiación del 0,6 % registrada un año atrás (véase gráfico 4.13). Esta evolución reflejó la mejoría generalizada de las distintas balanzas que componen la cuenta del resto del mundo, y en particular la ampliación del superávit de bienes y servicios no energéticos, en 1,7 pp. Un segundo factor que contribuyó de manera notable al saldo positivo del sector exterior fue la corrección del déficit de rentas (de 0,4 pp), que vino de la mano tanto del aumento de los ingresos netos generados por las inversiones exteriores directas como del descenso de los pagos netos devengados por la otra inversión (préstamos, depósitos y *repos*). Por su parte, el superávit de servicios continuó ampliándose (en 0,3 pp), por la mejora tanto del saldo turístico como del no turístico. Estos desarrollos posibilitaron que se alcanzase un superávit por cuenta corriente, del 0,8 % del PIB, por primera vez desde 1997. Por áreas geográficas, se amplió el superávit comercial frente a la UEM, al mismo tiempo que se redujo el déficit frente al resto del mundo, gracias, principalmente, a la disminución de los desequilibrios frente a los países productores de petróleo y América Latina.

Por sectores, destacó el aumento de la capacidad de financiación de las sociedades no financieras

Desde una perspectiva sectorial, las sociedades no financieras realizaron una contribución de 3,2 pp a la mejora del saldo exterior de la economía española entre 2012 y 2013, al alcanzar una capacidad de financiación del 4,3 % del PIB, en tanto que el saldo positivo de los hogares apenas aumentó en una décima, hasta el 2,5 % del PIB (véase gráfico 4.13). A la hora de realizar un análisis de la mejora de la capacidad de financiación de la nación entre ambos años desde el ángulo de su desglose sectorial, resulta apropiado descontar el impacto de las ayudas financieras otorgadas por las AAPP a las instituciones financieras (IIF) sobre los saldos de ambos sectores. Una vez tenido en cuenta este factor, las AAPP contribuyeron en dos décimas a la mejora del desequilibrio exterior, mientras que la capacidad de financiación de las IIF disminuyó en 1,2 pp.

El endeudamiento exterior se mantuvo en niveles elevados

A pesar de la capacidad de financiación que presentó la nación en 2013, la posición deudora neta se incrementó en 5,5 pp, hasta situarse en el 98,2 % del PIB, debido a los efectos de valoración. En concreto, la mejora de la situación económica y financiera en la zona del euro, y en particular en España, propició la revalorización de los activos españoles en las carteras de los inversores internacionales.

En 2014 es previsible que la economía española continúe registrando una capacidad de financiación

En el año en curso, se prevé que la economía española incremente su capacidad de financiación, debido a la ampliación del saldo positivo de bienes y servicios, que volvería a ser particularmente elevado en el caso de los bienes no energéticos. Con todo, a más largo plazo, las mejoras adicionales del saldo exterior están limitadas por la elevada dependencia energética del exterior y la carga financiera que conlleva la deuda acumulada frente al resto del mundo.

