

Febrero 2014

Sumario

1. Introducción
2. La recuperación se ha iniciado
3. ¿Qué hay detrás de la recuperación?
4. El precio de los activos en España
5. Conclusiones

España ante la recuperación

La economía española ha dejado atrás una larga crisis en el pasado año 2013, en cuya segunda mitad el PIB registró tasas de crecimiento positivas. Esta mejora de la actividad presenta pilares más sólidos que la tentativa recuperación de la primera parte de 2010. Entonces, la mejora de la actividad se sustanció en la actuación de la política fiscal, vía estabilizadores automáticos y decisiones discrecionales. Sin embargo, aquella expansión fiscal planteaba problemas de sostenibilidad de los niveles y ritmos de crecimiento de la deuda en algunos países, lo que generaba incertidumbres sobre la credibilidad de la zona euro y acabó provocando una crisis de deuda soberana. Entonces, la respuesta a la crisis pasó a centrarse en una estrategia deflacionaria, y los ajustes fiscales consiguieron a su vez una profundización de la recesión.

Este periplo ha acabado por conformar un nuevo consenso, focalizado ahora en transformar la zona euro en una unión económica. Esta revisión se inició en el Consejo Europeo de junio de 2012 que permitió, a su vez, ampliar el espacio de maniobra del BCE. Los avances en la unión bancaria y los compromisos del BCE están en la base de la mejora de la transmisión de la política monetaria. La reducción de los tipos de interés en los países periféricos como España y la caída de las primas de riesgo están permitiendo, además, aminorar el ritmo de consolidación fiscal. Todos estos cambios institucionales del modelo de unión monetaria, aun cuando todavía sean insuficientes, están detrás de una mejora sostenible de la actividad.

El país ha aprovechado este tiempo para abordar dos graves problemas generados en la última fase alcista: el elevado endeudamiento privado y la pérdida de competitividad. En primer lugar, el conjunto de la deuda de las sociedades no financieras y de los hogares se ha reducido en más de 33 puntos porcentuales del PIB, si bien aún se sitúa en tasas elevadas. Ese proceso no ha sido sencillo y ha exigido la recapitalización del sector financiero a través de una línea de crédito del MEDE de algo más de 40.000 millones de euros. En todo caso, todo ello ha permitido mejorar los índices de capitalización de las entidades de crédito, que ahora se encuentran en mejor posición para ofrecer financiación para la recuperación. En segundo lugar, los costes laborales unitarios han convergido de nuevo con el promedio de la eurozona, mediante reducción de los salarios y crecimientos notables de la productividad.

Es preciso reconocer, sin embargo, que esta mejora de los fundamentos de la economía durante este periodo de purga de los excesos previos ha generado problemas adicionales. Por una parte, la deuda pública ha crecido por encima del 90 por ciento del PIB. Por otra parte, la tasa de desempleo ha saltado por encima del 25 por ciento de la población activa. Ciertamente, ambas variables suponen dificultades añadidas para la recuperación pero la reducción de los tipos de interés y el inicio de la creación de empleo en la última parte de 2013, aun cuando el PIB mostró todavía aumentos modestos, permiten suavizar los efectos de ambas cuestiones. Así pues, en 2014 el PIB crecerá en el entorno del 1,0 por ciento y quizá más.

Por último, este largo ajuste de un lustro ha reducido sustancialmente los precios de los activos. Además, los problemas de endeudamiento privado, que han comenzado a moderarse a nivel agregado, mantienen sin embargo a parte del tejido empresarial ante dificultades de liquidez. De este modo, reducidos precios de los activos, problemas de liquidez y unas perspectivas de crecimiento positivas ofrecen un escenario muy favorable para la inversión.

Solchaga Recio & asociados

Plaza de la Independencia, 4
28001. Madrid
Telf.: +34 91 781 06 51
Fax: +34 91 577 39 94
www.solchagarecio.es

1. Introducción

La economía española ha atravesado un lustro de crisis económica, con dos recesiones concatenadas. El detonante, la caída de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008, paralizó los mercados internacionales de financiación con un impacto muy negativo sobre la economía global y el comercio, que fue más acentuado para las economías con elevados déficit por cuenta corriente. Ese fue el caso de la España, que por entonces presentaba unas necesidades anuales de financiación exterior superiores al 10 por ciento de su PIB. De este modo, el cierre de los mercados condujo a un *sudden-stop* de los flujos de financiación que paralizó completamente la economía española.

En ese momento, las autoridades públicas observaron la situación como un problema de liquidez que fue tratado con distintas medidas de apoyo, a la vez que se aumentaba el gasto público para evitar una caída pronunciada de la demanda interna. Sin embargo, la recesión acabó mostrando que los problemas financieros no eran sólo de liquidez, sino también de solvencia, y además el esfuerzo público acabó por tensionar también las condiciones de financiación del Estado.

En mayo de 2010, meses después de la implosión de la crisis griega, quedó patente que los niveles de endeudamiento público de los países de la eurozona muy apalancados con el exterior se habían convertido ya en otro hándicap para salir de la crisis. En ese momento, las autoridades afrontaron una crisis de balanza de pagos con tipos de cambio fijo (dentro de la eurozona) que exigió una agenda de ajustes fiscales y flexibilización interna, que indujera una deflación competitiva. Esta agenda permitió sostener la crítica situación financiera del sector público pero ha resultado también insuficiente para recuperar el crecimiento.

Sería, pues, el Consejo Europeo de junio de 2012 donde se reorientó la batalla contra la crisis y se pasó a centrar los esfuerzos en mejorar la integración de la eurozona con el objetivo de facilitar el funcionamiento de la política monetaria, suavizar el ritmo de ajuste fiscal y explotar las ventajas económicas de una

integración más sólida. Además, España solicitó la colaboración europea para sanear su sector financiero, que había intermediado entre los acreedores externos y la fuerte demanda de crédito local durante la fase expansiva. La recesión tornó en morosa gran parte de los activos bancarios, sobre todo los relacionados con el sector constructor e inmobiliario. El rescate bancario concluyó en 2013 con el uso de algo más de 40.000 millones de euros.

Después de este periplo, en los últimos meses, la economía española ha comenzado a estabilizarse y en la última parte de 2013 se han registrado crecimientos positivos de la actividad. La economía española ha dejado de necesitar financiación exterior y los *stocks* de deuda privada han comenzado a corregirse. Además, los costes laborales, que habían crecido por encima de la productividad, han convergido ya al promedio de la eurozona, y las exportaciones han continuado creciendo con dinamismo.

Por todo ello, las previsiones para 2014 apuntan ya a un crecimiento que podría superar el 1 por ciento y a un aumento, aunque modesto, del empleo neto. Además, esta mejora de la actividad se asienta sobre pilares más sólidos que en el pasado, de modo que la economía española ha superado, pues, el punto de inflexión, y parece llegado el momento oportuno para estudiar nuevas oportunidades de inversión.

2. La recuperación se ha iniciado

La economía española registró un crecimiento trimestral positivo en el tercer cuarto de 2013 (0,1 por ciento trimestral), rompiendo así la tendencia de nueve trimestres consecutivos de reducción de la actividad, y se habría acelerado al 0,3 por ciento trimestral en el cuarto. Esta mejora ha venido sostenida, tras el buen comportamiento de las exportaciones, por una mayor tracción del consumo privado respecto de lo previsto, así como por una recuperación en la inversión en bienes de equipo.

Siguiendo las últimas publicaciones de la contabilidad nacional, las exportaciones de bienes y servicios presentan un crecimiento trimestral anualizado promedio en los nueve primeros meses del año del 5,8 por ciento.

Además, la inversión en bienes de equipo habría registrado un crecimiento en el mismo periodo del 7,3 por ciento y el conjunto del consumo se habría mantenido estable (0,0 por ciento). Sólo la inversión en construcción continúa lastrando el conjunto del PIB. (Tabla 1).

Esta mejora se observa también en los índices sintéticos de actividad sectoriales que llevan registrando un semestre con crecimientos trimestrales positivos, a excepción del consumo que ha logrado retornar a incrementos de la actividad sólo en el tercer trimestre del año.

De esta manera, el crecimiento del Indicador Sintético de Actividad, agregado conjuntamente, se situó en el 0,7 por ciento interanual en el promedio de año 2013, con un crecimiento del 1,0 por ciento en el cuarto trimestre (gráfica 1).

Las series adelantadas apuntan también hacia una recuperación nítida de la actividad. Por un lado, los datos de consumo y ventas continúan mejorando, pese a los elevados niveles de desempleo. Por otro, la producción industrial y el índice de actividad del sector servicios muestran también esta mejora, especialmente en la segunda mitad del pasado año (gráfica 2).

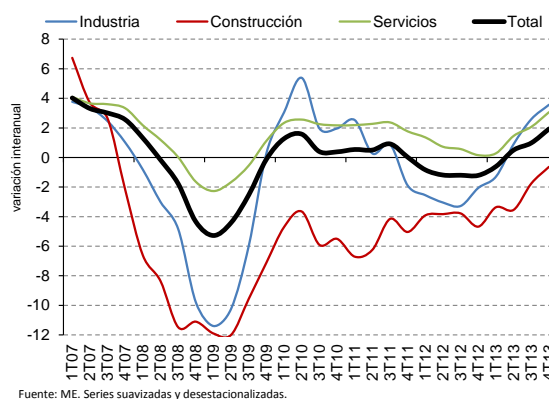
Tabla 1. Evolución trimestral del PIB

	3T12	4T12	1T13	2T13	3T13
Consumo Privado	-0,7	-2,0	-0,6	0,0	0,4
Consumo Público	-3,0	-0,3	1,3	-0,9	0,1
Inversión	0,2	-3,0	-1,6	-2,0	0,2
- Construcción	-1,3	-1,3	-3,7	-4,7	-1,0
- Bienes de equipo	1,7	-4,9	0,7	3,9	0,8
V. existencias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	6,5	0,6	-4,3	6,4	2,2
Importaciones	4,6	-2,6	-4,5	5,2	2,8
PIB	-0,4	-0,8	-0,4	-0,1	0,1

Fuente: INE

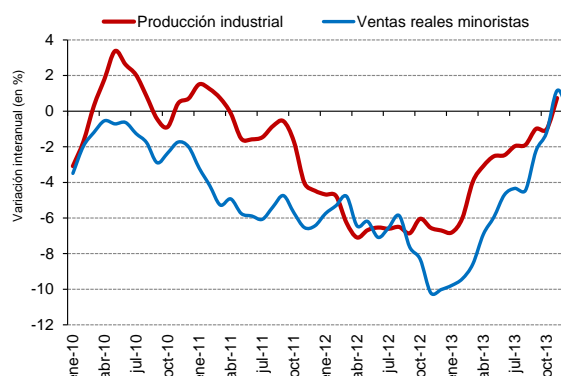
Por otra parte, los datos de carteras de pedidos o PMI (*Purchasing Managers Index*) apuntan en la misma línea. El PMI del sector manufacturero registró valores superiores a 50 (zona de expansión) ya en el segundo semestre, y alcanzó el máximo en enero de este año (último dato disponible). Mientras, el PMI de servicios entró en el territorio de expansión en el último cuarto del año, superando ya en noviembre el registrado en la eurozona (gráfica 3).

Gráfico 1. Indicador Sintético de Actividad



Fuente: ME. Series suavizadas y desestacionalizadas.

Gráfico 2. Producción industrial y comercio minorista



Fuente: INE. Series suavizadas y desestacionalizadas en media móvil de 3 meses.

En otro orden de cosas, los datos de comercio exterior continúan siendo muy positivos (gráfica 4). Las ventas nominales al exterior presentaron, en los once primeros meses del año, un crecimiento interanual del 5,4 por ciento frente al mismo periodo del ejercicio previo, por encima del incremento del 3,8 por ciento registrado en 2012. Estos datos son muy destacables ya que, en dicho periodo, se registraron caídas en los principales países de la zona euro, y del área en su conjunto (-0,4 por ciento), y superan también los de otros países desarrollados con monedas depreciadas frente al euro, como Reino Unido o Estados Unidos, cuyas exportaciones crecieron un 0,9 y un 2,4 por ciento, respectivamente.

Asimismo, España se afianzó en el segmento de tecnología media-alta, con un fuerte dinamismo

de los bienes de equipo, los automóviles o los productos químicos, que crecieron por encima del 14 por ciento interanual entre enero y noviembre. Por último, es importante señalar también la creciente diversificación geográfica de las exportaciones españolas, con un peso creciente de las economías asiáticas y africanas.

Como resultado de esta evolución, la economía española ya está creando empleo neto, aun cuando la recuperación es suave (*gráfico 5*). Este dato es muy importante dado que históricamente la economía española había necesitado tasas de crecimiento elevadas para generar empleo.

Gráfico 3. PMI Manufacturas y Servicios

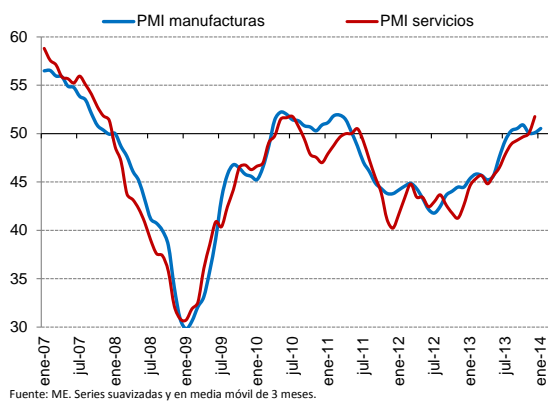
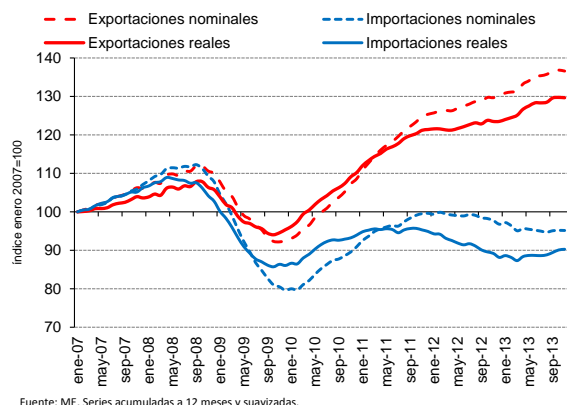


Gráfico 4. Exportaciones e importaciones de mercancías

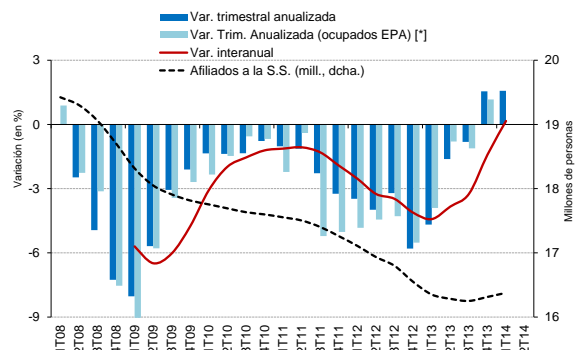


De hecho, las series mensuales de afiliados a la Seguridad Social muestran que el mercado laboral habría registrado un crecimiento del empleo en el cuarto trimestre de 2013 del 0,4 por

ciento trimestral, conducido por la mejora del sector servicios, que cifró una expansión del 0,5 por ciento trimestral. Además, la industria mostró una variación trimestral nula, de modo que sólo el sector constructor continúa destruyendo empleo a tasas relevantes (-0,4 por ciento trimestral). Estos datos han sido respaldados por las series de ocupados de la Encuesta de Población Activa, que muestran un aumento del empleo del 0,3 por ciento trimestral en ese último cuarto del pasado año.

Los datos de comienzo de año han proseguido la tendencia de reactivación, al aumentar la creación neta de empleo en enero un 0,2 por ciento mensual desestacionalizado. Ello dejó la tasa interanual en el 0,0 por ciento, por lo que la destrucción de empleo registrada entre enero y agosto de 2013 habría sido ya recuperada desde que comenzó el cambio de tendencia en el mercado laboral a partir de septiembre.

Gráfico 5. Evolución del empleo. Seguridad Social

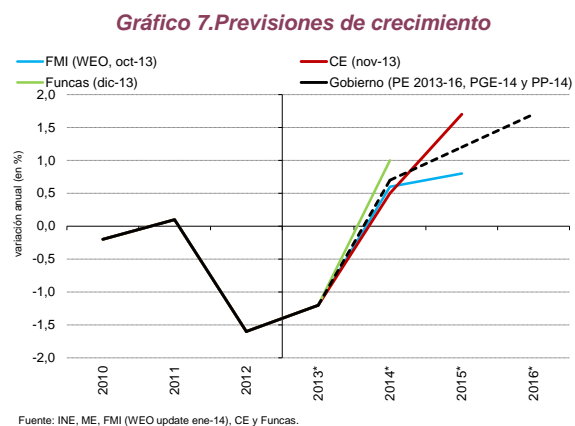
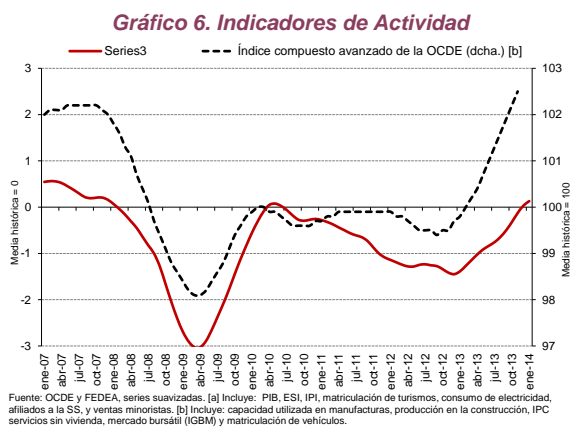


Asimismo, los indicadores sintéticos que intentan capturar el crecimiento del PIB muestran una notable mejora en el último trimestre del año.

En primer lugar, la OCDE elabora un indicador adelantado del PIB. Este índice toma valores en torno a 100, número que refleja la tendencia histórica. De esta manera, valores por encima de 100 sitúan a la economía de un país en expansión y por debajo de este valor en recesión. Pues bien, en el último mes con datos publicados, noviembre, el indicador se situaba en 102,5 puntos, por encima de los valores de los

años previos al inicio de la crisis en 2007. En segundo lugar, el indicador de actividad del *think-tank* FEDEA ha pasado también a registrar niveles superiores a la tasa promedio histórica de crecimiento, adelantando así un periodo de recuperación de la actividad (*gráfico 6*).

En suma, la economía española habría cifrado un crecimiento trimestral del 0,3 por ciento en el último cuarto de 2013 según adelantó ya el Instituto Nacional de Estadística, de modo que en tasa trimestral anualizada el PIB habría terminado el año creciendo al 1,0 por ciento. Así, la economía española podría registrar un crecimiento en 2014 superior al dato anualizado del último trimestre de 2013, tal y como se va registrando en las previsiones de distintos organismos (*gráfico 7*).



3. ¿Qué hay detrás de la recuperación?

La economía española registró en el inicio de 2010 una suave recuperación de la actividad que, sin embargo, retornó a tasas negativas a finales de ese ejercicio dando muestras de los pilares débiles en los que se asentaba. Aquella mejora estuvo conducida por un impulso de la política fiscal, que ayudaron a contener la recesión. Ahora bien, los problemas que subyacían a la situación económica del país no habían iniciado su corrección.

Los niveles de deuda de España continuaban aumentando, así como la necesidad de financiación exterior. Además, los problemas de competitividad derivados del comportamiento negativo en el pasado de los costes laborales unitarios comprometían a su vez una potencial recuperación y el mercado laboral mantenía tasas de destrucción de empleo elevadas. Aquella mejora respondía pues a estímulos coyunturales no sostenibles en el tiempo.

Sin embargo, en esta ocasión y fruto fundamentalmente del cambio de estrategia, focalizado ahora en acelerar la unión económica ante la crisis de deuda soberana que reflejó las incertidumbres sobre la credibilidad del euro, esta recuperación presenta unos pilares más sólidos, que se podrían seguir fortaleciéndose a lo largo del presente año.

En primer lugar, los costes laborales unitarios han corregido la pérdida de competitividad sufrida durante la pasada fase expansiva (*gráfico 8*). En segundo lugar, la deuda de las empresas y familias ha comenzado a corregirse y el país presenta una capacidad de financiación positiva. Este proceso ha requerido el apoyo europeo a través de una línea de crédito del MEDE para recapitalizar la banca española, proceso concluido en 2013 con buenos resultados.

En la parte negativa, esta crisis ha generado a su vez problemas adicionales fundamentalmente caracterizados por el volumen de deuda pública y el *stock* de desempleados, cuestiones ambas que dificultan a su vez la recuperación de la actividad.

Durante el último periodo expansivo, los costes laborales crecieron ampliamente por encima de la productividad, teniendo un efecto negativo sobre la competitividad del país. De este modo, desde el año 2000 hasta el segundo trimestre de 2009 los costes laborales unitarios habían crecido en España un 36 por ciento, mientras que en la zona euro había sido del 21 por ciento.

Sin embargo, desde entonces, los costes laborales unitarios se han venido reduciendo hasta converger con la eurozona en el año 2013, por lo que toda la pérdida de competitividad acumulada previamente fue corregida. Detrás de esta mejora se halla una notable moderación salarial, reforzada desde mediados de 2012 en que se vienen registrando tasas de crecimiento negativas en el conjunto de los costes salariales.

A cierre de 2012, los costes totales por trabajador mostraron una caída del 3,9 por ciento interanual y a lo largo de 2013 han cifrado una rebaja interanual promedio del 0,8 por ciento. Obviamente, estos ajustes son aún más pronunciados en términos reales, con tasas negativas ya desde el año 2010 (*gráfico 9*).

Asimismo, esta reducción de los costes salariales se ha combinado con un fuerte crecimiento de la productividad media del trabajo. Si durante la primera década expansiva del siglo, el aumento de la productividad promedió el 0,7 por ciento interanual, desde 2010 hasta el presente se ha registrado un crecimiento medio de la productividad del trabajo del 2,6 por ciento interanual (*gráfico 10*).

Así pues, tanto la mayor productividad como la desinflación de los salarios han permitido un ajuste de los costes laborales unitarios, que resultarán clave consolidando la recuperación.

En segundo lugar, los altos niveles de deuda del sector privado han comenzado también a corregirse. El sector privado español había acumulado una notable deuda durante toda la fase expansiva, cuya devolución compromete ahora el ritmo de la recuperación. Este apalancamiento se observa tanto en las empresas no financieras como en los hogares. El crédito bancario a los primeros llegó a superar el 55 por ciento del PIB, en tanto que el concedido a las familias superó el 78 por ciento.

Gráfico 8. Costes Laborales Unitarios

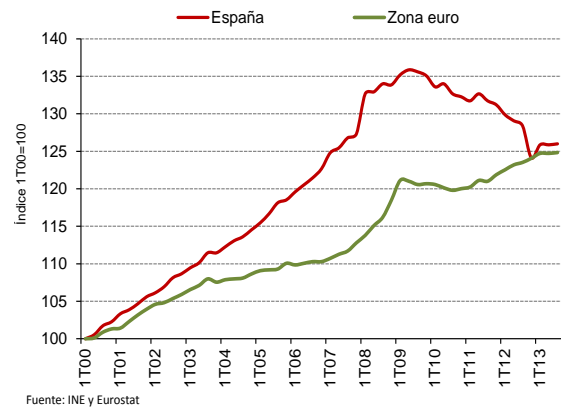


Gráfico 9. Costes Salariales

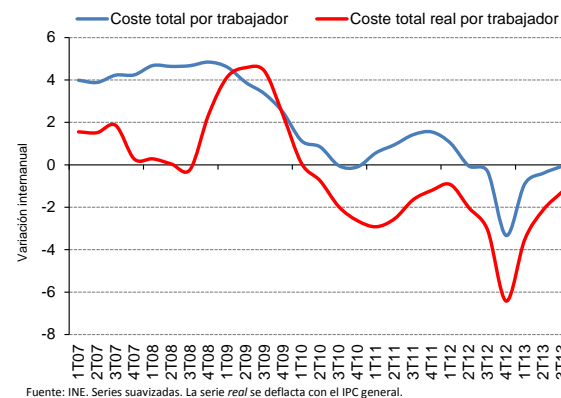
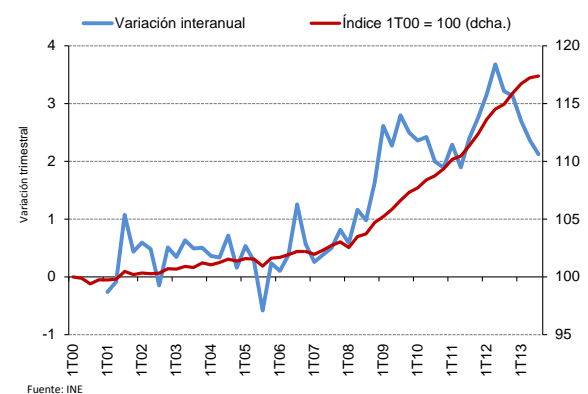


Gráfico 10. Productividad del trabajo

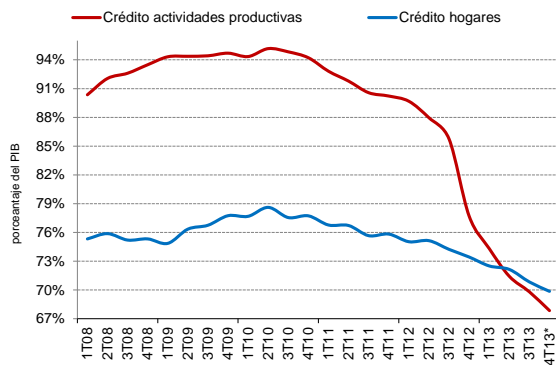


Desde entonces, la deuda de los hogares se habría reducido casi 9 puntos porcentuales del

PIB al cierre de año, mientras que la deuda empresarial se estaría ajustando aún a mayor velocidad, alcanzando los 27 puntos del PIB desde su máximo en 2010 hasta el 68 por ciento del PIB actualmente (gráfico 11).

Esta pronunciada reducción se concentra en la deuda de la construcción y de las actividades inmobiliarias, que han registrado una reducción del apalancamiento superior a los 20 puntos porcentuales del PIB.

Gráfico 11. Crédito al sector privado no financiero



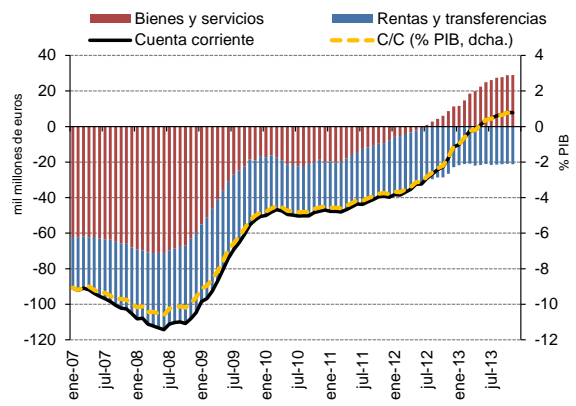
Fuente: BE. Series suavizadas.

El elevado nivel de endeudamiento, provocado por el exceso de gasto privado durante la fase expansiva previa, tuvo su correlato en los abultados déficits por cuenta corriente, que superaron incluso el 10 por ciento del PIB (gráfico 12). Sin embargo, a lo largo de 2013 el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido positivo, como consecuencia de la notable mejora de la balanza comercial y de la balanza de servicios, sustentada en un año histórico del turismo en nuestro país. En noviembre, la cuenta corriente arrojaba ya un resultado cercano a los 8.000 millones de euros, lo que supone un 0,8 por ciento del PIB.

Por otra parte, esta mejora en la cuenta corriente se acompaña de un ligero déficit en la cuenta financiera de la balanza de pagos (gráfico 13). Esta salida de capital que se sitúa cerca de los 30.000 millones de euros a finales de 2013 se corresponde, no con una huida de capital privado, sino con la corrección de los

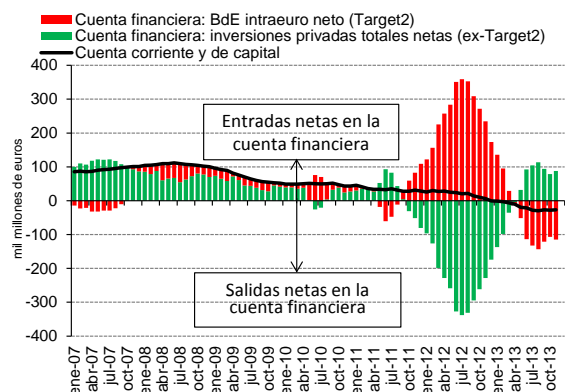
desequilibrios acumulados en el año 2012 por el Banco de España en el marco del Eurosistema.

Gráfico 12. Cuenta corriente



Fuente: BE. Series acumuladas a 12 meses.

Gráfico 13. Cuenta de capital y financiera

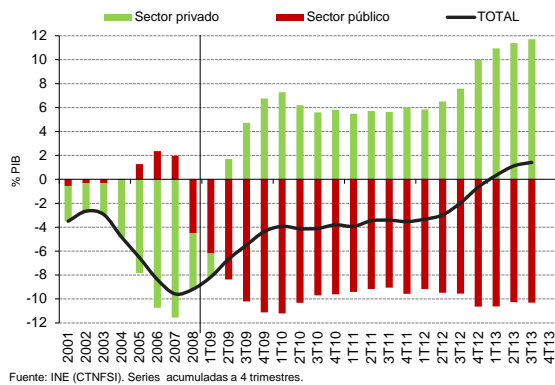


Fuente: BE. Series acumuladas a 12 meses.

De esta forma, el sector privado presentó en los últimos meses de 2013 una entrada neta de capitales cercana a los 90.000 millones de euros, en el acumulado de doce meses. Este dato contrasta con lo sucedido durante la crisis y soberana en 2012 que amenazó la estabilidad del euro, obligando a la intervención del sistema de bancos centrales para proveer de liquidez a la economía española ante la creciente salida de capitales privados, que alcanzó casi 340.000 millones en los 12 meses anteriores a julio de dicho año. En todo caso, esa fase ha sido ya superada y en la actualidad se observa una sólida entrada neta de capitales privados.

Por todo ello, la economía española registra una capacidad de financiación positiva frente al exterior, que alcanzaba ya el 1,4 ciento del PIB hasta el tercer trimestre del pasado año. Sólo la necesidad de financiación del sector público sigue moderando la mejora financiera del país en su conjunto, por el abultado endeudamiento que sigue contrayendo (*gráfico 14*).

Gráfico 14. Capacidad / necesidad neta de financiación



En efecto, desde el año 2007 la deuda pública ha aumentado muy notablemente, hasta situarse en el 93,4 por ciento del PIB en el tercer trimestre de 2013 (*gráfico 15*) y es previsible que a lo largo de 2014 los pasivos del sector público se acerquen al 100 por ciento del PIB. Este rápido ascenso ha sido la consecuencia de los elevados déficits públicos, que superaron en varios años el 10 por ciento del PIB, (*gráfico 16*). Además, han elevado la deuda el saneamiento del sector financiero a través de la línea de crédito con el MEDE en el marco del programa europeo de asistencia, los sucesivos mecanismos de liquidez dispuestos por el estado en beneficio de las Comunidades Autónomas y los Ayuntamientos.

Sin embargo, los avances en la unión bancaria y los compromisos del BCE, así como el avance en la recapitalización del sector financiero por el programa de asistencia del Eurogrupo han generado ya una reducción apreciable de los tipos de interés y las primas de riesgo, que hacen considerablemente menos costoso el servicio de la deuda pública (*gráfico 17*).

Gráfico 15. Deuda pública bruta

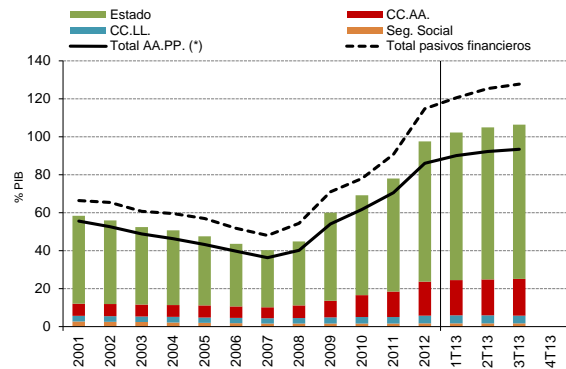


Gráfico 16. Déficit público

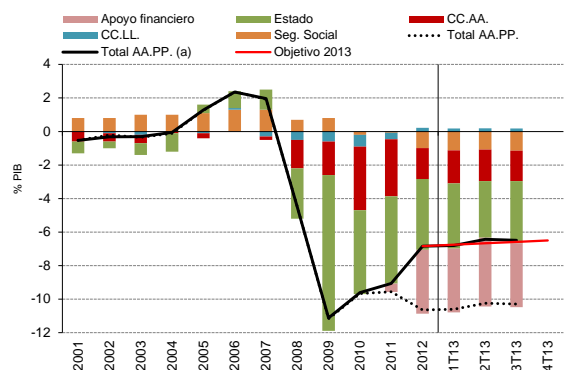
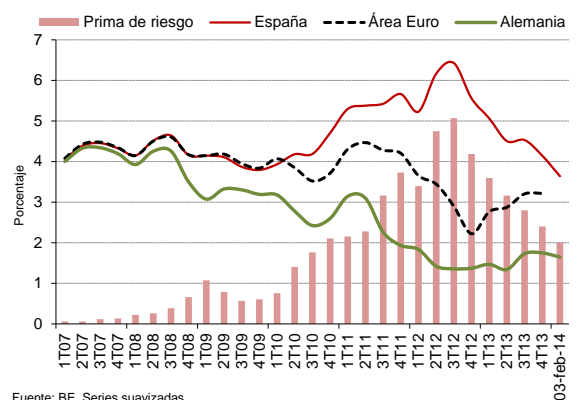


Gráfico 17. Prima de riesgo



Pero además el conjunto del Estado se ha embarcado en un ambicioso proceso de consolidación fiscal, tal que cerrará este año con

un déficit en el entorno del 6,5 por ciento del PIB para reducirse en 2014 por debajo del 6 por ciento. La probabilidad de cumplir esta senda ha aumentado con la vuelta a las tasas de crecimiento positivas que sustentan una mejora de las bases imponibles, unido al incremento normativo de las mismas y algunos aumentos impositivos. Así, la carga de la deuda pública debería suavizarse a lo largo del presente año.

Tras esta mejora de los indicadores financieros se encuentra, sin duda, la recapitalización y saneamiento del sector bancario, realizado gracias a la línea de crédito del MEDE por un importe global de algo más de 40.000 millones de euros. Dicho proceso, concluido formalmente al cierre de 2013, ha tenido dos vertientes.

La primera de orden cuantitativo, mediante el saneamiento de los activos dudosos vía provisiones y el fortalecimiento de los fondos propios de las entidades bancarias con capital de máxima de calidad. La segunda vertiente ha consistido en la modificación de la regulación bancaria, para corregir deficiencias en el marco legal del gobierno corporativo de algunas entidades que no deberían volver a producirse.

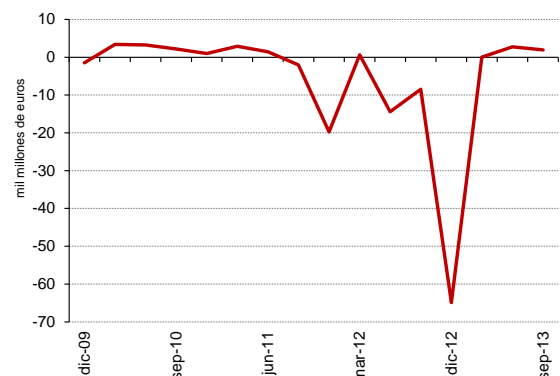
Adicionalmente, se está asistiendo a una recuperación de los resultados de las entidades bancarias gracias, entre otros factores, a la reducción de las necesidades de provisiones. (gráfico 18). Así, el beneficio antes de impuestos en los 9 primeros del año 2013 ascendió a 4.775 millones de euros, mientras que en el mismo periodo de 2012 el sector arrojó unas pérdidas de 22.222 millones de euros. La incipiente reactivación económica favorecerá tanto la mejora de márgenes como la reducción de la morosidad, permitiendo la consolidación de la recuperación de los resultados bancarios ya iniciada a lo largo de 2013.

Por último, el otro gran pasivo de la economía española es el elevado desempleo. La tasa de paro medida por la Encuesta de Población de Activa se situó a cierre de 2013 en el 26,0 por ciento, muy cerca de los seis millones de personas. Esta abultada cifra supone un lastre para la recuperación de la actividad y amenaza también la mejora de la estabilidad financiera. Sin embargo, durante la segunda mitad de 2013

el número de desempleados ha comenzado a reducirse, primero debido a una caída de la población activa y, después, por el aumento directo del empleo. Así, a partir de las estadísticas de paro registrado, a cierre de año el número de desempleados mostraba ya una caída interanual del 3,0 por ciento, que se aceleró al 3,3 por ciento en enero (gráfico 19).

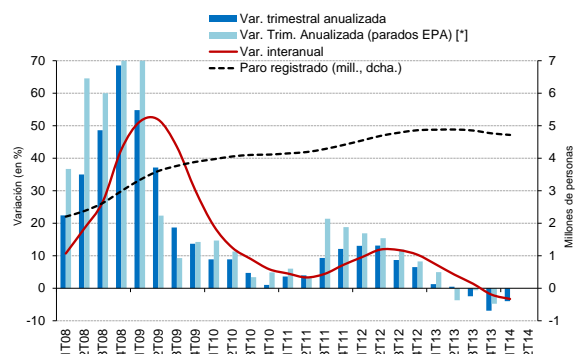
Esta evolución es extremadamente positiva, en la medida en que la economía española necesitaba en el pasado mayores crecimientos de la actividad para registrar estos aumentos del empleo. Sin embargo, las últimas reformas laborales que han incorporado nuevos mecanismos de flexibilidad interna y externa en las empresas, parece estar teniendo reflejo directa en esta mejora de la contratación.

Gráfico 18. Beneficios del sector bancario antes de impuestos



Fuente: BE y elaboración propia.

Gráfico 19. Paro registrado



Fuente: ME e INE (EPA). Serie cve. (*) El último trimestre, si no existe información del trimestre completo, se calcula a partir de la media de los meses disponibles. (**) La serie de la EPA está desestacionalizada.

4. El precio de los activos en España

En nuestra opinión, la recesión económica que terminó en el segundo trimestre de 2013 ha producido una infravaloración de muchos activos, debido a una percepción excesivamente negativa de España. Por ello, existen oportunidades de inversión con rentabilidades atractivas, y por encima de las que se pueden obtener en otros países de nuestro entorno.

4.1. Renta variable

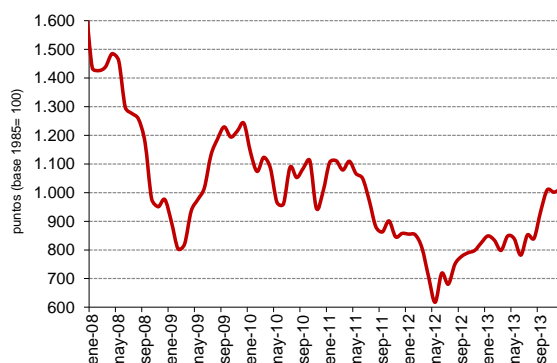
Tras la intensa salida de capitales que se produjo en 2012, los flujos de financiación están llegando de nuevo a los mercados financieros españoles tanto de renta variable como de renta fija.

En el caso de los mercados de renta variable se ha venido observando una mejora paulatina de los índices de cotización (*gráfico 20*). El Índice de la Bolsa de Madrid se ha situado en 1.012 puntos en el mes de diciembre, lo que supuso una revaloración del 22,7 por ciento con respecto al mismo mes del año anterior. El IBEX-35, por su parte, promedió los 9.917 puntos en el mes de diciembre, experimentando un incremento interanual del 21,4 por ciento.

La recuperación de los principales índices bursátiles españoles está siendo acompañada de un incremento significativo de los volúmenes de contratación. Así, en el período de octubre a diciembre el importe negociado acumulado de renta variable se situó en 218.966 millones de euros, lo que supuso un incremento del 30,1 por ciento con respecto al mismo período del año anterior (*gráfico 21*).

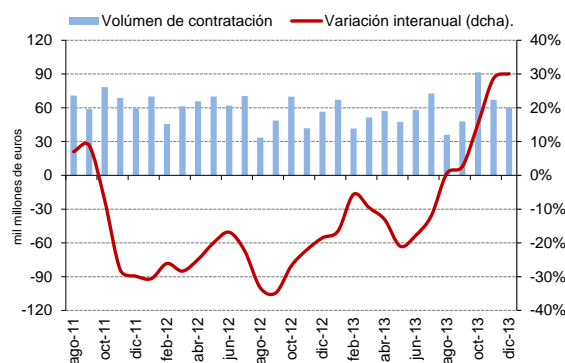
A lo largo de 2013 el PER de la bolsa española ha experimentado un notable crecimiento. Así, la ratio PER del mercado se situó en x33,1 en el mes de diciembre de dicho año cuando hace un año se situaba en x18,2 (*gráfico 22*). Por sectores de cotización, el de servicios financieros es el que ha experimentado el mayor crecimiento de su PER, seguido del sector de tecnología y comunicaciones y bienes de consumo.

Gráfico 20. Bolsa de Madrid. Índice General



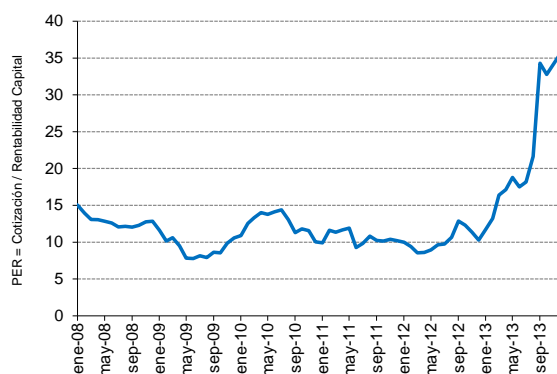
Fuente: BE y elaboración propia

Gráfico 21. Renta variable. Contratación



Fuente: BE y elaboración propia

Gráfico 22. Bolsa de Madrid. PER



Fuente: BE y elaboración propia

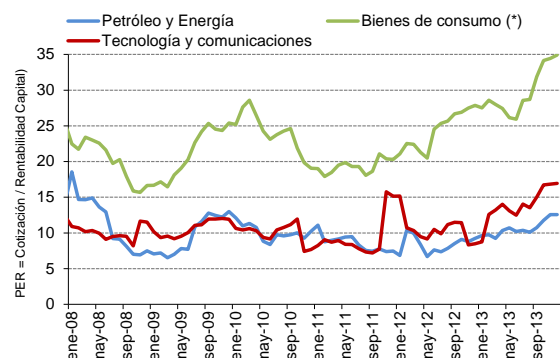
En principio, el ascenso de la ratio se sustenta en dos razones. La primera se refiere a las buenas perspectivas sobre los resultados de las empresas españolas, que parecen haber alcanzado un punto de inflexión a lo largo de 2013. De este modo, las previsiones de beneficios futuros en relación con el reducido precio de los activos está tras estas ratios del PER. La segunda razón se debe al peso en la bolsa española de determinados sectores, como el financiero, cuyas ratios PER deberá normalizarse en a lo largo de 2014 a medida que se vayan recuperando sus resultado (*gráfico 23*). Por ello, en estos momentos la toma de posiciones en una selección de activos de renta variable podría generar atractivas rentabilidades tanto por dividendos como por plusvalías.

Por fundamentales, los datos de desempeño más recientes, correspondientes a los primeros nueve meses de 2013, de las empresas con valores admitidos a cotización en los mercados regulados españoles muestran diversos aspectos destacables. Por un lado, se suavizó hasta el 1,7 por ciento el deterioro del importe de la cifra de negocios, al tiempo que pago de intereses disminuía un 7,1 por ciento. Además, se produjo una contención de los gastos operativos y una reducción del 33,7 por ciento del impacto negativo del resultado financiero en el resultado neto. Por otro lado, aumentó el beneficio neto del 11,2 por ciento y se estabilizó la ratio de endeudamiento en el 74,0 por ciento.

Los datos de la Central de Balances del Banco de España, que proporciona información de empresas tanto cotizadas como no cotizadas, muestran también signos de recuperación tanto de los resultados como de la posición financiera de las empresas (*gráfico 24*).

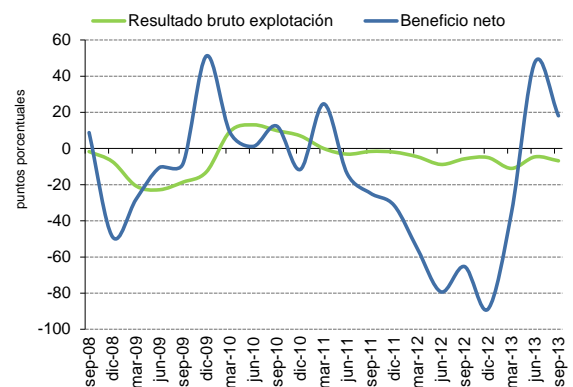
Con respecto a la evolución de los resultados, los datos de beneficios muestran una clara recuperación a lo largo de 2013, dejando atrás las tasas de crecimiento negativas. Así, en el tercer trimestre de 2013 el beneficio neto de explotación acumulado avanzó un 18,1 por ciento frente a la caída del 65,3 por ciento del mismo período del año anterior.

Gráfico 23. Bolsa de Madrid. PER por sectores



Fuente: BE y elaboración propia. (*) Alimentación y bebidas, textil vestido y calzado, papel y artes gráficos y productos farmacéuticos.

Gráfico 24. Central de Balances. Evolución de resultados



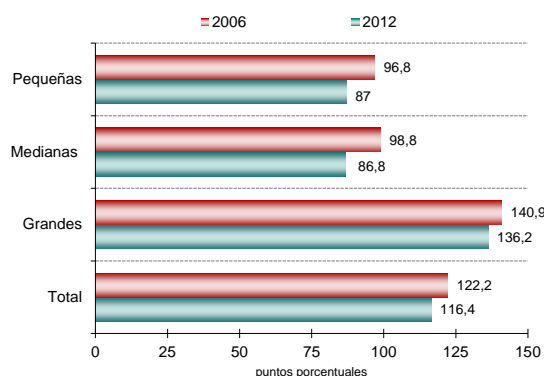
Fuente: BE y elaboración propia

Asimismo, como ya se ha expuesto, el endeudamiento de las empresas españolas se ha corregido de forma significativa desde los máximos alcanzados en los años previos a la crisis (*gráfico 25*). En el conjunto de las empresas que informan a la Central de Balances la ratio de endeudamiento ha pasado del 122,2 por ciento en el año 2006 al 116,4 por ciento en 2013. Por tamaño, las empresas grandes registraron un endeudamiento del 136,2 en 2013 (140,9 por ciento en 2006), la empresas medianas del 86,8 por ciento (98,8 por ciento en 2006) y las empresas pequeñas del 87,0 por ciento (96,8 por ciento en 2006).

En definitiva, la cuenta de resultados de las empresas españolas empieza a reflejar la salida

de la recesión al tiempo que continúa el necesario proceso de despalancamiento.

Gráfico 25. Central de Balances. Endeudamiento (DT/FP)



Fuente: BE y elaboración propia.

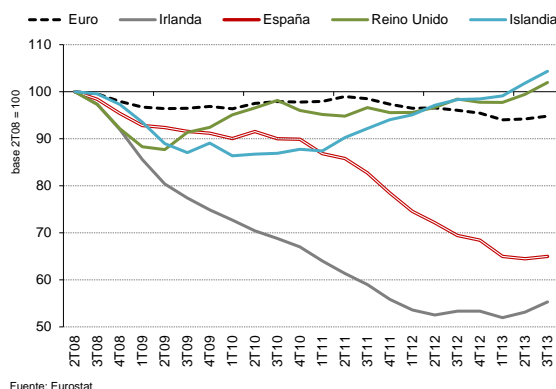
4.2. Activos inmobiliarios

El mercado inmobiliario se encuentra inmerso en un proceso de ajuste de precios, especialmente en el segmento residencial. No obstante, existen oportunidades de inversión que pueden ofrecer rentabilidades atractivas, si bien la situación es distinta en función del segmento del mercado.

El mercado residencial es en el que el proceso de ajuste de precios todavía tiene recorrido. Los factores fundamentales que explican la formación de precios de este mercado apuntan hacia una tendencia decreciente de los mismos. Así, la tasa de desempleo, la formación de hogares y el acceso a la financiación apuntan a que se mantendrá algún tiempo más el ajuste de precios a la baja. Adicionalmente, la devaluación interna de la economía está absorbiendo gran parte de este ajuste, con lo que la ratio de esfuerzo para la adquisición de una vivienda todavía tiene recorrido hasta alcanzar valores de equilibrio a medio plazo.

No obstante, el ajuste de precios que se ha producido es el más intenso de toda la zona euro a excepción de Irlanda (gráfico 26). De esta forma, existen oportunidades de inversión en promociones “prime” que soportan mejor tanto el entorno macroeconómico adverso como la evolución negativa de la demografía.

Gráfico 26. Mercado residencial europeo. Precios



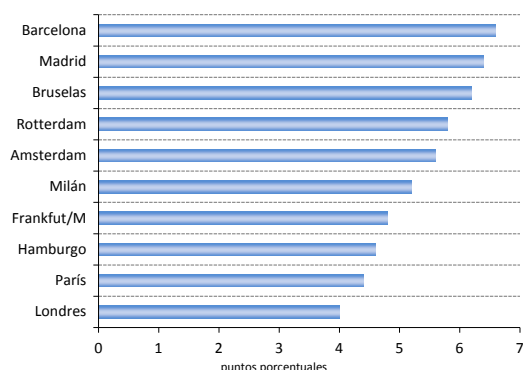
Fuente: Eurostat

De hecho, las operaciones recientes en el mercado residencial se han producido entre inversores profesionales, lo que ha supuesto un primer incremento trimestral del precio de la vivienda del 0,7 por ciento en el tercer trimestre según el Instituto Nacional de Estadística.

El mercado de oficinas se encuentra inmerso en un proceso de estabilización, si bien hay que distinguir entre zona prime, periferia y satélite. En el primer caso, durante el primer trimestre los precios se han venido manteniendo estables (Madrid 24,25 euros/m²/mes y en Barcelona 18 euros/m²/mes), gracias tanto a la escasez de productos de calidad como a un nivel de contratación elevada. En el mercado madrileño la tasa de disponibilidad ha caído significativamente hasta el 11,5 por ciento, desde el 12,1 por ciento registrado en el cuarto trimestre de 2012. Sin embargo, en Barcelona la tasa de disponibilidad pasó del 13,85 por ciento hasta el 14,08 por ciento en el mismo período (gráfico 27).

La ausencia de nuevos proyectos y la escasez de productos de calidad apuntan a que las rentas generadas en el mercado de oficinas mostrarán un perfil creciente. Asimismo, las operaciones de compra-venta se están cerrando con grandes descuentos por la necesidad de los inversores de despalancarse. Estos factores podrían incidir en un incremento de las rentabilidades tanto del mercado de Madrid como de Barcelona, que se encuentran por encima del 6,0 por ciento, las más altas del mercado europeo.

Gráfico 27. Mercado de oficinas europeo. Rentabilidades



Fuente: Jones Lang Lasalle

5. Conclusiones

España ha dejado atrás una segunda recesión en poco menos de un lustro a lo largo de la segunda parte del año 2013. Al crecimiento trimestral positivo acreditado ya por la contabilidad nacional en el tercer trimestre se añadió una aceleración en el último cuarto, periodo en el que además se ha registró la primera creación neta de empleo en cinco años.

En 2013 concluyó también el programa de asistencia para la reestructuración y saneamiento del sector financiero. Finalmente, el Estado dio uso a algo más de 40.000 millones de euros de la línea de crédito de hasta 100.000 millones proporcionada por el Eurogrupo, con los que se procedió a una recapitalización de las entidades y a la constitución de un “banco malo”, la SAREB, que ha adquirido buena parte de los activos inmobiliarios en los balances bancarios. De este modo, el sector financiero muestra ahora unos índices de capitalización adecuados y, aun cuando la ratio de morosidad siga al alza, la mejora de la actividad y del empleo ayudará también a acelerar el proceso de saneamiento.

Como resultado también de este proceso de saneamiento, entre otros motivos, los niveles de apalancamiento del sector privado se han reducido, lo que debería contribuir a fortalecer la recuperación. Asimismo, la cuenta corriente de la balanza de pagos ha afianzado su saldo positivo, disminuyendo así la necesidad previa de ahorro exterior, y la salida de capitales privados de 2012 se ha corregido ya con entradas netas a lo largo

de 2013. Además, los costes laborales unitarios han convergido ya con el promedio de la eurozona, tras sufrir un periodo especialmente inflacionario experimentado en la fase expansiva.

Todo ello da forma a una economía que ha corregido ya sus desequilibrios de flujos en el sector privado, pero aún tiene problemas con la deuda pública y mantiene un volumen de desempleo que condiciona la fortaleza de la recuperación. En todo caso, la senda del ajuste fiscal resulta acorde con lo pactado y el mercado laboral ha comenzado a crear empleo antes de lo estimado. Por lo tanto, si el proceso de integración europea avanza sin sobresaltos, la economía española podría crecer el próximo ejercicio por encima del 1 por ciento, registrando además un aumento adicional del empleo con un peso creciente de las exportaciones.

La mejora de la actividad agregada de la economía tiene ya reflejo sobre la evolución de las compañías del país. Los indicadores de la renta variable muestran mejores expectativas de cara el futuro y las series de precios de los activos inmobiliarios parecen haberse estabilizado de su severa corrección en los últimos años. Es importante destacar también la vuelta a beneficios en el sector financiero después del programa de recapitalización.

Sin embargo, bajo este entorno que comienza a adelantar una recuperación económica, algunas compañías a modo individual presentan todavía elevadas tasas de endeudamiento que dificultan su viabilidad a corto plazo, aun cuando las perspectivas de futuro hayan mejorado. Estos problemas de liquidez en un mercado de amplio potencial abren la oportunidad a inversores que puedan beneficiarse de todo el recorrido al alza que la economía experimentará previsiblemente en el próximo lustro. En este sentido, según se vaya asentando la recuperación, los precios de los activos comenzarán a corregirse, recogiendo la nueva información sobre el futuro. Por ello, el presente año, 2014, es el momento clave para entrar en el mercado español dado que los precios relativos de los activos se sitúan todavía en niveles reducidos y las perspectivas de futuro están comenzando a virar en positivo.

Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) - desagregación de demanda	2011	2012	2013	Variación interanual (en %)					Variación intertrimestral (en %)			
				4T12	1T13	2T13	3T13	4T13*	1T13	2T13	3T13	4T13*
PIB	0,1	-1,6	-1,2	-2,1	-2,0	-1,6	-1,1	-0,1	-0,4	-0,1	0,1	0,3
Demanda interna (1)	-2,1	-4,1	-	-4,3	-4,2	-3,5	-2,3	-	-0,3	-0,6	0,2	-
Demanda externa (1)	2,1	2,5	-	2,3	2,1	1,9	1,2	-	-0,1	0,5	-0,1	-
Gasto en consumo final	-1,0	-3,3	-	-3,9	-3,7	-3,2	-1,5	-	-0,1	-0,2	0,3	-
Privado (2)	-1,2	-2,8	-	-3,6	-4,4	-3,3	-2,2	-	-0,6	-0,1	0,4	-
Público	-0,5	-4,8	-	-5,0	-2,0	-2,8	0,3	-	1,3	-0,9	0,1	-
Formación Bruta de Capital Fijo	-5,4	-7,0	-	-7,7	-7,5	-6,3	-6,3	-	-1,6	-2,0	0,2	-
Construcción	-10,8	-9,7	-	-10,0	-10,2	-10,7	-10,3	-	-3,7	-4,7	-1,0	-
Equipo (3)	5,3	-3,9	-	-4,8	-4,3	1,0	0,2	-	0,6	3,8	1,1	-
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	2,1	-	4,4	3,1	9,1	4,7	-	-4,3	6,4	2,2	-
Importaciones de bienes y servicios	-0,1	-5,7	-	-3,5	-4,7	2,5	0,7	-	-4,5	5,2	2,8	-

Fuente: INE (CNTR base 2008). Índices de volumen encadenado, corregidos de variación estacional y calendario (cvec). (1) Aportaciones al crecimiento (en p.p.). (2) Sólo hogares. (3) Maquinaria, bienes de equipo y activos cultivados.

Confianza, actividad, mercado de trabajo y sector exterior (*)	2011	2012	2013	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13*	Dato previo	Último dato		
Índice de sentimiento económico - ISE (1)	93,4	88,8	92,8	87,7	89,2	91,0	95,3	97,3	dic-13	100,4	ene-14	100,9
Confianza del consumidor (1)	82,9	68,3	74,7	62,2	67,4	71,3	79,5	80,6	dic-13	86,5	ene-14	88,3
PMI manufacturas (2)	47,3	43,8	48,5	44,5	45,7	47,6	50,5	50,1	dic-13	50,8	ene-14	52,2
PMI servicios (2)	46,5	43,1	48,3	42,6	45,7	46,5	49,3	51,8	nov-13	51,5	dic-13	54,2
Índice de Producción industrial - IPI (3)	-1,4	-6,0	-	-6,7	-4,0	-2,5	-1,0	0,6	oct-13	-1,3	nov-13	2,6
IPI - Bienes de equipo (3)	0,7	-11,0	-	-10,0	-2,4	1,1	1,1	4,5	oct-13	3,1	nov-13	5,9
Cifra de negocios en la industria - ICN (3)	5,4	-2,5	-	-2,5	-2,6	-2,0	-4,3	-2,7	oct-13	-4,8	nov-13	-0,5
Cifra de negocios en los servicios - IASS (3)	-1,0	-6,1	-	-7,3	-5,7	-2,5	-0,7	0,9	oct-13	0,2	nov-13	1,6
Ventas reales minoristas - ICM (3) (4)	-5,6	-7,4	-4,0	-10,0	-8,6	-4,7	-2,2	0,1	nov-13	1,8	dic-13	-1,0
Paro registrado (3)	4,9	10,9	2,6	10,3	7,3	4,2	1,4	-2,0	dic-13	-3,1	ene-14	-3,3
Afiliados Seguridad Social (3)	-1,4	-3,3	-3,3	-4,1	-4,4	-3,8	-3,3	-1,4	dic-13	-0,5	ene-14	0,0
Tasa de desempleo - EPA	21,6	25,0	26,4	26,0	27,2	26,3	26,0	26,0				
Empleo - CNTR (3) (5)	-1,7	-4,4	-	-5,0	-4,6	-3,9	-3,2	-				
Exportaciones reales de bienes (6)	10,0	1,8	-	2,1	5,3	10,3	4,3	0,2	oct-13	1,2	nov-13	-0,9
Importaciones reales de bienes (6)	1,1	-7,1	-	-8,2	-3,7	6,0	3,6	5,5	oct-13	8,4	nov-13	2,5
Saldo comercial real a 12 meses (mill. €) (6)	-40.624	-20.192	-	-20.192	-15.491	-13.614	-13.474	-15.494	oct-13	-14.880	nov-13	-15.494
Saldo comercial real a 12 meses (6)	-28,1	-50,3	-	-50,3	-57,3	-55,6	-48,5	-32,2	oct-13	-36,2	nov-13	-32,2
Cap. (+) / Nec. (-) financiera de la nación (7)	-3,5	-0,6	-	-0,6	0,3	1,1	1,4	-				
Saldo de operaciones corrientes (7)	-4,0	-1,2	-	-1,2	-0,3	0,4	0,7	-				
Tasa de ahorro nacional (7)	17,3	18,5	-	18,5	19,0	19,2	19,2	-				
Tasa de inversión nacional (7)	21,2	19,8	-	19,8	19,3	18,8	18,4	-				

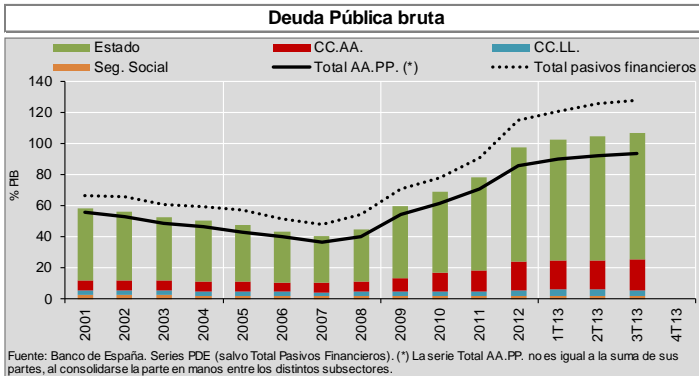
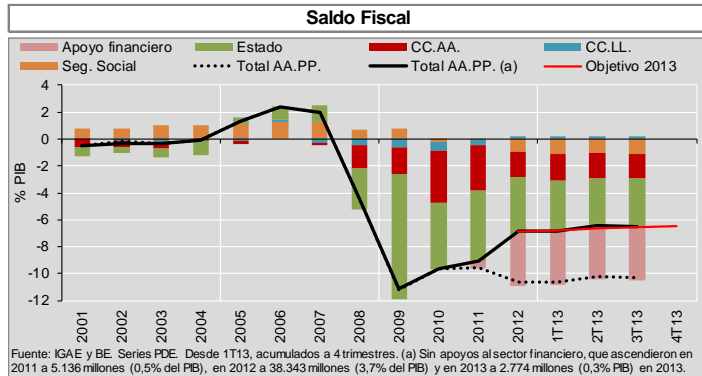
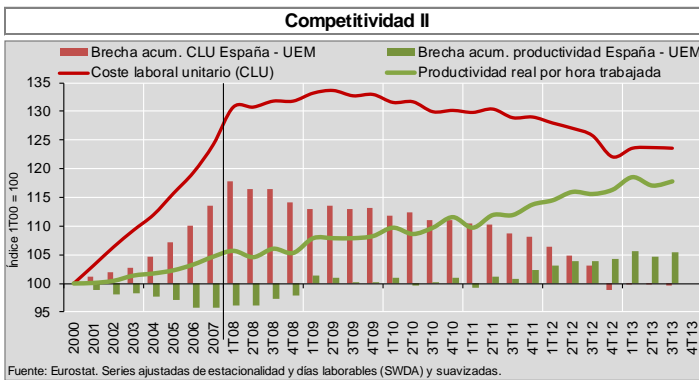
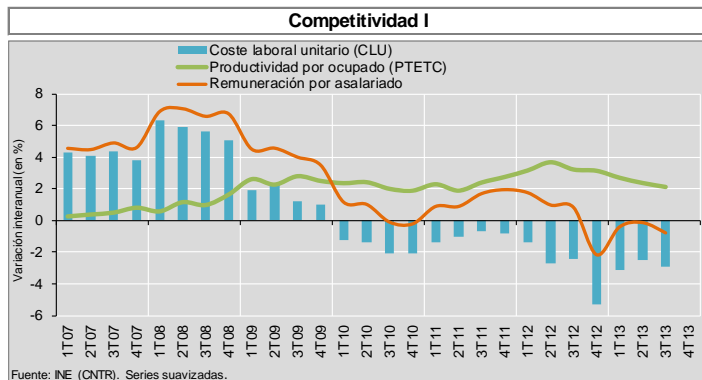
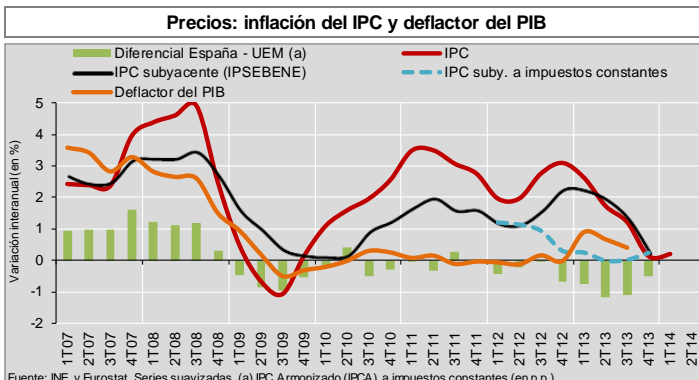
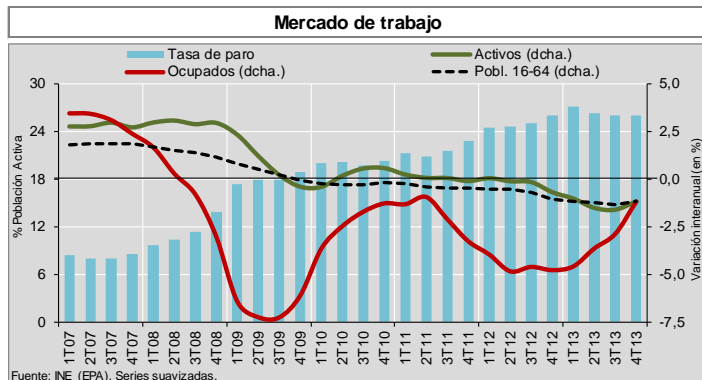
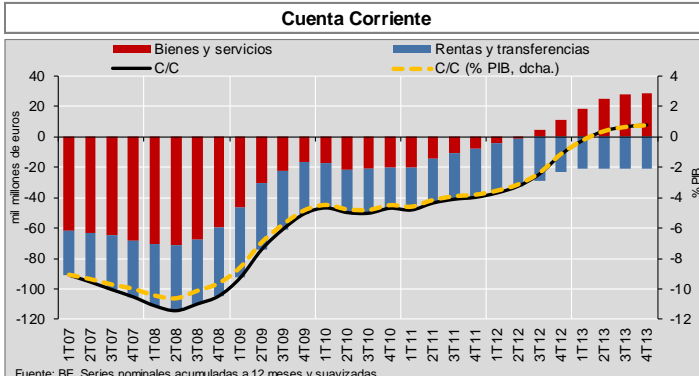
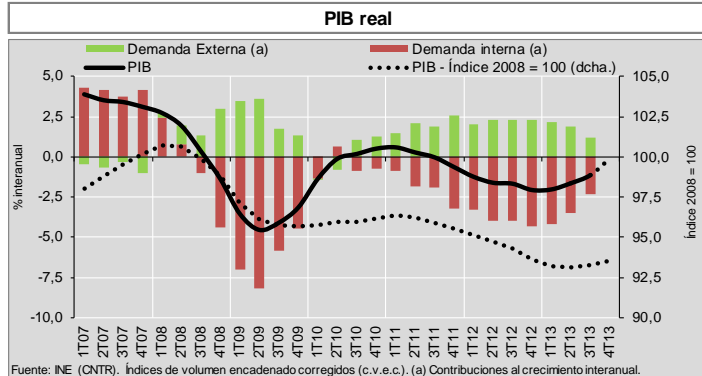
Fuente: INE, ME-BDSICE, BE y CE. (*) En tasa interanual salvo indicación. Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles. (1) Media histórica del indicador = 100. En el caso del componente de confianza del consumidor, se refiere al saldo +/- de respuestas y se transforma a base 100. (2) nivel > 50 indica expansión de la actividad y nivel < 50 contracción. (3) Serie corregida de variación estacional y calendario (cvec). (4) Con estaciones de servicio y a precios constantes. (5) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo (PTETC), a precios corrientes. (6) Deflactadas con los índices de Valor Unitario (IVU) correspondientes, a precios de 2005. En las series a 12 meses, el dato trimestral se refiere al del último mes con datos y no al promedio de los datos mensuales. (7) Series acumuladas a 4 trimestres, como % PIB.

Precios, crédito, costes financieros, rentas, competitividad y finanzas públicas (*)	2011	2012	2013	4T12	1T13	2T13	3T13	4T13*	Dato previo	Último dato		
IPC	3,2	2,5	1,4	3,1	2,6	1,7	1,2	0,1	dic-13	0,3	ene-14	0,2
IPC subyacente	1,7	1,6	1,5	2,3	2,2	1,9	1,3	0,3	nov-13	0,4	dic-13	0,2
IPCA (a impuestos constantes)	2,4	1,7	0,1	1,1	0,7	-0,2	-0,1	0,2	nov-13	0,2	dic-13	0,3
IPCA-UEM (a impuestos constantes)	2,4	2,1	1,0	1,8	1,4	1,0	1,1	0,7	nov-13	0,7	dic-13	0,7
- Diferencial (en p.p.)	0,0	-0,4	-0,9	-0,7	-0,8	-1,2	-1,1	-0,5	nov-13	-0,5	dic-13	-0,5
Deflactor del PIB (1)	0,0	0,0	-	0,0	0,9	0,7	0,4	-				
Crédito a sectores residentes	1,6	1,3	-	1,0	1,0	0,9	1,2	0,9	oct-13	1,0	nov-13	0,8
Sociedades no financieras	-2,0	-6,1	-6,0	-5,1	-6,3	-6,7	-5,8	-5,0	nov-13	-4,8	dic-13	-4,8
Hogares e ISFLSH	-2,4	-3,8	-5,3	-3,6	-3,9	-4,3	-4,4	-4,7	nov-13	-4,6	dic-13	-4,9
Deuda externa neta (% PIB)	-90,6	-91,4	-	-91,4	-93,7	-95,1	-97,8	-				
Tipo de interés (bono público a 10 años)	5,44	5,85	4,56	5,56	5,06	4,50	4,53	4,14	nov-13	4,08	dic-13	4,13
Prima de riesgo (p.b.)	283	435	298	419	360	316	280	240	nov-13	240	dic-13	233
PIB nominal	0,1	-1,7	-	-2,0	-1,2	-1,1	-0,2	-				
PIB nominal - nivel (mm. €) (2)	1046,3	1029,0	-	1029,0	1025,9	1023,1	1022,5	-				
Remuneración de asalariados (1)	-0,7	-5,6	-	-8,5	-6,1	-5,2	-3,6	-				
Excedente bruto de explotación (1)	1,9	1,6	-	2,5	3,9	1,0	1,8	-				
Costes Laborales Unitarios (1)	-1,5	-3,4	-	-5,3	-3,1	-2,5	-2,9	-				
Productividad por trabajador (1)	2,2	3,2	-	3,1	2,7	2,4	2,1	-				
Saldo fiscal - AA.PP. (2) (3) (4) (5)	-9,6	-10,7	-	-10,6	-10,6	-10,2	-10,3	-				
Deuda pública bruta (3) (5)	70,5	86,0	-	86,0	90,1	92,2	93,4	-				

Fuente: INE, BE y ME-BDSICE. (*) En tasa interanual salvo indicación en contrario. Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles. (1) A precios corrientes (datos corregidos). (2) Acumulado a 4 trimestres. (3) Según PDE. (4) Incluye apoyos financieros. (5) Como % del PIB.

Actualizado : 04-feb-14

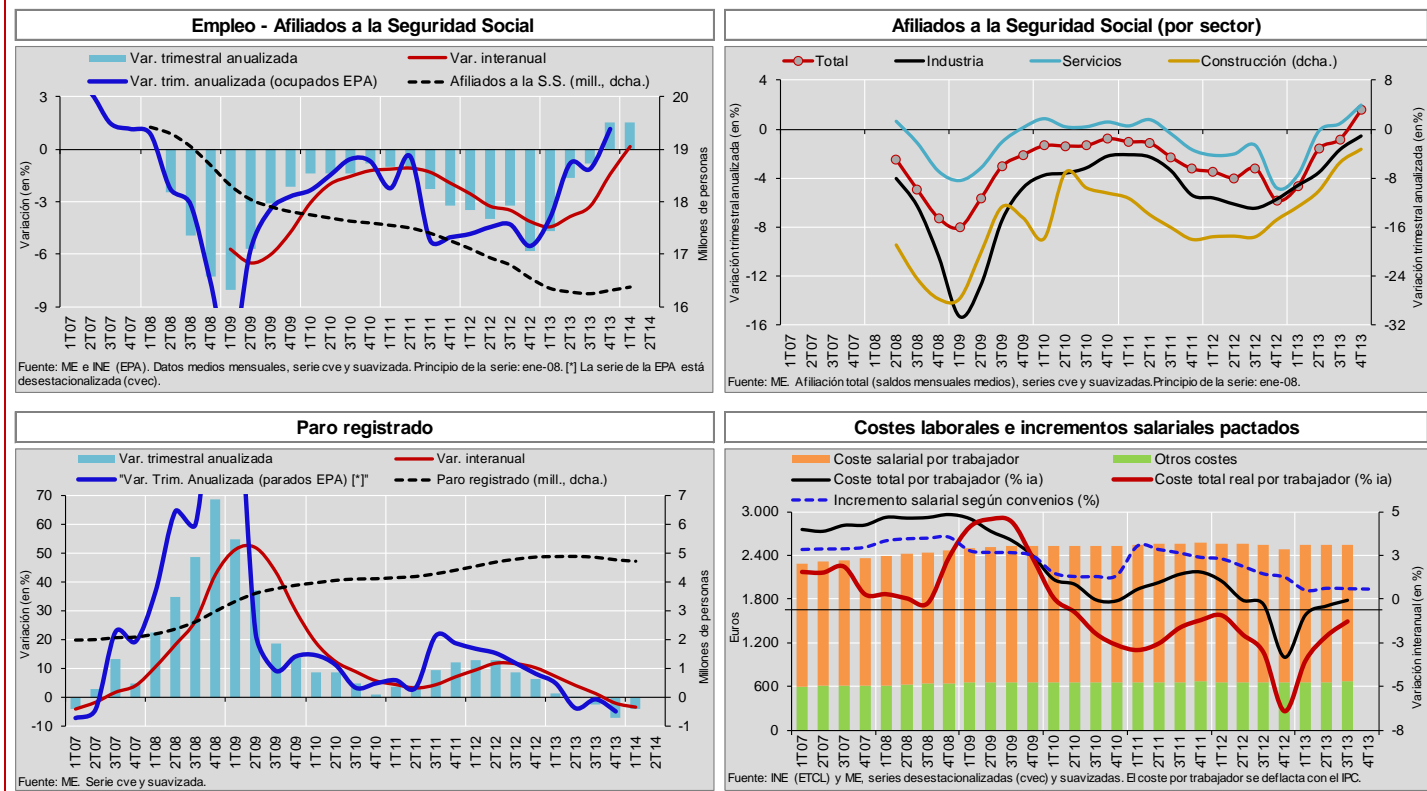
PRINCIPALES INDICADORES (*)



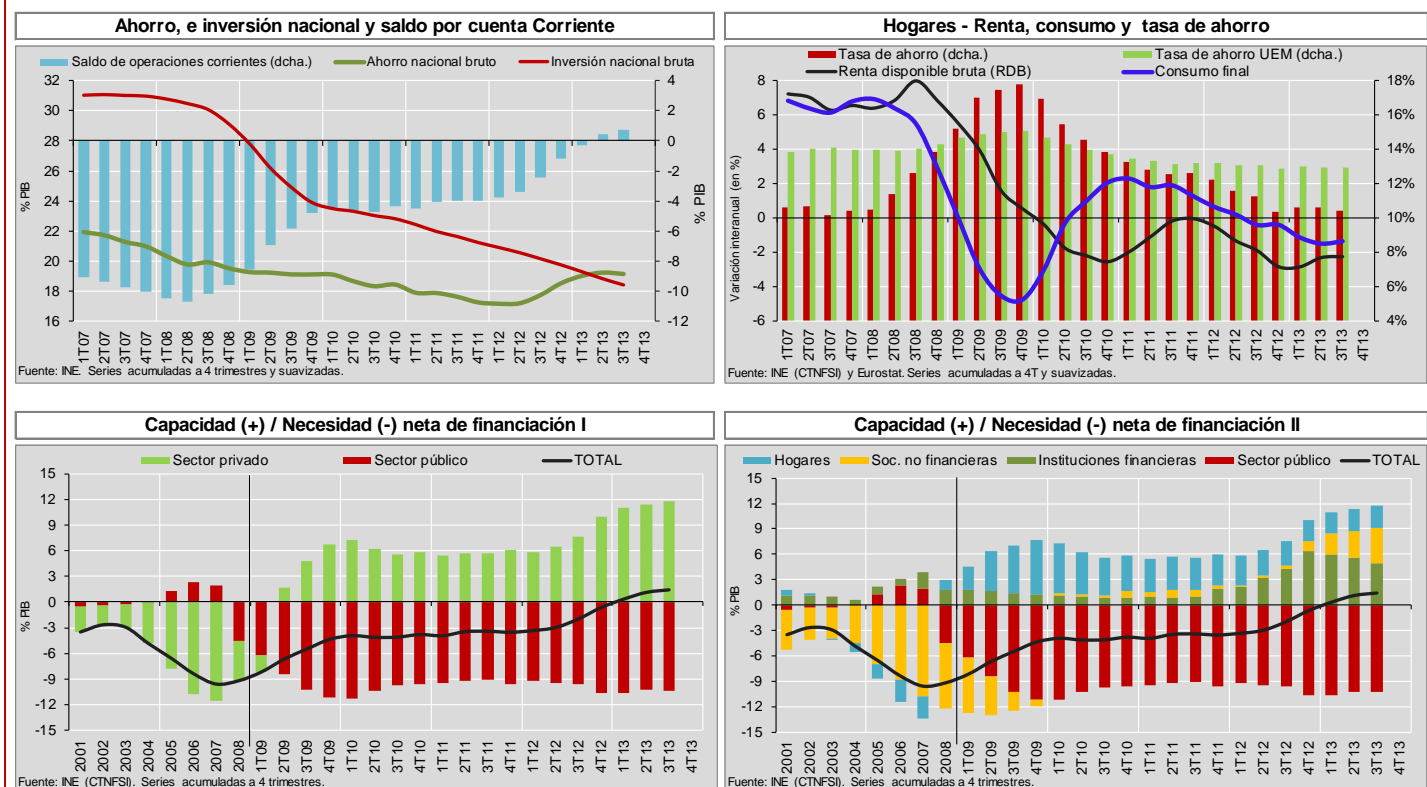
(*) Las tasas del último trimestre, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.

Actualizado a: 04-feb-2014

MERCADO DE TRABAJO (*)



AHORRO - INVERSIÓN Y SECTORES INSTITUCIONALES (*)

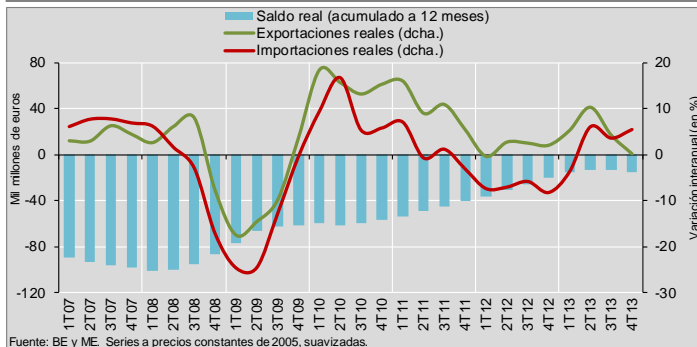


(*) Las tasas del último trimestre, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.

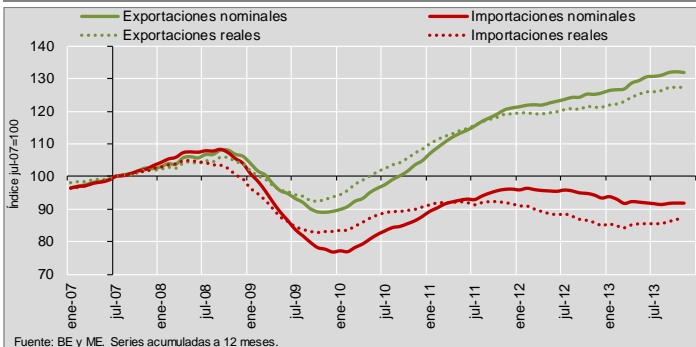
Actualizado a: 04-feb-2014

SECTOR EXTERIOR (*)

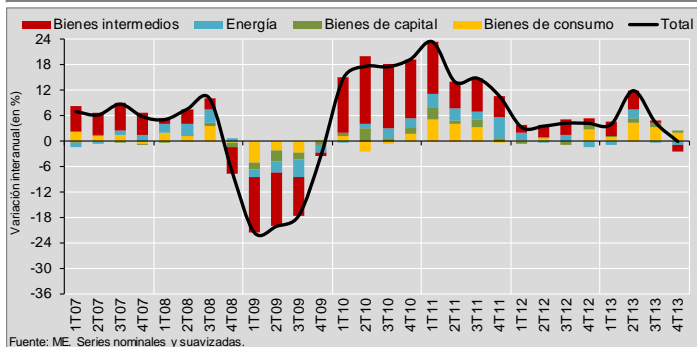
Comercio de mercancías I - Flujos y saldo reales



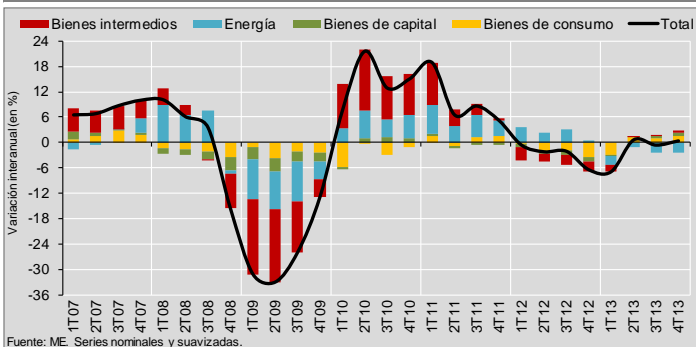
Comercio de mercancías II - Índice



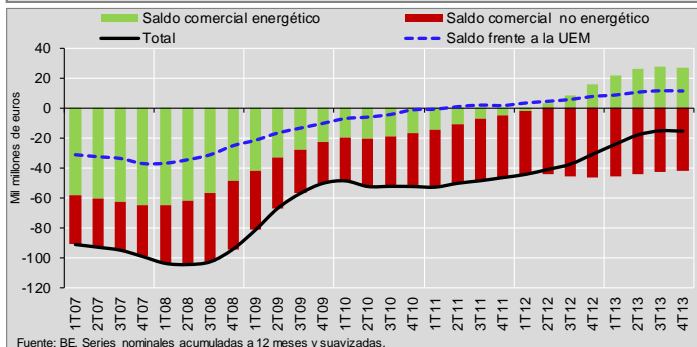
Exportaciones nominales - Contribuciones al crecimiento interanual



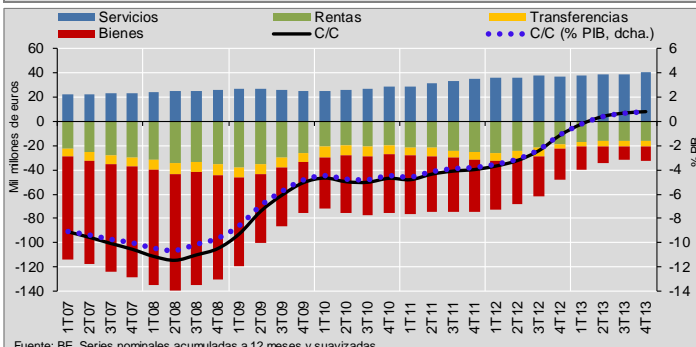
Importaciones nominales - Contribuciones al crecimiento interanual



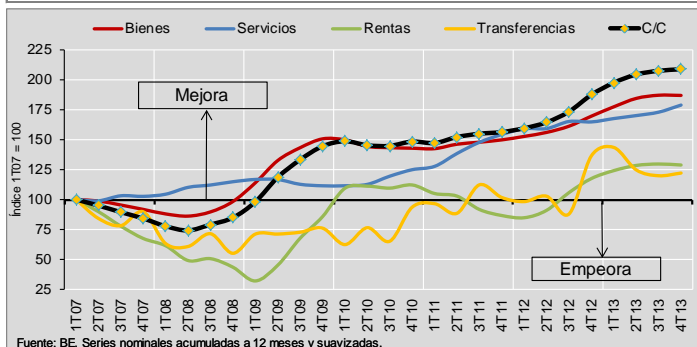
Balanza comercial nominal



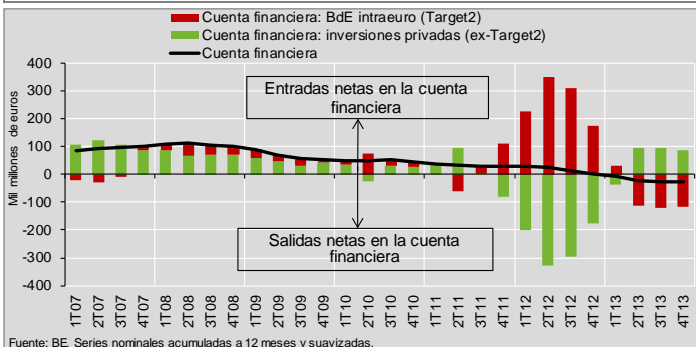
Balanza de pagos - Cuenta Corriente



Cuenta Corriente - variación acumulada por balanza (índice)



Balanza de pagos - Cuenta Financiera

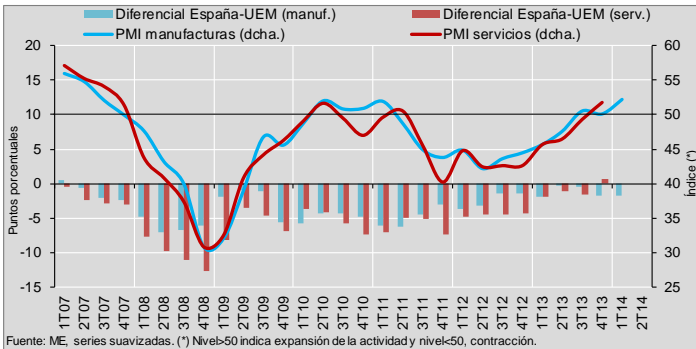


(*) Las tasas del último trimestre, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.

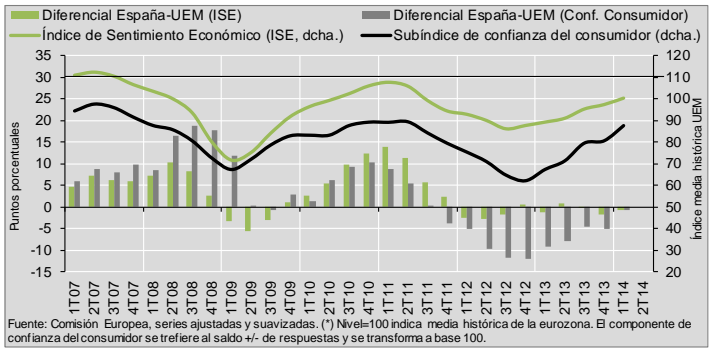
Actualizado a: 04-feb-2014

INDICADORES DE COYUNTURA (*)

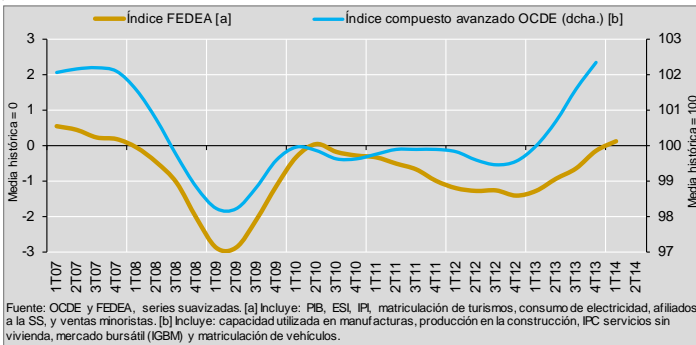
Índices de pedidos de compras (PMI)



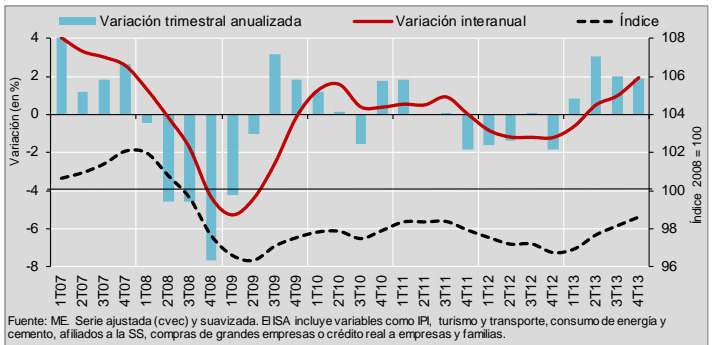
Confianza: índice de sentimiento económico (ISE) y confianza del consumidor



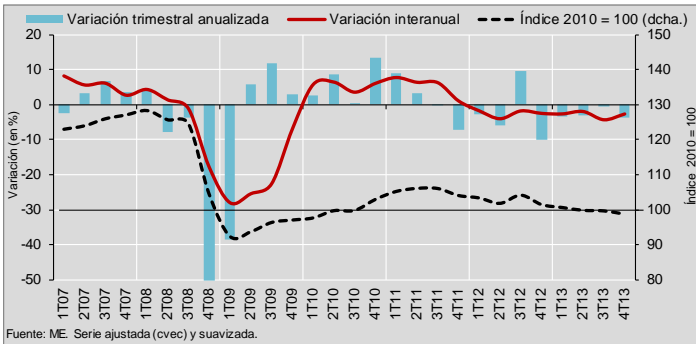
Actividad general - Indicadores compuestos



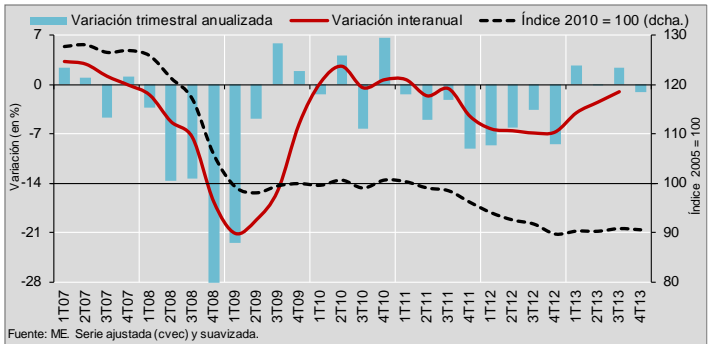
Actividad general - Indicadores sintético de actividad (ISA)



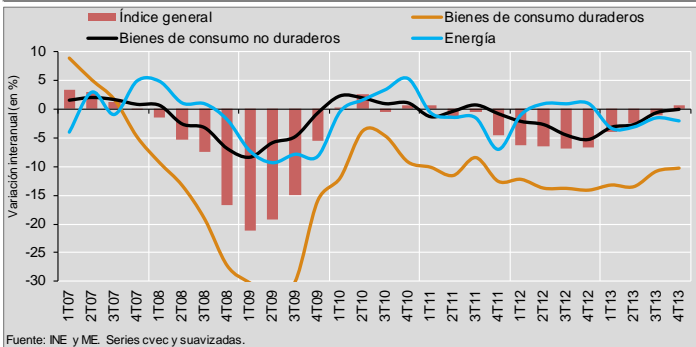
Industria - Índice de cifra de negocios



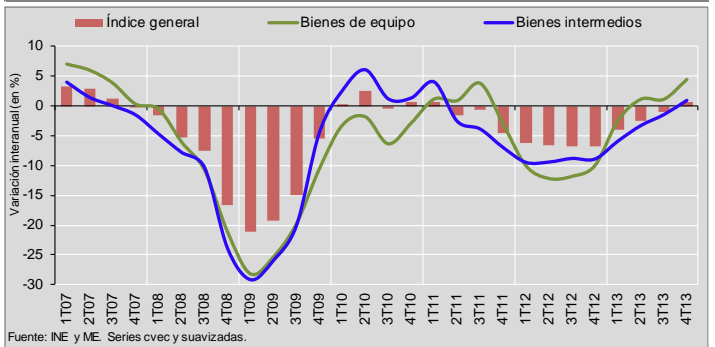
Industria - Índice de Producción Industrial (IPI)



Industria - IPI, componentes I



Industria - IPI, componentes II

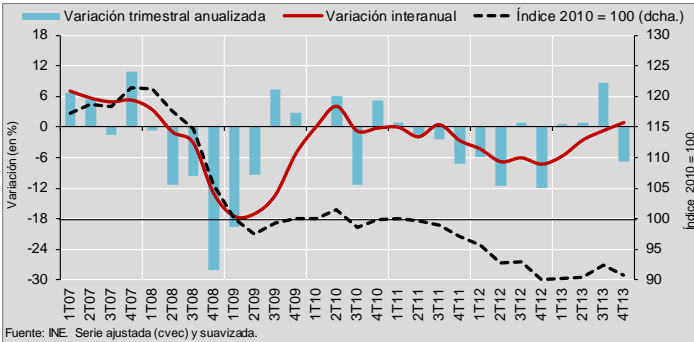


(*) Las tasas del último trimestre, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.

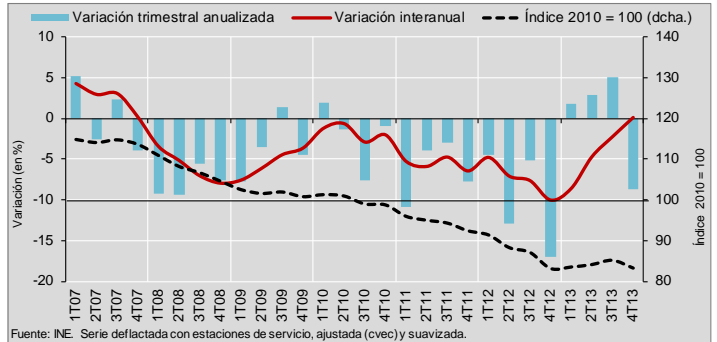
Actualizado a: 04-feb-2014

INDICADORES DE COYUNTURA - CONT. (*)

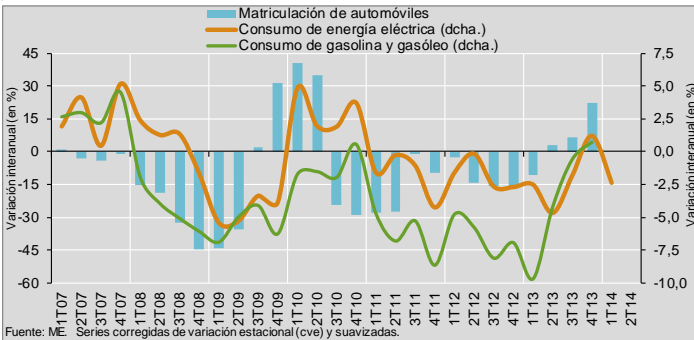
Cifra de negocios del sector servicios (IASS)



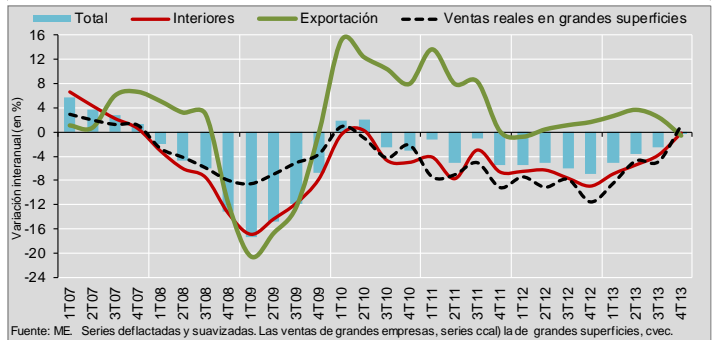
Consumo - Ventas reales minoristas



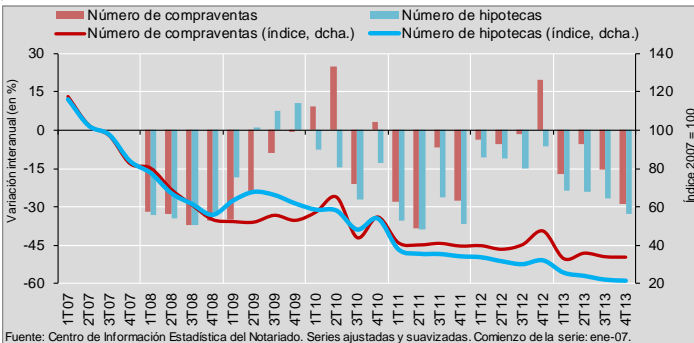
Consumo - Energía y matrículas



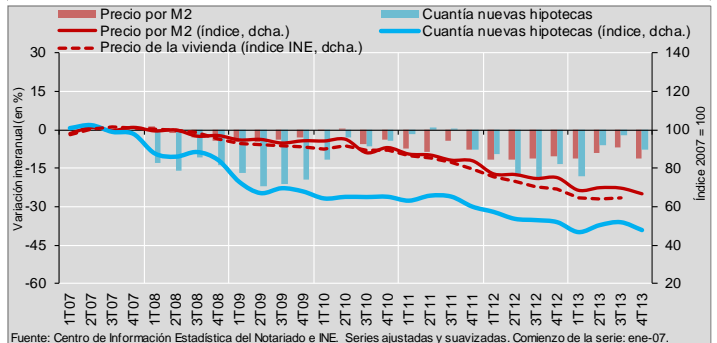
Consumo - Ventas de grandes empresas



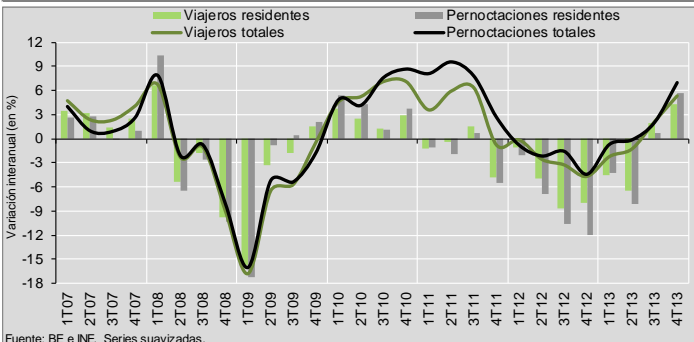
Mercado inmobiliario - Cantidades



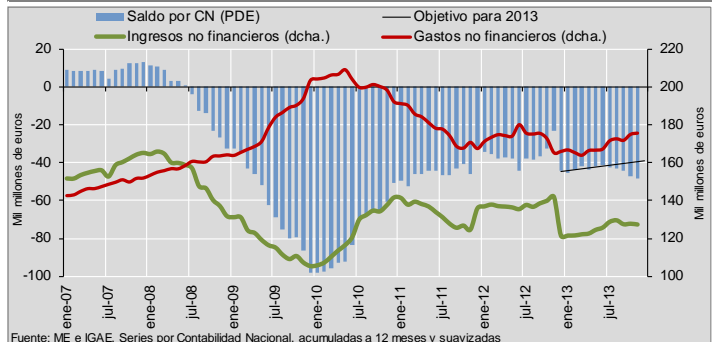
Mercado inmobiliario - Precios



Turismo



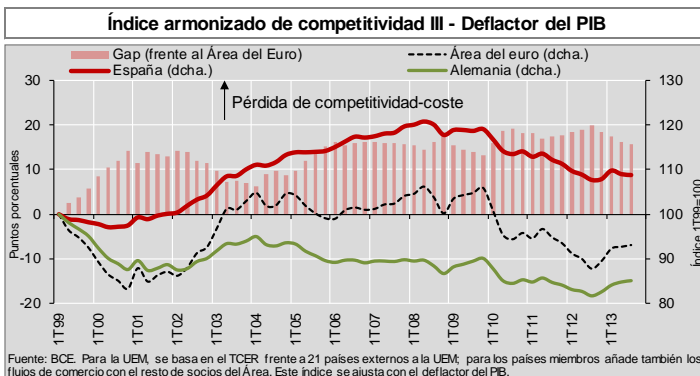
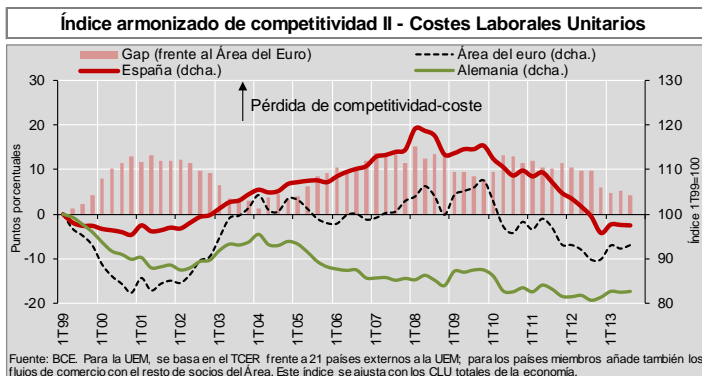
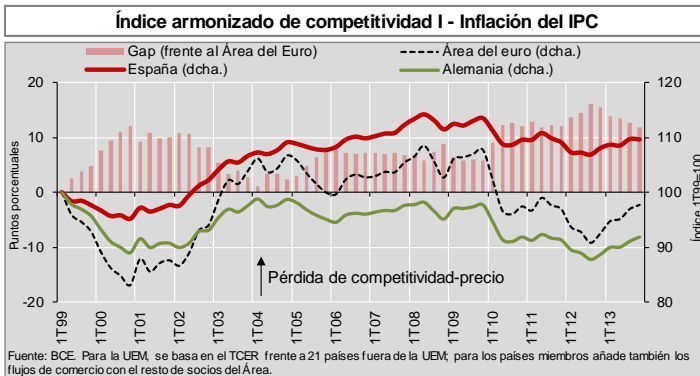
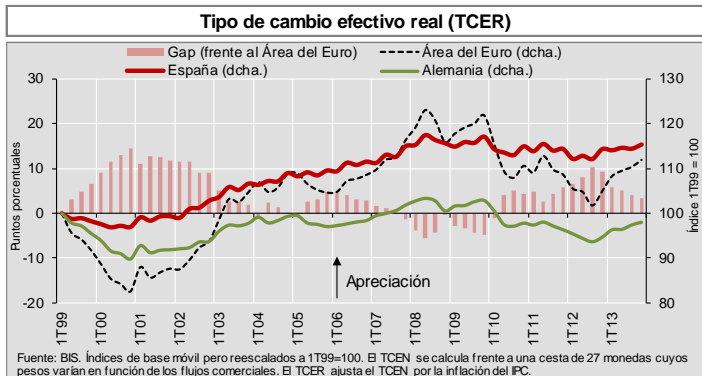
Finanzas públicas - Estado



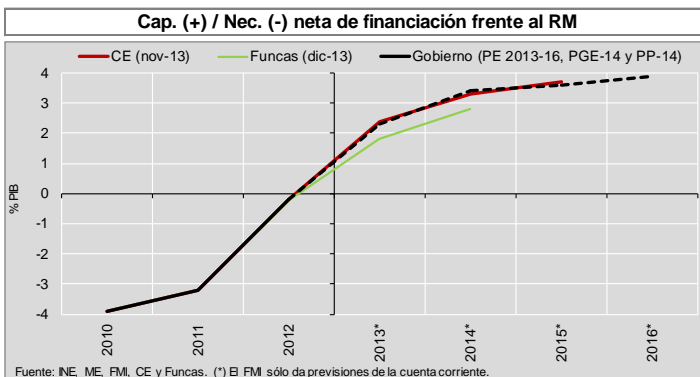
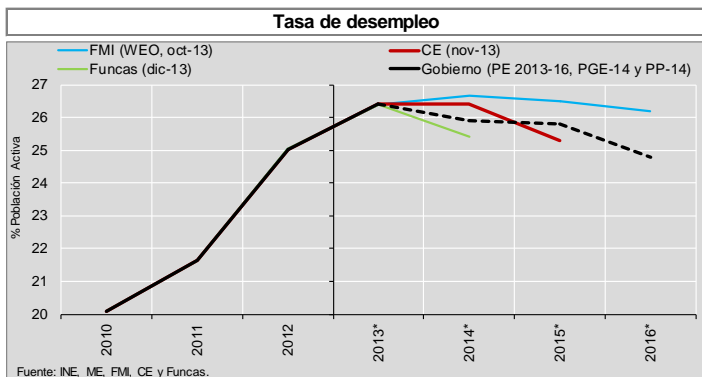
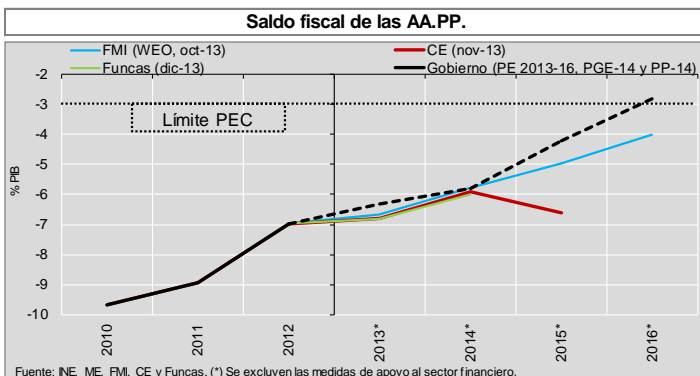
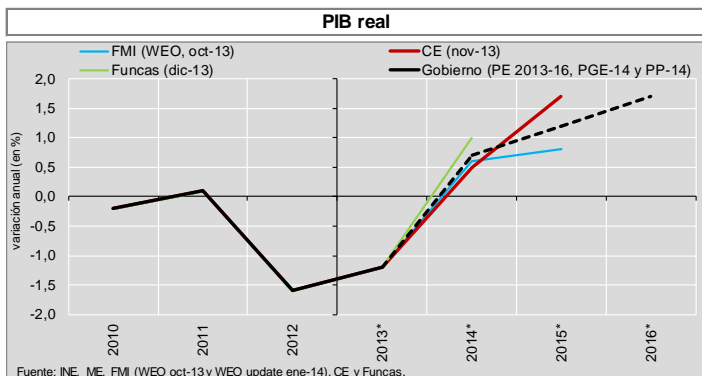
(*) Las tasas del último trimestre, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.

Actualizado a: 04-feb-2014

COMPETITIVIDAD EXTERIOR (*)



PREVISIONES (*)

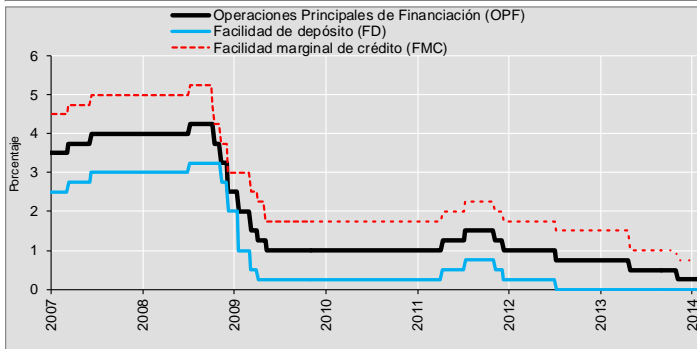


(*) Las tasas del último trimestre, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.

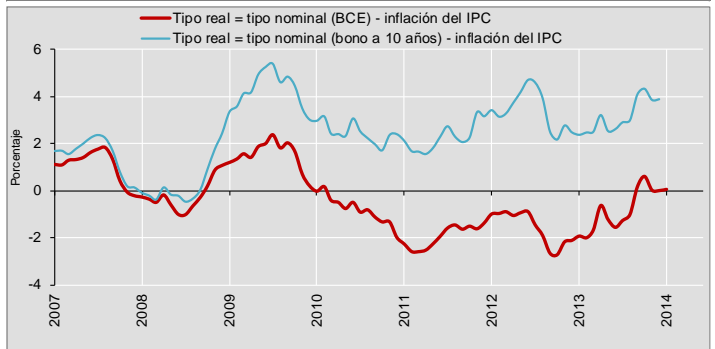
Actualizado a: 04-feb-2014

INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (*)

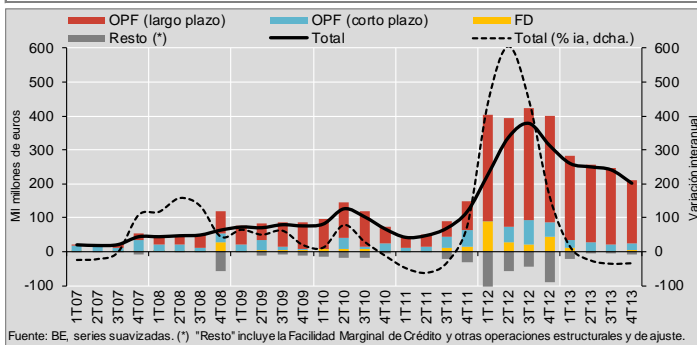
Tipos de interés nominal: tasas de referencia de política monetaria



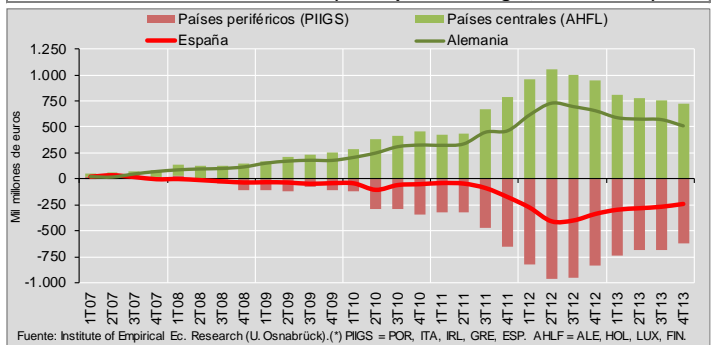
Tipos de interés real



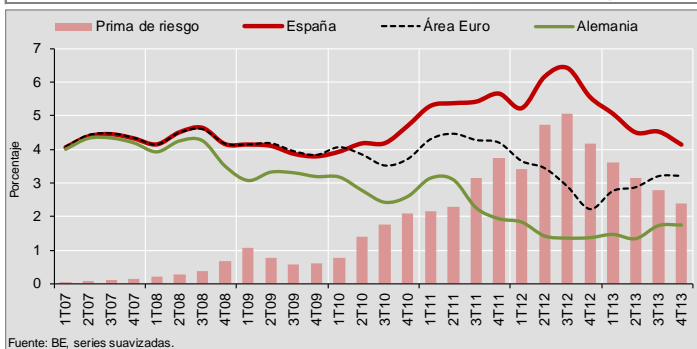
Financiación monetaria del BE a las entidades (saldo neto)



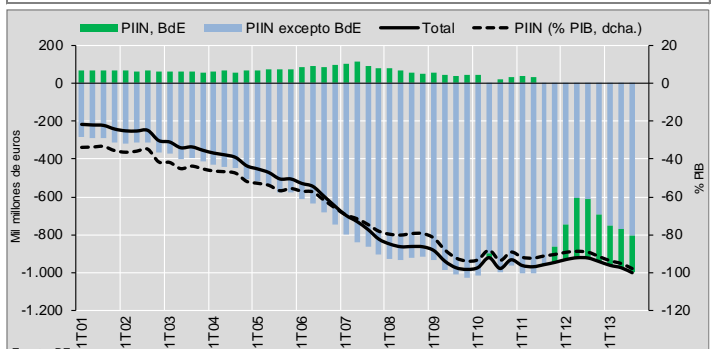
Financiación intra-Eurosistema (contrapartidas Target, saldos netos)



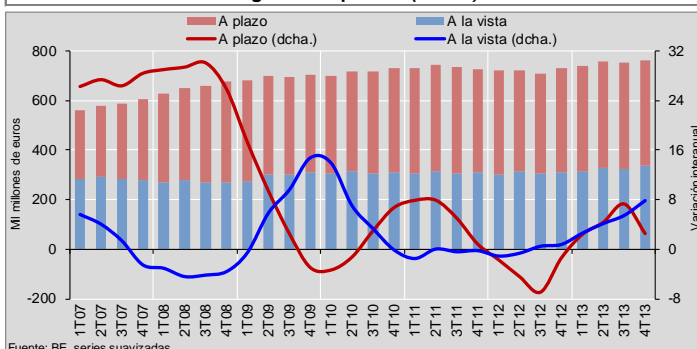
Rentabilidad a 10 años de la deuda soberana y prima de riesgo



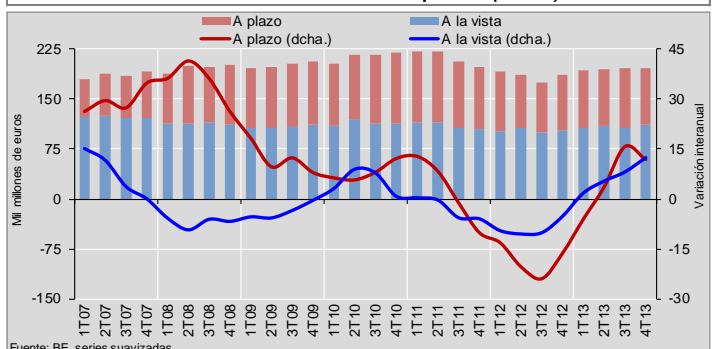
Deuda externa total neta (PIIN)



Hogares - Depósitos (stocks)



Sociedades no financieras - Depósitos (stocks)

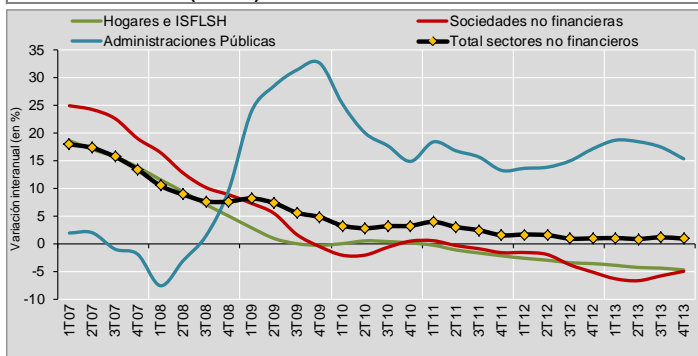


(*) Las tasas del último trimestre, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.

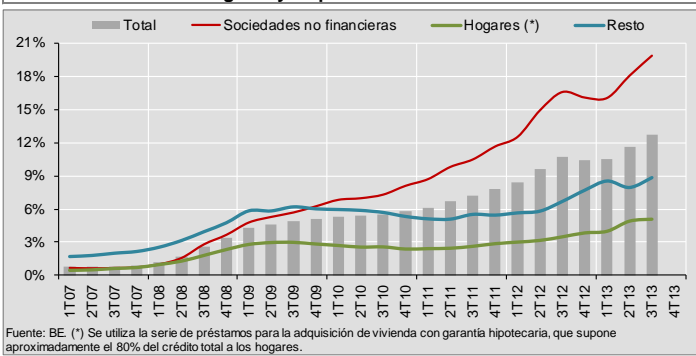
Actualizado a: 04-feb-2014

INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS - CONT. (*)

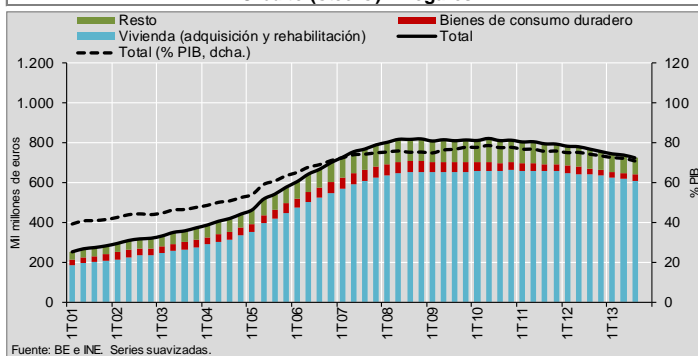
Crédito (stocks) - Financiación de sectores residentes



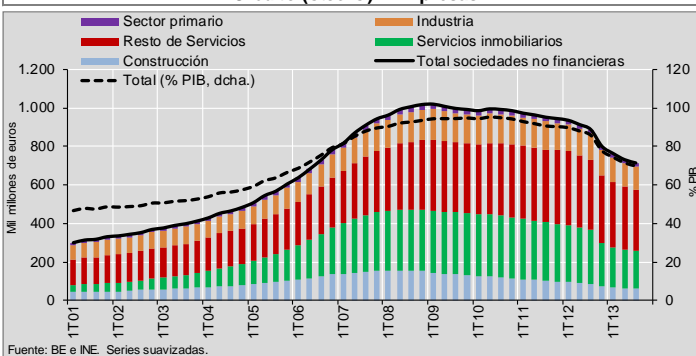
Crédito a hogares y empresas - % de créditos dudosos



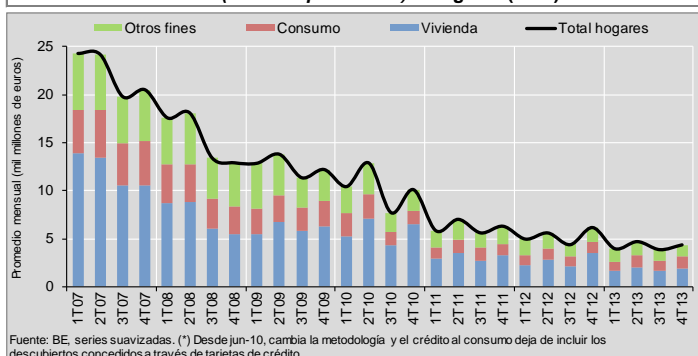
Crédito (stocks) - Hogares



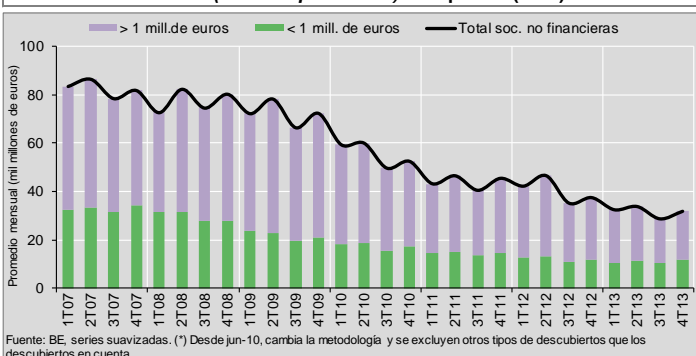
Crédito (stocks) - Empresas



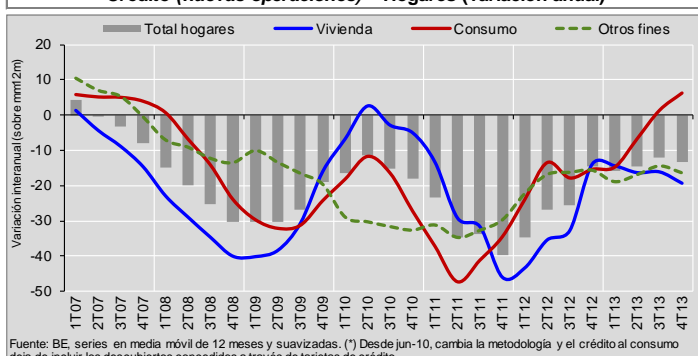
Crédito (nuevas operaciones) - Hogares (nivel)



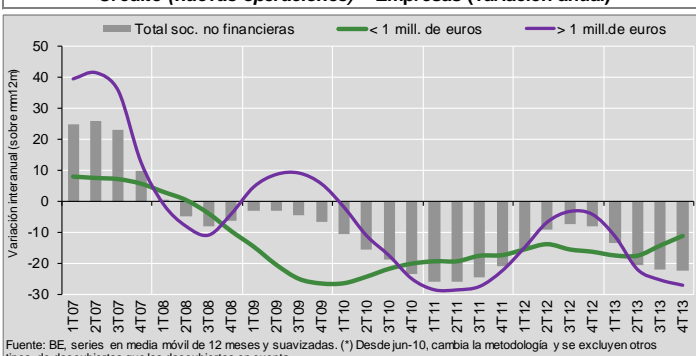
Crédito (nuevas operaciones) - Empresas (nivel)



Crédito (nuevas operaciones) - Hogares (variación anual)



Crédito (nuevas operaciones) - Empresas (variación anual)



(*) Las tasas del último trimestre, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.

Actualizado a: 04-feb-2014

