

**Evolución del sector real de la economía española**

De acuerdo con la estimación del avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la actividad económica habría registrado un crecimiento intertrimestral del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2013, tasa que supera en dos décimas a la registrada en el tercer trimestre<sup>1</sup>. En términos interanuales, el PIB aminoró su ritmo de descenso en un punto porcentual, hasta el -0,1 %, de modo que el año 2013 habría finalizado con una caída media del PIB del 1,2 %, frente al descenso del 1,6 % registrado en 2012.

La escasa información relativa al primer trimestre de 2014 apunta, en líneas generales, al mantenimiento del tono moderadamente positivo de la actividad. En relación con el consumo privado, los indicadores disponibles arrojan señales contrapuestas, con un registro más favorable de los indicadores cualitativos y un cierto empeoramiento de los cuantitativos. Entre los primeros, los índices de confianza de los hogares y de los comerciantes minoristas elaborados por la Comisión Europea referidos al mes de enero mejoraron, continuando con la tónica de los meses previos (véase gráfico 1). Entre los segundos, las matriculaciones de vehículos particulares registraron una caída intermensual del 2,4 % en términos de la serie corregida de efectos calendario y estacionalidad, tras los sustanciales incrementos de los meses precedentes y el agotamiento de los fondos asociados al PIVE-4. Con información más retrasada, referida a los meses finales de 2013, el indicador de ventas interiores no financieras de las grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, y el índice de comercio al por menor sin estaciones de servicio experimentaron en el período de octubre-diciembre caídas intertrimestrales del 0,5 % y del 1,4 %, respectivamente, en términos de las series deflactadas y corregidas de estacionalidad.

Los indicadores disponibles acerca de la evolución de la inversión en bienes de equipo apuntan hacia una continuación de la paulatina recuperación observada en la segunda mitad de 2013. Las matriculaciones de vehículos de carga intensificaron en enero su avance intermensual, hasta el 4,5 % en términos de la serie ajustada de estacionalidad. En el mismo sentido, aunque con información más atrasada, el índice de producción industrial de bienes de equipo se incrementó en el conjunto del cuarto trimestre un 1,1 % en términos intertrimestrales.

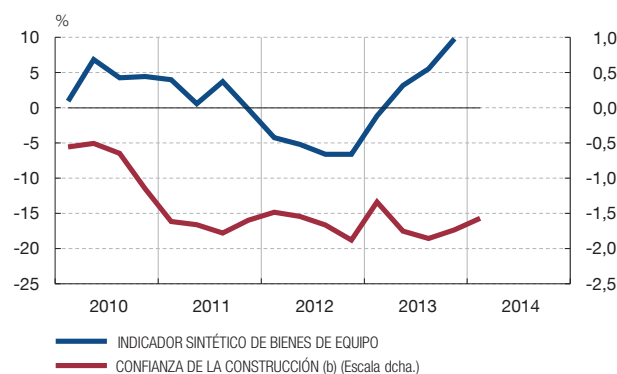
La última información disponible relativa a la inversión en construcción resulta, en conjunto, coherente con una atenuación de su tónica contractiva al inicio de 2014. Los indicadores relativos a los consumos intermedios mostraron un comportamiento dispar en diciembre, con una aceleración del crecimiento de la producción de materiales de construcción y un descenso del consumo aparente de cemento, tras la variación positiva del mes anterior. Por su parte, los indicadores contemporáneos de la actividad del sector referidos al empleo tuvieron una evolución relativamente favorable en enero. Así, aunque la afiliación media a la Seguridad Social, corregida de efectos estacionales y de calendario, cayó un 0,4 % intermensual, tasa similar a la del mes anterior, el ritmo de descenso interanual del número de parados registrados se intensificó. En cuanto a los indicadores adelantados, los visados de obra nueva de inversión residencial acentuaron su ritmo de caída en noviembre, lo que se tradujo en una disminución de la cifra acumulada en doce meses.

<sup>1</sup> El próximo día 27 de febrero el INE difundirá la CNTR correspondiente al cuarto trimestre de 2013.

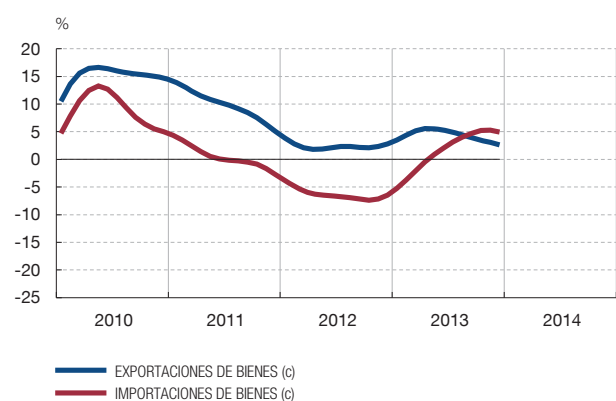
## INDICADORES DE CONSUMO



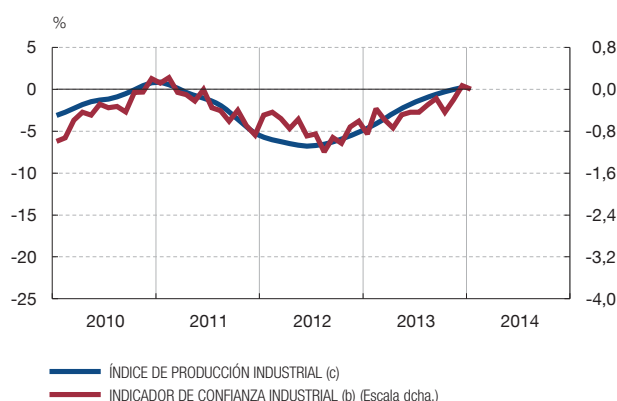
## INDICADORES DE INVERSIÓN



## INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



## INDICADORES DE INDUSTRIA



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

- a Tasas interanuales sobre tendencia.  
b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).  
c Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

En contraposición, la licitación oficial en obra civil prosiguió su senda de mejora en diciembre, cerrando el conjunto del año 2013 con una tasa de variación positiva (26 %) por primera vez desde 2008.

En el último mes de 2013 se produjo un fortalecimiento del tono de las ventas de bienes al exterior en términos reales, según los datos de Aduanas. En concreto, en diciembre, las exportaciones aumentaron un 5,5 % en tasa interanual, tras el descenso del 0,9 % de noviembre. El repunte se apoyó en las ventas al exterior de bienes de consumo no alimenticio —en particular, duraderos—, de equipo e intermedios no energéticos, mientras que, por el contrario, las de alimentos y bienes intermedios energéticos descendieron. Por áreas geográficas, el avance de las exportaciones reflejó tanto la recuperación de las ventas extracomunitarias después de los retrocesos registrados los últimos meses como el mayor vigor de las destinadas a la UE. En el conjunto del cuarto trimestre, el crecimiento interanual de las exportaciones se moderó en 2,5 puntos porcentuales (pp), hasta el 1,8 %. Con este dato, las exportaciones aumentaron un 5,4 % en 2013 (1,7 % en 2012). En la vertiente importadora, en diciembre repuntó apreciablemente el ritmo de avance de las compras al exterior, hasta el 9,3 % (2,4 % en noviembre). Por grupos de bienes, destacó el dinamismo de las importaciones de bienes de equipo, consumo duradero e intermedios

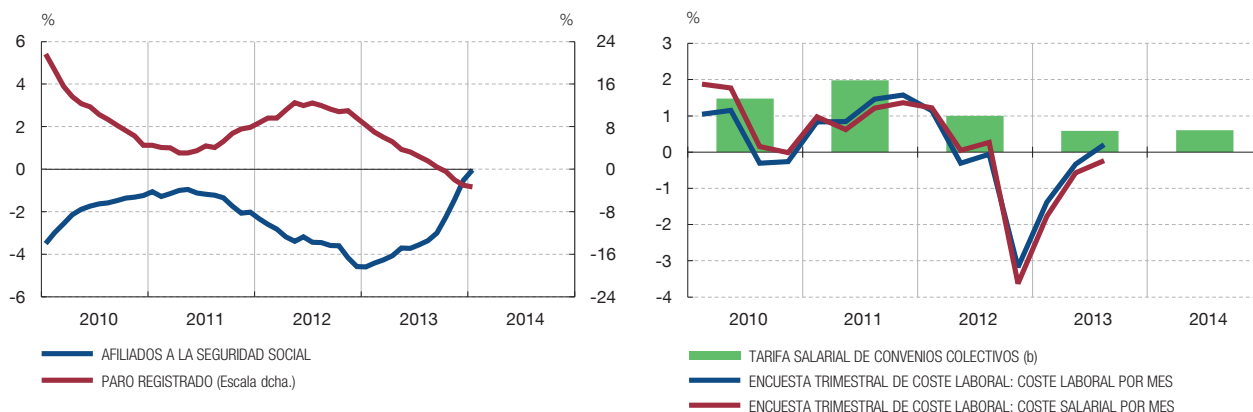
no energéticos. En el conjunto del cuarto trimestre, las importaciones intensificaron su ritmo de crecimiento interanual en 3 pp, hasta el 6,6 %, con lo que crecieron un 3,1 % en 2013, frente al retroceso del 7,1 % habido en el año anterior. A pesar de que en diciembre los IVU de importaciones retrocedieron más que los IVU de exportaciones, el déficit comercial aumentó (41,4 %), debido a la disminución del superávit no energético, que contrarrestó la caída del déficit energético. Con todo, en el conjunto de 2013 el desequilibrio comercial se corrigió en un 48,1 %, hasta situarse en 16 mm.

El dinamismo que habían mostrado las exportaciones turísticas en los trimestres centrales de 2013 se consolidó en el tramo final del año y al inicio de 2014, según los indicadores disponibles. Esta evolución reflejó la recuperación económica en nuestros mercados emisores tradicionales, así como el mantenimiento de una cierta inestabilidad en algunos destinos competidores del arco mediterráneo. Con datos de FRONTUR referidos a enero, las llegadas de turistas no residentes se aceleraron hasta el 12,3 % en términos interanuales. En diciembre de 2013, las pernoctaciones hoteleras realizadas por viajeros extranjeros intensificaron su tasa de avance interanual hasta el 11,7 %, de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera, lo que supuso un crecimiento del 3,9 % en el conjunto del año. Por último, el gasto total nominal de los turistas no residentes aumentó un 15,8 % interanual en diciembre, como resultado tanto de la mayor afluencia de visitantes como del incremento de su gasto medio.

De acuerdo con los datos de Balanza de Pagos, en el mes de noviembre la economía española registró una capacidad de financiación de 1,3 mm de euros, algo inferior a la del mismo mes de 2012. El superávit de la cuenta corriente ascendió a 800 millones de euros, frente a los 1.000 millones de noviembre del año anterior. El saldo positivo de la cuenta de capital ascendió a 0,4 mm de euros, significativamente por debajo del registrado hace un año. En el conjunto de los once primeros meses de 2013 se alcanzó una capacidad de financiación de 11,3 mm de euros, frente a la necesidad de financiación de 8,4 mm acumulada en igual período de 2012.

Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles referidos a la actividad industrial proporcionan, en general, señales heterogéneas. El índice PMI manufacturero registró un notable ascenso en enero hasta 52,2, superando el nivel de 50, que, en principio, constituye el umbral teórico a partir del cual se observaría una expansión de la actividad del sector. Además, el componente de la cartera de pedidos de la Encuesta de Coyuntura Industrial reflejó en enero valores menos negativos que en el mes anterior. Por el contrario, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea retrocedió un punto en el primer mes del año. Entre los indicadores cuantitativos, el empleo industrial, medido a través del número de afiliados a la Seguridad Social, se mantuvo estable en enero, en términos de la tasa intermensual calculada sobre la serie ajustada de estacionalidad. Los afiliados en la industria moderaron su ritmo de caída interanual en cuatro décimas, hasta el -1,8 %. Con información más retrasada, el índice de producción industrial se contrajo un 0,3 % intermensual en diciembre, en términos de la serie corregida de efectos calendario y estacionalidad.

Los indicadores referidos al sector servicios, tanto cualitativos como cuantitativos, reflejan una mejora de la actividad de estas ramas. Entre la información cualitativa, el indicador PMI del sector avanzó hasta el nivel de 54,9 en enero, situándose por encima del umbral de 50 por tercer mes consecutivo. Asimismo, el índice de confianza de la Comisión Europea mejoró 5 puntos en enero con respecto a diciembre. Por otro lado, los afiliados a la Seguridad Social del sector experimentaron en enero un aumento intermensual del 0,2 % en términos de la serie corregida de calendario y de estacionalidad, con lo que su ritmo de crecimiento interanual se aceleró hasta el 0,7 %. El paro registrado en el sector continuó reduciéndose



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

- a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta enero de 2014.

en diciembre (-0,3 % intermensual), si bien a un ritmo algo menos acusado que en noviembre (-0,6 %). Finalmente, con información más retrasada, el indicador de actividad del sector servicios retrocedió un 1 % intermensual en diciembre, frente al incremento del 1,1 % del mes anterior.

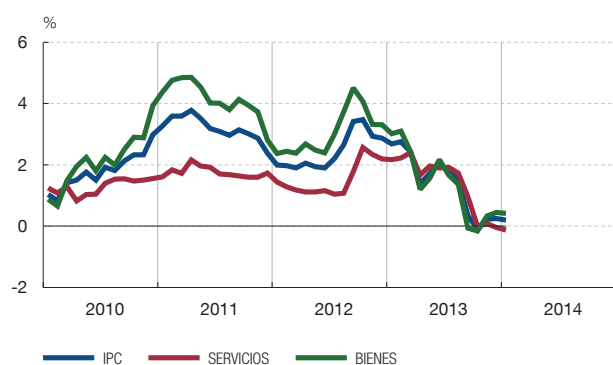
En enero prosiguió la pauta de progresiva mejoría del mercado de trabajo observada en el último trimestre de 2013. En concreto, se estima un crecimiento intermensual del 0,1 % de los afiliados a la Seguridad Social una vez descontados los factores estacionales. En términos interanuales, este registro sería compatible con una estabilización del número de afiliados, tras las caídas registradas de modo ininterrumpido desde junio de 2008 (véase gráfico 2). Este comportamiento más favorable se aprecia en casi todas las ramas de actividad, destacando especialmente el avance de las afiliaciones en las ramas de servicios, tanto de mercado (0,4 %) como en el agregado que aproxima al sector de las Administraciones Públicas —AAPP— (1,9 % en enero). En la construcción se mantienen aún caídas sustanciales del empleo (-6,7 % interanual al inicio de 2014). Por lo que se refiere al paro, la cifra de desempleados registrados en los Servicios Públicos de Empleo Estatal (SPEE) intensificó su descenso en el mes de enero, hasta una tasa interanual del -3,3 %, tras el -3 % de diciembre.

En relación con la marcha de las finanzas públicas, según las cifras más recientes de Contabilidad Nacional, el agregado de la Administración Central, la Seguridad Social y las Comunidades Autónomas registró un déficit acumulado entre enero y noviembre del 5,4 % del PIB (4,9 % del PIB hasta octubre), neto de ayudas a IIFF, y frente al objetivo para la totalidad de las AAPP de un déficit del 6,5 % del PIB para el conjunto del año 2013.

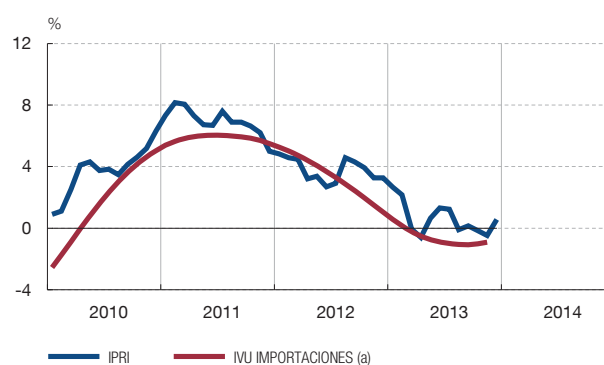
### Precios y costes

La información más reciente acerca de la evolución de la negociación colectiva, referida a enero de 2014, apunta a un mantenimiento de la tónica de contención de los aumentos salariales, que, para el conjunto de los convenios colectivos acordados hasta la fecha, se sitúa en promedio en el 0,6 %. Este incremento es similar al observado en el ejercicio precedente y está en línea con la recomendación para 2014 contenida en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva. Los acuerdos ya cerrados afectan a algo menos de un millón de trabajadores, la gran mayoría de los cuales, como es habitual en los primeros meses de cada año, tiene un convenio firmado en años anteriores, con un incremento

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

salarial medio que también es del 0,6 %. Por el contrario, los convenios de nueva firma reflejan un incremento nulo de las tarifas salariales, si bien la significatividad de este resultado es muy reducida, dado que se refiere a tan solo unos 13.000 asalariados. En cuanto a las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2013, se estima que su impacto sobre los costes salariales en 2014 es nulo, en consonancia con el reducido incremento de los precios de consumo en diciembre pasado (0,3 %).

En enero, el IPC disminuyó una décima su tasa de variación interanual, hasta el 0,2 %, tras el leve aumento del mes anterior (véase gráfico 3). Por componentes, los precios de los servicios se desaceleraron hasta alcanzar, por primera vez en la serie histórica, una tasa interanual negativa (-0,1 %). También se redujo el ritmo de variación de los precios de los alimentos elaborados, hasta el 1,7 %, y de los de la energía, hasta el 0 %. Por el contrario, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron y los de los bienes industriales no energéticos recortaron su ritmo de descenso. Como resultado de la evolución de los distintos componentes, el ritmo de avance interanual del IPSEBENE permaneció en el 0,2 % y el del IPC no energético se redujo en una décima hasta esa misma tasa. Por último, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) mantuvo estable su tasa interanual en el 0,3 %. Por su parte, la tasa de inflación para el conjunto del área del euro se situó en el 0,8 % interanual, por lo que el diferencial de inflación permaneció en el mismo nivel que en el mes anterior (-0,5 pp).

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales aumentó en diciembre hasta el 0,6 % (frente al -0,5 % del mes anterior). Esta aceleración se debió exclusivamente al avance del componente energético, mientras que los restantes grupos de bienes prolongaron el perfil de ralentización de los meses anteriores. En consecuencia, el ritmo de variación del índice general sin energía disminuyó en tres décimas, hasta el -1 %, la tasa más reducida desde diciembre de 2009. Finalmente, en diciembre se moderó la caída de los precios industriales de exportación y, en particular, de importación, en 1 y 4 décimas, respectivamente, hasta tasas interanuales del -2,8 % y -2,4 %.

**Evolución económica y financiera en la UEM**

La evolución de los *mercados financieros internacionales* en el último mes estuvo marcada por un nuevo episodio de inestabilidad, caracterizado por un aumento de la volatilidad y por las correcciones bursátiles, y que afectó principalmente a las economías emergentes, que

experimentaron depreciaciones de sus divisas y ampliaciones de sus diferenciales soberanos. Este episodio, que fue breve —entre la última semana de enero y los primeros días de febrero—, vino alentado por la publicación de indicios de debilidad de la actividad en China y por la decisión de las autoridades argentinas de dejar de sostener la cotización del peso, dado el intenso drenaje de las reservas internacionales del país. En este contexto, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de las principales economías desarrolladas registraron descensos, al actuar como activos refugio, y se produjeron salidas de capitales de los mercados emergentes, si bien el ritmo de emisiones en el mercado primario no decayó. En este episodio se ha apreciado, una vez más, una cierta discriminación por mercados, destacando el mayor impacto en economías con elevada vulnerabilidad exterior, como Turquía o India, y en países productores de materias primas, como Sudáfrica, Chile o Rusia, además de Argentina. Esta situación obligó a reaccionar a algunos bancos centrales, con subidas de los tipos oficiales en la India, Sudáfrica y, especialmente, Turquía. Esta respuesta, junto con la confirmación por parte de la nueva presidenta de la Reserva Federal de una continuidad en la política monetaria de Estados Unidos, contribuyó a estabilizar los mercados financieros y, desde inicios de febrero, los mercados revirtieron total o parcialmente las caídas experimentadas anteriormente. Los precios de las materias primas se mantuvieron estables en los primeros compases de 2014, con la excepción del oro, cuyo precio continuó aumentando.

En *Estados Unidos*, según la estimación de avance, el PIB creció un 3,2 % en tasa trimestral anualizada (2,7 % en tasa interanual) en el cuarto trimestre de 2013, frente al 4,1 % registrado en el tercero. La desaceleración vino explicada principalmente por la menor contribución de la variación de existencias. En el lado positivo destaca el comportamiento del consumo privado, de la inversión en equipo y del sector exterior, y en el negativo, la inversión en construcción (que registró tasas negativas) y el gasto público. Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes a enero sorprendieron a la baja, si bien podrían haber sido afectados, al menos en parte, por las malas condiciones meteorológicas. En el mercado laboral, el informe de empleo de enero ofreció diferentes matices, al mostrar menor creación de empleo neto de la esperada (113.000) y una reducción de una décima de la tasa de paro (hasta 6,6 %), debido a un aumento de la tasa de empleo, pues la tasa de participación también se incrementó. El déficit comercial durante 2013 se situó en el 2,8 % del PIB, frente al 3,3 % de 2012, principalmente por la reducción de las importaciones petrolíferas. En enero, tanto la inflación interanual como la subyacente se situaron en el 1,6 %, aumentando y disminuyendo una décima, respectivamente, en relación con el mes anterior. Ese mismo mes, la Reserva Federal anunció una segunda reducción de 10 mm de dólares (hasta 65 mm, repartida a partes iguales entre los títulos de deuda pública y de MBS de las agencias) en sus compras mensuales netas de activos a partir de febrero, sin modificar su estrategia de *forward guidance*. Por último, en el terreno fiscal, el Congreso aprobó la suspensión del techo de deuda hasta el 15 de marzo de 2015, sin medidas fiscales asociadas, lo que alivia los riesgos fiscales en el corto plazo.

En *Japón*, en el último trimestre del año, el PIB registró un crecimiento del 0,3 % intertrimestral (2,7 % interanual), igual que en el tercer trimestre, apoyado en la demanda interna y lastrado por la externa, dado un crecimiento de las importaciones muy superior al de las exportaciones. En enero se agudizó este comportamiento del sector exterior, lo que dio lugar a que el déficit comercial alcanzara un máximo histórico. Por su parte, la inflación (excluyendo alimentos frescos) continuó aumentando, hasta alcanzar el 1,3 % interanual (la subyacente, el 0,7 %) en diciembre. En su reunión de febrero, el Comité de Política Monetaria del Banco de Japón mantuvo sin cambios su programa de compra de activos, pero aumentó la cuantía y amplió el período temporal de sus programas para incentivar la concesión de créditos.

En el *Reino Unido*, la primera estimación del PIB del cuarto trimestre señala un crecimiento intertrimestral del 0,7 % (2,8 % interanual), una décima por debajo del trimestre anterior, impulsado por las contribuciones de los sectores industrial y de servicios, pues la construcción se contrajo levemente. Los primeros datos disponibles para 2014 apuntan a que la recuperación ha continuado en el primer trimestre. La inflación disminuyó nuevamente una décima en enero, hasta el 1,9 %. En su *Informe de Inflación* de febrero, el Banco de Inglaterra reformuló su estrategia de política monetaria (*forward guidance*), abandonando la condicionalidad respecto a la tasa de paro, pues ya se encuentra muy próxima (7,2 % en diciembre) al umbral del 7 % establecido en agosto de 2013. La institución considera que, a pesar de haber revisado al alza sus previsiones de crecimiento para los próximos años, aún hay una elevada capacidad ociosa en la economía (en torno al 1 %-1,5 % del producto potencial) y, por ello, el tipo de interés oficial ha de mantenerse en un nivel reducido por algún tiempo. Además, el endurecimiento de la política monetaria se hará, llegado el momento, de forma gradual y el tipo oficial a medio plazo se situará por debajo del promedio anterior a la crisis (5 %).

En los *nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro*, la estimación de avance del PIB correspondiente al cuarto trimestre de 2013 reveló un mayor crecimiento, del 2,5 % interanual (1,5 % en el tercer trimestre). En los primeros compases de 2014, la actividad continuó acelerándose. Por su parte, la senda de moderación de la inflación se detuvo en diciembre, situándose en el 0,8 % (0,6 % en noviembre). En todo caso, dada la ausencia de presiones inflacionistas y la persistencia de brechas de producción negativas, los bancos centrales de Hungría y Rumanía recortaron los tipos oficiales. Entre los *países candidatos a la UE*, los indicadores adelantados apuntan al mantenimiento del dinamismo de la actividad en Turquía en el cuarto trimestre, pero la inflación repuntó notablemente en enero debido a la depreciación de la lira, que, además, fue una de las divisas más afectadas por el reciente episodio de turbulencias. En este contexto, el banco central turco, en una reunión extraordinaria, elevó los tipos de interés oficiales entre 425 puntos básicos (pb) y 550 pb.

En *China*, el crecimiento se ralentizó ligeramente, hasta el 7,7 % interanual, en el cuarto trimestre de 2013 (7,8 % en el anterior). En enero se produjo un fuerte repunte del comercio exterior —especialmente de las importaciones—, en un contexto de inflación moderada (2,5 % interanual) e inferior al objetivo del Gobierno (3,5 %), con tasa subyacente en el 2 %. En el mismo mes, la financiación total mostró un cierto repunte, por lo que, aunque continuará dando soporte a la actividad, mantendrá activas las alertas sobre los riesgos inherentes a su evolución. En el *resto de Asia emergente*, en el cuarto trimestre de 2013 el PIB, medido en tasas de variación interanuales, mostró un comportamiento heterogéneo por países. De igual modo, la tasa de inflación interanual no presentó una tendencia definida en el conjunto de la región, destacando la notable reducción observada en la India. Los tipos oficiales en los países de la región se mantuvieron sin cambios, excepto en la India, donde el banco central elevó a finales de enero —en el contexto de renovadas presiones financieras— el tipo de interés de los *repos* en 25 pb, hasta dejarlo en el 8 %, e hizo pública su decisión de modificar su estrategia de política monetaria adoptando un objetivo de inflación (definida sobre precios de consumo) del 4 % y una senda de convergencia a ese objetivo en el medio plazo.

En *América Latina*, tras un crecimiento del PIB regional del 0,2 % trimestral en el tercer trimestre de 2013, los datos de mayor frecuencia apuntan hacia una evolución similar en el cuarto, si bien en México se registró una notable desaceleración, al situarse la tasa intertrimestral en el 0,2 % (0,9 % en el tercer trimestre). En los cinco países con objetivos



de inflación, esta aumentó en promedio tres décimas en enero hasta el 4,6 % interanual, destacando el repunte registrado en México, como consecuencia, en parte, de los nuevos impuestos que entraron en vigor en dicho mes. Mientras, en Venezuela tendió a estabilizarse, aunque en niveles muy altos (51,6 % interanual), y en Argentina comenzó a publicarse un nuevo IPC en sustitución del anterior, que era fuertemente cuestionado desde 2007, lo que arrojó un notable incremento de la inflación (3,7 % intermensual). En este contexto, el banco central de Brasil subió su tipo oficial 50 pb, hasta el 10,5 %, y el de Chile lo redujo 25 pb, hasta el 4,25 %. Por otro lado, dadas las presiones depreciatorias sobre sus divisas, tanto el banco central de Brasil como el de Perú intervinieron activamente en el mercado cambiario. Además, el peso argentino se desplomó más de un 12 % en un solo día, cuando el banco central dejó de intervenir en el mercado y permitió que este determinara el valor del peso, debido al fuerte descenso registrado por las reservas de divisas en los últimos meses. También se produjeron modificaciones en la política cambiaria, de forma que se relajaron algunos de los controles de capital (la compra de dólares para particulares), se elevaron fuertemente los tipos de interés interbancarios y se limitó la exposición de los bancos en dólares, lo que ayudó a estabilizar el tipo de cambio. Por su parte, el banco central de Venezuela anunció un nuevo régimen cambiario basado en un sistema de bandas, que en la práctica implica la aplicación de un tipo de cambio depreciado casi un 50 % sobre el tipo de cambio oficial (6,3 bolívares/dólar) para la mayoría de los productos que importa. Por último, la agencia de calificación Moody's elevó el *rating* soberano de México hasta A3.

En la zona del euro, de acuerdo con la estimación provisional publicada por Eurostat, el PIB registró un crecimiento en el cuarto trimestre de 2013 del 0,3 %, dos décimas superior al del período de julio-septiembre. Este mayor dinamismo ha sido el resultado del avance generalizado por países, y en especial del de Francia, Holanda y Alemania. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB ajustado de estacionalidad se situó en el 0,5 %, con lo que para el conjunto del año 2013 la economía de la UEM disminuyó un 0,4 %, frente al retroceso del 0,6 % del año anterior. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional, en su último ejercicio de previsión de enero, anticipa que el PIB avanzará un 1 % y un 1,4 % en 2014 y 2015, respectivamente, lo que supone una revisión de una décima al alza para ambos años con respecto a su estimación anterior.

La información coyuntural más reciente, en su mayor parte de carácter cualitativo, relativa al primer trimestre es consistente con una suave expansión de la actividad económica en el inicio del año (véase cuadro 1). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial se contrajo en el último mes del año pasado, pero la mayor parte de los indicadores de opinión de la Comisión Europea (CE) de enero y las encuestas de directores de compras hasta febrero se encuentran en niveles superiores a los de diciembre. Por el lado de la demanda, entre los indicadores referidos al consumo, las ventas al por menor disminuyeron en diciembre al igual que las matriculaciones de automóviles en enero, aunque la confianza de los consumidores aumentó a comienzos del año. La valoración de la cartera de pedidos, que guarda estrecha relación con el agregado de inversión, se mantuvo estable en enero, y se incrementó el grado de utilización de la capacidad productiva en el primer trimestre del año. Finalmente, las exportaciones nominales cayeron en diciembre, si bien tanto las expectativas de exportación para el primer trimestre de 2014 como la valoración de la cartera de pedidos exteriores referida a enero mejoraron.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se mantuvo en enero en el 0,8 % (véase gráfico 4), al compensarse la caída de los precios



		2013				2014	
		Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	0,2	0,4	2,8	0,5		
	Comercio al por menor	-0,2	-0,4	1,3	-1,0		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-2,4	4,2	4,8	7,0	5,4	
	Indicador de confianza de los consumidores	-14,8	-14,4	-15,3	-13,5	-11,7	-12,7
	Indicador de confianza industrial CE	-6,6	-5,0	-3,9	-3,4	-3,9	
	PMI de manufacturas	51,1	51,3	51,6	52,7	54,0	53,0
	PMI de servicios	52,2	51,5	51,2	51,0	51,6	51,7
	IAPC	1,1	0,7	0,9	0,8	0,8	
Variables monetarias y financieras	M3	2,0	1,4	1,5	1,0		
	M1	6,6	6,5	6,5	5,8		
	Crédito a los sectores residentes	-0,8	-1,0	-1,4	-2,0		
	AAPP	0,7	0,8	-0,6	-0,7		
	Otros sectores residentes	-1,2	-1,4	-1,6	-2,4		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	0,4	0,3	0,3	0,3		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-2,8	-2,9	-3,1	-2,9		
	Eonia	0,08	0,09	0,10	0,17	0,20	0,15
	Euríbor a tres meses	0,22	0,23	0,22	0,27	0,29	0,29
	Euríbor a un año	0,54	0,54	0,51	0,54	0,56	0,55
	Rendimiento bonos a diez años	3,41	3,16	3,17	3,31	3,21	3,12
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,58	-0,54	-0,45	-0,41	-0,33	-0,41
	Tipo de cambio dólar/euro	1,335	1,363	1,349	1,370	1,361	1,363
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	9,8	16,4	17,1	17,9	-3,1	0,7

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

a Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual), y bolsa.

b Datos hasta el día 21 de febrero de 2014, excepto para el IAPC (24 de febrero).

c Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

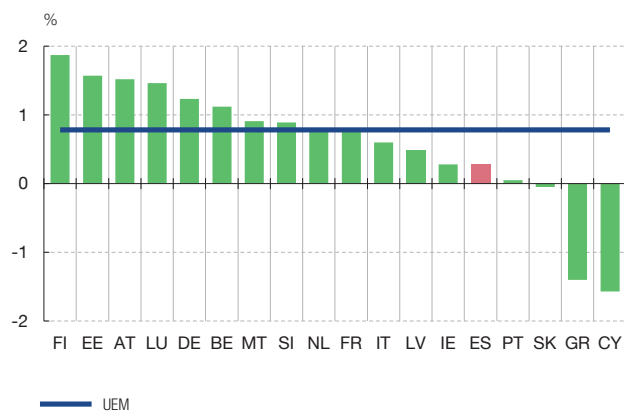
## ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO

### Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 4



### ENERO DE 2014



FUENTE: Eurostat.

de la energía con un avance de los servicios. Por su parte, los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos redujeron su ritmo de avance en una décima en ambos casos. La inflación sin energía y alimentos no elaborados se incrementó en 0,1 pp, hasta el 1 %. Finalmente, los precios industriales disminuyeron su ritmo de contracción en diciembre, hasta el -0,8 %.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 6 de febrero, mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 0,25 %, el tipo de la facilidad marginal de crédito en el 0,75 % y el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0,00 %. A su vez, el Consejo reiteró con firmeza sus indicaciones sobre la orientación futura de su política monetaria con el compromiso de mantener los tipos de interés oficiales en los niveles actuales, o inferiores, durante un período prolongado. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %. El Consejo de Gobierno considera además que los riesgos al crecimiento de la actividad permanecen a la baja, mientras que los relativos a la inflación siguen siendo limitados y, en general, equilibrados a medio plazo.

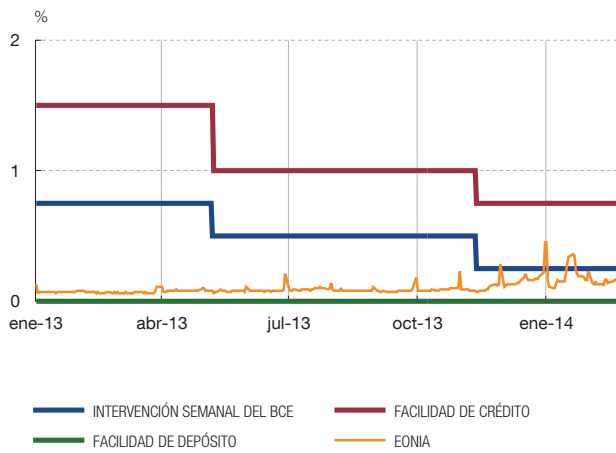
La Comisión Europea presentó a finales del mes de enero su propuesta de regulación de los bancos de mayores dimensiones que afectaría a unas 30 entidades consideradas de relevancia sistémica o con actividades de negociación importantes. La propuesta, que ha tenido en cuenta el *Informe Liikanen*, se centra en la prohibición de invertir por cuenta propia en instrumentos financieros y materias primas, es decir, la negociación cuyo único fin sea el de realizar un beneficio para el banco. Además, atribuiría a los supervisores la facultad y, en determinados casos, la obligación de exigir la transferencia de las actividades de negociación de alto riesgo a entidades jurídicamente independientes (por ejemplo, la creación de mercado, las operaciones con derivados complejos y las operaciones de titulización).

La rentabilidad del bono alemán se mantuvo estable durante el mes de febrero, mientras que la del bono a diez años de Estados Unidos aumentó ligeramente, lo que amplió el diferencial entre ambas, manteniéndose por encima de los 100 pp. En los mercados de deuda pública de la UEM, los diferenciales con respecto al bono alemán de la mayor parte de los soberanos continuaron reduciéndose en los días transcurridos del mes de febrero. Así mismo, los tipos de interés en el mercado interbancario se han mantenido sin variaciones, continuando los tipos a uno, tres y doce meses en 0,2 %, 0,3 % y 0,6 %, respectivamente (véase gráfico 5).

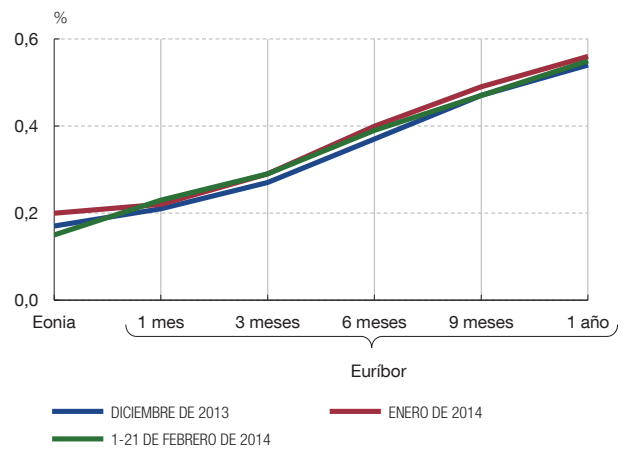
En los mercados de renta variable, la cotización de las acciones, medida a través del índice EUROSTOXX 50, acumuló una revalorización del 3,9 % durante el mes de febrero, lo que supone una ganancia anual del 0,7 %. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro se apreció en febrero un 1,4 % frente al dólar, hasta situarse en 1,37 \$/€, y un 0,7 % en términos efectivos nominales (véase gráfico 6).

Continuó la debilidad de los préstamos a las sociedades no financieras, que registraron en diciembre un flujo mensual negativo, de manera que la tasa interanual se situó en el -2,9 %. Por su parte, los préstamos a hogares mantuvieron su atonía, registrando un crecimiento prácticamente nulo. Finalmente, el agregado monetario M3 avanzó en diciembre un 1 % en tasa interanual, lo que representa un descenso de cinco décimas respecto al mes anterior. Esta desaceleración viene explicada por el peor comportamiento de los depósitos a la vista y los instrumentos de mercado.

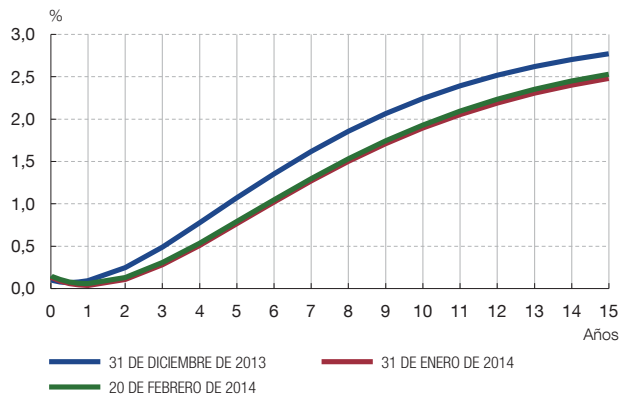
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



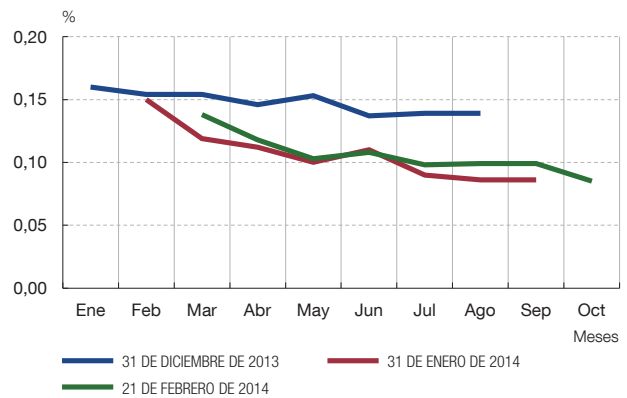
MERCADO INTERBANCARIO  
Media mensual



CURVA CUPÓN CERO (a)

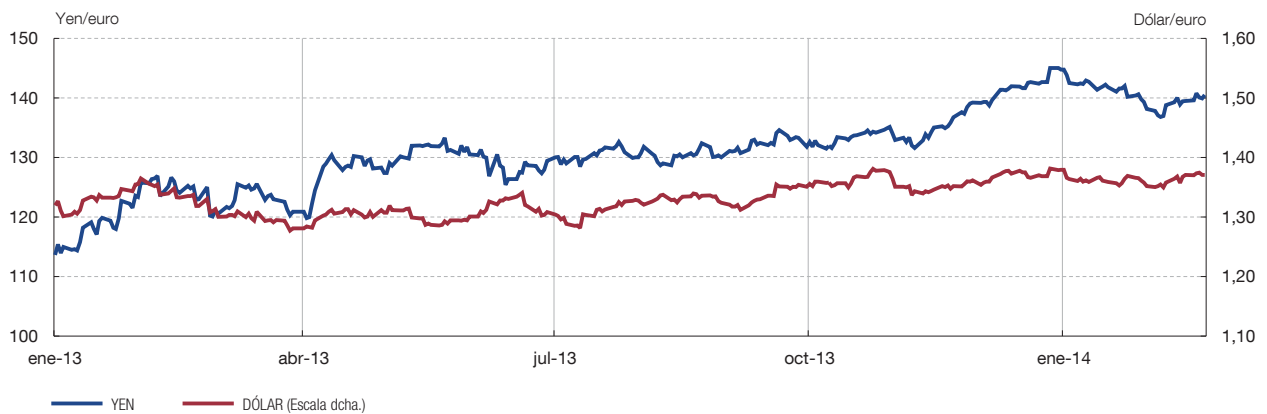


TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.



FUENTE: Banco Central Europeo.

En porcentaje

	2010	2011	2012	2013			2014	
	Dic	Dic	Dic	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb (a)
Tipos bancarios (b)								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	2,66	3,66	2,93	3,12	3,19	3,16	...	...
Crédito para consumo y otros fines	6,35	7,29	6,98	7,70	7,43	7,23	...	...
Depósitos	1,70	1,72	1,72	1,07	0,99	0,94	...	...
Sociedades no financieras								
Crédito (c)	3,24	4,02	3,66	4,13	4,27	3,57	...	...
Mercados financieros (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,05	3,40	2,08	0,81	0,62	0,85	0,66	0,55
Deuda pública a cinco años	4,64	4,63	4,26	2,99	2,62	2,68	2,32	2,25
Deuda pública a diez años	5,42	5,45	5,36	4,23	4,11	4,14	3,77	3,62
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	2,47	3,43	4,00	2,41	2,38	2,30	1,99	1,95
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,70	2,70	1,88	1,51	1,28	1,09	1,09	1,10
IBEX-35 (f)	-17,43	-13,11	-4,66	21,31	20,45	21,42	0,04	1,56

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 21 de febrero de 2014.

b En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede 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.

c 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.

d Medias mensuales.

e Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2012.

f Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

## Evolución financiera en España

Durante los días transcurridos de febrero, los mercados financieros españoles han mostrado una relativa estabilidad, registrándose ligeras disminuciones en las rentabilidades de la deuda pública y moderadas revalorizaciones de los índices bursátiles. Los últimos datos disponibles de los balances de los distintos sectores no financieros, correspondientes a diciembre, evidencian un fuerte descenso del crecimiento interanual de los pasivos de las AAPP, ligado en gran parte a un efecto base, una cierta intensificación del ritmo de contracción de la financiación a los hogares y una tasa de caída de la deuda de las sociedades similar a la observada el mes anterior. Esta evolución vino acompañada de un menor dinamismo de los activos más líquidos de estos dos últimos sectores. La información provisional correspondiente a enero apunta a una moderación en el retroceso del crédito a las empresas, una estabilidad en el descenso del destinado a las familias y un ligero repunte de los activos líquidos mantenidos por estos dos tipos de agentes.

En la parte transcurrida de febrero, las rentabilidades de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se han reducido, situándose, en media, en el 0,55 % y el 3,62 %, respectivamente, lo que supone una disminución de 11 pb y 15 pb respecto a las correspondientes cifras de enero (véase cuadro 2). También han descendido el diferencial de rentabilidad de la deuda española a diez años con respecto a la referencia alemana al mismo plazo y las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras, si bien el valor promedio durante este período fue, para estas últimas, ligeramente superior a la cifra del mes previo.

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH  
Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2013	2011	2012	2013		
	Dic (b)	Dic	Dic	Oct	Nov	Dic
Financiación total	2.821,8	1,7	1,4	1,0	0,8	-0,6
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.860,3	-2,1	-5,0	-5,1	-4,7	-4,8
Hogares e ISFLSH	787,4	-2,4	-3,8	-4,7	-4,6	-4,9
<i>De la cual:</i>						
<i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>	611,5	-1,7	-3,6	-4,5	-4,1	-4,5
<i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>	172,9	-4,7	-4,7	-5,6	-6,8	-6,5
Sociedades no financieras	1.072,9	-1,8	-5,9	-5,4	-4,8	-4,8
<i>De la cual:</i>						
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i>	648,4	-4,2	-7,8	-8,6	-8,3	-9,2
<i>Valores de renta fija (d)</i>	82,3	9,9	14,2	6,6	5,9	6,0
AAPP (e)	961,6	14,4	20,0	16,3	14,4	8,7
Valores a corto plazo	88,1	9,0	-14,1	3,7	1,0	6,7
Valores a largo plazo	676,8	15,4	14,2	17,2	16,7	15,4
Créditos y resto	196,7	14,5	69,1	19,5	13,5	-8,8

FUENTE: Banco de España.

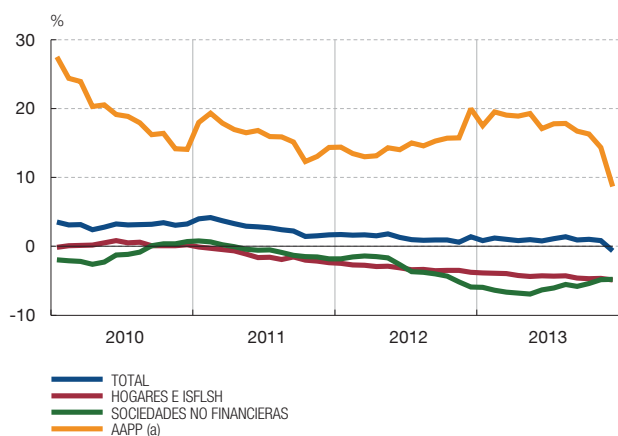
- a La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
b Saldo en miles de millones de euros.  
c Incluye los créditos titulizados.  
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.  
e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de AAPP.

En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 1,5 % por encima del nivel alcanzado a finales de enero, una revalorización inferior a la experimentada, durante el mismo período, por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (3,9%) y por el S&P 500 de las de Estados Unidos (3%). No obstante, en la parte transcurrida del año, el índice español presentaba una evolución algo más favorable que la de los otros dos índices, al acumular una plusvalía del 1,6 %, frente a una ganancia del 0,7 % de la referencia europea, y a la pérdida del 0,7 % de la norteamericana.

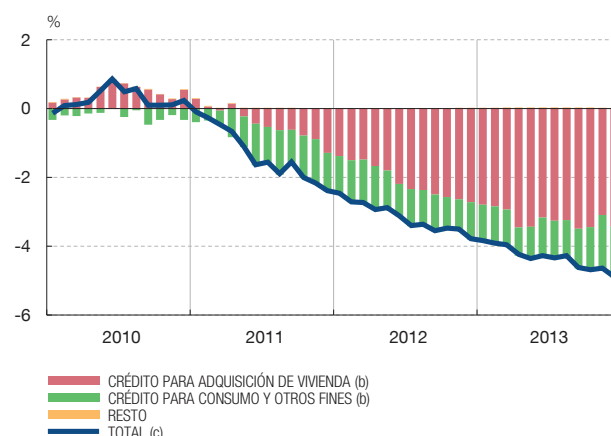
Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las nuevas operaciones con su clientela, correspondientes a diciembre, muestran un descenso generalizado, aunque de una intensidad diferenciada por instrumentos. Concretamente, el coste de los fondos otorgados a las familias para adquisición de vivienda se redujo 3 pb (hasta el 3,16 %), el del crédito a este mismo sector para consumo y otros fines se contrajo 20 pb (hasta el 7,23 %) y la remuneración de los depósitos de los hogares descendió 5 pb (hasta el 0,94 %). Por su parte, el tipo de interés de la financiación a las sociedades, que presenta una mayor variabilidad, cayó 70 pb, hasta el 3,57 %.

En diciembre, la financiación recibida por el conjunto de los agentes residentes no financieros se desaceleró hasta presentar, por primera vez en los últimos 20 años, un descenso interanual, cifrado en el 0,6 % (véanse cuadro 3 y gráfico 7). Esta evolución fue el resultado de una importante moderación en la tasa de expansión de los fondos captados por las AAPP, una estabilización del ritmo de contracción de la deuda de las empresas y una ligera intensificación en el del crédito destinado a los hogares.

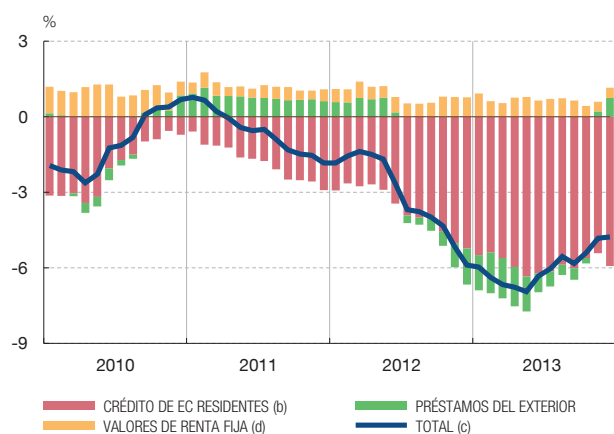
CRECIMIENTO INTERANUAL



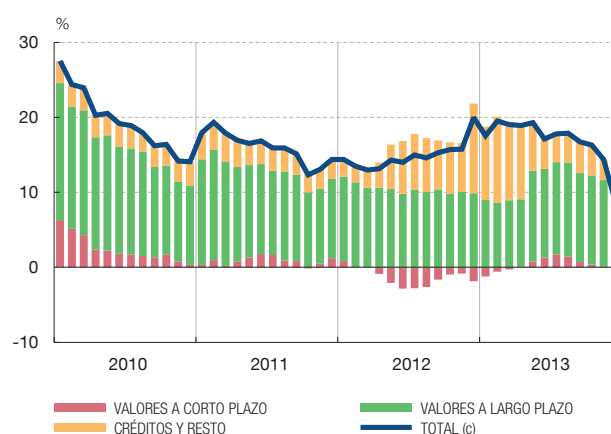
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS AAPP (a). CONTRIBUCIONES



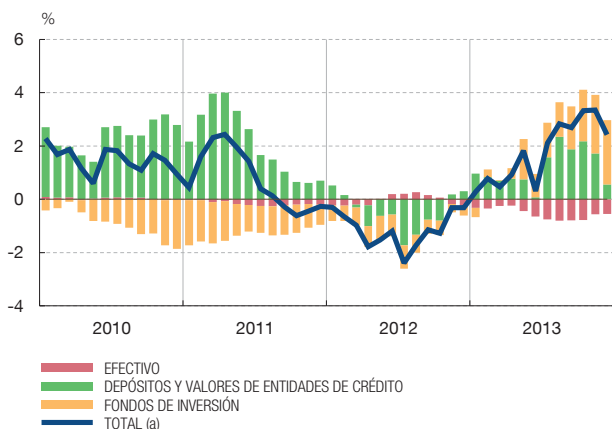
FUENTE: Banco de España.

- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de AAPP.
- b Incluye los créditos titulizados.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

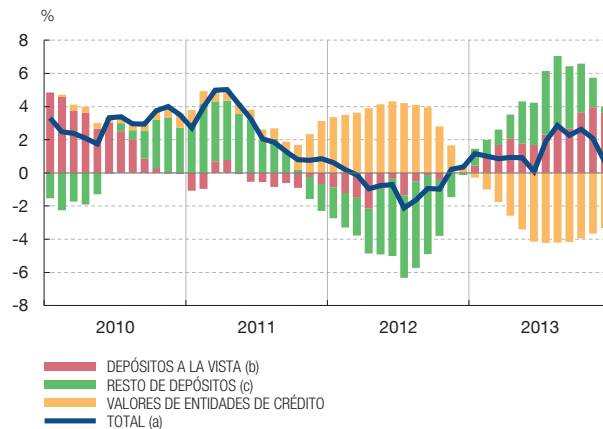
La tasa de descenso interanual de los pasivos de las familias se situó en diciembre en el 4,9 %, 0,3 pp más que en el mes anterior. La desagregación por finalidades muestra que el ritmo de reducción de los préstamos para la adquisición de vivienda fue del 4,5 %, cuatro décimas más de caída que en el mes anterior, mientras que los recursos obtenidos para consumo y otros fines se contrajeron un 6,5 %, tres décimas menos de lo que lo habían hecho en noviembre. Por su parte, los fondos recibidos por las sociedades no financieras descendieron un 4,8 %, cifra similar a la del mes precedente. El desglose por instrumentos evidencia una intensificación de la reducción de los créditos otorgados por las entidades residentes, que disminuyeron un 9,2 % en términos interanuales (8,3 % de contracción en noviembre), y una cierta estabilidad en el dinamismo de las emisiones de valores de renta fija, cuyo saldo se expandió en los últimos doce meses un 6 % (0,1 pp por encima de lo registrado un mes antes).

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las AAPP disminuyó hasta el 8,7 % en diciembre, frente al 14,4 % registrado en el mes previo. Esta reducción se

TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS. CONTRIBUCIONES



DEPÓSITOS Y VALORES DE ENTIDADES DE CRÉDITO. CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

- a Crecimiento interanual.
- b Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.
- c Depósitos a plazo, cesiones temporales y depósitos de residentes en sucursales extranjeras de entidades de depósito residentes.

explica fundamentalmente por un efecto base relacionado con el aumento del endeudamiento de este sector a finales de 2012 asociado al crédito concedido por el Mecanismo Europeo de Estabilidad en el contexto del Programa de asistencia para la recapitalización del sistema financiero. El detalle por instrumentos evidencia que los créditos recibidos pasaron a presentar un ritmo de avance interanual negativo (del 8,8%), los valores a largo plazo se desaceleraron y los de corto plazo mostraron un mayor dinamismo que en meses precedentes.

En diciembre, los activos financieros más líquidos de las carteras de los hogares y de las sociedades no financieras se desaceleraron, quedando situada su tasa de avance interanual en el 2,4%, 0,9 pp por debajo de la observada en noviembre (véase gráfico 8). Por instrumentos, esta evolución fue consecuencia del menor dinamismo de los depósitos, que fue compensado, en parte, por la aceleración de las participaciones en fondos de inversión y por la moderación en la caída de los valores emitidos por las entidades de crédito y del efectivo.

21.2.2014.



