

Durante el primer trimestre de 2014 la economía española prolongó la trayectoria de paulatina recuperación de la actividad en un contexto en el que se produjeron un avance adicional en la normalización de los mercados financieros y la consolidación gradual de la mejoría del mercado laboral. Según la información disponible —todavía incompleta—, se estima que el PIB aumentó un 0,4 % en tasa intertrimestral (frente al 0,2 % del período octubre-diciembre), lo que situaría por primera vez la tasa interanual también en terreno positivo (0,5 %), tras nueve trimestres consecutivos de tasas interanuales negativas (véanse cuadro 1 y gráfico 1).

La demanda nacional se incrementó levemente en tasa intertrimestral (0,2 %), apoyada en un comportamiento de los componentes privados del gasto relativamente similar al del trimestre previo, caracterizado por avances en el consumo privado y la inversión empresarial y por un nuevo descenso de la inversión residencial. A ello se habría sumado el moderado repunte del consumo y de la inversión públicos tras el pronunciado descenso en los meses finales de 2013. A su vez, se prevé una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB de dos décimas, inferior en todo caso a la del tramo final del año pasado.

Esta estimación del producto para el primer trimestre de 2014 es coherente con las proyecciones macroeconómicas para los años 2014 y 2015 que publicó el Banco de España el pasado mes de marzo, y que situaban el avance del PIB en tasas del 1,2 % y del 1,7 %, respectivamente<sup>1</sup>. Las citadas proyecciones se realizaron a partir de determinados supuestos, entre los que cabe destacar el relativo al fortalecimiento gradual previsto para los mercados de exportación españoles, una mejora adicional de las condiciones financieras y la prolongación del proceso de consolidación fiscal, según las medidas conocidas en el momento de realizar las proyecciones (el escenario fiscal no incorporaba, por tanto, la información que pueda contener la próxima Actualización del Programa de Estabilidad de España, que será publicada el 30 de abril). El informe consideraba que los riesgos de desviación del PIB respecto a estas proyecciones estaban sesgados a la baja, aunque de forma moderada, y se vinculaban a la posibilidad de que las economías emergentes experimentaran una desaceleración más pronunciada o, en el ámbito interno, a un mayor ajuste fiscal en 2015. En sentido contrario, se contemplaba la posibilidad de que la estimación del impacto favorable de las actuaciones orientadas a consolidar la normalización en los mercados financieros del área del euro fuese excesivamente cauta, o que las reformas estructurales emprendidas impulsaran la actividad y el empleo por encima de lo estimado.

La tasa de inflación continuó en los primeros meses de 2014 el proceso de moderación iniciado a principios de 2013, con una tasa de variación del IPC nula en el promedio del trimestre (-0,1 % en el mes de marzo) y de tan solo el 0,1 % en términos del IPSEBENE. Esta evolución es el resultado de la confluencia de diversos factores de distinta naturaleza y perdurabilidad, pero cuya coincidencia en el tiempo está provocando un período dilatado de baja inflación (véase recuadro 1). En primer lugar, la eliminación de los efectos base que provocó la subida de la imposición indirecta y de precios regulados en la segunda mitad de 2012 está condicionando las tasas de variación interanual del IPC en los

<sup>1</sup> Véase: «Informe de proyecciones de la economía española», *Boletín Económico*, marzo 2014.

	2012	2013	2013				2014
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
<b>Contabilidad Nacional</b>							
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria							
Producto interior bruto	-1,6	-1,2	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4
Consumo privado	-2,8	-2,1	-0,4	0,1	0,5	0,5	0,3
Formación bruta de capital	-6,9	-5,2	-1,3	-2,1	0,5	0,9	-0,1
Demanda interna	-4,1	-2,7	-0,3	-0,6	0,5	-0,3	0,3
Exportaciones	2,1	4,9	-4,5	7,0	0,6	0,8	-0,6
Importaciones	-5,7	0,4	-4,6	6,1	2,1	-0,6	-1,2
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,5	1,5	0,0	0,4	-0,5	0,5	0,2
Tasas de variación interanual							
PIB	-1,6	-1,2	-1,9	-1,6	-1,1	-0,2	0,5
Empleo	-4,8	-3,4	-4,7	-4,0	-3,3	-1,6	-0,3
Deflactor del PIB	0,0	0,6	1,2	0,7	0,4	0,2	-0,4
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)							
IPC	2,4	1,4	2,4	2,1	0,3	0,3	-0,1
IPSEBENE	1,6	1,4	2,3	2,0	0,8	0,2	0,0
IAPC	2,4	1,5	2,6	2,2	0,5	0,3	-0,2
Diferencial del IAPC frente al área del euro	-0,1	0,2	0,9	0,6	-0,6	-0,5	-0,7

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

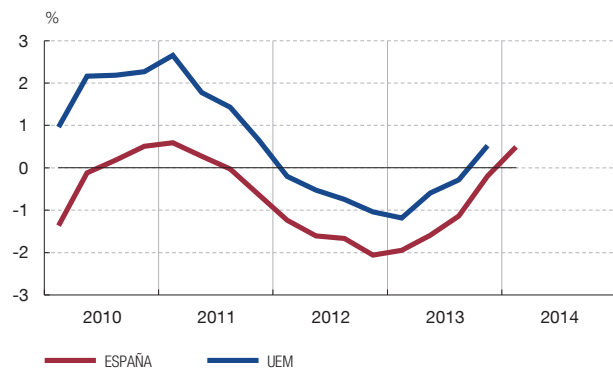
a Información disponible hasta el día 16 de abril de 2014.

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

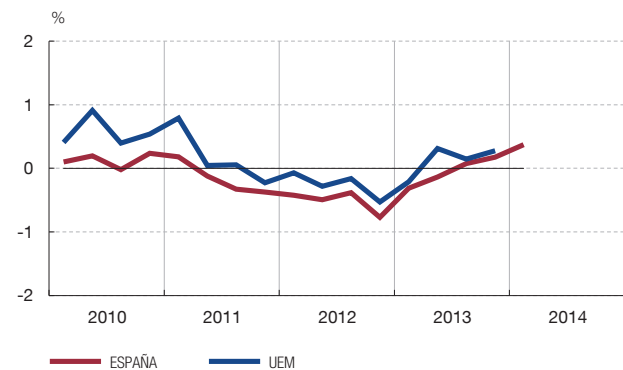
PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)

GRÁFICO 1

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



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

a Series ajustadas de estacionalidad.

primeros meses de 2014. A ello se suma el impacto de otros determinantes de naturaleza igualmente transitoria, como los asociados a los precios de la energía o a los ligados al diferente calendario de Semana Santa —que el año pasado tuvo lugar en marzo y este año ha sido en abril—, dado que este período suele ir acompañado de un repunte temporal de algunos precios. Por último, el entorno de baja inflación se está viendo impulsado por el exceso de capacidad de la economía en su conjunto, la trayectoria descendente

Desde finales de 2012, la inflación en España —aproximada por la tasa de crecimiento interanual del índice de precios de consumo (IPC)— viene experimentando una acusada desaceleración (véase gráfico 1). El IPC general descendió un 0,1 % en marzo de 2014, en contraste con el incremento del 3,5 % que había registrado en octubre de 2012. Esta evolución respondió en parte a elementos transitorios, como los ligados a la desaparición del efecto directo sobre los precios de medidas pasadas de consolidación fiscal (subida del IVA en septiembre de 2012 o aumentos de precios regulados en la segunda mitad de ese año) (véase gráfico 2), pero también a otros factores, como la debilidad de la demanda o la desaceleración de los costes laborales por unidad de producto.

Centrándonos en el primer grupo de factores<sup>1</sup>, las diferentes estimaciones realizadas del efecto sobre el IPC del aumento del IVA indican un impacto de entre siete y ocho décimas de la variación de este índice de precios en octubre de 2012, lo que representa que el grado de traslación estimado estaría en torno al 40 % del potencial impacto total<sup>2</sup>. Esta repercusión es similar a la que se estimó tras el aumento del IVA de 2010, pero muy inferior a las correspondientes a los incrementos de este impuesto que se introdujeron en la década de los noventa (1992 y 1995). Esta reducida traslación reflejaría la acusada debilidad del gasto de los hogares, que habría llevado a las empresas a absorber en sus márgenes parte del incremento impositivo. Los mayores efectos corresponden a los componentes no alimenticios, siendo muy limitado el impacto sobre los precios de los alimentos<sup>3</sup>. Por otra parte, se estima que el efecto sobre el

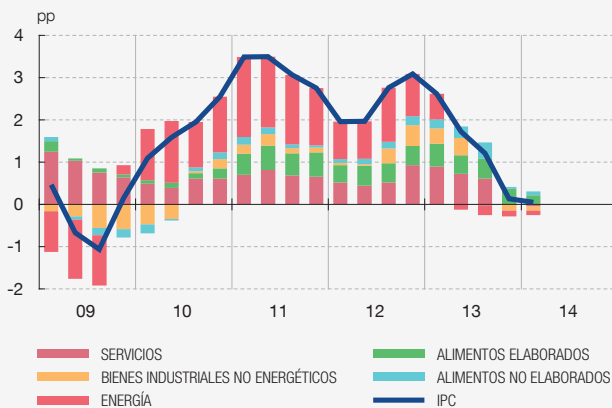
IPC de los incrementos de precios regulados que tuvieron lugar en la segunda mitad de 2012 (y que afectaron a una amplia gama de bienes y servicios, como los productos farmacéuticos, las tarifas de transporte o las tasas universitarias) ascendió a 1,1 pp de la inflación en el cuarto trimestre de ese año.

Con carácter más permanente, es particularmente reseñable el cambio en la dinámica de los precios de los servicios que se viene observando con nitidez desde 2009. En el período de expansión, los precios de los servicios en la economía española habían registrado incrementos en torno al 4 %, una elevada rigidez y una escasa sensibilidad a las condiciones cíclicas. Sin embargo, en el período de crisis, la contracción del gasto de los hogares y la disminución de los costes laborales por unidad de producto habrían provocado un cambio sustancial en la trayectoria de estos artículos, especialmente intensivos en factor trabajo, de modo que se habría alcanzado en marzo de 2014 la menor variación de la serie histórica (-0,3 %), aunque en este dato concreto el efecto de la Semana Santa desempeñó un cierto papel.

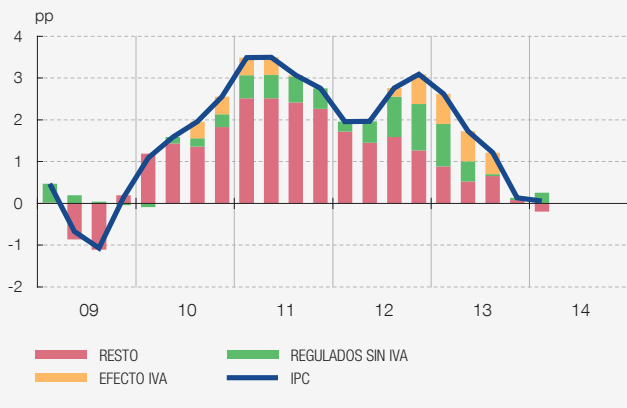
El cambio en la dinámica de los precios de los servicios tiene un carácter muy generalizado. Para ponerlo de manifiesto, los gráficos 3 y 4 representan el porcentaje de partidas de los componentes de servicios y bienes industriales no energéticos en función del intervalo de la tasa de variación interanual de cada uno de sus artículos, correspondiendo los colores más oscuros a las menores variaciones de precios. En azul claro se representa el porcentaje de subíndices con incrementos de precios superiores al 2,5 % interanual, mientras que en azul oscuro se presenta el porcentaje de partidas con caídas de precios superiores al 1 %. Se aprecia que en los años 2007 y 2008 la práctica totalidad de las partidas de servicios se encarecía más de un 2,5 % anual y prácticamente ninguna de ellas se abarataba. Por el contrario, en el período más reciente un porcentaje apreciable de rúbricas ha registrado caídas de precios, destacando especialmente los de las comunicaciones telefónicas. Otras partidas han reducido sustancialmente el ritmo

- 1 Cabe recordar que en septiembre de 2012 el tipo general de este impuesto aumentó 3 pp (hasta el 21 %) y el reducido 2 pp (hasta el 10 %), mientras que el tipo superreducido se mantuvo en el 4 %.
- 2 En función de la información del índice de precios de consumo a impuestos constantes, la incidencia impositiva utilizando la hipótesis de traslación completa del cambio impositivo habría sido de 1,96 pp.
- 3 Este hecho refleja, en cierta medida, que parte de estos bienes está sometida al tipo del IVA superreducido (que no se modificó) y casi todo el resto al tipo reducido (que solo aumentó 2 pp).

1 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



2 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

de crecimiento de sus precios, como los alquileres de vivienda y los restaurantes, bares y cafeterías. Por otro lado, casi no existen partidas con incrementos apreciables de precios, correspondiendo la mayor parte de ellas a los precios de diferentes modalidades de seguro. En contraste, la distribución de las variaciones de precios de los bienes industriales no energéticos habría experimentado cambios de menor entidad.

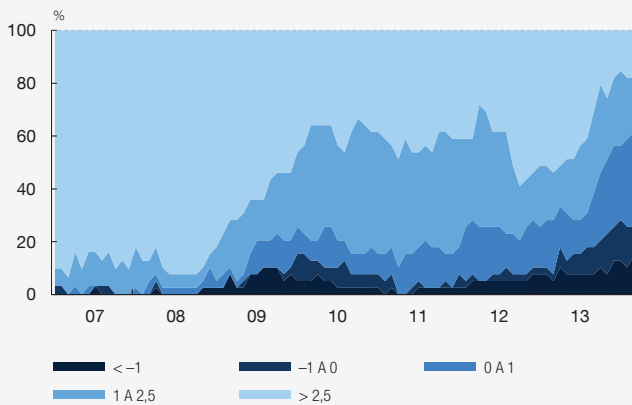
La diferente dinámica de los precios de los servicios se aprecia igualmente si se realiza una comparación con la UEM. Así, en el cuarto trimestre de 2013 el ritmo de avance de los precios de los servicios en España superó en seis décimas al de la UEM, mientras que en los primeros meses de 2014 la tasa de variación de los precios de los servicios en España se situó 1,4 pp por debajo del conjunto de la zona del euro, cifra nunca registrada desde el inicio de la unión monetaria. El desplazamiento de la distribución de precios de las diferentes partidas hacia menores crecimientos se habría registrado igualmente en el conjunto de la zona del euro, si bien con menor intensidad. Así, en el período más reciente, los

precios de buena parte (69 %) de los artículos del IAPC muestran crecimientos en España inferiores a los de la UEM.

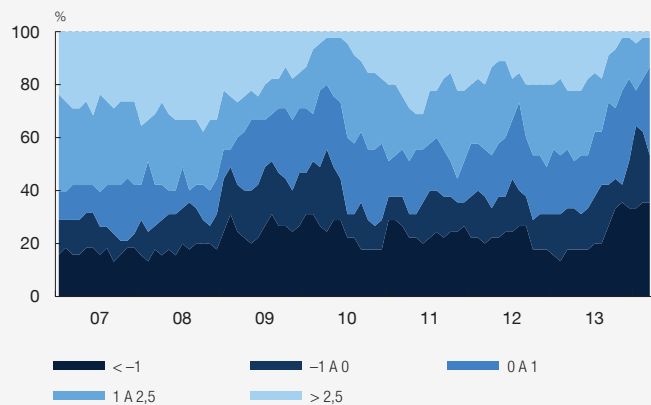
En suma, la inflación española se ha moderado sustancialmente en el período más reciente, si bien la variación del IPC es considerablemente mayor que la registrada en la parte central de 2009. Esta trayectoria se explica en parte por la desaparición de efectos transitorios que habían impulsado la inflación al alza en el pasado, pero también por elementos de naturaleza más permanente, especialmente los ligados a la evolución de los precios de los servicios. En este contexto, se esperan tasas de variación muy reducidas del IPC a lo largo de este año, que pueden ser incluso puntualmente negativas, pero la probabilidad de que se registren caídas generalizadas y persistentes de los precios de consumo se considera remota, y solo en el caso de que un riesgo de esta naturaleza se materialice a escala del área del euro. De hecho, las tendencias que ya se observan de recuperación del gasto de los hogares y de menores caídas del coste del factor trabajo apuntan a una trayectoria ligeramente creciente de la inflación en el transcurso de 2014.

PROPORCIÓN DE SUBCLASES DEL IPC CON TASAS INTERANUALES POR INTERVALOS

3 SERVICIOS



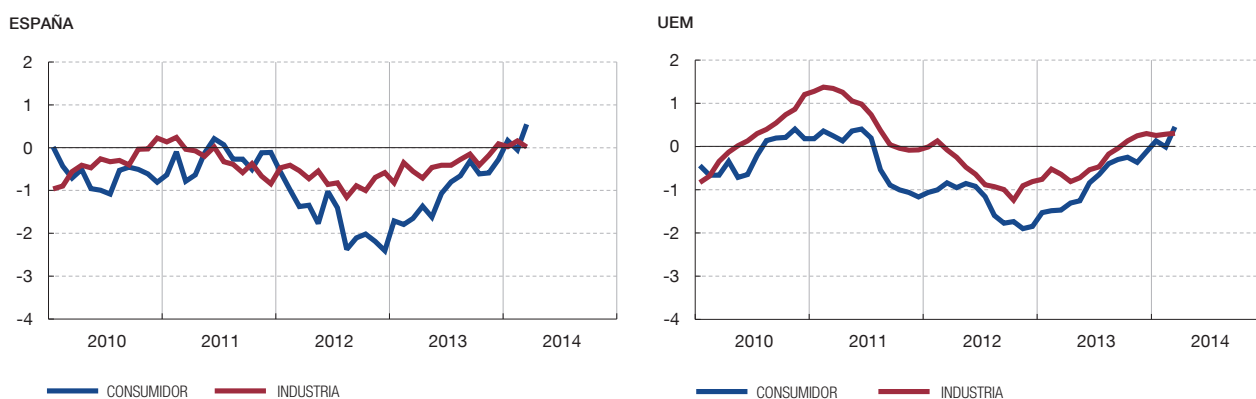
4 BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS



FUENTE: Banco de España.

de los costes laborales unitarios (CLU) y la relativa debilidad del gasto. La moderación de la tasa de variación del IAPC habría sido ligeramente mayor en España que en la UEM, de modo que el diferencial continúa siendo favorable para España y se amplió dos décimas, hasta -0,7 puntos porcentuales (pp).

La evolución reciente de los precios está en línea con las proyecciones sobre la tasa de inflación que se realizaron en el informe publicado en marzo para el bienio 2014-2015, y que proyectaban tasas de variación del deflactor del consumo privado muy modestas, aunque positivas y ligeramente ascendentes (del 0,4 % y el 0,8 %, respectivamente), dada



FUENTE: Comisión Europea.

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

la contenida recuperación prevista de la demanda interna. El informe estipulaba que los riesgos de desviación de la inflación con respecto al escenario central estaban ligeramente sesgados a la baja, y se vinculaban a una menor traslación de la recuperación del gasto —dado el nivel de holgura existente en la economía— o a los efectos sobre los precios de las materias primas y del tipo de cambio del euro de una desaceleración más pronunciada de algunas de las economías emergentes. En sentido opuesto, una intensificación del ajuste fiscal podría inducir subidas en los precios administrados o en la imposición indirecta que podrían aumentar la inflación.

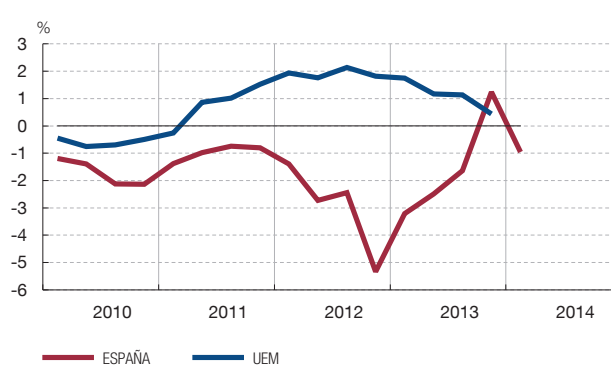
En el panorama económico internacional, la consolidación de la recuperación en las economías desarrolladas continuó durante los primeros meses del ejercicio, aunque en algunos casos las adversas condiciones meteorológicas ralentizaron temporalmente el avance de la actividad. Las tasas de inflación en este grupo de países permanecieron en niveles reducidos y las políticas monetarias mantuvieron un tono expansivo. En contraposición, las economías emergentes siguieron mostrando signos de desaceleración, aunque con diverso grado, al tiempo que continuaba el endurecimiento en las condiciones de financiación como resultado de la respuesta de las autoridades monetarias a los episodios de volatilidad en los mercados financieros, que en todo caso fueron reduciendo su intensidad conforme avanzaba el trimestre.

El área del euro prolongó la recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2013, favorecida por la relajación sostenida de las tensiones financieras y la mejora de la confianza de consumidores y empresarios, en un entorno de política monetaria acomodaticia y de políticas fiscales menos restrictivas. La inflación en el área del euro continuó reduciéndose en los primeros meses de 2014 a un ritmo mayor que el previsto. La tasa interanual de IAPC se situó en el 0,5 % en marzo, tres décimas por debajo de la registrada a finales del pasado año. Esta moderación, afectada también por los efectos calendario mencionados, se debió al menor ritmo de crecimiento de los precios de los componentes más volátiles, con lo que la inflación subyacente se mantuvo sin cambios, en el 0,9 %. A medio plazo, se espera que la inflación permanezca durante un período prolongado de tiempo en niveles moderados, significativamente por debajo del 2 %. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE confirmó las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales o más reducidos por un período de tiempo prolongado. Además, en su reunión de abril, el Consejo indicó explícitamente que no excluía medidas adicionales de impulso

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



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

a Tasas de variación interanual.

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

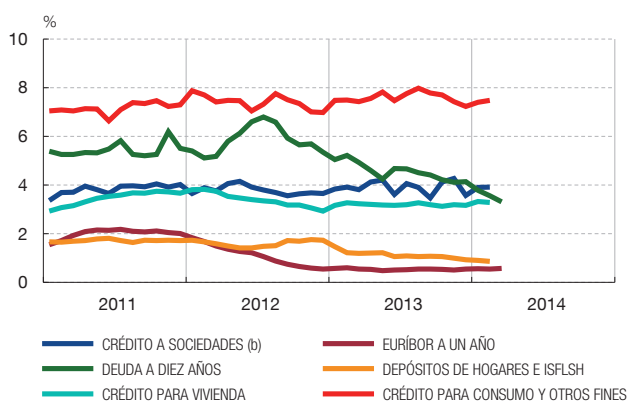
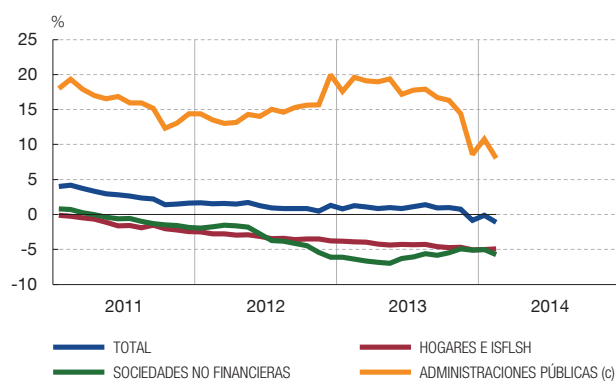
monetario y subrayó la existencia de un acuerdo unánime sobre el uso de instrumentos no convencionales para hacer frente a los riesgos que pudieran surgir de un período demasiado prolongado de baja inflación.

Por otra parte, en marzo se llegó a un acuerdo sobre el diseño del Mecanismo Único de Resolución (MUR), el segundo pilar sobre el que se asienta el proyecto de la unión bancaria. Por último, en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, la Comisión Europea (CE) hizo públicos los resultados de los exámenes en profundidad de los países con potenciales desequilibrios macroeconómicos, concluyendo que Italia y Eslovenia presentan desequilibrios excesivos. La CE consideró asimismo que España ha dejado de formar parte de este último grupo de países, si bien subrayó que el proceso de ajuste dista de estar finalizado y que persisten algunos desequilibrios macroeconómicos (en particular, el elevado endeudamiento público y privado y la alta tasa de paro). Los programas nacionales de reforma que se presentarán a finales de mes deberán especificar las medidas para seguir avanzando en la corrección de los desequilibrios.

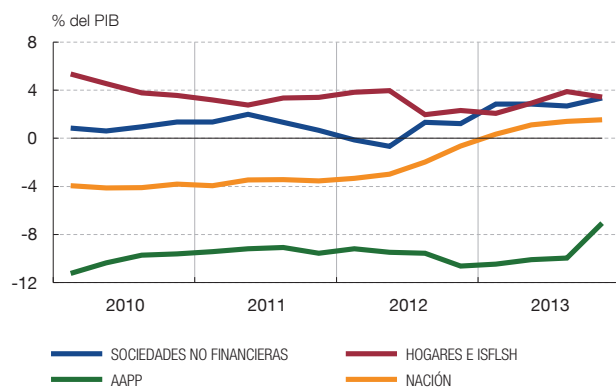
En España, el proceso de mejoría de las condiciones financieras siguió su curso, en línea con los desarrollos que se observaron en el ámbito de la UEM. En concreto, se anotaron nuevos descensos de los tipos de interés de la deuda pública española, hasta situarse en niveles históricamente reducidos, y de su diferencial con respecto a la referencia alemana, que para el plazo de diez años se situaba a mediados de abril por debajo de los 160 puntos básicos (pb), así como disminuciones de la rentabilidad y de las primas de riesgo de los valores de renta fija privados. Se observó asimismo un nuevo aumento de las cotizaciones en los mercados bursátiles, con una revalorización del IBEX-35 del 3,5% desde principios de año. El acceso a la financiación en los mercados mayoristas experimentó un nuevo impulso, lo que le permitió al Tesoro cumplir holgadamente sus objetivos de financiación.

El tono más holgado de los mercados financieros no se trasladó, sin embargo, a los tipos de interés de la financiación crediticia, que repuntaron levemente en el caso del crédito a hogares y permanecieron estables en el de las sociedades no financieras, con lo que en conjunto siguieron siendo elevados para la orientación de la política monetaria. Pese a ello, el fortalecimiento del contexto exterior y la mejora del clima de confianza propiciaron un entorno algo más favorable para las decisiones de consumo y de inversión del sector privado.

TIPOS DE INTERÉS (a)

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

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

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

El gasto en consumo de los hogares habría registrado en el primer trimestre del año un crecimiento intertrimestral del 0,3 %, apoyado en la paulatina mejoría del empleo y en su efecto sobre la confianza y la renta disponible. Esta última variable experimentó a lo largo del año pasado una progresiva moderación de su ritmo de descenso —hasta finalizarlo con una disminución del 0,7 %—. Según las proyecciones comentadas, la renta disponible de los hogares podría experimentar en 2014 un aumento moderado. Se estima que la inversión residencial siguió ralentizando su perfil contractivo, en un contexto en el que la demanda de vivienda continuó débil, en línea con la evolución de sus principales determinantes (renta disponible y condiciones de financiación) y a pesar del impulso de las compras efectuadas por extranjeros. Por otra parte, la absorción del voluminoso stock de viviendas sin vender avanza lentamente, lo que retrasa el inicio del ciclo de construcción de obra nueva en algunas zonas. Se estima que el sector de hogares redujo su endeudamiento en los primeros meses del ejercicio, al igual que su carga financiera, si bien el ahorro no destinado al servicio de la deuda se mantiene en niveles reducidos.

En el ámbito empresarial, el gasto en inversión de bienes de equipo habría continuado creciendo de forma moderada, prolongando la senda de recuperación observada desde principios de 2013. La mejora en el clima empresarial, junto con la favorable evolución de la cartera de pedidos del exterior, ha seguido impulsando el dinamismo de este componente de la demanda. El resto de la inversión productiva privada, que se concentra principalmente en la inversión en construcción no residencial, habría retrocedido con respecto al trimestre anterior. Se estima que la reducción del endeudamiento del sector de sociedades no financieras y de su carga financiera habría proseguido en los meses iniciales de 2014, si bien la presión financiera continúa siendo elevada.

En la vertiente del comercio exterior, la información disponible de los primeros meses de 2014 apunta a que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría aumentado ligeramente en el primer trimestre del ejercicio actual, situándose en torno a 0,6 pp. Este sería el resultado de una aceleración más pronunciada de las exportaciones (apoyadas en la recuperación de las economías de la zona del euro, las ganancias de competitividad y en el dinamismo de la demanda de turismo extranjero) que de las importaciones (impulsadas por la mejora de la actividad industrial y la progresiva recuperación del consumo).

El pasado 31 de marzo se dieron a conocer las cifras definitivas referidas a la cuenta de las AAPP para 2013. Las necesidades de financiación del sector se elevaron al 6,6 % del PIB (7,1 % si se incluye el impacto de las ayudas financieras), ligeramente por encima del objetivo fijado por el Consejo Europeo el pasado julio, lo que supone una reducción de dos décimas del PIB en relación con el observado un año antes. El esfuerzo fiscal ha sido, no obstante, significativo en términos de la reducción del saldo primario estructural. El cumplimiento de los objetivos fiscales fijados a escala nacional y europea resulta fundamental para quebrar la trayectoria alcista de la deuda pública, que alcanzó el 93,9 % del PIB a finales de 2013. La información relativa a la ejecución presupuestaria en los meses transcurridos de este año es todavía escasa y poco representativa de la evolución de las distintas partidas en el conjunto del año. En todo caso, indica la continuidad del proceso de consolidación fiscal en las distintas administraciones.

Desde la óptica de la oferta, los indicadores sectoriales disponibles apuntan a una senda de reactivación paulatina del valor añadido de la industria y de los servicios de mercado, iniciada en este último caso ya en la segunda mitad del 2013, en tanto que la construcción habría seguido contrayéndose, aunque a un ritmo más moderado. En la industria, las ramas manufactureras vinculadas a la producción de bienes de equipo e intermedios lideraron este repunte en la actividad, mientras que en los servicios las actividades ligadas al comercio, la hostelería y el transporte fueron las más dinámicas.

El empleo prolongó en los primeros meses de 2014 la mejoría observada en el tramo final del año pasado. Según la información sobre las afiliaciones a la Seguridad Social, la ocupación creció un 0,6 % en el período enero-marzo (0,3 % en el trimestre precedente), conformando un escenario de recuperación relativamente generalizado por ramas de actividad, pero algo más intensa en algunas pertenecientes a la economía de mercado (singularmente, en las de servicios). También la estadística de contratos registrados mostró una generalización del aumento de las contrataciones por duración y por tipo de jornada, aunque a un ritmo superior en la contratación temporal y a tiempo parcial. La reciente entrada en vigor de un programa de incentivos a la contratación indefinida instrumentado a través de la reducción de la cotización empresarial por contingencias comunes para las



nuevas contrataciones indefinidas<sup>2</sup> podría generar un incremento de este tipo de contratos en los próximos meses.

En conjunto, la información disponible parece anticipar un nuevo repunte en la tasa de variación de la ocupación en términos de la Contabilidad Nacional Trimestral, por segundo trimestre consecutivo y después de más de cinco años de retrocesos continuados. En consonancia con la evolución descrita, el paro registrado intensificó su ritmo de descenso en los tres primeros meses del año, lo que previsiblemente comportará una estabilización de la tasa de paro en torno a los niveles alcanzados el trimestre pasado y un descenso apreciable respecto a su nivel a principios de 2013<sup>3</sup>.

Por último, aunque con información relativamente preliminar, los indicadores de costes laborales disponibles para el primer trimestre muestran el mantenimiento de las pautas de moderación salarial observadas a lo largo de 2013. El incremento medio de las tarifas hasta marzo se situó en el 0,6 %, en línea con lo observado en 2013, y las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación apenas están teniendo incidencia, debido a su progresiva menor relevancia en los convenios y al entorno de baja inflación en el que se desenvuelve la economía española.

---

2 La reducción de las cotizaciones afectará a las contrataciones indefinidas que se realicen antes del final de año y que aumenten el nivel de empleo de la empresa durante dos años consecutivos.

3 Este análisis no recoge aún las nuevas series de la EPA que el INE ha publicado con fecha 24 de abril para recoger el impacto de la nueva base poblacional de acuerdo con los censos de Población y de Viviendas de 2011.

## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

A lo largo del último trimestre, los datos de actividad tendieron a confirmar la recuperación en las economías desarrolladas, si bien con un menor dinamismo en Estados Unidos, relacionado en gran medida con las malas condiciones meteorológicas. El rápido descenso de las tasas de paro en Estados Unidos y Reino Unido propició que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra abandonasen la condicionalidad cuantitativa de sus estrategias de *forward guidance* —referida a umbrales específicos de las tasas de paro— y las hicieran contingentes a una valoración cualitativa. Por su parte, en las economías emergentes, con la excepción de las de Europa del Este, siguieron sin vislumbrarse signos claros de reactivación y se acentuó la incertidumbre sobre la economía china. En este contexto, los mercados financieros internacionales superaron la fase de turbulencia iniciada en el mes de enero y sortearon algún sobresalto adicional, vinculado a acontecimientos específicos en algunas economías emergentes, como la crisis de Ucrania o el *default* de dos fondos en China, en un contexto de dudas sobre el sector financiero de ese país. Los desencadenantes idiosincrásicos de los episodios de inestabilidad observados en 2014 constituyen una diferencia importante con las turbulencias de 2013, que respondieron principalmente a los cambios en las expectativas sobre el ritmo de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal.

En este contexto, durante el trimestre se observaron avances en la mayoría de los índices bursátiles de las economías desarrolladas (con la importante excepción de Japón) junto con un mantenimiento de las rentabilidades de la deuda pública. Asimismo, el sentimiento de los inversores hacia los mercados emergentes siguió siendo relativamente desfavorable, aunque desde finales de marzo se ha registrado una recuperación de sus indicadores bursátiles y de riesgo crediticio, más intensa en los países cuyos indicadores habían registrado mayores deterioros en episodios previos y que ya habían adoptado medidas de política monetaria y fiscal, como Brasil, Turquía o Sudáfrica. En línea con esta evolución, a lo largo del período examinado se observaron fuertes salidas de los fondos de deuda y bolsa por parte de inversores minoristas, que se interrumpieron a finales de marzo, cuando volvieron a registrarse compras netas de ambos tipos de activos por primera vez desde finales de septiembre de 2013 (véase recuadro 2). En los mercados de materias primas, se produjo un repunte de los precios de los alimentos provocado por factores de oferta, se observó una relativa estabilidad del precio del petróleo, pese a la escalada de la tensión entre Ucrania y Rusia (uno de los mayores productores mundiales), y se abarataron los metales industriales, como consecuencia de las dudas sobre el dinamismo de la actividad en China.

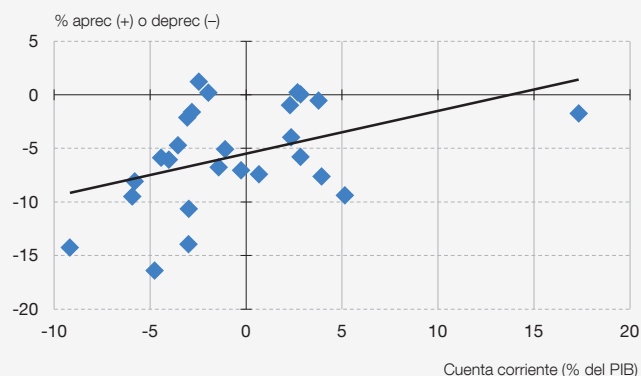
En Estados Unidos, la estimación final del PIB del cuarto trimestre de 2013 arrojó un crecimiento del 2,6 %, en tasa trimestral anualizada, destacando la contribución positiva del consumo privado y la negativa de la inversión privada residencial. Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al primer trimestre de 2014 evidenciaron un menor dinamismo de la actividad, debido a unas condiciones meteorológicas desfavorables, aunque los correspondientes a marzo —menos afectados por la climatología adversa— han sido mejores. En el mercado laboral, la creación de empleo durante el trimestre alcanzó una media de 178.000 empleos netos, ligeramente inferior a la de trimestres anteriores. La tasa de paro se mantuvo en torno al 6,7 %, inferior al trimestre anterior; además, se produjo un aumento de las tasas de empleo y participación. Los salarios registraron aumentos interanuales cercanos al 2 %, en línea con los de trimestres previos. En el mercado inmobiliario

A partir de mediados de 2013, los mercados emergentes se vieron intensamente afectados por los cambios en las expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos, experimentando fuertes descensos de las bolsas, subidas de los indicadores de riesgo de crédito y depreciaciones acusadas de sus divisas. Estos desarrollos fueron particularmente acusados en las economías percibidas como más vulnerables, en especial en aquellas que presentaban una mayor dependencia de la financiación exterior (gráfico 1). El seguimiento de los flujos de capitales recibidos por estas economías es fundamental, por tanto, para evaluar los riesgos asociados a los abultados desequilibrios externos. Para analizar estos flujos suele utilizarse la información proporcionada por proveedores privados, como el Emerging Markets Portfolio Research (EPFR), que ofrecen datos de flujos con mayor antelación y frecuencia que las fuentes oficiales (información de la Balanza de Pagos). Según estos indicadores, desde comienzos de 2009 hasta el segundo trimestre de 2013 se produjeron fuertes aumentos en los flujos, registrándose pronunciados descensos posteriormente (gráfico 2).

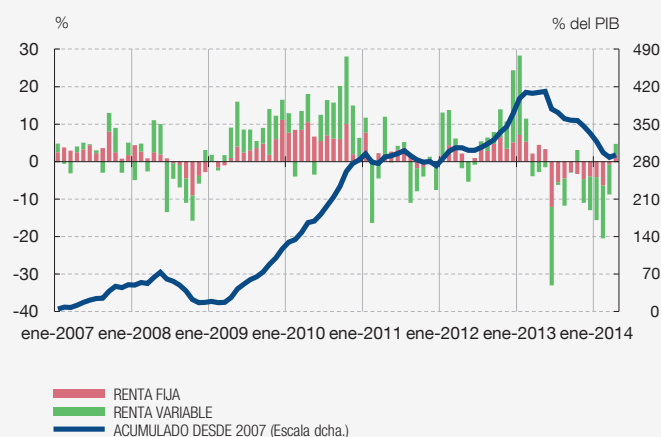
Sin embargo, estos indicadores deben ser tomados con cautela, ya que su composición no es completamente representativa de la totalidad de los flujos que reciben los países emergentes. En efecto, la base de datos EPFR aglutina la información de la inversión en cartera procedente de fondos de inversión (*mutual funds*) y *Exchange Traded Funds* (ETFs). No obstante, de acuerdo con las estimaciones del Institute of International Finance (IIF), las inversiones en cartera solo supusieron el 25 % (5 % las de renta variable y 20 % las de renta fija) del total de flujos de capital hacia países emergentes durante el período 2011-2013. Además, la información de EPFR tampoco es plenamente representativa de la inversión en cartera, ya que los inversores en fondos de inversión y ETFs presentan un sesgo minorista, y suelen tener un comportamiento más volátil que los inversores institucionales, reaccionando de modo más intenso ante determinado tipo de noticias.

En este sentido, durante las turbulencias que tuvieron lugar en los meses centrales de 2013 se produjo una notable diferencia entre

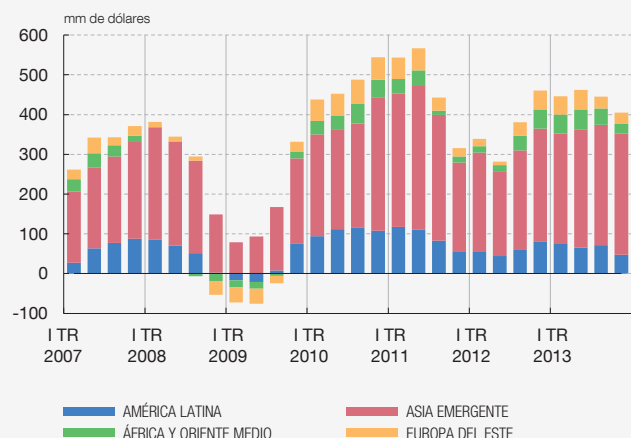
1 BALANZA CORRIENTE Y DEPRECIACIÓN DE LAS MONEDAS



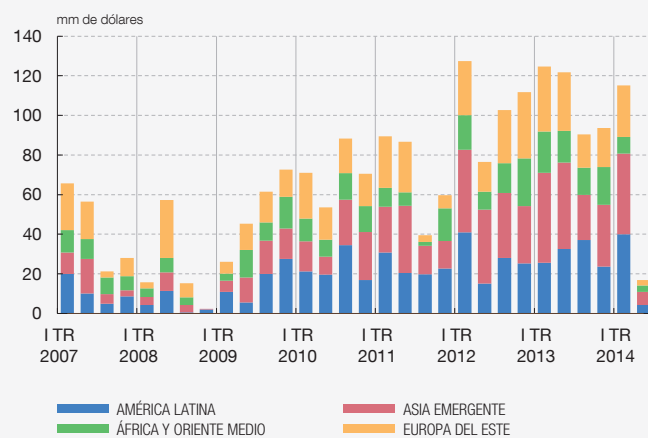
2 FLUJOS DE CAPITALES HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES (EPFR)



3 FLUJOS DE CAPITALES HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES (BALANZA DE PAGOS)



4 FLUJOS DE CAPITALES HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES (EMISIONES DE RENTA FIJA EN EL MERCADO PRIMARIO)



FUENTES: Emerging Markets Portfolio Research, estadísticas nacionales y Dealogic.

la información proporcionada por EPFR —que mostró importantes salidas de capitales de los países emergentes, tanto durante el verano de 2013 como en los meses siguientes (véase gráfico 2)— y la que proviene, con mayor retraso, de la Balanza de Pagos, que reflejó un comportamiento más estable de los flujos de cartera en ese período (gráfico 3). Al comparar los datos de EPFR con las cifras de emisiones en los mercados primarios de renta fija se aprecia una discrepancia similar, pues las emisiones marcaron en 2013 un nuevo máximo histórico anual y comenzaron 2014 con un repunte de las colocaciones en el primer trimestre (gráfico 4).

En definitiva, las divergencias entre indicadores reflejan la importancia y el distinto comportamiento de diferentes grupos de inversores en los países emergentes. Así, de acuerdo con el análisis recogido en el último informe sobre estabilidad financiera del FMI<sup>1</sup>, los inversores minoristas son más sensibles ante *shocks* financieros que los inversores institucionales y retiran fondos de un modo más pronunciado en presencia de mayor volatilidad<sup>2</sup>. Únicamente ante eventos extremos como la quiebra de Lehman Brothers, los inversores institucionales retiraron fondos en mayor proporción, aunque solo en el caso de inversiones en renta fija<sup>3</sup>.

Por este motivo, algunos organismos, como el IIF, elaboran un indicador alternativo de entradas de capitales en economías emergentes, utilizando la información agregada de los países que publican sus datos de balanza de pagos mensualmente. Según este indicador, entre mayo y octubre de 2013, los mercados emergen-

tes recibieron flujos netos de inversiones en cartera de renta variable por valor de 10 mm de dólares y de renta fija por valor de 71 mm de dólares, lo cual contrasta con la información de EPFR, que muestra salidas de 29 mm de dólares y 25 mm de dólares, respectivamente<sup>4</sup>. De esta forma, puede concluirse que, aunque los datos de EPFR —por su inmediatez y elevada frecuencia— constituyen un indicador relevante del sentimiento de un segmento del mercado hacia los países emergentes, sus sesgos de composición obligan a analizar su evolución con cautela (en especial cuando ofrece mensajes divergentes con otros indicadores).

De cara al futuro, las previsiones de IIF para 2014 y 2015 y los resultados recientes de una encuesta realizada por Morgan Stanley a los gestores de activos —que muestran que más del 35 % de los inversores mantendrán sus posiciones en dichos mercados, y otro 35 % las elevarán entre un 0 % y un 2 %— parecen indicar que los factores de atracción de capitales hacia las economías emergentes (*pull factors*) seguirán estando presentes. No obstante, los cambios en el diferencial de crecimiento esperado entre estas economías —que han visto sus perspectivas de crecimiento potencial reducidas— y las desarrolladas, el endurecimiento de las condiciones globales de financiación —derivado de la progresiva normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos— y la percepción de mayor vulnerabilidad de numerosas economías emergentes, hacen esperar una reducción de los flujos de capitales hacia esas regiones. Además, la dilución de los riesgos de cola en la zona del euro ha vuelto a hacer atractiva la inversión en los países miembros más afectados por las tensiones financieras, lo que favorece una recomposición global de las carteras en detrimento de las economías emergentes.

1 *Global Financial Stability Report*, FMI, abril 2014.

2 Este análisis incluye, además de los datos del EPFR, información sobre inversores institucionales proporcionada por el Banco de Nueva York Mellon.

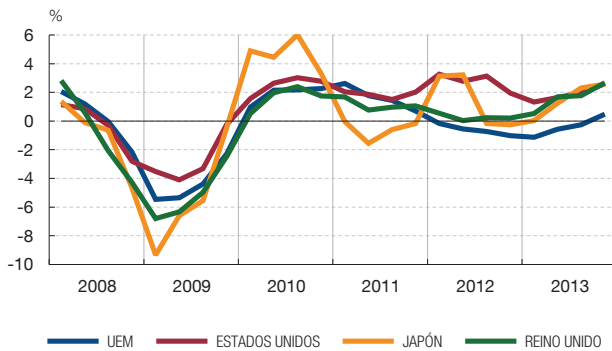
3 *Global Financial Stability Report: Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets*, FMI abril 2014.

4 *Research Note, Introducing the IIF Portfolio Flows Tracker*, IIF, marzo 2014.

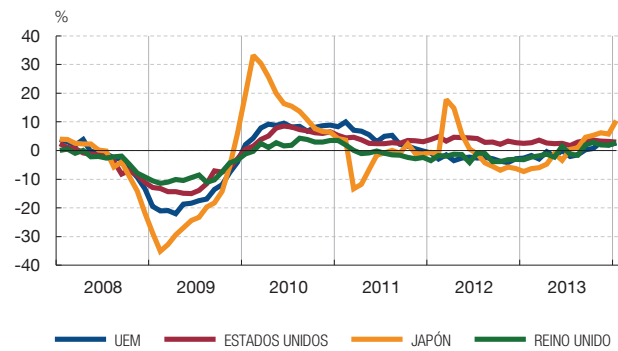
se mantuvo cierta debilidad en los indicadores de actividad, aunque los precios de las viviendas siguieron subiendo a ritmos similares a trimestres anteriores. La inflación interanual cerró el trimestre en el 1,5 % mientras que la subyacente se situó en el 1,7 %, siendo ambas cifras idénticas a las registradas al final de 2013. La Reserva Federal modificó su estrategia de *forward guidance*, al abandonar el umbral del 6,5 % para la tasa de paro y pasar a una orientación más cualitativa. Al mismo tiempo, prosiguió la reducción del volumen de compras mensuales de activos en otros 10 mm de dólares en cada una de las dos reuniones celebradas durante el trimestre, hasta situarlas en 55 mm.

En Japón, el PIB siguió desacelerándose en el cuarto trimestre, al aumentar en un 0,7 % trimestral anualizado, tras el 0,9 % del tercer trimestre. La ralentización de la inversión pública explica la menor contribución de la demanda interna, que continúa siendo muy robusta, en contraposición con la prolongada debilidad de la demanda externa. En enero y febrero se ha mantenido la tendencia al deterioro del déficit comercial. En el primer trimestre, la evolución

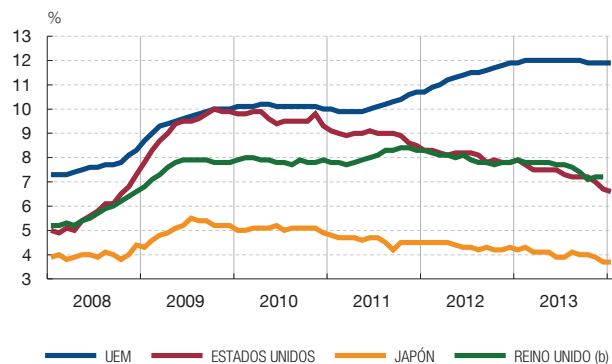
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



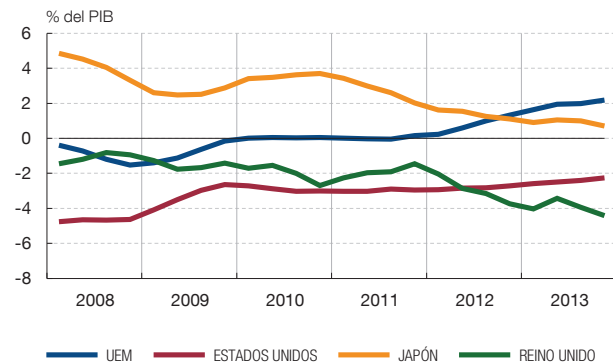
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream y Banco de España.

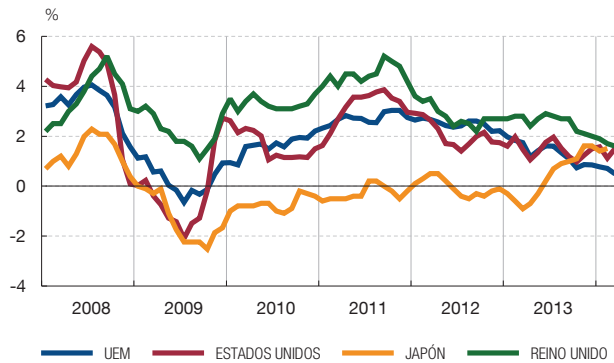
a Porcentaje de la población activa.

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

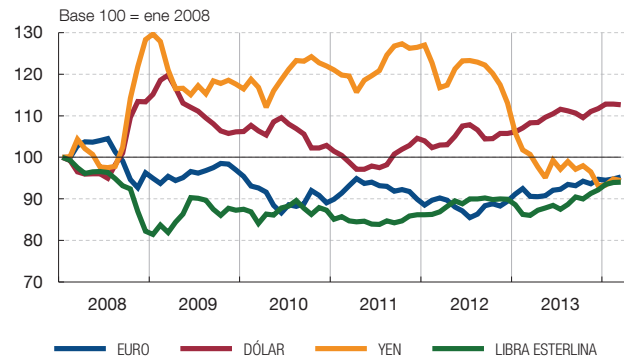
ha estado muy influida por la anticipación de gasto previa a la subida del impuesto sobre el consumo, que entró en vigor el 1 de abril, y que propició un tono muy positivo al inicio del trimestre. La inflación descendió hasta el 1,3 % interanual en febrero, frente al 1,6 % registrado en diciembre, alejándose del objetivo del banco central (2 %). El Banco de Japón ha mantenido sin cambios su programa de compra de activos, aunque en febrero decidió duplicar la cuantía dotada para los programas de préstamo que dan soporte al crecimiento económico y al crédito bancario, al tiempo que extendía por un año su período de vigencia.

En Reino Unido, la tercera estimación del PIB confirmó un crecimiento del 0,7 % en el cuarto trimestre (2,7 % interanual), con una importante aportación de la demanda externa neta. Los indicadores del primer trimestre de 2014, con cifras de los PMI de manufacturas y servicios algo inferiores a las del cuarto trimestre y una mejoría en la construcción, señalan que la recuperación ha tendido a estabilizarse. El crecimiento del empleo se ha moderado y la tasa de paro se ha reducido hasta el 6,9 %, dos décimas menos que en el trimestre anterior. La inflación siguió reduciéndose en marzo hasta el 1,6 %, debido, en parte, a la apreciación del tipo de cambio; los precios de la vivienda se aceleraron hasta una tasa interanual del 9,1 % en febrero. El Banco de Inglaterra modificó su estrategia de *forward guidance* en febrero, al prescindir de la tasa de paro como referencia única sobre la situación económica y adoptar un enfoque más cualitativo, atendiendo a un conjunto amplio de indicadores para valorar la capacidad ociosa de la economía.

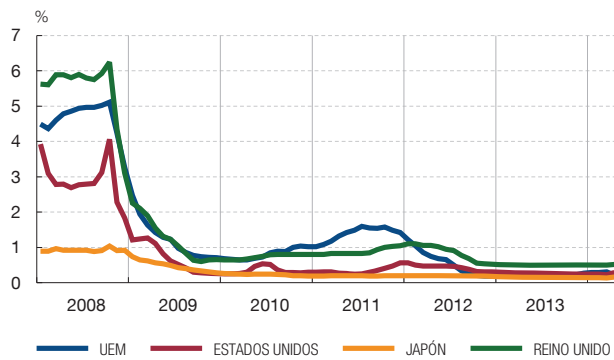
PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



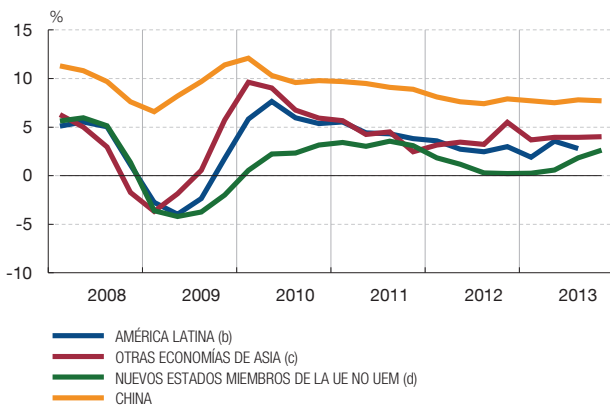
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB se aceleró ocho décimas en el cuarto trimestre de 2013, hasta el 2,4 % interanual, apoyado en el dinamismo de las exportaciones y en una recuperación del consumo de los hogares. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a un crecimiento más elevado en el primer trimestre de 2014. Por su parte, la inflación volvió a moderarse en el primer trimestre, hasta el 0,4 % en marzo. La combinación de brechas de producto negativas y de débiles presiones inflacionistas motivó nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en Hungría y Rumanía. Además, el banco central de Polonia amplió por un trimestre el plazo de su compromiso de mantenimiento de los tipos oficiales, hasta finales del tercer trimestre de 2014. Entre los países candidatos, en Turquía, el PIB se expandió un 4,4 % interanual en el cuarto trimestre de 2013, tasa similar a la del tercero. En el primer trimestre del año, el ritmo de avance de la actividad se ha moderado, mientras que la inflación continuó aumentando, reflejando los efectos retardados de la depreciación de la lira.

En China, el PIB se desaceleró en el primer trimestre hasta el 7,4 % interanual frente al 7,7 % del cuarto trimestre de 2013, como habían adelantado los indicadores de alta frecuencia. Por su parte, la inflación se situó en el 2,4 % en marzo, una décima inferior a la registrada en diciembre y por debajo del objetivo del Gobierno (3,5 %). En el ámbito del sector financiero hubo una sucesión de eventos que generaron cierta inquietud en los mercados. Así, a principios de marzo se produjo el primer impago de intereses sobre un

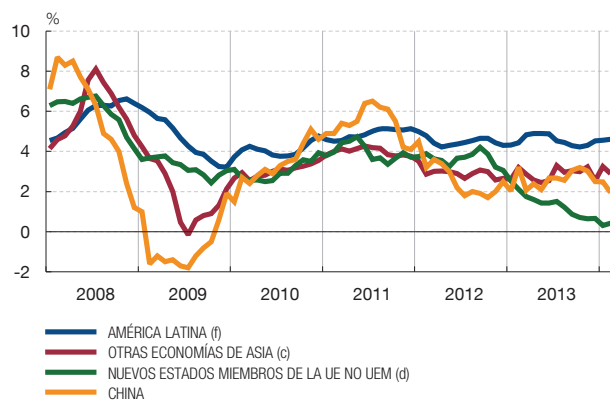
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



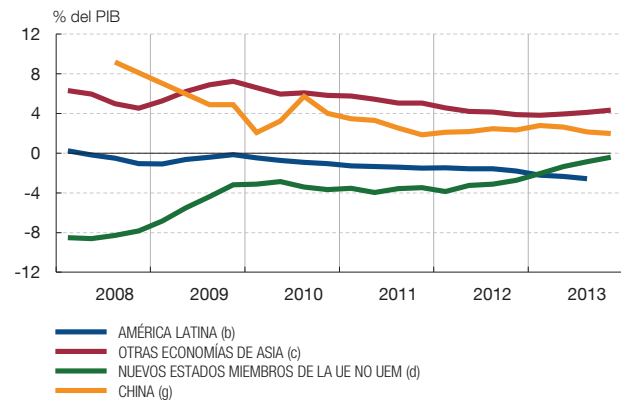
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



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

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Letonia, Lituania, Bulgaria, Rumanía y Croacia desde julio de 2013.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.
- f Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

bono corporativo y unos días después tuvo lugar una retirada masiva de depósitos de un pequeño banco local, ante los rumores de su inminente colapso. El 15 de marzo, se anunció la ampliación de la banda de negociación del *renminbi* hasta el  $\pm 2\%$ , desde el  $\pm 1\%$  anterior; esta moneda se ha depreciado en más de un  $2,5\%$  frente al dólar, desde mediados de enero, revirtiendo la apreciación acumulada en los nueve meses anteriores. Por otro lado, en abril, se anunció un proyecto piloto entre los mercados de acciones de Hong Kong y Shanghai, que permitirá que los inversores nacionales e internacionales, pasen a tener acceso a mercados en los que anteriormente no podían operar. En el plano fiscal, el Gobierno habilitó un pequeño paquete fiscal para dar soporte al crecimiento. En el resto de Asia emergente, el PIB agregado de la región creció un  $4,5\%$  interanual en el cuarto trimestre de 2013, una décima por debajo del trimestre anterior. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan, en general, a un menor dinamismo de la actividad en el primer trimestre de 2014. En el ámbito de las políticas monetarias, la India y Tailandia movieron los tipos oficiales en 25 pb, al alza en el primer caso y a la baja en el segundo.

En América Latina, a falta de los datos de Argentina y Venezuela, el PIB de las cinco principales economías de la región creció un 2 % en tasa interanual en el cuarto trimestre de 2013, por debajo del 2,5 % registrado en el trimestre previo, consolidando la senda de moderación iniciada a mitad del año, aunque con una clara heterogeneidad intrarregional. Los datos de mayor frecuencia reflejan cierta recuperación de la actividad en el primer trimestre. Por su parte, la inflación de los cinco países con objetivos de inflación repuntó ligeramente a principios de 2014, desde el 4,3 % en diciembre al 4,6 % en marzo, reflejando el alza del precio de los alimentos y la depreciación del tipo de cambio. Argentina publicó un nuevo índice de precios al consumo en enero, siguiendo las recomendaciones del FMI, que muestra tasas de crecimiento intermensuales (2,6 % en marzo) muy superiores a las registradas con el índice antiguo. El banco central de Brasil continuó el ciclo alcista del tipo oficial, acumulando una subida de 100 pb entre enero y abril, hasta el 11 %. En Chile, el banco central redujo en dos ocasiones los tipos oficiales en 25 pb, hasta el 4 %, en respuesta al menor dinamismo de la economía. Por otro lado, el banco central de Perú volvió a rebajar los encajes bancarios de los depósitos en moneda nacional. En los mercados cambiarios continuaron las intervenciones de los bancos centrales de Brasil y Perú, y el de Colombia continuó con su programa de compras diarias de dólares; en el último mes se han observado notables apreciaciones de las monedas de la región. En Argentina el endurecimiento de las condiciones monetarias y un cambio regulatorio que obligó a las entidades financieras a reducir sus posiciones en dólares han contribuido a aliviar las presiones cambiarias y la pérdida de reservas. En Venezuela, se puso en marcha un nuevo sistema de asignación de divisas (SICAD II) para importaciones preferentes, con un tipo de cambio medio un 88 % más depreciado que el oficial. Finalmente, Standard & Poor's rebajó un peldaño la calificación crediticia de Brasil (deuda soberana en moneda extranjera), hasta BBB-; Moody's elevó la de México a A3, y rebajó la de Argentina a Caa1; y Fitch recortó la de Venezuela hasta B.



### 3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

En el área del euro se prolongó durante el primer trimestre de 2014 el ciclo de recuperación económica iniciado hace ya un año. La relajación sostenida de las tensiones financieras y la mejora de la confianza de consumidores y empresarios han contribuido a estabilizar el mercado de trabajo (véase recuadro 3) y a consolidar la fase de expansión de la actividad, que, no obstante, es todavía débil y muy dependiente de la contribución de la demanda exterior (véase recuadro 4) y del apoyo de las políticas económicas. Así, las previsiones más recientes de organismos públicos y privados continúan anticipando unas perspectivas de crecimiento lento en los próximos años, condicionadas por el proceso de desapalancamiento en que se halla inmerso el sector privado, las elevadas necesidades de consolidación fiscal del sector público y la persistencia de un grado aún elevado de fragmentación financiera que impide la correcta transmisión de los impulsos monetarios hacia las economías del área más duramente afectadas por la crisis. El carácter débil de la recuperación hace previsible que el PIB del área solo alcance los niveles anteriores a la crisis a finales de 2015.

La inflación continuó reduciéndose en los primeros meses de 2014 a un ritmo mayor que el previsto. En un contexto de brechas de producción (*output-gaps*) elevadas, altas tasas de paro y ausencia de presiones salariales, la mayoría de los análisis disponibles coinciden en anticipar que la tasa de inflación para el conjunto del área retomará valores cercanos al 2 % solo de manera muy gradual, configurando así un escenario que plantea retos de gran complejidad para que la demanda agregada recupere su dinamismo, al incrementar en términos reales el coste de la financiación y la carga de la deuda, dificultando así el proceso de desapalancamiento en el que se hallan inmersos familias, empresas y sector público en muchos países del área. Además, dicha perspectiva incrementa la vulnerabilidad de la economía a posibles perturbaciones deflacionarias que podrían desanclar las perspectivas de precios del objetivo de la política monetaria y obstaculiza el proceso de reabsorción de los desequilibrios de competitividad dentro del área del euro, ya que dificulta el ajuste de los salarios reales.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de abril, reiteró su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales o más reducidos por un período de tiempo prolongado, indicó de manera explícita que no excluye medidas adicionales de impulso monetario y subrayó la existencia de un acuerdo unánime en su seno sobre el uso de instrumentos no convencionales para hacer frente a los riesgos que pudieran surgir de un período demasiado prolongado de baja inflación. Las actuaciones posibles en este ámbito, que dependerán lógicamente del tipo de perturbaciones a las que haya que hacer frente, comprenden desde nuevas medidas de liquidez hasta acciones destinadas a contrarrestar el funcionamiento deficiente del canal del crédito (*Credit Easing*) o la implementación de un programa de adquisición de activos financieros públicos y privados (*Quantitative Easing*).

Tras un complejo proceso de negociación, en marzo se logró el acuerdo sobre el diseño del MUR, el segundo pilar sobre el que se asienta el proyecto de la unión bancaria. Una Junta de Resolución afrontará de manera centralizada y coordinada los procesos de resolución de las entidades sujetas a la supervisión única. Para ello contará con el respaldo financiero de un Fondo Único de Resolución, que se nutrirá con las aportaciones de las entidades bancarias. Para completar el diseño del MUR habrá que definir en los próximos meses un mecanismo común que proporcione un respaldo fiscal de última instancia en situaciones de graves crisis bancarias.

La tasa de paro del área del euro ha repuntado en 4,5 pp durante la Gran Recesión, pasando de registrar en 2007 su nivel más bajo desde el inicio de la Unión Monetaria a alcanzar a finales de 2013 el máximo histórico, un 12 %. A pesar de la magnitud del deterioro, la respuesta de la tasa de paro a la contracción de la actividad no ha supuesto, para el conjunto del área del euro, un aumento de su sensibilidad cíclica. Así, a lo largo de los últimos quince años, el coeficiente estimado de la ley de Okun se ha mantenido relativamente estable, si bien situado en valores algo superiores a los registrados en los años setenta y ochenta (véase gráfico 1), como consecuencia de los cambios que se han producido desde entonces en materia de protección al empleo, prestaciones por desempleo y flexibilización de la contratación<sup>1</sup>.

El comportamiento agregado a escala del área esconde, no obstante, respuestas heterogéneas. Así, mientras que Francia reproduce el patrón seguido por el agregado del área (véase gráfico 2), la sensibilidad de la tasa de paro al ciclo económico ha disminuido significativamente durante la crisis en Alemania. En el caso de la economía española, que destaca en las comparaciones interna-

cionales<sup>2</sup> como uno de los mercados laborales en los que el empleo es más reactivo al ciclo, la sensibilidad cíclica de la tasa de paro ha aumentado.

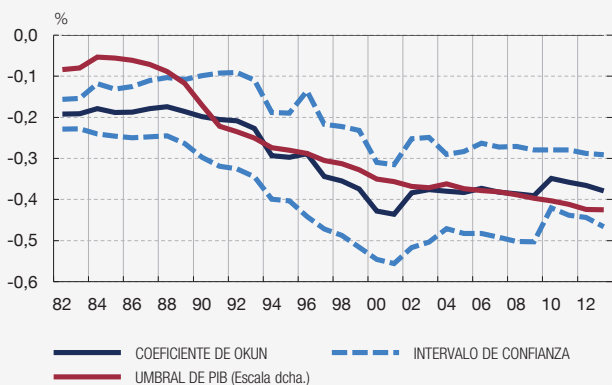
La forma específica en la que la recesión ha afectado a las economías explica en parte este comportamiento diferencial, ya que existe evidencia de que la sensibilidad de la tasa de paro a la actividad depende en gran medida de la naturaleza de las distintas perturbaciones subyacentes. Así, la sensibilidad del desempleo al componente del consumo privado se estima que es entre tres y seis veces superior al de las exportaciones<sup>3</sup>. Esta mayor resistencia del mercado de trabajo a los shocks exportadores explicaría, en parte, la falta de reacción registrada en el mercado laboral alemán, poco afectado por desequilibrios de carácter interno. Del mismo modo, los aumentos recientes de la sensibilidad cíclica de la tasa de paro en los casos de España e Irlanda vendrían explicados, al menos en parte también, por la contracción de la actividad en el sector de la construcción, muy intensivo en mano de obra.

1 FMI (2010), *Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun's Law and Beyond*.

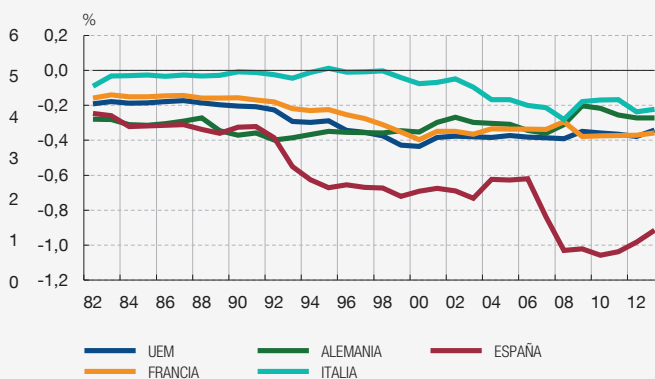
2 L. Ball et al. (2012), *Okun's Law: Fit at 50?*, FMI.

3 Structural Issues Report 2012, *Euro Area Labour Markets and the Crisis*. BCE.

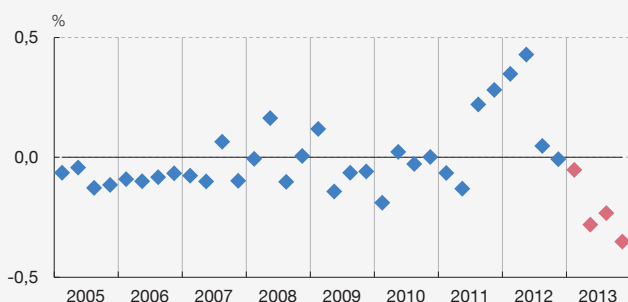
1 UEM: ECUACIÓN DE TASA DE PARO CON RESPECTO AL PIB (LEY DE OKUN) ESTIMACIÓN CON VENTANAS DE 20 AÑOS



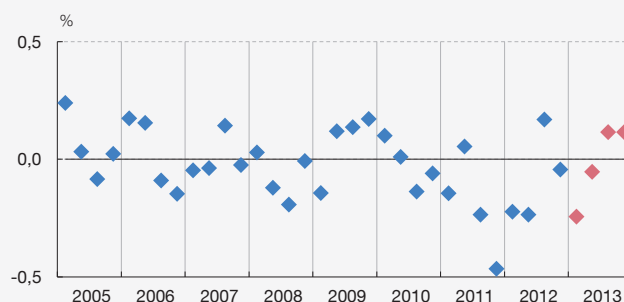
2 PAÍSES DE LA UEM: ECUACIÓN DE TASA DE PARO CON RESPECTO AL PIB (LEY DE OKUN) ESTIMACIÓN CON VENTANAS DE 20 AÑOS



3 UEM: RESIDUOS ECUACIÓN DE TASA DE PARO CON RESPECTO AL PIB (LEY DE OKUN) ESTIMACIÓN TRIMESTRAL



4 UEM: RESIDUOS ECUACIÓN DE EMPLEO CON RESPECTO AL PIB ESTIMACIÓN TRIMESTRAL



FUENTES: Ameco, Eurostat y Banco de España.

No obstante, las diferencias en el valor estimado de la ley de Okun también reflejan las características institucionales propias de los mercados de trabajo nacionales<sup>4</sup>. Un coeficiente bajo se corresponde, en general, con marcos regulatorios en los que las empresas —frecuentemente, en un contexto de negociación colectiva descentralizada— realizan sus ajustes usando prioritariamente la flexibilidad interna, adaptando el número de horas trabajadas por persona y acomodando los salarios a la productividad de sus trabajadores. Por contra, los marcos regulatorios en los que una elevada protección del empleo y alta rigidez salarial conviven con formas contractuales temporales conducen en general a una mayor sensibilidad cíclica de la tasa de paro. En este sentido, las reformas integrales del mercado de trabajo pueden reducir tanto el nivel estructural como la volatilidad cíclica del desempleo<sup>5</sup>.

4 C. Cazes, S. Verick y F. Al Hussami (2011), *Diverging trends in unemployment in the United States and Europe: Evidence from Okun's law and the Global Financial Crisis*, ILO Working Paper 106.

5 Cheptea et al. (2014), *What do past reforms tell us about fostering job creation in western Europe*, FMI.

Finalmente, la respuesta del mercado de trabajo a la fase de recuperación iniciada en 2013 debería permitir también arrojar alguna luz sobre la preocupación subyacente en algunos análisis de que el área del euro pudiera verse sumida en una recuperación económica sin creación de empleo. El gráfico 3 presenta, en este sentido, un ejercicio sencillo en el que se estima, con datos trimestrales del período 1995-2012, la relación que, según la ley de Okun, existiría entre la variación de la tasa de paro y el crecimiento del PIB y se obtiene, según dicha relación, la tasa de paro predicha para 2013. El mismo ejercicio se repite también en el gráfico 4 para el empleo. Los resultados muestran que, aunque la tasa de paro ha continuado avanzando a lo largo de este último año, lo ha hecho en menor medida que lo previsto por el modelo. Esta evidencia sugiere que la recuperación económica en marcha está en línea con la experiencia histórica y, por tanto, permite, sobre la base de la extrapolación de las tendencias más recientes, ser moderadamente positivo sobre las perspectivas de evolución del empleo en los próximos trimestres. Con todo, la extrapolación de esas mismas tendencias hace augurar que el proceso de absorción de las elevadas tasas de paro existentes será muy lento también, dado el carácter débil de la recuperación económica.

### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación final de Contabilidad Nacional correspondiente al cuarto trimestre de 2013, el PIB del área del euro creció un 0,2 %, una décima más que en el período julio-septiembre (véase cuadro 2). Este mayor dinamismo obedeció, principalmente, a la aportación positiva del saldo neto exterior. Las exportaciones se aceleraron al tiempo que disminuyó el ritmo de avance de las importaciones. Por su parte, la demanda interna, excluidas las existencias, tuvo también una aportación positiva al crecimiento del producto, como resultado de la aceleración de la formación bruta del capital fijo, mientras que la contribución de la variación de existencias fue negativa. El valor añadido avanzó en todas las ramas de actividad, con la excepción de la de los servicios de mercado, en la que se mantuvo sin cambios. Finalmente, por países, el PIB creció en todos ellos, pero de forma más significativa en Francia y en Holanda.

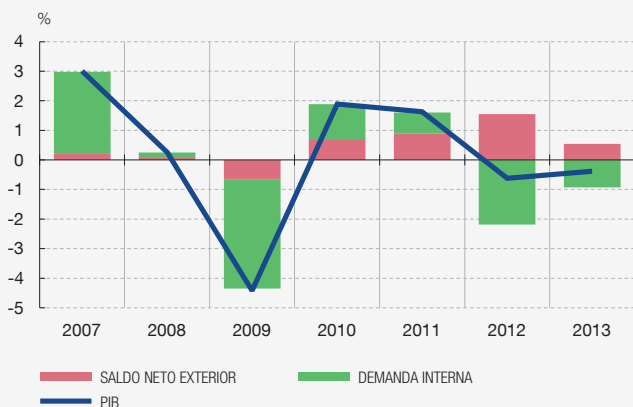
En el cuarto trimestre del pasado año, el número de empleados aumentó un 0,1 %, lo que supuso una caída del 0,5 % en términos interanuales. Los costes laborales unitarios avanzaron más lentamente que en el trimestre anterior, tanto por una cierta contención de la remuneración por asalariado como por el repunte de la productividad por ocupado. Por su parte, el deflactor del PIB creció por encima de los CLU, lo que permitió una nueva ampliación del indicador de márgenes empresariales (véase gráfico 8).

En el primer trimestre del 2014, la mayor parte de los indicadores económicos se situaron en media en registros superiores a los del período octubre-diciembre (véase gráfico 9). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial volvió a expandirse en la media de enero y febrero. Los indicadores de confianza de las principales ramas de actividad (con la excepción de la construcción) elaborados por la CE y los basados en las encuestas a los directores de compras (PMI) registraron un incremento en el promedio de los primeros

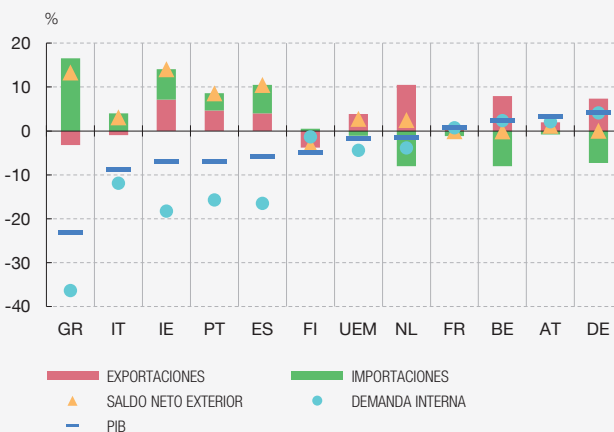
Durante los años recientes, el sector exterior ha desempeñado un papel esencial como amortiguador de la caída de la demanda interna en el área del euro en el período de crisis y motor de la

recuperación que se inició en 2013. Como se aprecia en el gráfico 1, para el conjunto de la UEM, el crecimiento acumulado del PIB entre 2010 y 2013 (una vez superado el momento crítico

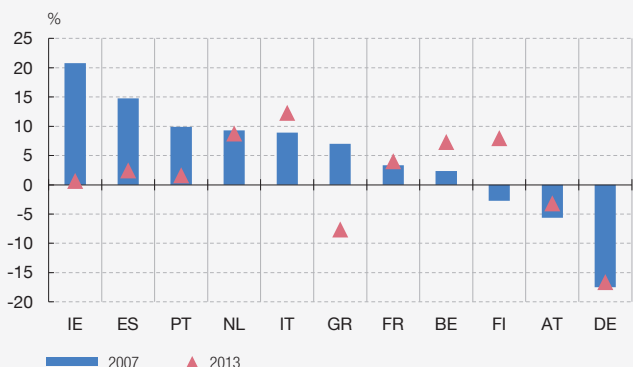
1 UEM. CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN ANUAL DEL PIB



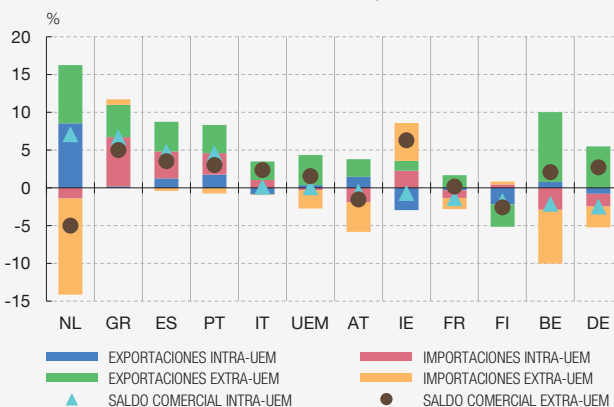
2 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DEL PIB ENTRE 2007 Y 2013



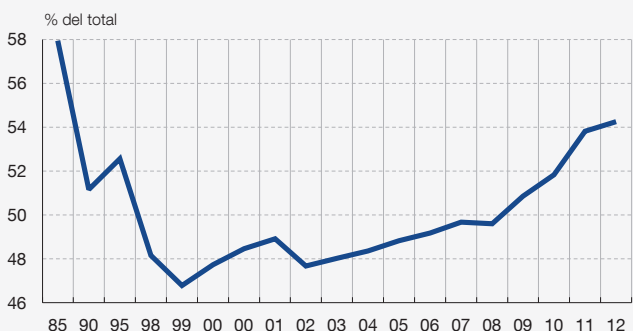
3 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON CLU FRENTE A LA UEM  
Variación desde 1998



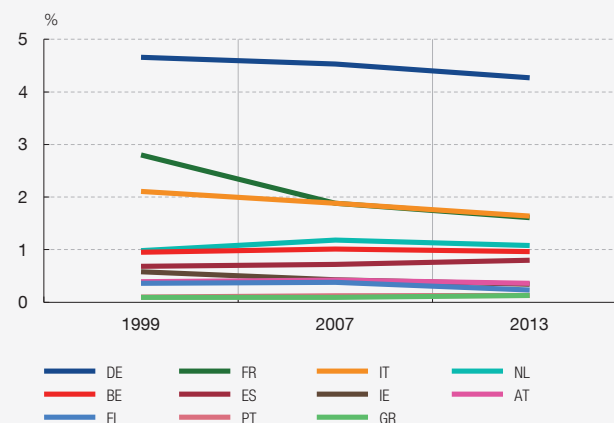
4 COMERCIO DE BIENES  
Contribución a la variación del saldo entre 2007 y 2013 (% del PIB)



5 UEM. EXPORTACIONES DE BIENES EXTRA-UEM



6 CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES (a)



FUENTE: Comisión Europea.

a Excluyendo exportaciones intra-Unión Europea 15.

de caída de la actividad internacional en 2009) viene explicado exclusivamente por la aportación positiva del sector exterior, que compensó la contribución negativa de la demanda interna.

Por países, se aprecian diferencias significativas. Así, la aportación del sector exterior ha sido particularmente positiva en aquellos que en el pasado acumularon mayores déficits por cuenta corriente (véase gráfico 2). En estas economías, la contribución del sector exterior se asentó en un primer momento en el efecto arrastre que la contracción de la demanda interna tuvo sobre las importaciones. En cambio, en los años más recientes han sido las exportaciones las que han sustentado en buena medida la aportación positiva de la demanda exterior —excepto en el caso de Grecia, donde la recuperación de las ventas al exterior se retrasó hasta 2013—. En el resto de países del área del euro, donde el crecimiento de la demanda y de las importaciones fue más intenso, la aportación del sector exterior ha sido prácticamente nula, salvo en los casos de Holanda —puerto de entrada de mercancías procedentes de fuera de la UEM que se destinan a otros países del área—, donde alcanzó un valor positivo, y de Finlandia, con una contribución negativa.

Estos resultados han venido acompañados por un proceso intenso de reajuste de la competitividad relativa de los países de la UEM en los años posteriores a 2007 (véase gráfico 3). Así, la mayoría de los países que acumularon pérdidas de competitividad en la primera década de la moneda única han revertido esta situación en años recientes, situando sus costes relativos en niveles ya similares a los prevalecientes al inicio de la UEM o, en el caso de Grecia, incluso mejores. En cuanto al resto de los países, Italia y un grupo de economías pequeñas, como Bélgica o Finlandia, han contribuido a la reabsorción de los desequilibrios competitivos en la UEM registrando un incremento de sus costes relativos desde 2007. En cambio los costes relativos de Alemania frente a los demás países del área apenas han mostrado variaciones en dicho período.

Las economías que durante la crisis han registrado un reajuste de su competitividad han experimentado una mejora apreciable

de su saldo comercial intra-UEM, que ha tenido como contrapartida un deterioro de dicho saldo en todos los países con superávit (con la excepción de Holanda, por el papel ya mencionado de las reexportaciones). Pero, como se aprecia en el gráfico 4, este resultado se encuentra asociado en buena parte a la caída de las importaciones de las economías más vulnerables, mientras que las exportaciones destinadas a otras economías de la UEM tuvieron un comportamiento relativamente moderado.

En cambio, la mejora de los saldos frente a los países no UEM es generalizada (salvo en algunas economías pequeñas, como Austria, Finlandia y Holanda) y, así como en un primer momento descansó en el ajuste de las importaciones, en los años recientes se ha asentado de manera creciente en el dinamismo de las ventas a dichos países. En consecuencia, la orientación hacia estos mercados externos del área (cuya relevancia había disminuido hasta comienzos del presente siglo como reflejo del proceso de integración europea) repuntó después como consecuencia de la globalización y, en los años más recientes, de una búsqueda de nuevos mercados para sortear el colapso de la demanda en algunas economías del área (véase gráfico 5). Esta reorientación hacia los mercados de fuera del área ha sido más marcada en países como España, Grecia y Portugal, que han mantenido o aumentado sus cuotas de exportación —como se aprecia en el gráfico 6—, mientras que en Francia, Italia e, incluso, Alemania dichas cuotas han retrocedido.

En definitiva, la debilidad de la demanda de los países del área del euro ha propiciado una gradual reorientación de los flujos comerciales hacia mercados situados fuera de la UEM, intensificando la tendencia observada en los años previos a la crisis. Este resultado ha sido particularmente notable en los países que han registrado un mayor ajuste de su competitividad-precio, aunque su presencia en estos mercados sigue siendo todavía moderada. En este sentido, las vulnerabilidades que han surgido en algunas economías emergentes y la notable depreciación que han registrado sus monedas pueden plantear algunos riesgos sobre la evolución futura de las exportaciones, compensados solo en parte por las mejores perspectivas de la demanda en las economías desarrolladas.

meses del año con respecto al período precedente. La tasa de paro se mantuvo estable en torno al 11,9 % en enero y febrero, mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas PMI mejoraron en todos los sectores, incluido el de la construcción.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo también reflejaron, en general, un comportamiento favorable. Así, la confianza de los consumidores y las ventas al por menor aumentaron en el primer trimestre, al igual que las matriculaciones de automóviles en febrero, tras el importante retroceso registrado en el mes anterior. Por su parte, tanto el grado de utilización de la capacidad productiva como la valoración de la cartera de pedidos

	2012		2013				2014	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	-0,2	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,2		
Consumo privado	-0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,1	0,1		
Consumo público	-0,2	0,0	0,2	-0,1	0,4	-0,3		
Formación bruta de capital fijo	-0,7	-1,4	-1,7	0,1	0,5	1,0		
Importaciones	0,3	-0,9	-1,2	1,7	0,9	0,5		
Exportaciones	0,7	-0,6	-0,9	2,4	0,1	1,3		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,3	-0,6	-0,4	0,1	0,2	0,2		
Variación de existencias	-0,1	0,0	0,1	-0,1	0,3	-0,3		
Demanda exterior neta	0,2	0,2	0,1	0,4	-0,3	0,4		
PIB (tasa de variación interanual)	-0,7	-1,0	-1,1	-0,6	-0,3	0,5		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,2	-2,1	0,3	0,7	0,0	0,5	0,4	
Sentimiento económico	87,8	87,2	90,5	90,2	95,3	99,1	101,5	
PMI compuesto	46,3	46,5	47,7	47,8	51,4	51,9	53,2	
Empleo	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,1		
Tasa de paro	11,4	11,7	12,0	12,0	12,0	11,9	11,9	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,6	2,2	1,7	1,6	1,1	0,8	0,5	
IPRI	2,8	2,2	0,5	0,1	-0,9	-0,8	-1,7	
Precio del petróleo (valor en dólares)	113,2	110,9	109,6	103,2	113,6	111,3	108,3	107,1
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	2,3	2,1	3,0	3,2	3,3	3,3	2,8	2,6
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,72	-0,36	-1,17	-0,72	-0,70	-0,34	-0,02	0,07
Tipo de cambio dólar/euro	1,293	1,319	1,281	1,308	1,351	1,379	1,379	1,386
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-2,3	-0,4	0,2	2,5	3,1	4,9	0,5	0,6
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	5,9	13,8	-0,5	-1,3	9,8	17,9	1,7	1,5

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

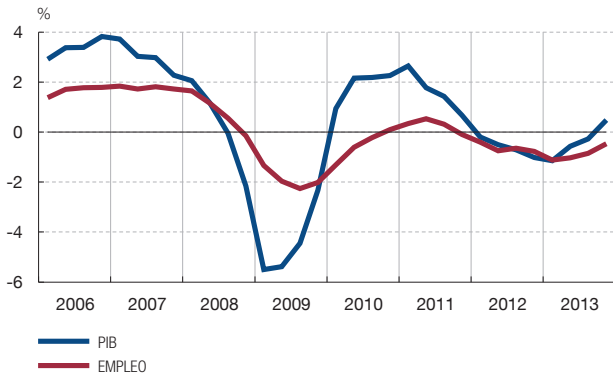
a Información disponible hasta el día 17 de abril de 2014.

b Variación porcentual acumulada en el año.

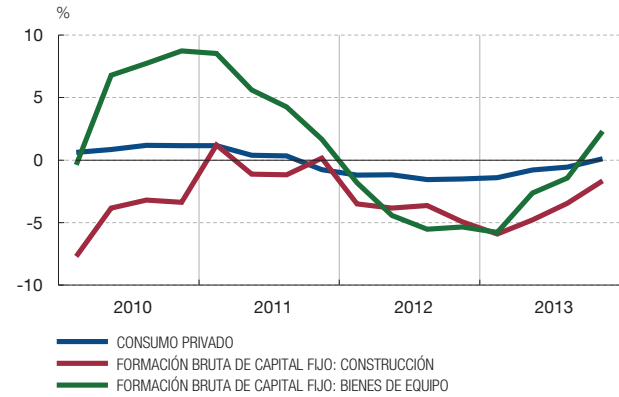
de la industria, indicadores relacionados con la inversión, mejoraron a principios del año. Finalmente, las exportaciones nominales se expandieron en enero y febrero, en línea con el buen comportamiento en el primer trimestre de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores.

En definitiva, la información coyuntural más reciente apunta a la continuación, a principios de año, de la fase de suave expansión de la actividad económica iniciada en el segundo trimestre de 2013. Más a medio plazo, los organismos internacionales y los analistas privados (véase cuadro 3) prevén que se prolongue la recuperación del PIB en 2014 y 2015, apoyada en un entorno exterior relativamente favorable, aunque no exento de riesgos, y en el progresivo fortalecimiento de la demanda interna, impulsada por el tono acomodaticio de la política monetaria y la mejora continuada de las condiciones financieras. En torno a estas perspectivas, predominan los riesgos a la baja, relacionados principalmente con una evolución de la demanda global, que pudiera ser más débil de lo previsto, los eleva-

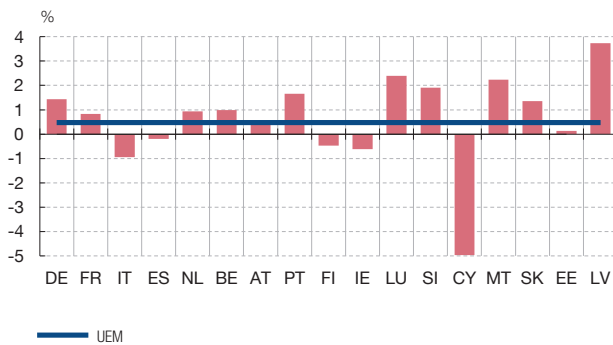
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanual



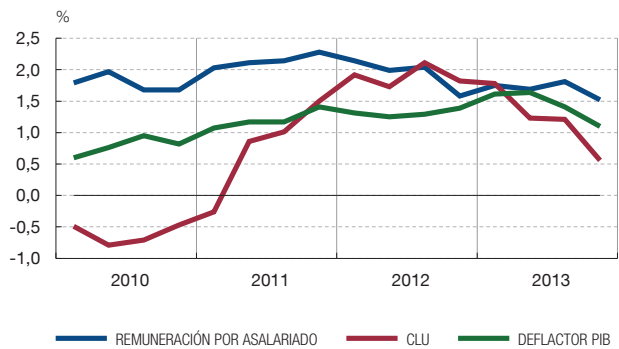
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Cuarto trimestre de 2013



SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual



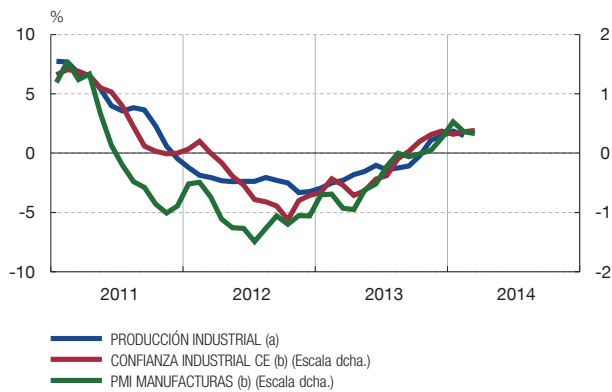
FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

dos niveles de endeudamiento tanto del sector privado no financiero en algunos países como de los propios bancos, la necesidad de continuar con el proceso de consolidación fiscal y la persistencia de la fragmentación financiera.

La tasa interanual de inflación del área del euro se situó en el 0,5 % en marzo, tres décimas por debajo de la registrada a finales del pasado año. Esta moderación del IAPC, que se debió al menor ritmo de avance de los precios de los alimentos y al retroceso de los de la energía, también se vio afectada por el cambio en el calendario del período vacacional de Semana Santa. El resto de partidas que constituyen el índice apenas sufrió modificaciones con respecto a finales del trimestre anterior. De este modo, la inflación subyacente, medida por el índice general, que excluye alimentos no elaborados y energía, se mantuvo sin cambios, en el 0,9 % (véase gráfico 10). Finalmente, los precios industriales aumentaron su ritmo de contracción registrando en febrero un retroceso del 1,7 %, debido fundamentalmente a la caída de los precios de la energía y de los bienes de consumo no duradero.

A medio plazo, se espera —en el contexto anticipado de debilidad económica— que la inflación siga manteniéndose durante un período prolongado de tiempo en niveles muy moderados, significativamente por debajo de 2 %. La reciente tendencia apreciatoria del tipo de cambio del euro y las tensiones geopolíticas constituyen factores singulares de

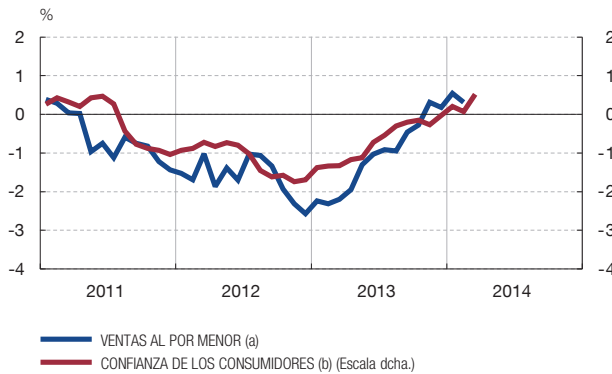
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



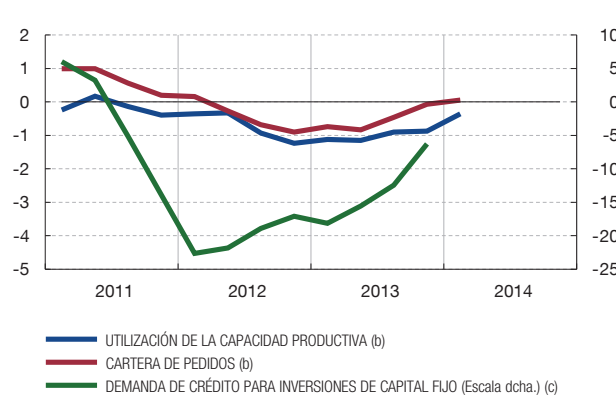
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



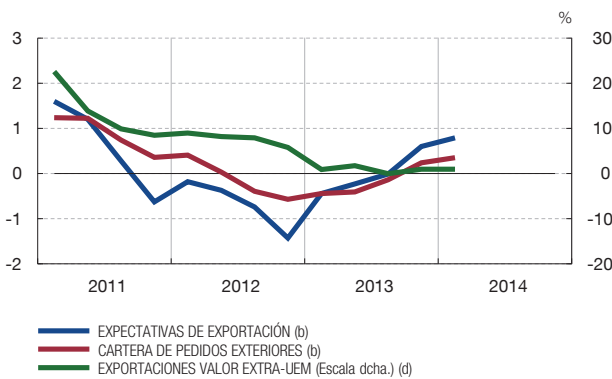
INDICADORES DE CONSUMO



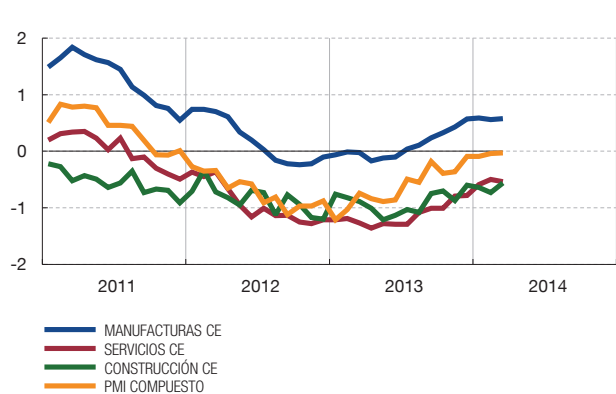
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

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



	2014		2015	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (marzo de 2014)	1,2	1,0	1,5	1,3
Comisión Europea (febrero de 2014)	1,2	1,0	1,8	1,3
Fondo Monetario Internacional (abril de 2014)	1,2	0,9	1,5	1,2
OCDE (noviembre de 2013)	1,0	1,2	1,6	1,2
Consensus Forecast (marzo de 2014)	1,1	0,9	1,4	1,3
Eurobarómetro (abril de 2014)	1,2	0,9	1,6	1,3

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

a Tasas de variación anual.

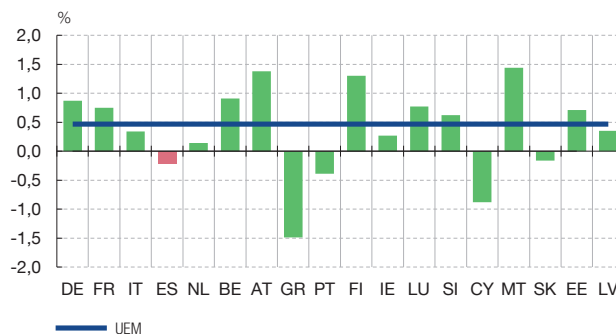
### UEM. INDICADORES DE PRECIOS Tasas de variación interanual

GRÁFICO 10

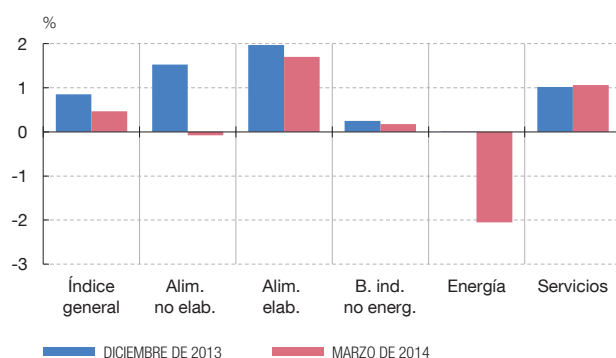
#### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



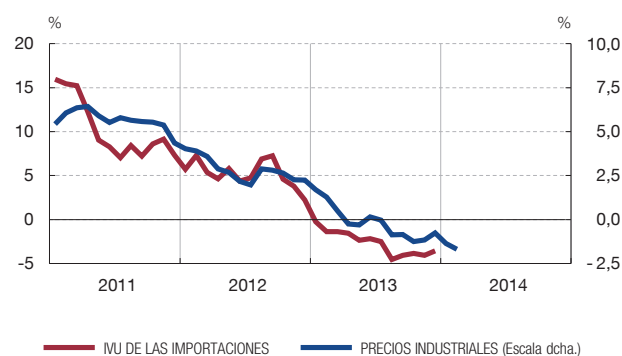
#### IAPC GENERAL (Marzo de 2014)



#### IAPC Y SUS COMPONENTES



#### OTROS INDICADORES DE PRECIOS

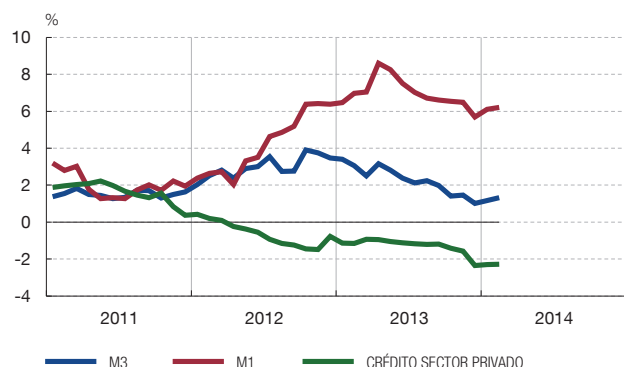


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

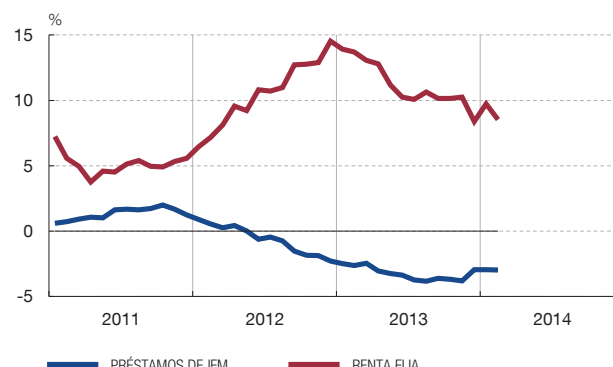
incertidumbre en torno a este escenario. Con todo, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y febrero de 2014 un superávit de 20,9 mm de euros (un 1,3%

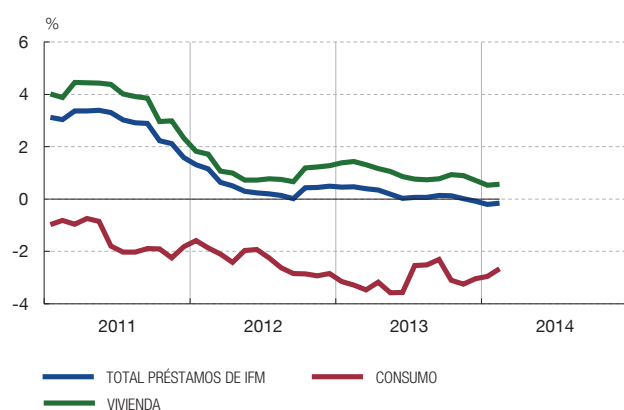
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanual



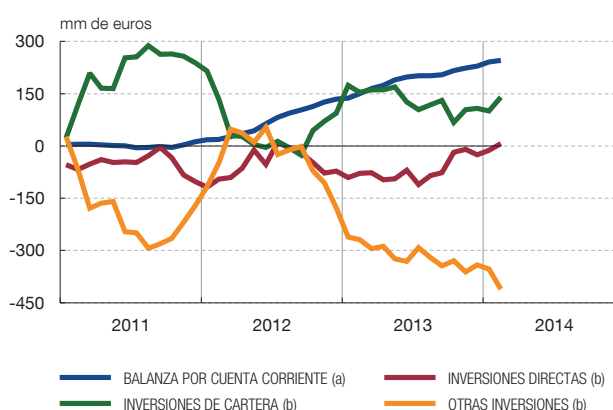
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE HOGARES  
Tasas de variación interanual



BALANZA DE PAGOS  
Acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

del PIB), mayor que el registrado en el mismo período del año anterior, que alcanzó 4,4 mm de euros (un 0,3 % del PIB). Esta mejora del saldo obedeció sobre todo al comportamiento de las balanzas de bienes y de servicios. El saldo de transferencias corrientes se hizo menos negativo, mientras que se mantuvo el de la balanza de rentas. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera, y en el mismo período, se produjo una salida neta de capitales, al no compensarse el aumento de la inversión en cartera y de la inversión directa con el retroceso de las otras inversiones. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 87,4 mm de euros entre enero y febrero de 2014, superior al de 6,8 mm de euros observado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

De acuerdo con las previsiones más recientes de la CE, que incorporan la información de los presupuestos nacionales, en 2014 el déficit de las Administraciones Públicas de los países del área del euro se reducirá hasta el 2,6 % del PIB, frente al 3,1 % registrado en 2013 (véase cuadro 4). Este resultado reflejaría una mejora del saldo primario, que podría alcanzar un superávit por primera vez desde el 2008, mientras que los pagos por intereses de la deuda se mantendrían en torno al 3 % del PIB. La política fiscal seguirá ejerciendo un efecto contractivo sobre el crecimiento del PIB, aunque sensiblemente inferior al de

% del PIB

	2012	2013		2014		2015	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	CE (b)	FMI (c)	
Bélgica	-4,0	-2,7	-2,6	-2,4	-2,7	-2,1	
Alemania	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	
Estonia	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	
Irlanda	-8,2	-7,2	-4,8	-5,1	-4,3	-3,0	
Grecia	-9,0	-13,1	-2,2	-2,7	-1,0	-1,9	
España	-10,6	-7,2	-5,8	-5,9	-6,5	-4,9	
Francia	-4,8	-4,2	-4,0	-3,7	-3,9	-3,0	
Italia	-3,0	-3,0	-2,6	-2,7	-2,2	-1,8	
Chipre	-6,3	-5,5	-5,8	-5,2	-6,1	-5,2	
Letonia	-1,3	-1,3	-1,0	-1,1	-1,0	1,3	
Luxemburgo	-0,6	-0,2	-0,5	0,1	-2,4	-2,4	
Malta	-3,3	-3,0	-2,7	-3,1	-2,7	-3,3	
Holanda	-4,1	-3,1	-3,2	-3,0	-2,9	-2,0	
Austria	-2,5	-1,7	-2,1	-3,0	-1,8	-1,5	
Portugal	-6,4	-5,9	-4,0	-4,0	-2,5	-2,5	
Eslovenia	-3,8	-14,9	-3,9	-5,5	-3,3	-4,1	
Eslovaquia	-4,5	-2,5	-3,3	-3,8	-3,4	-3,8	
Finlandia	-1,8	-2,4	-2,5	-2,6	-2,3	-1,9	
Pro memoria: UEM							
Saldo primario	-0,6	-0,1	0,4	-0,1	0,5	0,5	
Saldo total	-3,7	-3,1	-2,6	-2,6	-2,5	-2,0	
Deuda pública	92,7	95,6	96,1	95,6	95,6	94,5	

FUENTES: Comisión Europea y Fondo Monetario Internacional.

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

b Previsiones de la CE de invierno de 2014.

c Previsiones del FMI de abril de 2014.

años anteriores, ya que el déficit estructural se reduciría aproximadamente en 0,3 pp del PIB en 2014, frente al 1 % estimado en 2013. Además, se percibe un cambio en la composición de la consolidación, ya que los ingresos permanecerán prácticamente estables, tras el gradual aumento registrado en los años recientes, mientras que los gastos disminuirían como consecuencia, sobre todo, de la estabilización del mercado de trabajo. Además, las revisiones exhaustivas del gasto que han emprendido algunas economías del área también contribuirán a este resultado. Por su parte, el saldo de deuda pública alcanzará el 96 % del PIB, máximo histórico desde la creación de la UEM.

Por países, destaca la mejora en las cuentas públicas en Portugal, Grecia y Chipre, que registraron en 2013 saldos presupuestarios más favorables de lo comprometido en sus respectivos programas de asistencia financiera, lo que, unido a la evolución más positiva de lo anticipado de las condiciones de financiación y de su situación macroeconómica, aumenta las perspectivas de cumplimiento de los objetivos fiscales a corto y medio plazo. En cambio, en el caso de Francia y Eslovenia la CE publicó en marzo sendas recomendaciones para que ambos países establezcan medidas de consolidación adicionales, dado el riesgo de incumplimiento de los compromisos adquiridos en el Procedimiento de Déficit Excesivo. En todo caso, siguen siendo numerosas las economías del área —entre ellas,

España, Italia y Holanda— que, de acuerdo con la CE, deberán profundizar en su estrategia de consolidación para cumplir los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y re-conducir los niveles de deuda hacia valores más sostenibles. En este contexto, adquiere especial relevancia el grado de detalle de las medidas para 2015 incluidas en los programas de estabilidad que estos países deberán presentar a finales de abril en el contexto del Semestre Europeo, que avanza los planes presupuestarios para el período 2014-2017.

Por otra parte, en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, la CE hizo públicos los resultados de los exámenes en profundidad de los países con potenciales desequilibrios macroeconómicos, que en esta ronda fueron todos los de la UEM que no están bajo programa, salvo Austria, Eslovaquia y Estonia. La CE considera que Italia y Eslovenia presentan desequilibrios excesivos y en junio se decidirá cuáles son los siguientes pasos que se deben adoptar en el marco de este procedimiento. Por su parte, España deja de estar en el grupo de países que sufren desequilibrios excesivos, si bien la Comisión destaca la persistencia de algunos de ellos. Con todo, aunque el déficit por cuenta corriente ha registrado en general una corrección notable, son numerosas las economías que deben proseguir con su ajuste competitivo y con el proceso de desapalancamiento público y privado, en un contexto complejo derivado de las reducidas tasas de inflación que prevalecen en el área del euro. Según la CE, Alemania también debe establecer medidas para dinamizar y ampliar su potencial de crecimiento a medio plazo. Los programas nacionales de reforma que los países presentarán a finales de abril deberán especificar las medidas para seguir avanzando en la corrección de desequilibrios.

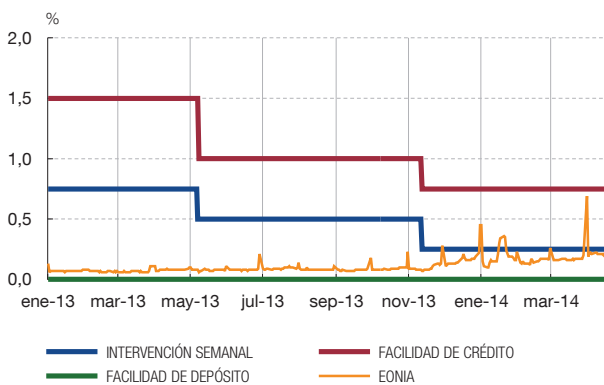
Los progresos en consolidación fiscal y reforma estructural llevados a cabo en Portugal han permitido que mejoren notablemente las perspectivas de que el país pueda volver a financiarse en los mercados una vez que finalice su programa de asistencia en mayo de 2014. En el caso de Grecia, la aprobación de nuevas reformas por parte del Gobierno permitió la liberación de un nuevo tramo de ayuda y está previsto, en los términos acordados en el segundo programa de asistencia, que el Eurogrupo discuta a partir de mayo medidas para mejorar la sostenibilidad de su deuda pública.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

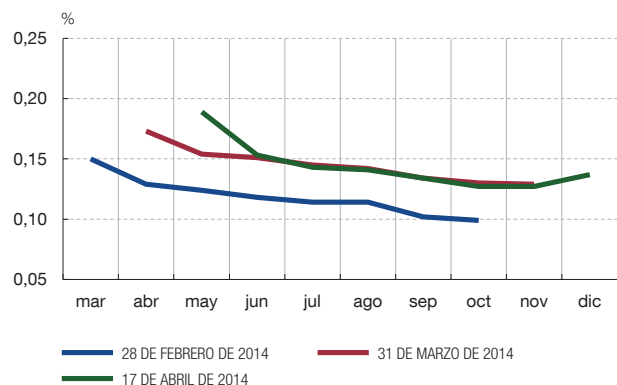
En los primeros meses de 2014, los indicadores de tensión financiera en el área del euro continuaron mejorando, hasta alcanzar niveles próximos a los registrados en los momentos previos al inicio de la crisis de deuda soberana, a finales de 2009. La estabilización de los mercados financieros no se ha traducido todavía, sin embargo, en una reducción de la heterogeneidad en las condiciones en las que hogares y empresas acceden a la financiación. En este contexto, la evolución de los préstamos bancarios al sector privado —y, particularmente, al sector de empresas— ha seguido mostrando una gran debilidad, que contrasta con la recuperación económica iniciada hace ya un año. Esta atonía es común a casi todos los países del área, si bien es de mayor intensidad en los más afectados por la crisis de deuda. Constituye un motivo de preocupación en la medida en que sugiere la posible acción de factores de oferta que podrían estar restando dinamismo a la evolución de los agregados crediticios en un momento en el que la demanda estaría reactivándose, dificultando así la consolidación de la recuperación económica.

En el contexto descrito de ausencia de presiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo durante el trimestre el tono acomodaticio de la política monetaria, dejando inalterados los tipos de interés, y confirmó las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward-guidance*), reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales o más reducidos por un período de tiempo prolongado. Así, los tipos

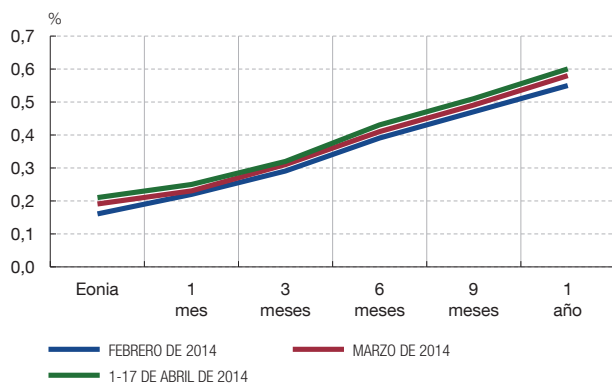
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



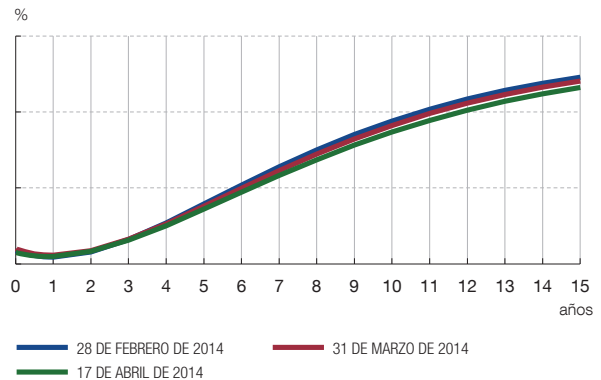
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



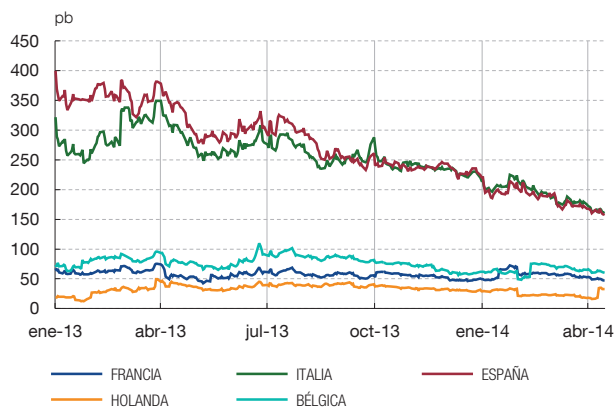
MERCADO INTERBANCARIO



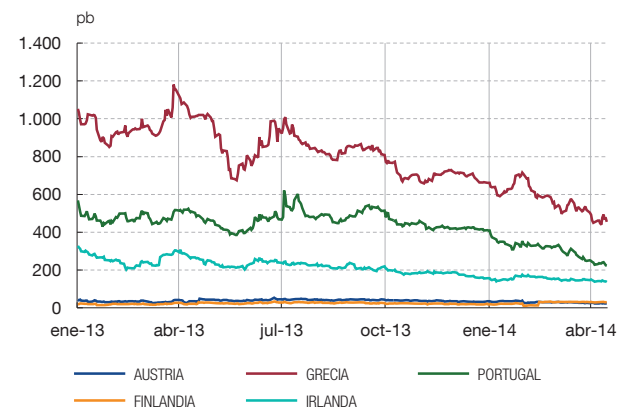
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

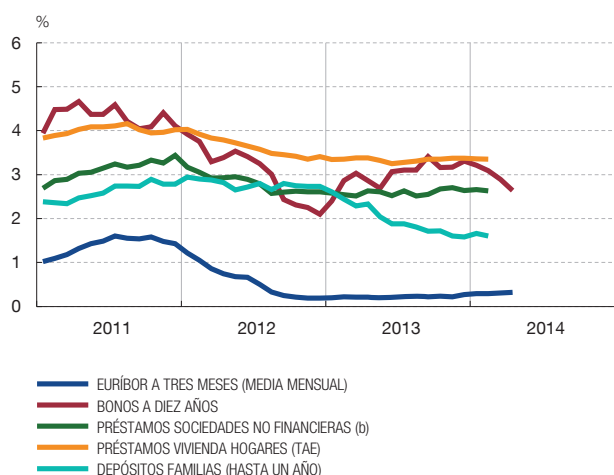


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

de interés de las operaciones principales de financiación permanecieron en el 0,25 %, al tiempo que los tipos de las facilidades de crédito y de depósito se mantuvieron en el 0,75 % y el 0 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, en su reunión de abril, el Consejo de Gobierno del BCE señaló que es unánime en su compromiso de utilizar también instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para afrontar eficazmente los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado.

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



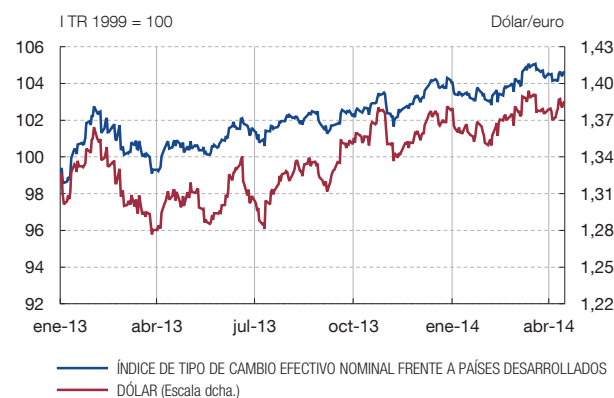
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En el mercado bursátil prosiguió la tendencia alcista de los precios, corregida parcialmente en abril. El EUROSTOXX 50 acumula una revalorización tímida del 1,5 % en el año, con un comportamiento muy positivo de las cotizaciones de empresas del sector bancario y de la construcción, que han ascendido en torno al 9 % y al 13 %, respectivamente, desde principios de año. Por su parte, el tipo de cambio del euro se apreció un 0,5 % frente al dólar a lo largo del primer trimestre, mientras que, en términos efectivos nominales, la apreciación fue algo mayor del 0,6 % (véase gráfico 13).

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos aumentaron ligeramente, aunque se mantienen en niveles bajos (del 0,25 % del euríbor a un mes y del 0,60 % a un año). Este mismo comportamiento se ha registrado en el caso de los tipos de las operaciones con garantías —*eurepo*—, por lo que el diferencial entre ambos continúa estable en el entorno de los 45 pb en el caso del euríbor a un año.

En los mercados de deuda pública, las rentabilidades de los bonos a diez años registraron una tendencia decreciente desde principios de enero, particularmente intensa en Portugal

y Grecia, donde los tipos a diez años alcanzaron registros en torno al 6 % y al 4 %, respectivamente. En el caso heleno, además, el Tesoro logró colocar con éxito la primera emisión de bonos desde el inicio de la crisis de la deuda, hace más de cuatro años. La rentabilidad de la deuda soberana italiana y española también continuó descendiendo, hasta situarse en niveles históricamente reducidos (en torno al 3,2 % en la referencia a diez años), que implican un diferencial de unos 170 pb con respecto al *Bund* alemán.

Finalmente, el crédito continuó mostrando signos de gran debilidad en el primer trimestre del año, en un contexto en el que las condiciones de acceso a la financiación bancaria en algunos países del área del euro continuaron siendo excesivamente estrictas. Así, la tasa de crecimiento interanual del crédito a hogares aumentó una décima en febrero, hasta el 0,4 %, tanto por la menor caída de los préstamos para consumo como por el leve avance de los destinados a la adquisición de vivienda. Por su parte, los préstamos bancarios a las empresas no financieras aceleraron su ritmo de contracción hasta el -3,1 %, evolución que viene solo parcialmente compensada por el dinamismo de las emisiones de deuda por parte de las grandes empresas. En conjunto, el ritmo de contracción de los préstamos bancarios al sector privado se mantuvo en febrero en una tasa interanual (en términos ajustados de titulizaciones) del -2 %.

## 4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Entre los meses de enero y marzo de 2014 se habría prolongado la mejoría de la economía española que viene observándose desde la mitad del año pasado. En concreto, las estimaciones llevadas a cabo a partir de la información disponible apuntan a una intensificación de dos décimas del crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre, hasta el 0,4 %. Este fortalecimiento adicional de la actividad se habría producido en un contexto de prolongación del alivio paulatino de las tensiones financieras y de consolidación de la tendencia más favorable del mercado de trabajo que se viene observando desde mediados de 2013.

La composición del crecimiento habría mostrado rasgos similares a los observados en la segunda mitad del año pasado (véase gráfico 14). En particular, se habría prolongado la trayectoria expansiva de la demanda nacional privada. Dentro de este agregado, la progresiva mejora de las condiciones en el mercado de trabajo permitió un nuevo avance en los índices que reflejan la confianza de los hogares y una evolución más favorable de la renta disponible, lo que favoreció un nuevo incremento del consumo privado, algo inferior a los crecimientos observados en la segunda mitad de 2013. La inversión residencial registró, según las estimaciones realizadas, un nuevo retroceso, en línea con la falta de pujanza de la demanda, en un contexto de persistencia de un *stock* elevado de viviendas sin vender. Por su parte, la evolución de la inversión empresarial se habría seguido caracterizando, como en los trimestres precedentes, por una cierta dualidad entre el comportamiento expansivo del gasto en equipo y la contracción de la construcción no residencial. En el ámbito del comercio exterior, las exportaciones habrían vuelto a registrar, como en el segundo semestre de 2013, un tono de menor fortaleza, lo que se habría traducido, en conjunción con la aceleración de las importaciones, en una disminución de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, que, no obstante, habría continuado siendo ligeramente positiva.

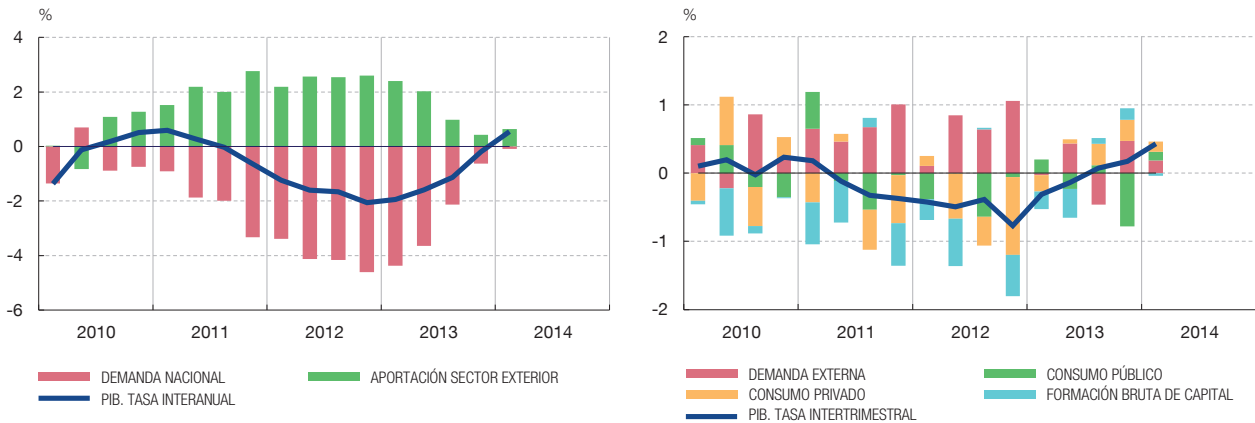
El empleo habría aumentado su ritmo de avance intertrimestral en una décima en el primer trimestre del año, hasta el 0,2 %. En tasa interanual, todavía se registró una destrucción neta de puestos de trabajo, que se estima del 0,3 %, sensiblemente inferior a la registrada en el cuarto trimestre de 2013, del 1,3 %. Como resultado de la evolución interanual del producto y del empleo, el ritmo de avance de la productividad habría experimentado, por cuarto trimestre consecutivo, una notable ralentización, hasta el 0,8 % (siete décimas menos que en el período precedente). Los salarios habrían permanecido aproximadamente estables, por lo que los costes laborales unitarios habrían descendido casi el 1 %, lo que, un trimestre más, habría redundado en ganancias adicionales de competitividad de la economía española.

En los primeros meses de 2014 ha seguido observándose una desaceleración de los precios de consumo. En concreto, la tasa de variación interanual del IPC fue del -0,1 % en marzo, tasa inferior en cuatro décimas a la observada al cierre de 2013. En términos del IPSEBENE, la tasa de inflación de marzo fue nula. Esta evolución encierra, no obstante, algunos elementos transitorios, de modo que en meses posteriores cabría esperar tasas algo más elevadas en ambos indicadores. El diferencial de inflación frente al conjunto del área del euro, en términos del IAPC, descendió en dos décimas entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, hasta situarse en -0,7 pp.

### 4.1 Demanda

Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares e ISFLSH habría registrado, en el primer trimestre de 2014, un crecimiento intertrimestral estimado del 0,3 %,





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

dos décimas menos que el del trimestre precedente (véase gráfico 15). Los indicadores cualitativos correspondientes al período enero-marzo mantuvieron la senda de mejora que muestran desde mediados del pasado año, con repuntes de los referidos a la confianza de los consumidores (como consecuencia, principalmente, de unas expectativas de empleo más favorables) y de los comerciantes minoristas (impulsada por los componentes relacionados con la actividad reciente y la esperada en el futuro). Esta mejora de los indicadores de opinión no se ha trasladado con la misma intensidad a los indicadores cuantitativos, lo que en parte refleja que, en algunos casos, estos últimos solo están disponibles con algo más de retraso. Así, las matriculaciones de vehículos particulares moderaron su ritmo de crecimiento intertrimestral, hasta una tasa del 2,1 %, a pesar de la entrada en vigor de la quinta edición del Programa de Incentivo al Vehículo Eficiente (PIVE) a finales de enero. Además, el indicador de ventas interiores no financieras de bienes de consumo realizadas por grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, se desaceleró en los dos primeros meses del año, hasta registrar ligeras caídas interanuales. Por el contrario, el indicador del comercio al por menor, con información hasta febrero, moderó su ritmo de caída intertrimestral.

De acuerdo con los datos de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales, en el cuarto trimestre de 2013 se produjo un nuevo descenso de la tasa de ahorro de los hogares (en términos acumulados de cuatro trimestres), hasta el 10,4 % de la renta bruta disponible, tres décimas menos que un trimestre antes. Este comportamiento fue el resultado de una nueva desaceleración de la caída del consumo nominal, en un contexto en el que también se moderó el descenso de la renta disponible, hasta una tasa negativa del 0,7 %, frente a la caída del 1,9 % del trimestre anterior. La ralentización del retroceso de la renta disponible fue el resultado de la disminución de la contribución negativa de la remuneración de asalariados —como consecuencia de la mejoría en la evolución del empleo y de la restitución de la paga extra de diciembre a los empleados públicos— y del aumento de la aportación de los dividendos recibidos. La capacidad de financiación del sector en términos del PIB se contrajo en dos décimas, hasta el 2,5 %, como consecuencia de la reducción de la ratio de ahorro, en un contexto en que la formación bruta de capital se mantuvo estable.

El gasto en bienes de equipo habría prolongado, en el primer trimestre del año, la evolución favorable que mostró a lo largo de 2013, con un incremento en la tasa intertrimestral en torno al 1,2 %, algo inferior al del trimestre anterior (véase gráfico 16). Los indicadores cualitativos mejoraron, en términos generales, como promedio de enero a marzo, sobresaliendo los incrementos

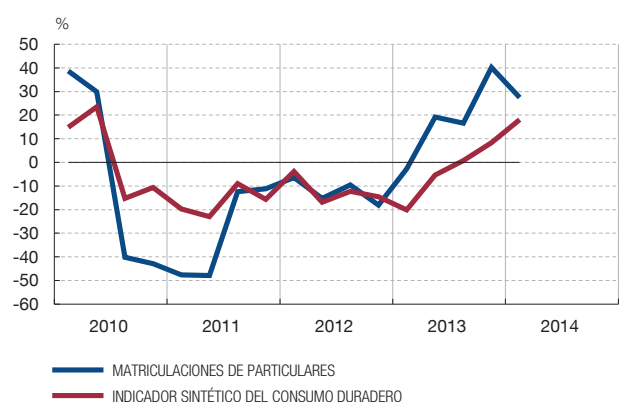
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



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

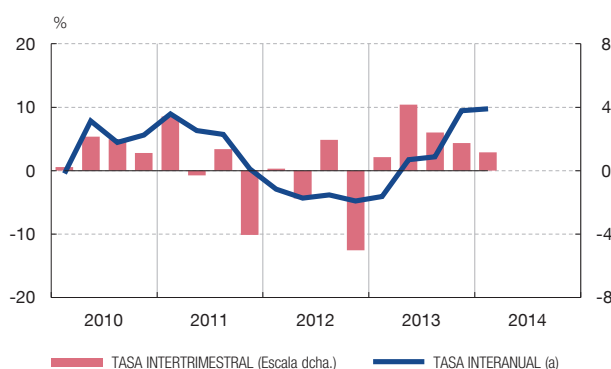
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

tanto de la cartera de pedidos del exterior como de la confianza empresarial. Respecto a los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga moderaron ligeramente su ritmo de crecimiento hasta el 7,2% intertrimestral, 0,7 pp por debajo del período anterior. La producción de bienes de equipo también se desaceleró y su tasa de avance intertrimestral se situó, con datos hasta febrero, en el 1,2%, 0,8 pp menos que en el trimestre anterior.

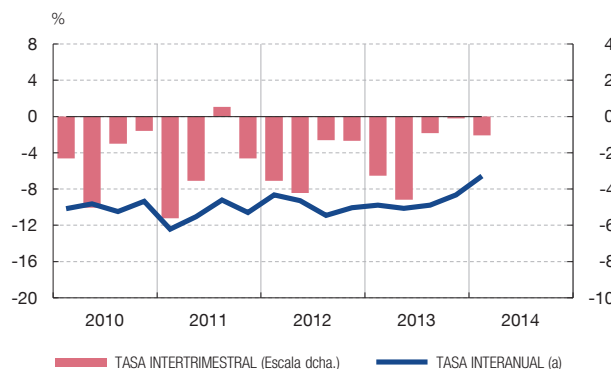
La capacidad de financiación de las empresas no financieras ascendió al 4,3% del PIB en 2013, lo que supone un incremento de 0,5 pp con respecto a la registrada al final del tercer trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres). Esta evolución se sustentó, sobre todo, en el aumento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. Estos desarrollos supusieron la prolongación de la senda de mejora de la posición financiera del sector que se viene observando desde mediados de 2012, lo que ayuda a paliar la debilidad de la financiación externa que continúa observándose aún.

En el primer trimestre del año, la inversión en construcción habría registrado una tasa de variación intertrimestral negativa algo más pronunciada que en el período octubre-diciembre, lo que, de acuerdo con la última información disponible, podría reflejar el retroceso de la obra civil, tras el repunte observado en el último trimestre de 2013 (véase gráfico 16). Entre los indicadores contemporáneos, el número de afiliados en la construcción continuó moderando

BIENES DE EQUIPO



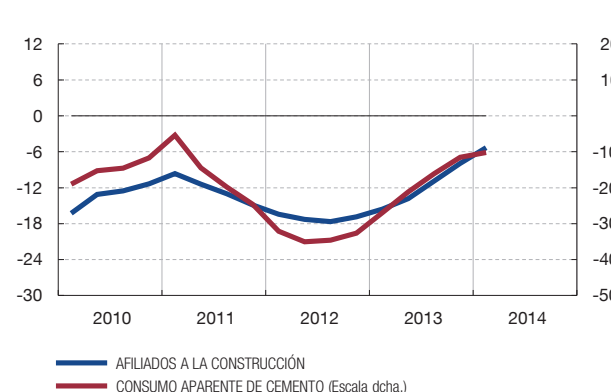
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN (a)



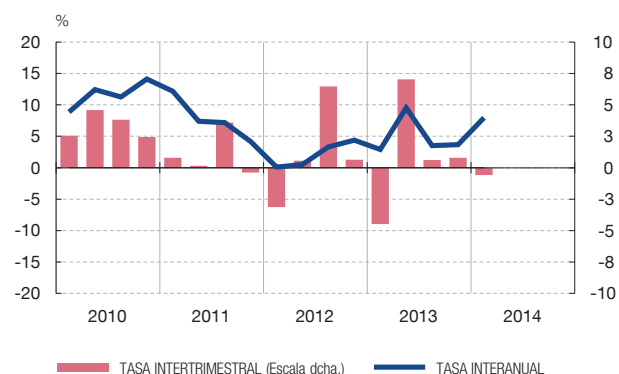
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal y Banco de España.

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

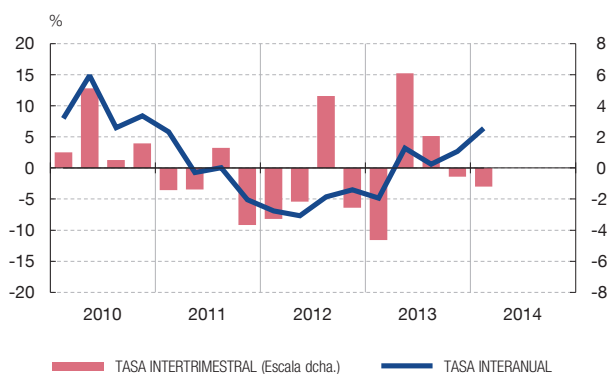
su ritmo de caída intertrimestral, mientras que, por el contrario, el consumo de cemento intensificó su descenso y la producción de materiales de construcción experimentó una reducción respecto al trimestre anterior, tras los incrementos registrados en el segundo semestre de 2013. Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial siguió ralentizando su ritmo de descenso en comparación con los últimos meses del pasado año, en línea con la paulatina reducción de la brecha negativa entre las cifras de viviendas iniciadas y terminadas. En concreto, y con información hasta enero, el número de visados de vivienda ha frenado su caída durante los últimos meses, oscilando en torno a las 2.500 unidades. En relación con las transacciones, en el cuarto trimestre de 2013 se vendieron unas 90.000 unidades, lo que supone una cierta estabilización de las compras, tras las oscilaciones asociadas a los cambios fiscales que entraron en vigor a comienzos del año pasado. Continuó destacando el dinamismo de las operaciones realizadas por extranjeros, que alcanzaron casi el 16% del total de las transacciones realizadas en ese período. En el componente de inversión en otras construcciones, en los últimos meses, la superficie visada en edificación no residencial ha seguido moderando su ritmo de contracción y los presupuestos licitados en obra civil prolongaron su senda de mejora, de acuerdo con la información disponible hasta enero.

El limitado conjunto de información disponible acerca de la evolución del gasto en consumo de las AAPP en el período enero-marzo apunta a un aumento de este agregado, tras

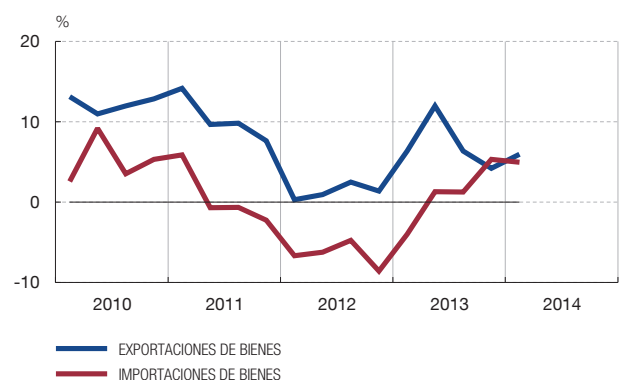
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

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

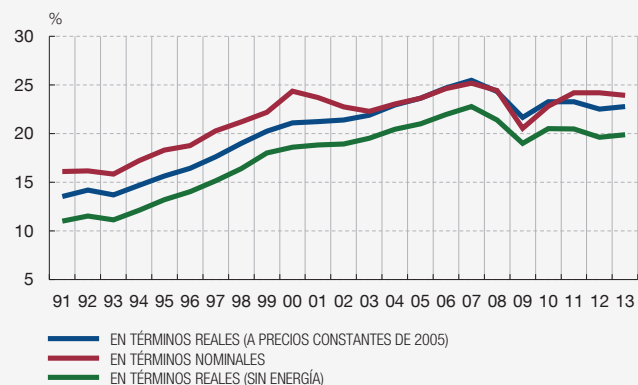
el significativo ajuste que tuvo lugar en el último trimestre de 2013. En esta dirección apuntan también los indicadores relativos a los gastos reales de personal (tales como las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP).

La última información disponible sobre la evolución del sector exterior indica que la contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, en los tres primeros meses del año, habría sido de 0,2 pp; esto es, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Este dato habría sido el resultado tanto de la ralentización de las exportaciones como de la moderación del descenso de las importaciones, en consonancia con la evolución de la demanda final. No obstante, en términos interanuales, tanto las exportaciones como las importaciones se habrían acelerado significativamente (véase gráfico 17), y la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría aumentado en dos décimas, hasta 0,6 pp. En los próximos trimestres se espera una recuperación de las exportaciones, apoyada en la mejoría gradual de las perspectivas acerca de la evolución de las economías avanzadas, las ganancias de competitividad acumuladas y el aumento del número de empresas que exportan con carácter regular. Por su parte, las importaciones seguirían mostrando una creciente fortaleza, sustentada en la paulatina intensificación de la expansión de

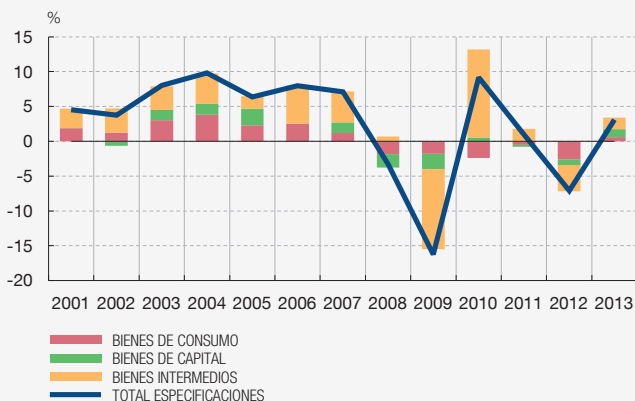
Uno de los rasgos más destacados de la economía española en el año 2013 fue el superávit que alcanzó el saldo de la cuenta del resto del mundo, por primera vez desde 1997, tras un proceso de fuerte corrección del desequilibrio exterior, que llegó a alcanzar el

10% del PIB en 2007. Detrás de este ajuste se encuentran tanto el dinamismo de las exportaciones como la contracción de las importaciones. Algunos de los factores que explican el comportamiento de las exportaciones en los últimos años, como el aumen-

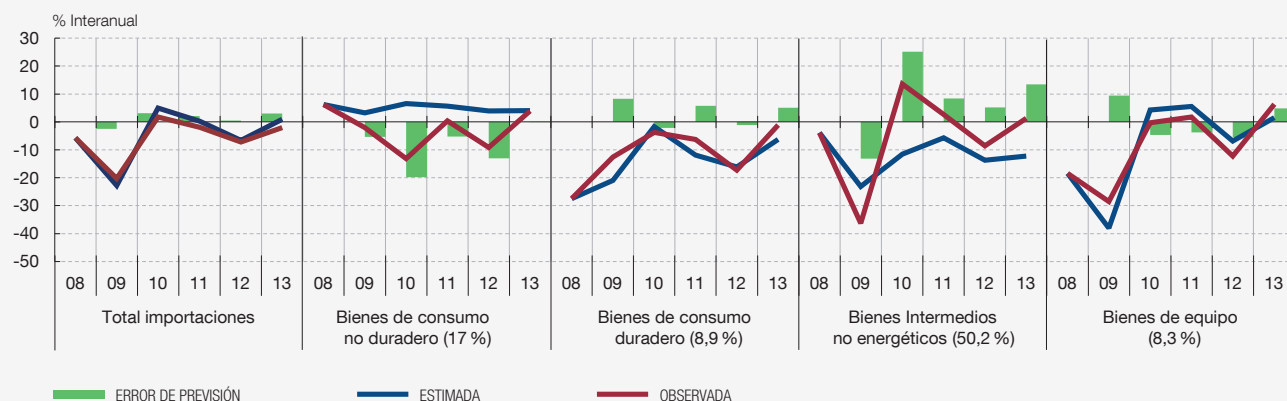
1 PENETRACIÓN DE LAS IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL (a)  
Bienes y servicios



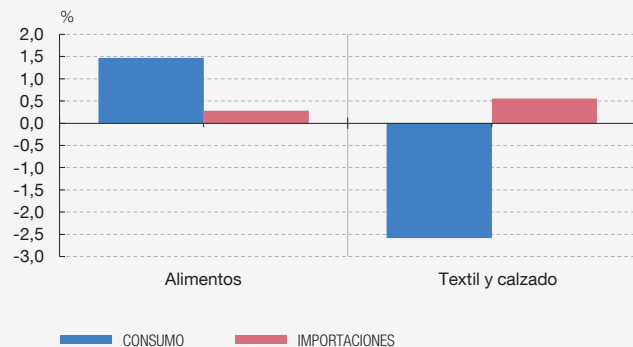
2 EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES TOTALES:  
CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES, EN TÉRMINOS REALES



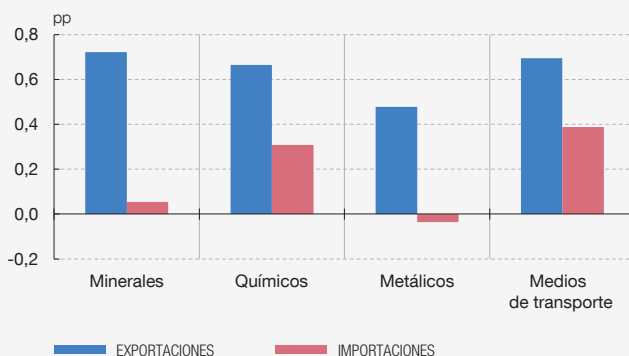
3 IMPORTACIÓN DE BIENES ESTIMADA Y OBSERVADA (b)



4 IMPORTACIONES Y BIENES DE CONSUMO NO DURADERO,  
EN TÉRMINOS NOMINALES  
Tasa media anual 2008-2012



5 IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES DE BIENES INTERMEDIOS  
NO ENERGÉTICOS. CONTRIBUCIONES A LA TASA NOMINAL  
Promedio 2011-2013



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, y Banco de España.

- a La penetración de las importaciones se define como las importaciones totales en la demanda final.
- b Para las importaciones totales, en la demanda final se ha ponderado cada componente por su contenido importador. Entre paréntesis se presenta el peso medio sobre el total de importaciones, en términos reales, para el período 2008-2013.

to del número de empresas que exportan de forma estable o la creciente diversificación geográfica de las ventas exteriores, sugieren que se puede estar produciendo un cambio estructural en este componente, lo que auguraría un nivel de exportaciones medio persistentemente más elevado en el futuro. Sin embargo, existe más incertidumbre acerca de la magnitud del ajuste estructural en el caso de las importaciones, especialmente tras su repunte a partir de los meses centrales del pasado año, cuando la demanda interna privada comenzó a mostrar signos incipientes de recuperación.

Tras el fuerte avance registrado durante el período 1995-2008, la penetración de las importaciones de bienes y servicios experimentó un descenso al comienzo de la crisis. Así, el porcentaje que representaban las importaciones totales sobre la demanda final, en términos reales, se situaba a finales de 2013 por debajo de su valor en 2008 en casi 1,5 pp, a pesar del ligero repunte registrado el año pasado (véase gráfico 1). Esta disminución resulta coherente con la acusada contracción que experimentó la demanda nacional durante esos años y con la evolución de sus componentes, en particular, de aquellos con un mayor contenido importador. Según las últimas tablas *input-output* (que datan de 2005, por lo que se han podido quedar un poco desfasadas), la inversión en equipo era el componente con mayor contenido importador (72,8%), seguida por las exportaciones de bienes (48,5%) y el consumo privado (18,3%). En concreto, las importaciones de bienes de equipo y de consumo, en términos reales, descendieron de forma significativa (en torno a un 6% de media en el período 2008-2013), mientras que las de bienes intermedios, estrechamente ligadas a la demanda de exportaciones, mantuvieron un comportamiento más favorable en el conjunto del período (véase gráfico 2).

Una vía para analizar los posibles cambios en la relación entre las importaciones y la demanda final, tanto a nivel agregado como de sus componentes, consiste en estimar las respectivas relaciones con datos históricos y predecir la evolución de las importaciones en el período posterior<sup>1</sup>. De este modo, si la senda prevista para las importaciones, dada la evolución de sus determinantes (la demanda de cada tipo de producto y de los precios relativos), fuera similar a la observada, cabría pensar que no se ha producido un cambio relevante en esa relación. El gráfico 3 muestra las predicciones dinámicas obtenidas de esta forma, tanto para el total de las importaciones como para sus principales componentes no energéticos (compras al exterior de bienes de consumo duradero, consumo no duradero, equipo e intermedios) y los errores de previsión cometidos. Como se observa en dicho gráfico, la evolución del total de las importaciones ha estado en línea con la predicción obtenida a partir de la ecuación estimada, por lo que según este tipo de aproximación no se habrían producido cambios importantes en la relación histórica entre las compras al resto del mundo y sus factores determinantes. Por su parte, el análisis de los distin-

tos componentes de la demanda revela otros detalles de interés para caracterizar la dinámica reciente de las compras al exterior y, también, para poder vislumbrar posibles tendencias futuras.

Las importaciones de bienes de consumo final han estado ligadas, fundamentalmente, a la evolución del consumo privado, aunque tiene interés analizar de forma separada el comportamiento de las importaciones de consumo duradero y el de las de consumo no duradero. Se estima que el consumo de bienes duraderos fue el componente del gasto final de los hogares que registró mayor descenso desde el inicio de la crisis (un -5,6% de media en el período 2008-2013, frente al -1,7% del gasto total<sup>2</sup>). Esta caída fue particularmente intensa en algunos bienes cuya demanda se cubre con importaciones, como es el caso de los automóviles y de los electrodomésticos, por lo que, en conjunto, las importaciones de este tipo de artículos evolucionaron en línea con lo que cabría esperar dado el fuerte ajuste de su demanda. En cambio, las importaciones de bienes de consumo no duraderos mostraron un retroceso mayor al previsto a partir de la evolución de sus determinantes. Esto último podría ser indicativo de cambios en el patrón de consumo de este tipo de bienes por los hogares españoles, muy constreñidos en su capacidad de gasto durante la crisis, que se habría orientado hacia la adquisición de bienes nacionales de menor precio. Este podría ser el caso, por ejemplo, de la alimentación, donde se observa una mayor demanda de marcas blancas<sup>3</sup>. Sin embargo, en el caso de otros bienes no duraderos (por ejemplo, textiles), el impacto de la crisis no ha llevado necesariamente a un mayor consumo relativo de bienes nacionales (véase gráfico 4).

El ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes intermedios ha excedido la evolución prevista por la ecuación estimada (el error de previsión en este caso es positivo), posiblemente como consecuencia del sustancial avance de las exportaciones en el período más reciente, que presenta una elevada dependencia de bienes intermedios importados<sup>4</sup>. Por tipos de actividad, las ramas con mayor contenido importador (muy superior a la media) son las relacionadas con la industria química y minerales, los vehículos y el equipo de transporte, así como con el equipo eléctrico y de precisión. Estas tres ramas, que representan más de un tercio de las exportaciones españolas de mercancías, fueron las que más contribuyeron al avance de las importaciones en el año 2013

1 Para la estimación de la relación entre las importaciones y los componentes de la demanda final se han empleado datos trimestrales correspondientes al período 2000-2008.

2 Según datos de la Contabilidad Nacional anual, la disminución del gasto en muebles, automóviles y electrodomésticos explicó en torno al 50% de la caída del gasto final de los hogares. Las importaciones de bienes duraderos, que antes de la crisis representaban en torno a un 50% del total de las importaciones de bienes de consumo, han caído cerca de un 10% de media en el período 2008-2013.

3 Véase L. J. Álvarez y L. Matea (2011), «La estructura de la distribución comercial y su efecto sobre los precios en el área del euro y en España», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

4 De acuerdo con la base de datos de la OCDE sobre indicadores de comercio exterior en términos de valor añadido (*Trade in Value Added*, TiVA), el contenido importador de las exportaciones de bienes y servicios españoles, que se redujo en el año 2009 hasta valores cercanos al 20%, por la brusca contracción del comercio mundial, habría recuperado en 2011 (estimación preliminar) los valores previos a la crisis (en torno a un 30%).

(véase gráfico 5). A corto y medio plazo, se prevé que las ramas con un elevado contenido importador seguirán teniendo un peso relevante, ya que la globalización y los avances en la reducción de los costes de transporte y de comunicación permitirán que las empresas continúen aprovechando las ventajas de costes que conlleva la fragmentación internacional del proceso de producción. En este contexto, las mejoras de la competitividad y las reformas estructurales realizadas han aumentado el atractivo de la economía española como destino inversor, en particular en el sector del automóvil, aunque también en actividades de servicios.

Finalmente, el inicio del ciclo inversor en 2013 ha impulsado la compra de bienes de equipo que, en general, no se producen en España (véase gráfico 2). El año pasado aumentaron las compras de maquinaria y estructuras metálicas, de material de transporte y

de otros bienes de equipo, en particular, procedentes de la zona del euro (con un mayor contenido tecnológico que las procedentes del resto del mundo).

En resumen, la evidencia disponible presenta indicios de cambios en el patrón importador de algunos componentes, una vez que se tienen en cuenta la evolución de la demanda y de los precios relativos, aunque no cabe concluir de forma inequívoca que se esté produciendo un proceso generalizado de sustitución de las importaciones. No obstante, la magnitud de los ajustes que está afrontando la economía española, tanto en algunos aspectos relativos a la demanda (ajuste de renta y riqueza) como a la oferta (reasignación sectorial), hace que la identificación, en estos momentos, del alcance y profundidad de este proceso de sustitución de las importaciones sea necesariamente parcial.

la demanda final. En el recuadro 5 se analiza la evolución reciente de las importaciones y sus determinantes.

En los meses de enero y febrero de 2014, de acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aceleraron su dinamismo, con un sensible repunte de su ritmo de avance interanual hasta el 5,3 %, frente al 1,8 % registrado en el trimestre precedente. Desde el punto de vista del desglose por destino geográfico, el repunte de las exportaciones de bienes se apoyó, tanto en el crecimiento de las ventas comunitarias (un 5,8 %) como en las dirigidas al resto del mundo (un 4,4 %, en contraste con el descenso del -0,2 % registrado en el cuarto trimestre de 2013). Por países, sobresalió, en el conjunto del bimestre, el comportamiento positivo de las ventas dirigidas a las economías asiáticas, que contrasta con el descenso de las destinadas a Rusia y países asociados, y a la OPEP. El aumento de las exportaciones a la UE fue generalizado, destacando la recuperación de las ventas a Alemania e Italia, tras el descenso del último trimestre de 2013. Por grupos de productos, destacó el crecimiento de las ventas al exterior de bienes de equipo y, en menor medida, de bienes intermedios y de bienes de consumo, que se desaceleraron por la moderación de las ventas de automóviles.

Las importaciones reales de bienes, según la información de Aduanas, aumentaron en los meses de enero y febrero un 8,5 % en términos interanuales, intensificando su ritmo de avance respecto al del cuarto trimestre de 2013. Este crecimiento se apoyó en las compras exteriores procedentes de la UE (9,5 %) y, en menor medida, en las realizadas al resto del mundo (7,2 %). Por grupos de productos, destacó el vigor, en términos interanuales, de las importaciones de bienes de equipo y de consumo, en consonancia con la senda de recuperación paulatina de la demanda interna. Por el contrario, las importaciones de bienes intermedios industriales se desaceleraron ligeramente. Finalmente, las importaciones reales de servicios habrían alcanzado tasas positivas de crecimiento, después de los descensos registrados en 2013, por el repunte del componente no turístico, según la información de avance de la Balanza de Pagos.

## 4.2 Producción y empleo

Los indicadores sectoriales disponibles apuntan a una prolongación, a lo largo del primer trimestre de 2014, de la senda de reactivación paulatina de la actividad que se viene

observando desde mitad del año pasado. Para el conjunto de la economía de mercado se estima que el valor añadido bruto habría crecido, en el primer trimestre del año, alrededor de un 0,4 % intertrimestral, con tasas positivas de un orden de magnitud análogo en la industria y en los servicios de mercado, en tanto que la construcción habría seguido contrayéndose.

En el caso de la industria, el índice PMI de manufacturas repuntó en el trimestre y se situó claramente por encima del nivel 50, que constituye la frontera entre la contracción y la expansión de la actividad del sector. Los avances fueron especialmente intensos en los componentes de nuevos pedidos y producción presente. Además, cabe destacar que el correspondiente indicador de empleo ha llegado a situarse también por encima del nivel compatible con un aumento de la ocupación sectorial. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, el índice de producción industrial aumentó un 0,7 % intermensual en febrero, con avances generalizados en los distintos subagregados, si bien el dinamismo de la actividad fue más pronunciado en las ramas productoras de bienes de consumo, en particular en las dedicadas a la fabricación de vehículos de motor. También se apreció una mejora en el tono de la actividad productora de bienes intermedios y de equipo, en un contexto de mejoría de las carteras de pedidos exteriores. Por su parte, los indicadores relativos a las ramas de la construcción apuntan a un tono moderadamente contractivo de la actividad del sector en los primeros meses del año.

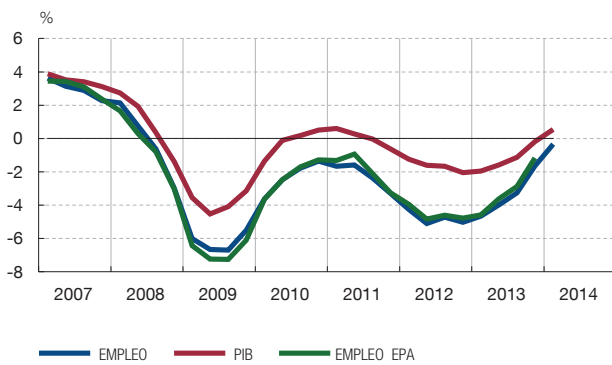
En cuanto a los servicios de mercado, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea anotó un avance sustancial a lo largo del trimestre, con claras mejoras tanto de los componentes referidos a la evolución reciente como de los que tratan de reflejar las perspectivas futuras de actividad. El PMI sectorial, por el contrario, presentó un incremento muy modesto, si bien se encuentra claramente por encima de 50. Las señales avanzadas por los indicadores cuantitativos son menos nítidas: las ventas de servicios de la Agencia Tributaria o el indicador de actividad del sector servicios (IASS), con datos disponibles hasta febrero, en el primer caso, y hasta enero, en el segundo, no han reflejado en toda su intensidad la mejoría de las perspectivas. Con todo, la información disponible, considerada en su conjunto, sugiere una mejora del agregado de servicios de mercado, apoyada en las actividades ligadas al comercio, la hostelería y el transporte.

En el primer trimestre del año se consolidó la mejoría en la evolución del empleo del conjunto de la economía observada en el último tramo de 2013. Las afiliaciones a la Seguridad Social intensificaron su ritmo de recuperación hasta registrar su primer aumento interanual desde el inicio de la crisis, concretamente del 0,4 %, frente al descenso del 1,4 % en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales y corregidos de estacionalidad, la afiliación creció un 0,6 %, tres décimas más que en el último trimestre de 2013. Esta evolución favorable fue generalizada por ramas de actividad y destaca el crecimiento interanual del 0,8 % en las afiliaciones registradas en los servicios de mercado. Además, en la industria, esta estadística reveló una ligera creación de empleo en términos intertrimestrales, mientras que en la construcción se produjo una nueva moderación de la contracción de la cifra de afiliados. Como consecuencia, el empleo se estabilizó en términos interanuales en el conjunto de la economía de mercado, después de haber registrado caídas ininterrumpidas desde 2008. Finalmente, en los servicios de no mercado, agregado que aproxima al sector de las AAPP<sup>4</sup>, la afiliación mantuvo un crecimiento interanual del empleo del 2 %. En conjunto, el comportamiento de las afiliaciones durante los tres primeros

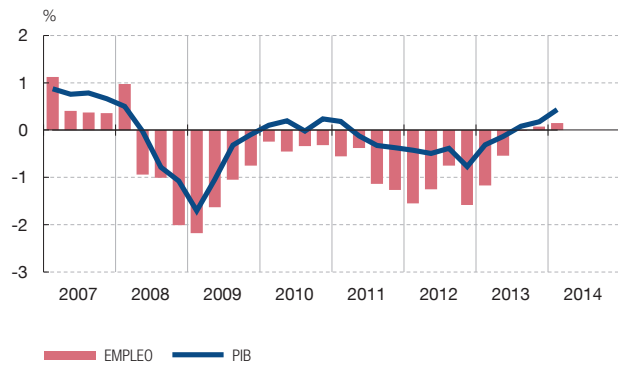
4 Este agregado se construye sumando las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General, y excluyendo a los cuidadores no profesionales.



TOTAL ECONOMÍA



TOTAL ECONOMÍA (b)



AGRICULTURA



INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO



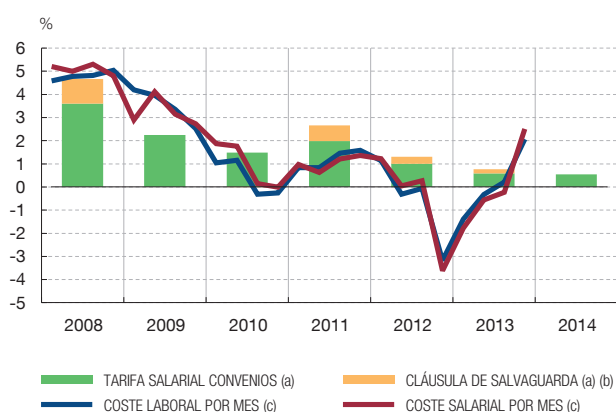
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre. Datos del IPI hasta febrero de 2014.
- b Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

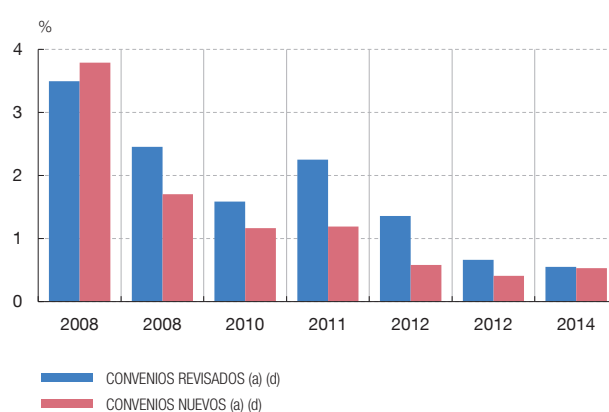
meses del año sería coherente con una nueva creación de empleo intertrimestral, en términos de la CNTR. Esta evolución se traduciría en una moderación de la caída interanual del empleo hasta el entorno del 0,3%, tras el descenso del 1,6% en el trimestre anterior (véase gráfico 18).

En el período enero-marzo se intensificó el descenso intertrimestral del paro registrado hasta experimentar una tasa negativa del 2,1% en términos de la serie ajustada de esta-

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



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

a El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2014.

b Cláusula de salvaguarda del año anterior.

c ETCL. Tasas de variación interanuales.

d Revisados: hasta 2013, convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero con año inicial de efectos económicos en un ejercicio anterior. En 2014, convenios con efectos económicos en este año, pero firmados con anterioridad. Nuevos: hasta 2013, convenios con efectos económicos en el ejercicio, siendo este el primer o único año de vigencia. En 2014, convenios que se han firmado en 2014 con efectos económicos en dicho año.

cionalidad, lo que llevó a una reducción interanual más pronunciada que en el trimestre anterior (del 4,2 %, frente a un retroceso del 1,8 %, respectivamente). Por su parte, la cifra de contratos registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) experimentó un aumento interanual del 18,1 % en el primer trimestre. Este elevado crecimiento se vio impulsado por la contratación temporal, con un incremento del 19,3 %, aunque los contratos indefinidos también aumentaron, en una tasa del 6,7 %.

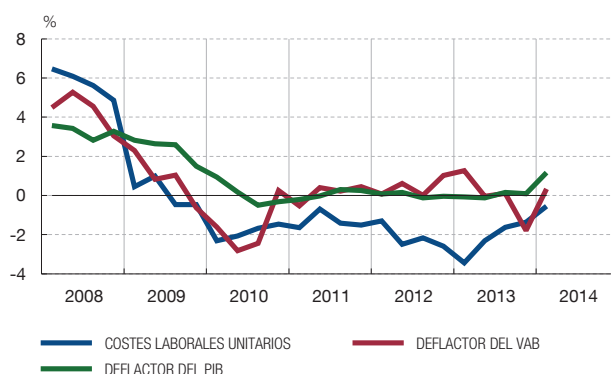
### 4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados hasta marzo mostraron un incremento de las tarifas salariales del 0,55 % para 2014 —aumento similar al pactado para el ejercicio precedente—, que estaría en línea con la recomendación contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos del 2012 (véase gráfico 19). La negociación colectiva ha avanzado, en el primer trimestre de 2014, a un ritmo superior al observado en el mismo período de los dos años precedentes. Hasta marzo se ha cerrado la negociación para algo más de 2,7 millones de asalariados. Como es habitual en los primeros meses de cada año, la mayor parte de los trabajadores afectados tienen un convenio revisado, cuya firma tuvo lugar en años anteriores. En este tipo de acuerdos la subida media pactada es también del 0,55 %, algo más moderada que el aumento del 0,66 % acordado en 2013. En los convenios de nueva firma, el incremento pactado ha sido del 0,5 % —tasa similar a la observada en 2013—. No obstante, esta cifra es aún poco representativa, al afectar únicamente a unos 170.000 asalariados. Por otro lado, las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación apenas están teniendo incidencia alguna, dada la pérdida de peso de este tipo de cláusulas y el reducido incremento interanual del IPC en diciembre de 2013 (un 0,3 %). Esta tónica de moderación salarial también se habría mantenido de acuerdo con la información sobre la retribución media en las grandes empresas ofrecida por la Agencia Tributaria, que muestra un descenso del 0,7 % en los dos primeros meses del año. Este conjunto de información sería coherente con un ritmo de variación interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en el primer trimestre de 2014 ligeramente superior al 0,1 % del último trimestre de 2013 (véase gráfico 20).

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE PRECIOS (a)  
España

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



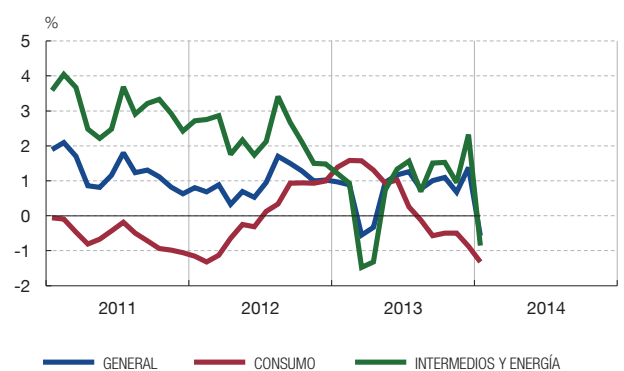
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

En el primer trimestre de 2014, el deflactor del PIB habría continuado la senda de moderación observada a lo largo del año pasado, hasta experimentar un descenso interanual en el entorno del 0,4 %, frente al incremento del 0,2 % del trimestre anterior. Por componentes de la demanda final, esta evolución habría reflejado, sobre todo, el menor ritmo de variación del deflactor del consumo privado, así como la intensificación de la trayectoria descendente del deflactor de las exportaciones.

El ritmo de variación interanual del IPC ha sido muy reducido en los primeros meses de 2014, prolongándose la senda de desaceleración que se inició el pasado verano. En marzo, el IPC descendió un 0,1 %, frente al incremento del 0,3 % con el que se cerró 2013 (véase gráfico 21). También el IPSEBENE prolongó su senda de ralentización, hasta registrar una tasa nula en marzo, frente al aumento del 0,2 % en diciembre de 2013. La desaceleración fue especialmente acusada en el caso de los precios de los alimentos elaborados, que aumentaron un 1,2 % en marzo, 1,1 pp menos que en diciembre, en un contexto de moderación de los precios de producción nacional de este tipo de bienes y de abaratamiento de los precios de importación. Los servicios también se abarataron en marzo, registrando una caída interanual del 0,2 %, que contrastó con al estabilidad mostrada en diciembre. Este descenso está condicionado por el efecto del diferente calendario de la Semana Santa en 2013 y en 2014 sobre la evolución de los precios de los hoteles y viajes organizados en el mes de marzo, fenómeno transitorio que revertirá en abril. Por su

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	2014	Ejecución	
			Objetivos oficiales (a)	2013 ene	2014 ene
	1	2	Variación porcentual 2014/2013	4	5
<b>1 Recursos totales</b>	386.250	1,0	2,9	—	—
Recursos corrientes	382.934	0,5	—	—	—
Impuestos sobre producción e importaciones	112.914	4,6	3,0	—	—
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	105.107	-0,4	5,0	—	—
Cotizaciones sociales	130.438	-2,5	1,3	—	—
Otros recursos corrientes	34.475	2,1	—	—	—
Recursos de capital	3.316	125,9	—	—	—
<b>2 Empleos totales</b>	458.489	-6,8	0,4	—	—
Empleos corrientes	432.861	1,3	—	—	—
Remuneración de asalariados	116.090	0,8	-1,5	—	—
Otros gastos en consumo final (b)	84.760	-6,2	—	—	—
Prestaciones sociales (no en especie)	169.961	1,4	—	—	—
Intereses efectivos pagados	34.919	11,4	8,1	—	—
Subvenciones	10.447	0,1	2,1	—	—
Otros empleos y transferencias corrientes	16.684	8,8	—	—	—
Empleos de capital	25.628	-60,3	—	—	—
Formación bruta de capital	15.167	-14,5	2,1	—	—
Otros gastos de capital (c)	10.461	—	—	—	—
De los cuales: Ayudas a Instituciones Financieras	4.660	—	—	—	—
<b>3 Cap. (+) o nec. (-) de finan. (3 = 1 - 2)</b>	-72.239	—	—	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-7,1	—	-6,1	—	—
Administración Central	-4,8	—	-4,2	-0,7	-0,6
De la cual: Ayudas a Instituciones Financieras	-0,4	—	0,0	0,0	0,0
Seguridad Social	-1,2	—	-0,8	0,3	0,2
CCAA	-1,5	—	-1,1	-0,1	-0,1
CCLL	0,4	—	0,0	—	—
<b>Pro memoria</b>					
Saldo primario	-37.320	—	—	—	—
Empleos totales, excluyendo ayudas a instituciones financieras	453.829	0,2	1,4	—	—
Saldo total, excluyendo ayudas a Instituciones Financieras	-67.579	—	—	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-6,6	—	-6,1	—	—
Saldo Primario, excluyendo ayudas a Instituciones Financieras	-32.660	—	—	—	—

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

- a Los objetivos del saldo de las AAPP, así como los ingresos y gastos, son los fijados en el Plan Presupuestario 2014. Puesto que estas cifras se presentan en porcentajes del PIB, se ha recuperado el nivel de las variables para el año 2014.
- b Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.
- c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

parte, el ritmo de variación negativo de los precios de los bienes industriales no energéticos se atenuó en dos décimas entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, hasta registrar una caída de 0,3 %.

Los componentes tradicionalmente más volátiles del IPC también contribuyeron a la desaceleración del índice general a lo largo del primer trimestre del año. Así, el ritmo de variación interanual de los productos energéticos y de los alimentos no elaborados fue del -1,4 % y 0 % en marzo, respectivamente, 1,6 y 0,6 pp menos que en diciembre.

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Presupuesto Inicial 2014 (b)	Ejecución			
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene	Variación porcentual ene	2014 ene-feb	Variación porcentual ene-feb
				3	4	5	6
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	121.118	-1,8	5,8	5.221	-9,8	21.313	22,1
Impuestos directos	62.019	19,1	10,6	4.637	-26,4	7.216	6,8
IRPF	37.924	42,9	8,8	7.558	17,0	10.167	19,8
Sociedades	19.964	-6,9	11,8	-3.161	-179,4	-3.791	-68,6
Otros directos (c)	4.130	1,1	21,2	240	-75,4	841	61,4
Impuestos indirectos	35.777	51,7	5,3	-1.201	27,1	10.493	20,3
IVA	25.502	55,6	6,4	-2.143	12,9	8.757	19,5
Especiales	7.554	76,3	2,8	733	23,6	1.254	35,9
Otros indirectos (d)	2.721	-6,8	3,0	209	-4,5	481	2,2
Otros ingresos (e)	23.322	-51,1	-6,3	1.786	57,6	3.604	83,2
2 Pagos no financieros	160.796	5,5	2,5	21.077	-2,2	32.705	-0,5
Personal	15.638	0,5	1,0	1.233	-26,1	2.565	11,5
Compras	3.200	-9,3	-7,3	215	0,1	284	-12,1
Intereses	28.407	9,0	28,9	8.519	10,5	8.731	9,9
Transferencias corrientes	101.156	5,9	-6,5	8.996	-12,8	18.525	-8,8
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—	—	—
Inversiones reales	5.930	-12,3	-45,1	630	-38,4	643	-46,1
Transferencias de capital	6.464	31,5	38,6	1.484	142,6	1.957	148,2
3 Saldo de caja (3 = 1 – 2)	-39.678	—	—	-15.856	—	-11.392	—
Saldo no financiero en términos de CN	-45.446	—	—	-6.088	—	-12.404	—
Pro memoria: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
<b>TOTAL</b>	<b>160.922</b>	<b>0,1</b>	<b>6,2</b>	<b>8.850</b>	<b>-6,0</b>	<b>28.114</b>	<b>6,5</b>
IRPF	69.946	-1,0	4,6	10.226	10,7	15.503	10,4
Sociedades	19.964	-6,9	11,8	-3.161	-179,4	-3.791	-68,6
IVA	51.939	2,9	5,6	6	—	13.055	12,4
Impuestos especiales	19.073	4,7	7,2	1.779	9,4	3.346	12,0

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a En términos de caja.  
b Niveles de los Presupuestos Generales del Estado para 2014 respecto a la liquidación de 2013.  
c Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.  
d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.  
e Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

La moderación de la inflación española en el primer trimestre de 2014, medida en términos del IAPC que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, fue más pronunciada que la de la UEM; de modo que el diferencial, favorable a España, pasó entre diciembre y marzo de -0,7 pp a -1,1 pp (véase gráfico 22). Entre los componentes de este indicador, se redujeron los diferenciales de los precios de los alimentos elaborados y de los servicios en 1,1 pp y 0,4 pp, hasta -1 pp y -1,5 pp, respectivamente. Por su parte, el diferencial de precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo estable en -0,5 pp. Esta reducción del diferencial medido por el IPSEBENE se trasladó parcialmente al diferencial en términos del IAPC general, que pasó, entre diciembre y marzo, de -0,5 pp a -0,7 pp. En concreto, los diferenciales de los precios energéticos y de los alimentos no elaborados repuntaron 0,5 pp y 1 pp, hasta situarse en 0,7 pp y 1 pp, respectivamente.

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Presupuesto Inicial 2014 (b)	Ejecución			
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene	Variación porcentual ene	2014 ene-feb	Variación porcentual ene-feb
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	121.274	2,3	1,8	12.189	3,4	21.916	-8,6
Cotizaciones sociales	98.093	-2,9	4,8	8.706	-2,3	16.802	-1,2
Transferencias corrientes	18.424	52,7	-12,1	2.590	1,6	4.116	-28,9
Otros ingresos	4.757	-11,5	-7,0	893	166,7	998	-15,8
2 Pagos no financieros	130.181	4,7	2,3	9.009	4,2	18.425	5,2
Personal	2.247	-1,0	3,5	137	-3,3	302	-3,2
Compras	1.438	-4,5	9,5	47	-5,1	159	2,8
Transferencias corrientes	125.783	5,0	2,1	8.823	4,4	17.957	5,5
Pensiones contributivas (c)	108.580	4,9	3,2	7.944	4,4	15.935	3,9
Incapacidad temporal	7.675	-5,7	-36,4	336	-0,8	678	-2,0
Resto	9.528	17,2	20,6	543	8,3	1.344	35,6
Otros gastos	713	-6,8	16,3	2	-84,1	8	-54,0
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-8.907	—	—	3.180	—	3.490	—
Saldo no financiero en términos de CN	—	—	—	—	—	—	—
En porcentaje del PIB nominal anual	-1,2	—	—	—	—	—	—
Pro memoria							
Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE)							
Cotizaciones sociales	18.579	-3,4	0,0	1.540	-6,5	3.035	0,0
Prestaciones por desempleo	31.221	-4,9	-5,7	2.537	-12,2	4.938	-13,3
Sistema de Seguridad Social y SPEE							
Cotizaciones sociales	116.673	-3,0	4,1	10.246	-2,9	19.837	-1,0

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

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Niveles de los Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para 2014 respecto a la liquidación 2013.

c Incluye las aportaciones del Estado para el complemento de mínimos.

El índice de precios industriales ha acentuado su trayectoria de moderación en los últimos meses y muestra una variación negativa en febrero, del 2,9 %, frente al incremento del 0,6 % en diciembre. Sus principales componentes registraron ritmos de variación negativos, de mayor magnitud en el caso del componente energético. Los precios de importación de productos industriales también intensificaron su senda de descenso, aunque de forma menos acusada, ya que en febrero cayeron en términos interanuales un 3 %, frente al 2,5 % de diciembre; mientras que los precios de exportación de productos industriales mostraron un abaratamiento más pronunciado, con una disminución del 4,4 % en términos interanuales en febrero, frente a una caída del 2,7 % en diciembre.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible para el agregado del sector de las AAPP, referida al cierre del año 2013 (véase cuadro 5), refleja una mejora adicional de la posición de las finanzas públicas. Así, los efectos de las medidas de consolidación fiscal permitieron que, a pesar del contexto de marcada debilidad económica, el déficit de las AAPP (sin tener en cuenta el impacto transitorio de las transferencias de capital a las instituciones financieras) se redujera ligeramente, en dos décimas del PIB, con respecto al año 2012 (véase cuadro 5). De este modo, el saldo negativo de las AAPP se situó finalmente en

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	2014 Presupuestos iniciales (b)	2014 Presupuestos iniciales (b)	Ejecución
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene
	1	2	3	4
1 Ingresos no financieros	123.493	127.638	3,2	—
Recursos del sistema sujetos a entregas a cuenta y liquidación	84.779	82.670	-2,6	—
Recursos tributarios no sometidos al sistema	20.462	22.068	7,3	—
Impuesto s/ sucesiones y donaciones	2.792	2.631	-6,2	—
ITP y AJD	5.542	6.561	15,5	—
Impuesto sobre el patrimonio	1.085	1.042	-4,1	—
Impuesto sobre hidrocarburos, tramo autonómico	1.210	1.273	4,9	—
Impuesto s/ determinados medios de transporte	323	453	28,7	—
Resto de impuesto directos e indirectos	4.924	5.669	13,1	—
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.584	4.438	-3,3	—
Recursos tributarios no sometidos al sistema	18.253	22.900	20,3	—
Transferencias corrientes no incluidas en el sistema	12.681	13.533	6,3	—
Ingresos patrimoniales	702	2.012	65,1	—
Enajenación de inversiones reales	573	2.455	—	—
Transferencias de capital	4.298	4.900	12,3	—
2 Pagos no financieros	138.659	139.178	0,4	—
Pagos corrientes	126.388	125.705	-0,5	—
Gastos de personal	52.608	53.501	1,7	—
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.708	27.643	-0,2	—
Gastos financieros	7.289	8.889	18,0	—
Transferencias corrientes	38.782	35.277	-9,9	—
Fondo de contingencia y otros imprevistos	0	394	—	—
Pagos de capital	12.271	13.473	8,9	—
Inversiones reales	5.641	5.940	5,0	—
Transferencias de capital	6.631	7.533	12,0	—
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-15.166	-11.540	—	—
Saldo no financiero en términos de Contabilidad Nacional	-15.781	—	—	-1.176

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Niveles de los Presupuestos Generales de las Comunidades Autónomas para 2014 respecto a la liquidación de 2013.

el 6,6 % del PIB en el pasado ejercicio, una décima por encima del objetivo del 6,5 % del PIB establecido por el Consejo Europeo en julio de 2013.

En términos de su composición, la mejora observada en el saldo de las AAPP el año pasado se debió al aumento de los ingresos, de seis décimas de PIB, dado que los gastos se elevaron cuatro décimas, excluyendo el impacto transitorio de las transferencias de capital relacionadas con las ayudas a las instituciones financieras. El aumento en términos nominales de los ingresos públicos en 2013 fue de 3,7 mm de euros. Ello se debió al incremento de la recaudación impositiva, como resultado de las medidas adoptadas —que la Agencia Tributaria estima en cerca de 12 mm—, que compensaron el efecto sobre los ingresos impositivos derivado de la debilidad de las bases imponibles. Por su parte, los gastos se incrementaron en 1 mm. No obstante, dado que la carga de intereses y las prestaciones sociales aumentaron,



Millones de euros

		Enero		Tasa de variación
		2013	2014	2014/2013 (b)
Ingresos	Cuenta corriente	30.278	31.468	3,9
	Mercancías	18.011	18.882	4,8
	Servicios	7.753	8.373	8,0
	Turismo	2.686	2.890	7,6
	Otros servicios	5.067	5.483	8,2
	Rentas	2.801	2.637	-5,8
	Transferencias corrientes	1.714	1.576	-8,1
	Cuenta de capital	889	427	-52,0
	Cuentas corriente + capital	31.167	31.895	2,3
Pagos	Cuenta corriente	33.531	35.052	4,5
	Mercancías	20.927	20.938	0,1
	Servicios	5.505	5.714	3,8
	Turismo	743	791	6,5
	Otros servicios	4.762	4.922	3,4
	Rentas	4.403	5.730	30,2
	Transferencias corrientes	2.696	2.669	-1,0
	Cuenta de capital	605	113	-81,3
	Cuentas corriente + capital	34.135	35.165	3,0
Saldos	Cuenta corriente	-3.252	-3.584	-331
	Mercancías	-2.917	-2.057	860
	Servicios	2.248	2.659	411
	Turismo	1.943	2.098	156
	Otros servicios	305	561	255
	Rentas	-1.602	-3.093	-1.491
	Transferencias corrientes	-982	-1.093	-111
	Cuenta de capital	285	314	29
	Cuentas corriente + capital	-2.968	-3.270	-302

FUENTE: Banco de España.

a Datos de avance en enero de 2014.

b Variaciones absolutas para los saldos.

en conjunto, en cerca de 6 mm, el ajuste efectivo del resto de rúbricas ascendió a unos 5 mm, que se concentró, principalmente, en las partidas de gastos de capital.

Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB aumentó, según la metodología del PDE, en cerca de 8 pp en 2013, hasta el 93,9%. Este ascenso fue el resultado de la confluencia de un déficit primario aún elevado, el incremento de la carga de intereses y la caída del PIB nominal.

En relación con la ejecución presupuestaria del primer trimestre de este año, se dispone solo de información parcial. En particular, según la IGAE, el déficit consolidado en Contabilidad Nacional de Administración Central, Seguridad Social y CCAA se habría situado en enero en el 0,47 % del PIB, frente al 0,53 % del mismo mes de 2013 (véase cuadro 5). Por su parte, el déficit de caja del Estado acumulado en los dos primeros meses del año se situó en 11,4 mm de euros, 4 mm menos que en el mismo período de 2013 (véase cuadro 6). Esta corrección fue menos pronunciada según los datos de Contabilidad Nacional, de acuerdo con los cuales el déficit del Estado en el primer bimestre

de 2014 ascendió a 12,4 mm, 1,7 mm por debajo de la cifra alcanzada en el período análogo de 2013.

En cuanto al Sistema de Seguridad Social, se observó un superávit en la contabilidad presupuestaria de 3,5 mm de euros hasta febrero (véase cuadro 7). En cualquier caso, hay que tener en cuenta que las cifras de los primeros meses del año suelen ser escasamente indicativas de la evolución de la ejecución presupuestaria en el conjunto del ejercicio<sup>5</sup>.

#### 4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

En enero de 2014<sup>6</sup>, según la estimación de avance de la Balanza de Pagos, la economía española registró una necesidad de financiación ligeramente superior a la estimada para el mismo mes de 2013. En concreto, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital se situó en 3,3 mm de euros, frente a los 3 mm en enero del ejercicio anterior (véase cuadro 9). Por componentes, el mayor déficit exterior se explicó por la ampliación del saldo negativo de transferencias corrientes y, sobre todo, por el incremento del déficit de rentas. Esta evolución compensó la reducción del déficit comercial y el aumento del superávit de servicios.

El saldo negativo de la balanza comercial se redujo un 30 % en términos interanuales, hasta situarse en 2,1 mm de euros, por la disminución de la factura energética, ya que el superávit no energético descendió ligeramente en enero de 2014. El saldo positivo de la balanza de servicios se incrementó un 18 %, hasta 2,7 mm de euros, gracias al ascenso de los superávits tanto de turismo como de los servicios no turísticos. El déficit de la balanza de rentas se amplió sustancialmente, un 94 %, hasta situarse en 3,1 mm de euros, mientras que el saldo negativo de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 11 %, alcanzando 1,1 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se mantuvo relativamente estable en 0,3 mm de euros.

---

5 Por lo que hace referencia a la ejecución presupuestaria de las Comunidades Autónomas en términos de Contabilidad Nacional, la última información disponible en la fecha de cierre del presente informe trimestral corresponde al cierre del año 2013 (véase cuadro 8).

6 En el año 2014 los países de la UE adoptarán el nuevo Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (MBP6), de forma coordinada con la entrada en vigor del nuevo Manual de Cuentas Nacionales. España, como otros países europeos comenzará a difundir datos de la Balanza de Pagos con el nuevo MBP6 en septiembre u octubre de este año. En ese momento se incorporarán también todos los cambios derivados del nuevo sistema de información que el Banco de España está desarrollando por la desaparición del sistema tradicional, que estaba basado, en gran medida, en la declaración por parte de los bancos de las transacciones transfronterizas. Por lo tanto, hasta que en el otoño se completen estos cambios, los métodos de estimación y las cifras de la Balanza de Pagos tienen carácter provisional y podrían estar sujetos a revisiones superiores a las habituales.

## 5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

### 5.1 Rasgos más destacados

Durante el primer trimestre de 2014 se prolongó la senda de mejoría de las condiciones en los mercados financieros. Los tipos de interés de la deuda pública española y sus diferenciales con respecto a la referencia alemana siguieron reduciéndose, así como también la rentabilidad y las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado, al tiempo que se elevaron las cotizaciones bursátiles en un contexto de reducida volatilidad. De este modo, a finales de marzo la rentabilidad de las obligaciones del Tesoro a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana con el mismo vencimiento se situaban, respectivamente, alrededor del 3,3 % y los 170 pb, niveles unos 90 pb y 55 pb inferiores a los de finales de 2013 (véase gráfico 23). En los mercados bursátiles, el IBEX-35 se revalorizó durante este mismo período un 4,3 %, ganancia superior a la del EUROSTOXX 50 (1,7 %) y a la del S&P 500 (1,3 %). En el mercado interbancario, los tipos de interés se mantuvieron en cotas reducidas en todos los plazos, sin registrar variaciones significativas. Así, a finales de marzo el euríbor a un año se situaba en el 0,6 %, 3 pb por encima del nivel de finales de diciembre.

En la parte transcurrida de abril, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha continuado descendiendo, y también lo ha hecho, aunque en menor medida, el diferencial con la del bono alemán al mismo plazo. En los mercados bursátiles, el IBEX-35 ha mostrado un ligero retroceso, evolución que está en línea con la del EUROSTOXX 50 y la del S&P 500.

Según la información más reciente publicada por el Ministerio de Fomento, la caída del precio de la vivienda libre continuó moderándose en los meses finales de 2013. Así, la tasa de retroceso interanual se situó en diciembre en el 4,2 %, 0,3 pp inferior a la registrada en septiembre (véase gráfico 23). La información todavía incompleta para el primer trimestre que ofrecen otras fuentes sugiere que en los primeros meses de este año se ha prolongado la senda de minoración del ritmo de descenso interanual del valor de los inmuebles.

Entre finales de 2013 y febrero de 2014 (último dato disponible), el coste de los créditos a los hogares aumentó ligeramente, tanto el de los destinados a adquisición de vivienda como el de aquellos para consumo y otros fines (véase gráfico 23), mientras que el tipo de interés aplicado a las sociedades no financieras apenas varió. El nivel de los tipos de interés de los préstamos sigue, por tanto, en niveles relativamente elevados para el tono expansivo de la política monetaria, algo que está influido tanto por los problemas de fragmentación financiera del área del euro como por la propia situación de debilidad de la economía española (véase recuadro 6).

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a febrero, siguen evidenciando descensos en los saldos. En el caso de los fondos captados por los hogares se perciben algunos signos de estabilización en el ritmo de contracción, tras la pauta de progresiva intensificación de la caída que se venía observando desde principios de 2011. Así, en los primeros meses de 2014 dicho retroceso se situó en registros próximos a los de finales de 2013 (en torno al 5 %, en términos interanuales). En el caso de las sociedades no financieras, la evolución más reciente del ritmo de disminución del crédito muestra una cierta volatilidad, en parte asociada a operaciones atípicas puntuales que no guardan relación con la situación del mercado de crédito<sup>7</sup> y que impiden

<sup>7</sup> En particular, se trata de operaciones realizadas por algunas entidades con sociedades no financieras pertenecientes a sus grupos financieros.

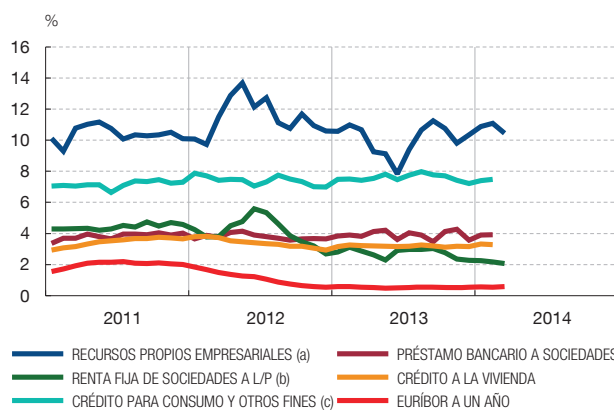
ÍNDICES BURSÁTILES



DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



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

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

valorar si la pauta de moderación del retroceso que se observó en el segundo semestre de 2013 ha sufrido alguna modificación.

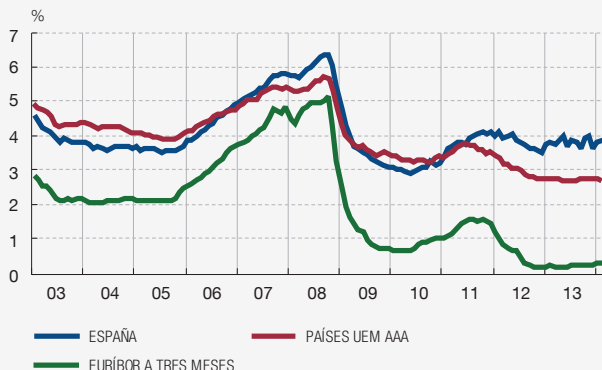
En el cuarto trimestre de 2013, las ratios de endeudamiento y de carga financiera de empresas y familias siguieron descendiendo. La riqueza neta de los hogares apenas varió, como resultado de un incremento del valor de los activos financieros netos similar al retroceso del patrimonio inmobiliario. Por su parte, en el caso de las sociedades, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) revelan un aumento de su resultado ordinario neto, que se tradujo en un repunte de la rentabilidad media sobre activos y capital. La información de avance para el primer trimestre de 2014 apunta a que durante este período se habrían seguido reduciendo las ratios de endeudamiento y de carga financiera de ambos sectores.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se tradujo en un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento y de carga financiera en los meses finales de 2013, hasta alcanzar el 93,9 % y el 3,6 %, respectivamente,

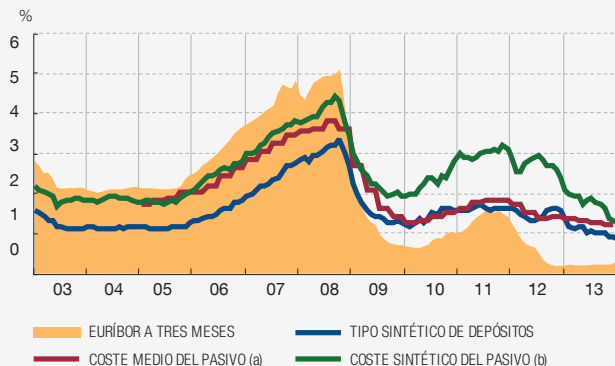
Desde comienzos de 2012 los tipos de interés medios de las nuevas operaciones de crédito bancario en España apenas se han

reducido (véase gráfico 1) y se sitúan en niveles relativamente elevados, tanto con respecto a los registrados en el núcleo de países

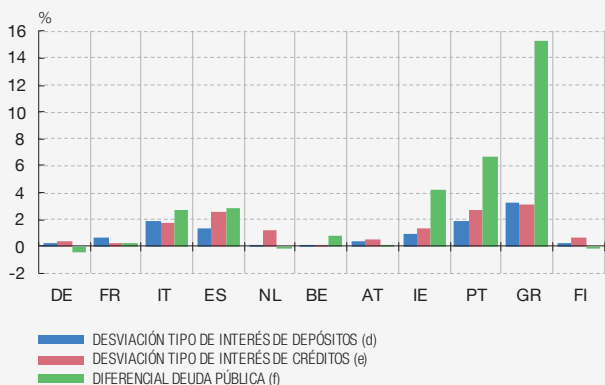
1 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EURÍBOR



2 COSTE DEL PASIVO Y EURÍBOR



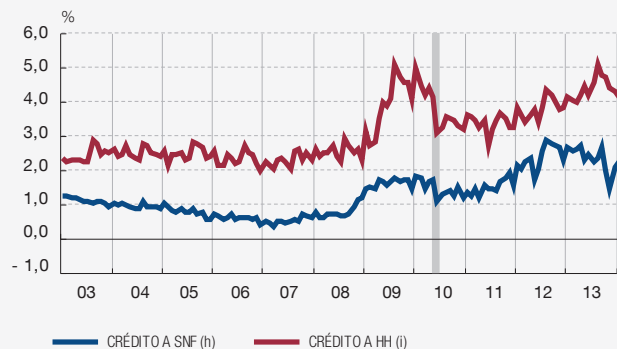
3 DESVIACIONES CON RESPECTO A LA RELACIÓN HISTÓRICA CON EL EURÍBOR Y DIFERENCIAL DE DEUDA SOBERANA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (c)



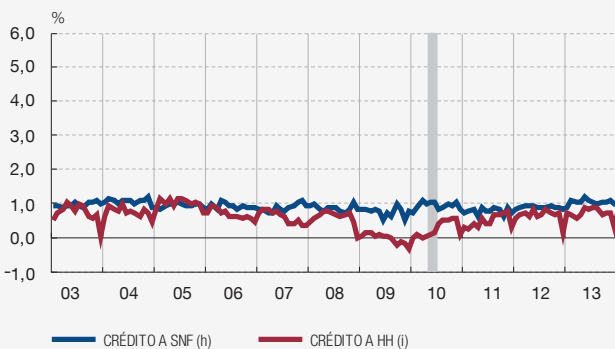
4 MARGEN ENTRE EL TIPO SINTÉTICO DEL CRÉDITO Y EL COSTE DEL PASIVO



5 DIFERENCIAL EN EL TIPO DE INTERÉS POR NIVEL DE RIESGO. ESPAÑA (g)



6 DIFERENCIAL EN EL TIPO DE INTERÉS POR NIVEL DE RIESGO. PAÍSES AAA DE LA UEM (g)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Costes financieros (en cuenta de pérdidas y ganancias) dividido por activo total medio.
- b Media del tipo sintético de los depósitos y de la rentabilidad de los valores de renta fija, ponderados por su peso relativo en la financiación del saldo vivo del crédito.
- c Media del período 2011-2013. La desviación media es la diferencia entre el tipo de interés observado y el que se deduciría de la relación dinámica entre dicho tipo de interés y el euríbor, estimada con datos hasta el tercer trimestre de 2008.
- d Tipo de interés de los depósitos a plazo de hogares y sociedades no financieras hasta un año.
- e Tipo de interés de los nuevos créditos a sociedades no financieras, por importe inferior a 1 millón de euros y con plazo de fijación del tipo de interés de hasta un año.
- f Rentabilidad de la deuda del Estado a diez años menos IRS a diez años.
- g En junio de 2010 hay una ruptura en las series por un cambio metodológico.
- h Tipo de interés sintético. Diferencia entre el tipo medio en operaciones para consumo y otros fines y tipo medio en operaciones para vivienda.
- i Tipo de interés hasta un año. Diferencia entre el tipo medio en operaciones de menos de 1 millón de euros (principalmente, a pymes) y el tipo medio en operaciones de importe superior.

de la UEM como en relación con el tono expansivo de la política monetaria del área. Las implicaciones de estos mayores costes financieros en comparación con los de nuestros homólogos europeos justifican un análisis de sus determinantes.

Existen diversos factores que podrían explicar este comportamiento. Así, desde un punto de vista teórico, los tipos de interés de las nuevas operaciones bancarias se forman, principalmente, a partir del coste marginal de los pasivos que financian los nuevos préstamos más unas primas de riesgo acordes con las probabilidades de impago de los prestatarios. Adicionalmente, algunas entidades de crédito podrían intentar trasladar parcialmente a su clientela otros costes específicos, como los derivados de la necesidad de provisionar su cartera preexistente, de aumentar su capital (en el caso de las entidades más débiles), etc. A continuación se aporta evidencia que muestra la importancia que tienen los costes de financiación y las primas de riesgo para explicar los elevados tipos de interés del crédito en España.

Comenzando por los primeros, a lo largo de 2013 la tendencia de los costes de financiación de la banca ha sido decreciente, si bien con distinta intensidad en unos instrumentos y otros. Los rendimientos medios exigidos en la emisión de valores de renta fija a medio y largo plazo (aproximados por el IRS a cinco años más una media ponderada de las primas de los CDS de un conjunto de bancos españoles) se redujeron en 163 pb. El coste de los depósitos a plazo y el de los pagarés lo hicieron en menor medida (124 pb y 110 pb, respectivamente), y el de los depósitos a la vista permaneció sin cambios. En este contexto, el gráfico 2 muestra tres medidas alternativas del coste global de financiación de la banca española, calculadas con distintas ponderaciones de unos y otros instrumentos. Si bien en todos los casos se observa un descenso en el coste, resulta destacable también que, históricamente, este permanece elevado en relación con los tipos de interés del mercado monetario determinados por las expectativas sobre la política monetaria. En relación con los existentes en el conjunto de países de la UEM cuyos soberanos mantienen una calificación crediticia de AAA, en el último trimestre de 2013 el tipo medio de los depósitos bancarios en España se situaba todavía 40 pb por encima y la prima media de los CDS de los bancos españoles era mayor en 75 pb.

En relación con los factores determinantes de esos mayores costes de financiación en España y su repercusión en los tipos de interés del crédito, el gráfico 3 muestra los resultados de una comparación internacional dentro de la UEM. Se toman como ejemplo los tipos de interés de los créditos a sociedades no financieras de menos de 1 millón de euros y con plazo de fijación del tipo de interés de hasta un año, por un lado, y los tipos medios de los depósitos a plazo hasta un año de hogares y sociedades no financieras, por otro<sup>1</sup>. En cada caso se representa la desviación media, durante los últimos

tres años (2011-2013), de los tipos efectivamente observados con respecto de los que resultarían de la extrapolación dinámica de un modelo que recoge la relación histórica (hasta el tercer trimestre de 2008) entre dichos tipos de interés y el euríbor a tres meses. Como puede observarse, existe una elevada relación entre las desviaciones por países de los tipos de interés del crédito y las de los depósitos (coeficiente de correlación del 0,88). Asimismo, la correlación entre las desviaciones con respecto de su comportamiento histórico de los tipos de interés de los depósitos y el nivel de las primas de riesgo soberano (también representadas en el gráfico) es igualmente elevada (0,92), indicando que las tensiones en los mercados de deuda soberana, y su traslación a los costes de financiación de la banca en los distintos países, han debido desempeñar un papel importante en la explicación de los mayores tipos de interés del crédito en España y en otros países del área sujetos a tensiones.

Ahora bien, desde mediados de 2012 se registra una ampliación del margen existente entre la rentabilidad de los nuevos créditos y el coste global de financiación de los bancos españoles (véase gráfico 4, donde dicho margen se calcula para las tres medidas distintas de coste presentadas en el gráfico 2). No obstante, esta ampliación se produce desde niveles en general reducidos. La valoración de estos márgenes resulta complicada<sup>2</sup>. Debe tenerse en cuenta que dicho margen ha de remunerar el mayor riesgo de crédito de las operaciones en un contexto de debilidad del crecimiento económico (que se traduce en unas pérdidas potenciales por impagos superiores y una incertidumbre más alta) y debe cubrir los mayores costes asociados al incremento de los requerimientos de capital, tras los cambios introducidos en la regulación a escala internacional. Ambos factores justificarían, por tanto, un margen más elevado en relación con el período expansivo anterior a la crisis.

Un indicio de la mayor importancia de las primas por riesgo de crédito es la notable ampliación del diferencial entre los tipos de interés aplicados por las entidades españolas en las nuevas operaciones, según su nivel de riesgo (véase gráfico 5), lo cual estaría relacionado con la situación económica de nuestro país y habría contribuido a mantener unos costes relativamente elevados del crédito bancario. Esta ampliación, o bien no se produce, o lo hace en mucha menor medida en los países de la UEM con calificación crediticia AAA (véase gráfico 6).

En resumen, pues, y con todas las cautelas debidas, el nivel actual de los tipos de interés del crédito en España, relativamente elevado en relación con el tono de la política monetaria, estaría influido tanto por los problemas de fragmentación financiera del área del euro como por la propia situación de debilidad de la economía española. Cabría esperar, por tanto, que la consolidación de los avances recientes en ambos campos se tradujera en una reducción de la diferencia con los países de la UEM menos afectados por las tensiones.

1 A cambio de la menor generalidad del resultado, la elección de esos instrumentos concretos permite una mayor homogeneidad en la comparación entre países que si se utilizasen tipos sintéticos. En términos de la representatividad de los instrumentos elegidos dentro de cada país, las operaciones de crédito con plazo de fijación del tipo de interés de hasta un año representan como mínimo un 38 % del total de operaciones con sociedades no financieras por valor de menos de 1 millón de euros, en cada uno de los países, para el conjunto de los últimos cinco años. En el caso de los depósitos a plazo hasta un año, estos suponen como mínimo un 78 % del total.

2 En la medida en que, en un contexto recesivo, las entidades aplican políticas de concesión de crédito más restrictivas (denegando fondos a aquellos prestatarios con mayor nivel de riesgo), la evolución observada de las primas medias de los préstamos efectivamente concedidos se ve afectada por efectos composición. Podría darse el caso incluso de que dichas primas creciesen justo cuando los bancos comienzan a elevar su oferta, debido a la realización, nuevamente, de operaciones con prestatarios de mayor riesgo.

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

CUADRO 10

Porcentaje del PIB (a)

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

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Indicador que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente.

en diciembre. Los datos más recientes, correspondientes al mes de febrero, recogen una ligera moderación en la tasa de expansión de la financiación de este sector, que se situó en el 8 %, 0,6 pp menos que en diciembre de 2013.

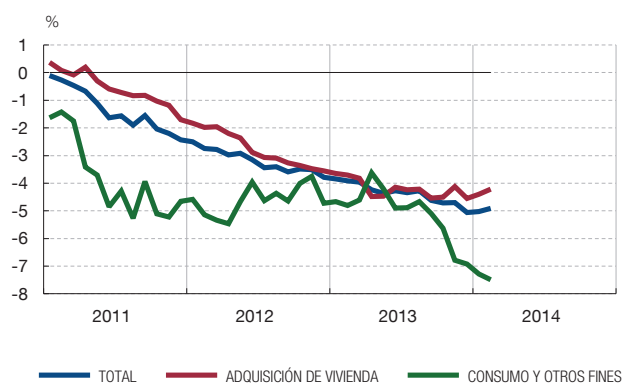
Durante el último trimestre del año, la cuenta financiera de la economía española frente al resto del mundo registró entradas netas de capital (excluyendo las operaciones del Banco de España), como resultado de un incremento de las tenencias del resto del mundo de pasivos emitidos por sectores residentes y de una desinversión de los agentes nacionales en activos foráneos. Conjuntamente con la capacidad de financiación que presentó la economía, que alcanzó el 3,1 % del PIB trimestral (1,5 % del PIB en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 10), estos movimientos determinaron una reducción del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo. La última información disponible de la Balanza de Pagos, correspondiente a enero, muestra que en dicho mes los inversores no residentes realizaron inversiones en la economía española por un importe algo superior a los 5.300 millones de euros, mientras que las tenencias de activos en el exterior de los agentes residentes, excluido el Banco de España, aumentaron en una cuantía próxima a los 9.700 millones de euros. Ello conllevó una salida neta de fondos, que, unida a las necesidades de financiación de la nación experimentadas ese mes, se reflejaron en un aumento de la posición deudora del Banco de España frente al exterior próximo a los 7 mm de euros.

## 5.2 El sector hogares

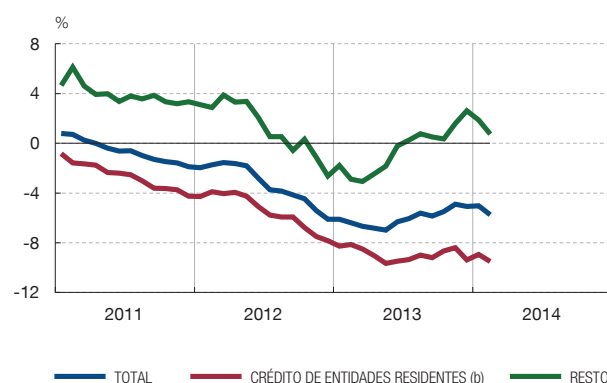
El coste de los préstamos concedidos a las familias aumentó ligeramente en los dos primeros meses del año, tanto en el caso de los recursos para la adquisición de vivienda (12 pb, hasta el 3,3 %) como en el de los destinados a consumo y otros fines (26 pb, hasta el 7,5 %).

La financiación a los hogares se contrajo en febrero un 4,9 %, en términos interanuales, cifra algo inferior al 5,1 % de diciembre (véase gráfico 24). El desglose por finalidades muestra que esta evolución fue resultado de la moderación del descenso del crédito para adquisición de vivienda (4,2 %, frente al 4,6 % de dos meses antes) y de la ligera intensificación del retroceso del destinado a consumo y otros fines (7,5 %, 0,6 pp más que al cierre del pasado año), aunque este último muestra tradicionalmente un comportamiento más volátil.

CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES



FUENTE: Banco de España.

- a El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la SAREB.  
 b Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

La ratio de endeudamiento sobre renta bruta disponible (RBD) de los hogares continuó descendiendo en el cuarto trimestre de 2013, como resultado de la caída de los pasivos y la estabilidad de los ingresos (véase gráfico 25). Esta evolución, junto con los menores pagos asociados a los pasivos (tanto por devolución de principal como por intereses), permitió que la carga financiera en relación con la RBD siguiese disminuyendo. El descenso de la tasa de ahorro bruto se habría visto compensado por el retroceso de las amortizaciones, de modo que la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la deuda apenas habría variado, aunque sigue en niveles reducidos. Por otra parte, la riqueza neta de las familias se mantuvo estable entre septiembre y diciembre, como resultado de un incremento en el valor de los activos financieros netos similar al retroceso del patrimonio inmobiliario.

De acuerdo con las cuentas financieras, en el cuarto trimestre de 2013 los hogares invirtieron en activos financieros en menor cuantía que en idéntico trimestre de 2012, por lo que, en términos acumulados de doce meses, dicha inversión se situó en el 0,8% del PIB, frente al 1,2% del trimestre anterior (véase cuadro 11). Las tendencias observadas en trimestres anteriores se mantuvieron, de forma que los depósitos y los fondos de inversión siguieron concentrando el grueso de la inversión (importes equivalentes al 2,9% y al 2,3% del PIB trimestral, respectivamente, y del 2,6% y el 1,5% en el conjunto de 2013), mientras que, en contraposición, las familias redujeron sus tenencias de valores de renta fija por un importe equivalente al 1,8% del PIB trimestral.

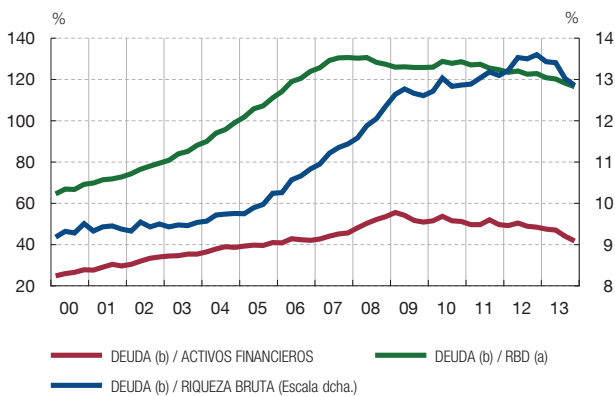
### 5.3 El sector de sociedades no financieras

El tipo de interés del crédito bancario a las sociedades no financieras apenas varió en los dos primeros meses del año. Así, en las operaciones de importe inferior a 1 millón de euros se mantuvo en el 5,2%, y en las de cuantía superior se elevó ligeramente (8 pb), hasta alcanzar el 3%. Por otra parte, en el conjunto del primer trimestre el coste de sus emisiones de renta fija a largo plazo descendió 21 pb, mientras que el de los recursos propios apenas varió.

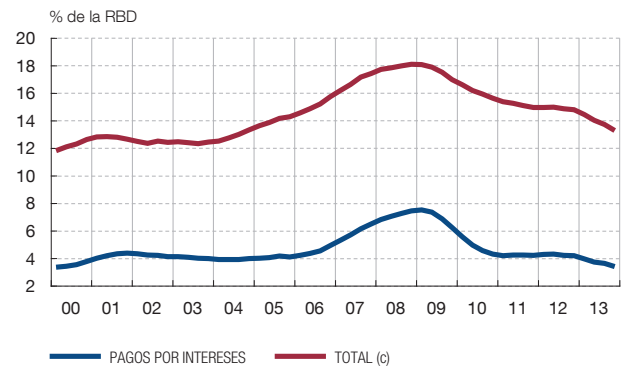
Desde finales de 2013, la tasa de contracción del crédito bancario ha presentado una evolución algo volátil, en parte asociada, como ya se ha señalado, a operaciones atípicas puntuales que no guardan relación con la situación del mercado de crédito. Esto impide valorar correctamente si la senda de moderación que se observó en el segundo semestre



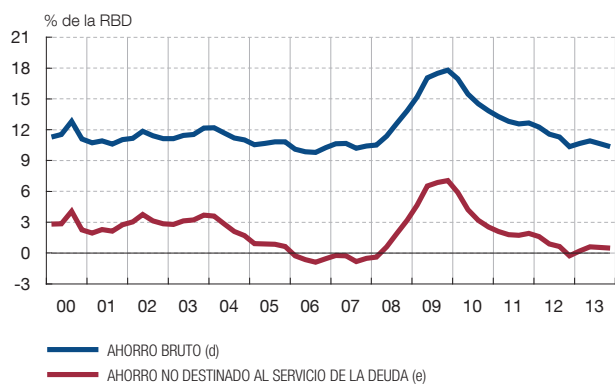
## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



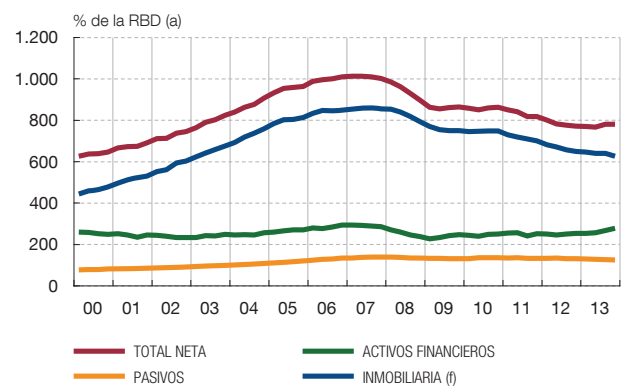
## CARGA FINANCIERA (a)



## AHORRO (a)



## RIQUEZA



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

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

de 2013 en esta variable se ha prolongado en los meses iniciales de 2014. Así, el ritmo de caída interanual del saldo de fondos obtenidos a través de esta vía se situó en febrero en el 9,5 %, prácticamente la misma cifra de diciembre. Sin embargo, la información sobre volúmenes brutos de las nuevas operaciones, indicador que no está afectado por las operaciones atípicas que se han mencionado, pero que presenta también potencialmente algunas distorsiones para el seguimiento del dinamismo del mercado crediticio<sup>8</sup>, apunta a una continuidad de la pauta de recuperación que se detectó durante el último tramo del pasado año en el segmento de los préstamos inferiores al millón de euros (en el que se sitúan mayoritariamente las transacciones con las pymes), que se ha traducido de hecho en tasas de crecimiento interanuales positivas.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cuarto trimestre, refleja que la contracción del saldo vivo de la financiación bancaria se moderó en todas las ramas de actividad, excepto en el sector de los servicios inmobiliarios, en el que la tasa de

<sup>8</sup> Así, por ejemplo, un acortamiento en los plazos de las operaciones se traduciría en un repunte de las operaciones, al producirse antes su vencimiento y renovación, pero no en una mayor financiación captada.

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

CUADRO 11

Porcentaje del PIB (a)

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

FUENTE: Banco de España.

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

disminución interanual pasó del 8,2 % al 12,5 %. Es interesante señalar que es precisamente en este tipo de actividad en el que se concentran las operaciones atípicas antes mencionadas. En la construcción, la industria y el resto de servicios, sin embargo, las caídas fueron del 13,4 %, 11,9 % y 5,4 %, respectivamente, 2,1 pp, 0,6 pp y 1,5 pp menos que en septiembre.

Por otra parte, la tasa de avance del saldo de los fondos captados a través de la emisión de valores de renta fija por las empresas y sus filiales residentes se redujo durante enero y febrero, hasta hacerse nula. De este modo, el retroceso del total de la financiación de las

sociedades no financieras (esto es, incluyendo, además del crédito de las entidades residentes, los títulos de renta fija y los préstamos exteriores) se situó en el 5,7 % en febrero, frente al 5,1 % de diciembre (véase gráfico 24).

La información más reciente de las cuentas financieras muestra que durante el cuarto trimestre de 2013 la posición acreedora del sector de sociedades no financieras aumentó, situándose, en términos acumulados de doce meses, en el 3,3 % del PIB (0,6 pp más que en septiembre) (véase cuadro 10). Esta evolución estuvo acompañada de un incremento de las adquisiciones de acciones y participaciones del sector en el resto del mundo, por lo que la «brecha de financiación» (indicador que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente) se situó en 1,4 % del PIB, frente al 1,7 % de septiembre.

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB continuaron reduciéndose durante el cuarto trimestre de 2013, como resultado del descenso de los recursos ajenos y el leve incremento del PIB (véase gráfico 26). Para la muestra de empresas colaboradoras con la CBT, durante 2013 se moderó el ritmo de contracción de la actividad y del valor añadido bruto en todas las ramas productivas, con la excepción de la energía, que se vio afectada por perturbaciones especiales que han dado lugar a una fuerte disminución de su valor añadido. Asimismo, los ingresos financieros aumentaron para las sociedades de esta muestra, mientras que los gastos de esta naturaleza descendieron. Esta evolución permitió que el resultado ordinario neto aumentase con respecto al ejercicio anterior (un 2,3 %, en contraste con la caída de los dos años previos). En este contexto, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios se incrementaron hasta el 5,9 % y el 8 %, respectivamente, frente al 5,5 % y al 7,4 % registrados en 2012. Esta elevación de los resultados, unida al retroceso de los pasivos, se tradujo en una caída de las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con las rentas generadas en los meses finales de 2013. En cambio, el apalancamiento en relación con los activos se incrementó ligeramente, influido por el retroceso de los activos de las sociedades de la muestra. Por su parte, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, que tienen en cuenta el efecto conjunto de la evolución de las variables financieras sobre estas magnitudes a escala micro, repuntaron ligeramente, manteniéndose en niveles elevados.

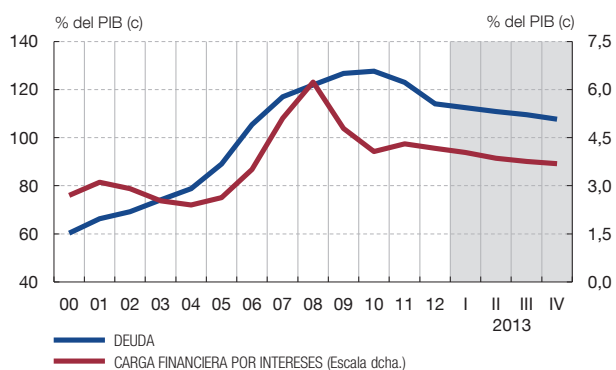
#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Los datos de las cuentas financieras muestran que las necesidades de financiación del sector público se redujeron 2,9 pp entre septiembre y diciembre de 2013, en términos acumulados de doce meses, hasta situarse en el 7,1 % del PIB (véase cuadro 10).

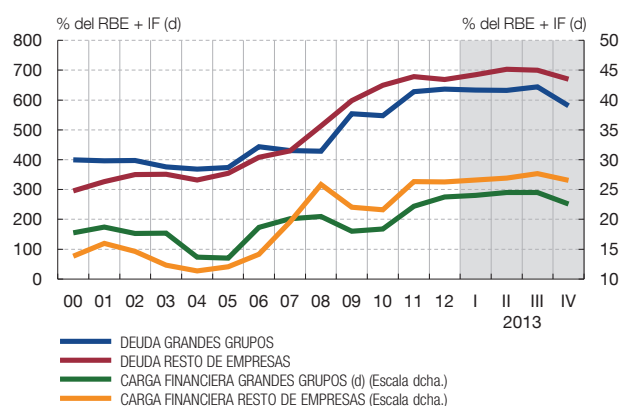
La principal vía usada por las AAPP para la captación de fondos fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que obtuvieron recursos equivalentes al 4,1 % del PIB trimestral (8,5 % del PIB en términos acumulados de doce meses, cifra 1,1 pp inferior a la registrada tres meses antes) (véase gráfico 27). En contraposición, descendió el saldo de créditos y de valores a corto plazo (4 % y 0,7 % del PIB trimestral, respectivamente). Por el lado del activo, el sector redujo sus depósitos y sus tenencias de valores, por un importe equivalente al 0,7 % y al 1,3 % del PIB anual, respectivamente.

La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se tradujo en un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento y de carga financiera en el cuarto trimestre de 2013, hasta alcanzar el 93,9 % y el 3,6 % del PIB, respectivamente. De acuerdo con los datos más recientes, correspondientes a febrero, la tasa de expansión de la deuda de este sector se redujo hasta el 8 %, 0,6 pp menos que en diciembre de

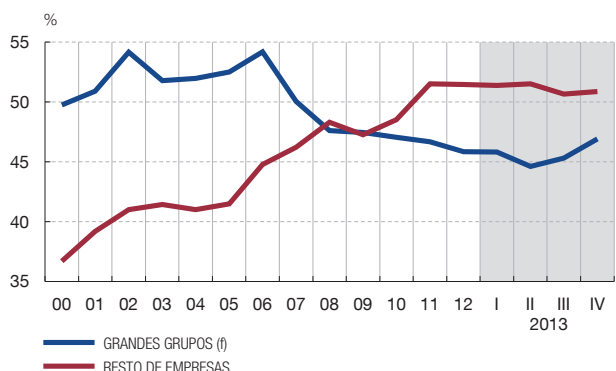
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



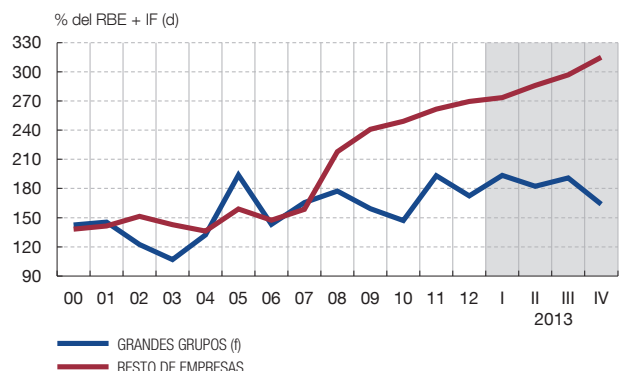
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



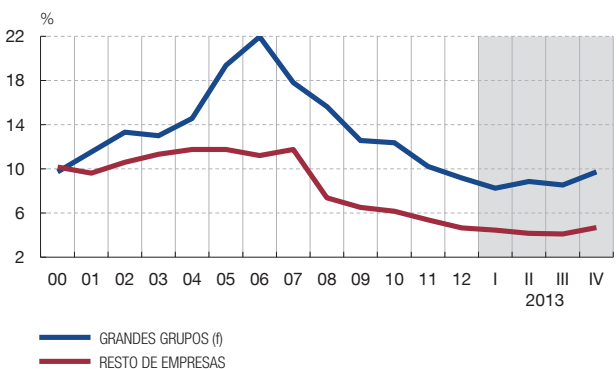
DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



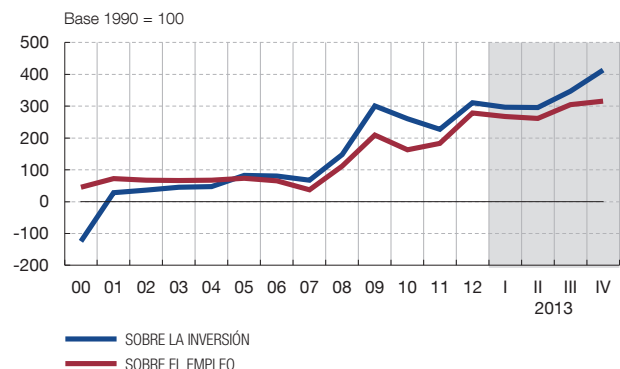
CARGA FINANCIERA TOTAL (g). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



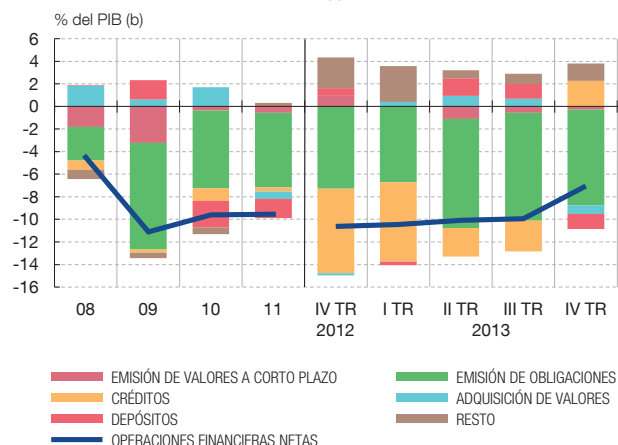
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (h)



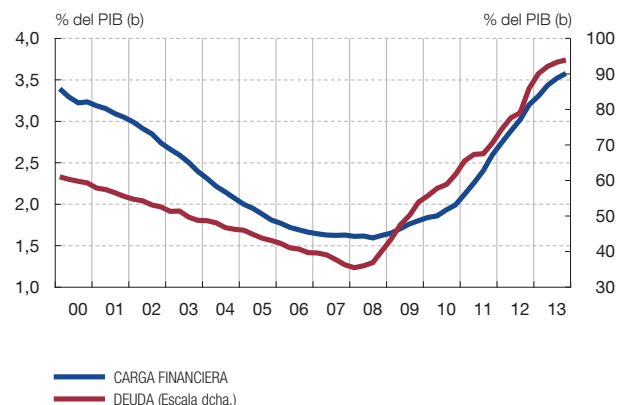
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS.  
CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

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

2013. Por instrumentos, la financiación mediante bonos y obligaciones siguió mostrando un elevado dinamismo (su ritmo de avance interanual se mantuvo algo por encima del 15%), mientras que, en contraposición, el saldo de los valores de corto plazo y de los créditos se redujo con respecto a doce meses antes (2% y 7,8%, respectivamente). El desglose por tenedores muestra que, en términos netos, entre diciembre y febrero los principales compradores de valores emitidos por el Estado fueron las entidades de crédito y los no residentes.

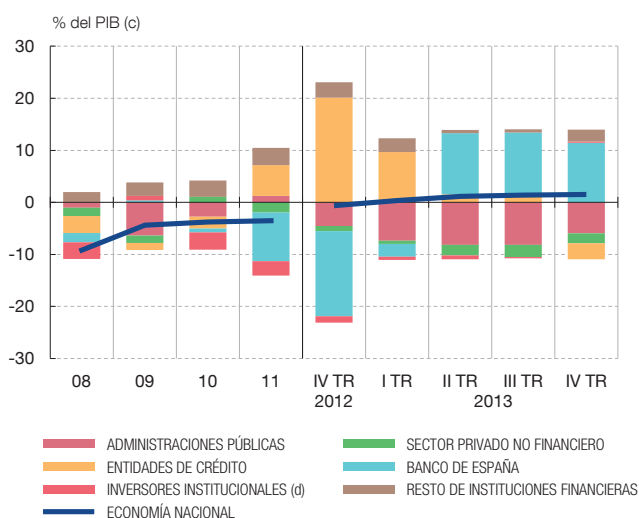
### 5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, entre septiembre y diciembre la economía española presentó una capacidad de financiación equivalente al 3,1% del PIB trimestral (0,9 pp superior a la de tres meses antes). De este modo, en términos acumulados de doce meses alcanzó el 1,5% del PIB (véase cuadro 10).

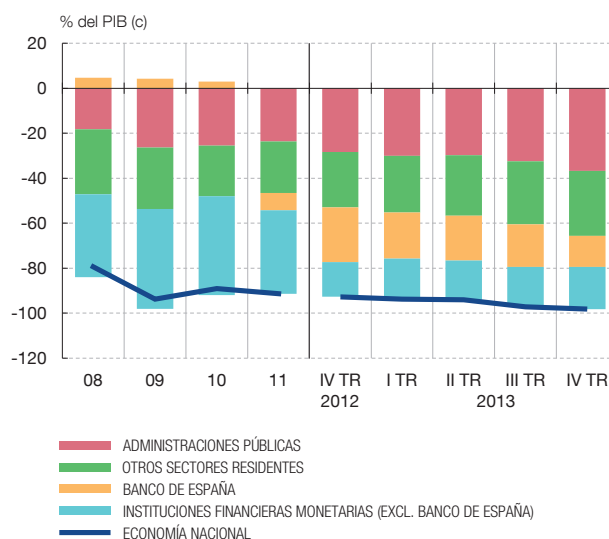
En el cuarto trimestre de 2013 se registró una entrada neta de capitales en la economía española, excluyendo las operaciones del Banco de España, como resultado del incremento de las tenencias del resto del mundo de pasivos emitidos por sectores residentes y, en menor medida, de la desinversión de los agentes nacionales en el exterior. Esta evolución, unida a la capacidad de financiación de la nación, se tradujo en un descenso del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo. Concretamente, esta partida se redujo por un importe equivalente al 11,5% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a enero, muestra un incremento de la exposición de los no residentes a la economía española (excluyendo el Banco de España) por importe algo inferior a la inversión en activos foráneos de los residentes. Estos desarrollos, junto con la necesidad de financiación que presentó la economía española en este mes, se reflejaron en un ligero incremento de la posición deudora del Banco de España frente al exterior.

Por el lado de los pasivos, el grueso de los fondos captados del exterior entre septiembre y diciembre se canalizó mediante valores de renta fija emitidos por las AAPP, que concentraron un flujo equivalente al 17,4% del PIB trimestral (6,2% del PIB en términos acumulados

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

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

de doce meses) y, en menor medida, a través de acciones y otras participaciones (5,5 % del PIB trimestral, 1 pp más que en septiembre, y 3,2 % del PIB en el conjunto de 2013). En línea con este desarrollo, la inversión directa del exterior en España aumentó 0,7 pp, hasta situarse en el 3,2 % del PIB trimestral (2,9 % del PIB, en términos acumulados de doce meses). En contraposición, disminuyó el saldo de financiación neta captada por las entidades de crédito en el mercado interbancario y con cámaras de contrapartida central, por un importe equivalente al 1,6 % del PIB trimestral, aunque en el conjunto del año la financiación obtenida por esta vía se incrementó por una cuantía equivalente al 2 % del PIB (véase cuadro 12).

Por otra parte, los sectores residentes redujeron sus tenencias de activos exteriores por un importe equivalente al 1,8 % del PIB trimestral entre septiembre y diciembre (5,5 % del PIB en el conjunto de 2013). La desinversión en el exterior se concentró en valores de renta fija (2,6 % del PIB, 0,8 % en términos acumulados de cuatro trimestres) y en los depósitos mantenidos por las entidades de crédito en el mercado interbancario (2,1 % del PIB del trimestre). En contraposición, la inversión en acciones y participaciones emitidas por no residentes fue positiva, y alcanzó un importe equivalente al 3,5 % del PIB trimestral. En línea con esta evolución, la inversión directa de España en el exterior se incrementó 2,9 pp, hasta alcanzar un importe equivalente al 3,8 % del PIB (1,9 % del PIB en términos acumulados de doce meses).

A pesar de la capacidad de financiación que presentó la nación, en el cuarto trimestre aumentó ligeramente la posición deudora neta, evolución que se explica por los efectos de valoración ligados a las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio (véase gráfico 28). Así, según la Posición de Inversión Internacional, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo se situó al cierre de 2013 en el 98,2 % del PIB, 1 pp más que en septiembre. Por sectores, esta evolución resultó

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

CUADRO 12

Porcentaje del PIB (a)

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

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Incluye operaciones *repo* bilaterales.

c Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

del aumento del saldo deudor de las AAPP y, en menor medida, de las instituciones financieras monetarias distintas del banco central y los otros sectores residentes, que superó el descenso de la posición deudora del Banco de España.

16.4.2014.

