

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicadas por el INE a finales de febrero, el PIB de la economía española creció un 0,2 % en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre de 2013, avance algo mayor que el 0,1 % registrado en el tercero, en el que el producto registró su primer aumento en más de dos años. Por componentes, la demanda nacional disminuyó un 0,3 % con respecto al período julio-septiembre, mientras que la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB volvió a ser positiva —en concreto, de 0,5 puntos porcentuales (pp)—, gracias a la caída de las importaciones. El consumo privado y la inversión en equipo mantuvieron ritmos de expansión similares a los del trimestre precedente (0,5 % y 1,7 %, respectivamente). Por el contrario, se observó una fuerte caída del consumo público —del 3,9 %—, tras el avance del período anterior, mientras que la construcción aminoró su ritmo de retroceso hasta el -0,1 %.

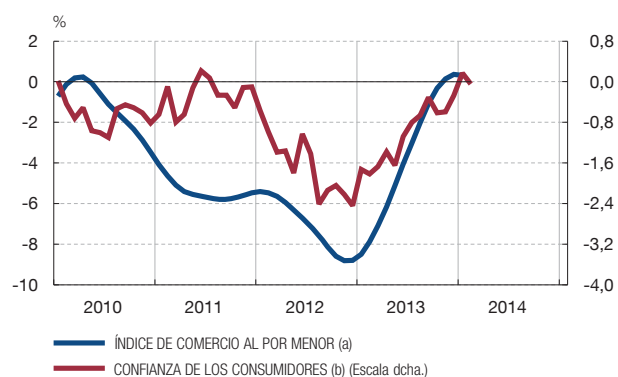
Cabe destacar el comportamiento favorable del empleo, que creció un 0,1 % intertrimestral, con lo que el descenso interanual se moderó en 1,7 pp, hasta el -1,6 %. La remuneración por asalariado en el total de la economía repuntó hasta el 2,7 % interanual, lo que se explica porque la comparación se establece frente a un período (el cuarto trimestre de 2012) en el que se suprimió la paga extra de diciembre de los empleados públicos. Por este motivo, la remuneración por asalariado en la economía de mercado —no afectada por este hecho— mantuvo la moderación de trimestres pasados, con un modesto avance del 0,1 %. Esto se tradujo en una evolución divergente de los costes laborales unitarios entre el conjunto de la economía, en la que crecieron un 1,2 %, y las ramas de mercado, donde cayeron a esa misma tasa.

En el conjunto de 2013, el PIB retrocedió un 1,2 %, cuatro décimas menos que en el ejercicio precedente. La demanda nacional experimentó una caída menor que en 2012 —del 2,7 %—, pero también la aportación de la demanda externa fue más reducida, de 1,5 pp. Tanto el consumo público como el consumo privado moderaron su ritmo de caída, en tanto que la inversión en equipo recuperó tasas positivas. Por el contrario, la inversión en construcción mantuvo una tónica negativa. El empleo cayó un 3,4 %, lo que supuso una ganancia de productividad del 2,3 %. Dado el incremento de la remuneración por asalariado del 0,7 % en el total de la economía, los costes laborales unitarios disminuyeron un 1,6 %.

Los indicadores coyunturales referidos al primer trimestre de 2014 apuntan, en general, a una prolongación de la trayectoria de paulatina mejora de la actividad. Por lo que respecta al consumo privado (véase gráfico 1), la información más reciente es compatible con un modesto crecimiento en el primer trimestre. Así, los índices de confianza de los hogares y los comerciantes minoristas, elaborados por la Comisión Europea, retrocedieron en febrero, si bien se mantienen en un nivel claramente superior a la media del cuarto trimestre de 2013. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares experimentaron en febrero un incremento intermensual del 4,7 %, ajustado de efectos estacionales, en parte, como reflejo de la aprobación del PIVE-5 a finales de enero, tras el agotamiento del plan anterior. Además, las ventas interiores no financieras de las grandes empresas y el índice de comercio al por menor sin estaciones de servicio crecieron un 0,2 % y un 0,8 % interanuales, respectivamente, en enero, en términos de la serie deflataada y corregida la estacionalidad, tras la caída de diciembre de 2013.

La inversión en bienes de equipo estaría registrando también una evolución favorable al inicio de 2014, de acuerdo con la información más reciente. El índice de producción industrial

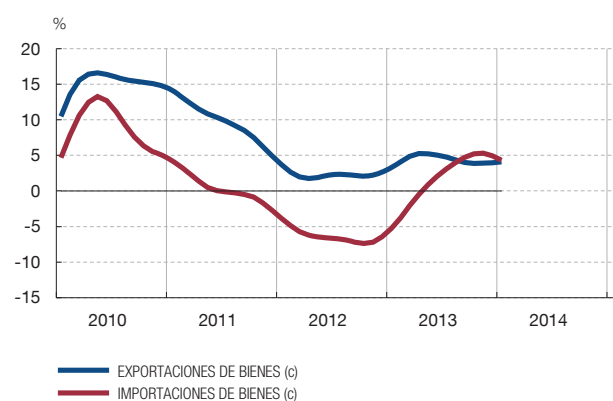
INDICADORES DE CONSUMO



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.

de bienes de equipo experimentó en enero un crecimiento del 3 % en tasa intermensual desestacionalizada. Asimismo, el indicador PMI de bienes de equipo experimentó una mejora de casi tres puntos en febrero. Por el contrario, aunque las matriculaciones de vehículos de carga disminuyeron un 5,3 % intermensual en febrero en términos de la serie ajustada de estacionalidad (tras el buen dato de enero), en términos interanuales mantienen un elevado crecimiento (35 %).

La inversión en construcción prosiguió a comienzos de 2014 la tónica de suave ralentización de su ritmo de contracción. Por lo que respecta a los indicadores que miden los consumos intermedios, tanto la producción de materiales de construcción como el consumo aparente de cemento mostraron en enero descensos en el entorno del 1 % en tasa intermensual desestacionalizada. Por su parte, los indicadores contemporáneos referidos al empleo mantuvieron al inicio de 2014 una dinámica menos desfavorable que a finales del ejercicio precedente. En concreto, las afiliaciones a la Seguridad Social, corregidas de efectos estacionales, disminuyeron en febrero un 5,6 % en tasa interanual, frente al descenso en torno al 8 % del trimestre anterior. Además, el paro registrado en el sector intensificó su ritmo de disminución interanual hasta el -15,5 %. En cuanto a los indicadores adelantados, los visados de obra nueva de edificación residencial cayeron de forma muy modesta en

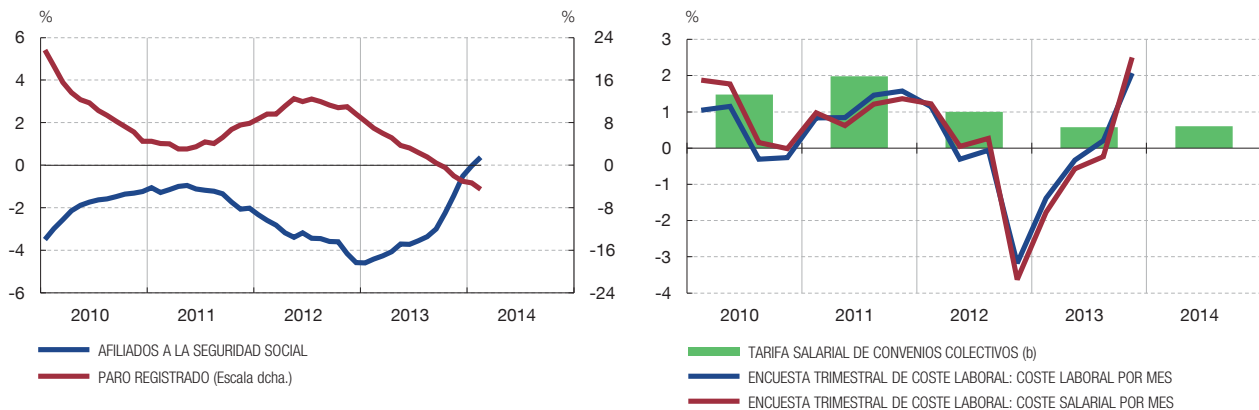
diciembre (-3,5 % en tasa interanual), cerrando el año con un descenso del 20,9 %. Por su parte, la licitación oficial en obra civil prolongó en enero la trayectoria de avances que viene mostrando desde el pasado verano.

En el primer mes de 2014 las ventas de bienes al exterior en términos reales mantuvieron, según los datos de Aduanas, el tono de mejoría ya observado en el mes anterior. En particular, las exportaciones aumentaron un 5,4 % interanual, tasa similar a la observada en diciembre y superior a la registrada en el conjunto del último trimestre de 2013. Por grupos de productos, destacó el dinamismo de las ventas de bienes de capital y energéticos. Atendiendo al destino geográfico, el buen tono se observó tanto en las exportaciones a la UE (5,7 %) como en las extracomunitarias (4,9 %). En la vertiente importadora, su ritmo de avance en enero —del 6,5 %— fue similar al del cuarto trimestre. Por tipo de bienes, sobresalieron las compras de bienes de consumo no alimenticio —especialmente, los duraderos— y los de equipo. El déficit comercial nominal se redujo un 19,5 % en enero (hasta situarse en 2,8 mm de euros), tras el aumento del 18 % registrado en el último trimestre de 2013. Esta disminución reflejó la contracción del déficit energético (-18,5 %), ya que el superávit no energético descendió un 14,9 %.

Los principales indicadores de turismo han seguido mostrando una evolución muy positiva en el período más reciente. Así, en febrero continuó la pujanza de las llegadas de turistas no residentes, que aumentaron un 11,2 % en tasa interanual, según los datos de Frontur. Por su parte, las pernoctaciones hoteleras realizadas por viajeros extranjeros mantuvieron en enero un ritmo de avance elevado, del 11,8 % interanual, similar al observado en diciembre, según la Encuesta de Ocupación Hotelera. Finalmente, el gasto total nominal de los turistas no residentes creció un 10,1 % en enero, como consecuencia del incremento de las llegadas de visitantes, puesto que el gasto medio por persona fue inferior al de hace un año, registrando una caída del 2 %.

Según los datos de Balanza de Pagos más recientes, referidos a diciembre de 2013, la economía española registró, en ese mes, una capacidad de financiación de unos 3,5 mm de euros, cifra prácticamente coincidente con la del mismo mes de 2012. En el conjunto del año, se alcanzó una capacidad de financiación de 14,7 mm de euros, que representa el 1,5 % del PIB, frente a una necesidad de financiación de 4,9 mm en 2012. Esta mejora del saldo de la cuenta del resto del mundo se apoyó, sobre todo, en la corrección del déficit de la balanza de bienes (en unos 14,1 mm), aunque además se ampliaron los superávits de las balanzas de servicios y de capital (en 3,3 mm y 1 mm) y disminuyó el déficit de rentas (en 2,6 mm). Por el contrario, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se incrementó aproximadamente en 1,4 mm de euros.

Desde la óptica de la oferta, los indicadores referidos a la industria apuntan, en conjunto, a un tono mucho más expansivo de la actividad del sector al inicio de 2014. En febrero, los principales indicadores cualitativos experimentaron una mejoría. En concreto, la encuesta de opinión de la Comisión Europea y la Encuesta de Coyuntura Industrial experimentaron sendos avances, que, en el último caso, vinieron acompañados de valores positivos de las previsiones de evolución de la producción y la cartera de pedidos. Por su parte, el PMI de manufacturas aumentó por tercer mes consecutivo, consolidándose en terreno expansivo. La mejora de sus componentes fue generalizada, destacando el avance del correspondiente al empleo, en línea con el comportamiento que reflejó la estadística de afiliación a la Seguridad Social, con una tasa de variación del 0,1 % en febrero con respecto a enero en términos de la serie desestacionalizada y una moderación de cinco décimas del ritmo de caída interanual, hasta el 1,3 %. Por último, el índice de producción industrial mantuvo en enero una evolución plana



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 febrero de 2014.

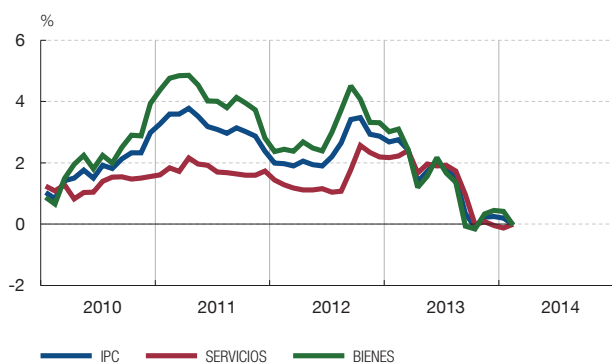
en términos de la serie corregida de efectos calendario y estacionalidad, lo que situó la tasa interanual en el 1,1 %, en línea con el crecimiento del último trimestre de 2013.

Los indicadores referidos al sector servicios mostraron en febrero una evolución que, en conjunto, cabe calificar como positiva, con una nueva mejora del empleo y un leve empeoramiento de la información cualitativa. Así, por un lado, el indicador PMI del sector descendió ligeramente en febrero, si bien permanece en expansión por cuarto mes consecutivo. De modo análogo, el índice de confianza de la Comisión Europea retrocedió en febrero hasta el nivel de diciembre, permaneciendo en todo caso por encima de la media histórica. Por otro lado, los afiliados a la Seguridad Social en esta rama volvieron a crecer un 0,2 % en febrero, en tasa intermensual corregida de estacionalidad, elevando el ritmo interanual hasta el 1,1 %, en tanto que el paro registrado en el sector intensificó en febrero su caída, hasta el -2,4 % interanual (-1 % en enero). Finalmente, con información más retrasada, el indicador de actividad del sector servicios avanzó un 0,9 % intermensual en enero, frente al descenso del 0,2 % del mes anterior.

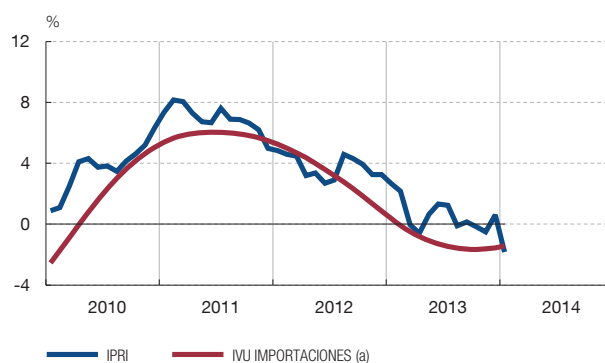
Por lo que respecta al empleo en el conjunto de la economía, la mejoría observada en el último trimestre de 2013 se prolongó en los primeros meses de 2014, a tenor de los indicadores más recientes. En febrero, los afiliados a la Seguridad Social experimentaron, al igual que en enero, un crecimiento intermensual del 0,2 %, si se descuentan los factores estacionales. En términos de la serie original, los afiliados mostraron su primer incremento interanual desde mayo de 2008, al crecer un 0,4 % (véase gráfico 2). Esta evolución positiva se apreció en todas las ramas, con avances interanuales en la agricultura (0,6 %) y en los servicios, tanto en los de mercado (0,9 %) como en el agregado que aproxima al sector de las AAPP (2 %). En la industria y la construcción persiste la tónica de descensos, pero a menores ritmos que en meses anteriores (-1,3 % y -5,6 %, respectivamente). En cuanto al desempleo, el número de parados registrados en las oficinas del Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) continuó en febrero la tendencia descendente, mostrando una caída interanual del 4,5 %, ritmo que supera en 1,2 pp al observado en enero¹.

¹ En cuanto a la ejecución de los presupuestos de las AAPP, a finales del mes se publicará la ejecución del Presupuesto del Estado del cierre del año 2013 y de los dos primeros meses de este año, además de la cuenta agregada del sector Administraciones Públicas en 2013.

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.

Precios y costes

La tónica de moderación salarial se ha mantenido al inicio de 2014, de acuerdo con los indicadores más recientes. En primer lugar, la estadística de convenios colectivos muestra que el incremento de tarifas pactado para este año, en promedio, en los acuerdos cerrados en enero y febrero, que afectan a 1,7 millones de trabajadores, fue del 0,6 %, tasa coincidente con la recomendación para 2014 formulada en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva. Como ocurre habitualmente en los primeros meses de cada ejercicio, ese resultado se corresponde casi en su totalidad con convenios firmados en años anteriores con efectos económicos en 2014, a los que se une una cifra de apenas 30.000 asalariados que han firmado el convenio en los dos meses transcurridos de este año (en los que la subida pactada es del 0,4 %). En segundo lugar, los datos de retribución media de las grandes empresas, publicados por la Agencia Tributaria, reflejan una caída interanual del 0,7 % en enero, tras el avance del 0,6 % del último trimestre de 2013 (si bien esta evolución debe interpretarse con cautela, dada la elevada volatilidad que suelen mostrar estos datos). Finalmente, de acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, el coste salarial total registró, en el cuarto trimestre de 2013, un aumento interanual del 2,5 %. Este elevado incremento se debió, como se ha señalado anteriormente, a la restitución de la paga extra de diciembre de los empleados públicos, suprimida en 2012. De este modo, el coste salarial ordinario, que excluye ese efecto, disminuyó un 0,3 %, en línea con las tasas observadas desde el comienzo del ejercicio.

En febrero, el IPC experimentó una variación interanual nula, tras el avance del 0,2 % en enero (véase gráfico 3). Por componentes, la variación más intensa la experimentaron los precios de los bienes energéticos, que se ralentizaron en 1,7 pp. Entre las restantes rúbricas, la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos (de 0,4 pp y 0,1 pp, respectivamente) se vio contrarrestada por los repuntes de los alimentos no elaborados, de tres décimas, y de los servicios, de una. Como resultado de la evolución de los distintos componentes, el IPSEBENE disminuyó su tasa interanual en una décima, hasta el 0,1 %, mientras que el IPC sin energía mantuvo estable su ritmo de crecimiento en el 0,2 %, lo que en ambos casos supone el menor incremento desde abril de 2010. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó un 0,1 % interanual en febrero, dos décimas menos que en el mes anterior. El indicador análogo referido al conjunto del área del euro mostró una desaceleración de 0,1 pp, hasta el 0,7 %, por lo que el diferencial de inflación negativo, que había sido de 0,5 pp en los dos meses anteriores, se amplió en una décima.

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales disminuyó en enero en 2,4 pp, hasta el -1,8%, que es la menor tasa observada desde octubre de 2009. Esta notable desaceleración reflejó, sobre todo, la fuerte ralentización del componente energético. El ritmo de avance del IPRI sin energía también disminuyó, aunque en mucha menor medida, hasta el -1,2% (frente al -1% de diciembre de 2013). Por su parte, el índice de precios industriales de exportación (IPRIX) también intensificó en enero su ritmo de descenso, contrayéndose un 3,5%, desde el -2,8% de diciembre, mientras que los precios industriales de importación (IPRIM) disminuyeron un 2,5%, retroceso similar al observado el mes precedente. Según la información de Aduanas del mismo mes, los IVU de exportaciones disminuyeron un 2,2% en tasa interanual (frente al -2,4% de diciembre), mientras que los IVU de las importaciones intensificaron su ritmo de caída en 3 pp, hasta el -6,7%.

Evolución económica y financiera en la UEM

En el último mes, la evolución de los *mercados financieros* estuvo condicionada por la incertidumbre generada por la crisis de Ucrania y las dudas acerca de la evolución de la economía china, si bien el impacto de estos acontecimientos fue limitado y, en algunos casos, como en Estados Unidos, los indicadores han recuperado niveles próximos a los de finales de febrero. El impacto fue mayor en el caso de los países europeos, donde se produjeron retrocesos en los de renta variable. Por su parte, en los mercados de renta fija, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública registraron ligeros descensos en sus rentabilidades, consecuencia de las entradas en activos refugio, al tiempo que el dólar se depreció frente a las principales monedas. La evolución favorable de los *mercados emergentes* en los últimos días de febrero comenzó a revertir, primero en Europa del Este, tras los acontecimientos en Ucrania, y a continuación y en menor magnitud, en el resto de mercados, a raíz de la publicación de algunos de China, que apuntan a una cierta debilidad de la actividad y a problemas en el sector financiero, con el impago de algún bono empresarial. Por otra parte, continuó la tendencia a las salidas de fondos de bolsa y deuda. El banco central de Rusia elevó el tipo de interés oficial en 150 puntos básicos (pb) y se vio obligado a intervenir cuantiosamente en el mercado de divisas para sostener la cotización del rublo. En cuanto a los *precios de las materias primas*, desde finales de febrero se han apreciado un repunte de los precios de los alimentos y del oro, una notable estabilidad del precio del petróleo y una reducción de los precios de los metales industriales, especialmente del cobre —en parte, por motivos financieros, al utilizarse como colateral en algunos créditos comerciales en China—.

En *Estados Unidos*, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2013 se ha revisado ocho décimas a la baja, hasta un 2,4% en tasa intertrimestral anualizada (4,1% en el trimestre anterior). Esta revisión viene explicada por la menor contribución positiva del consumo privado, de las existencias y de las exportaciones netas, mientras que se produjo una notable revisión al alza de la contribución de la inversión fija privada. Los indicadores más recientes, correspondientes al mes de febrero, muestran, en general, una cierta recuperación respecto a los dos meses anteriores, en los que se concentraron los efectos de las malas condiciones meteorológicas. Así, el ISM de manufacturas recuperó parte de la fuerte caída experimentada en enero, y las ventas al por menor y la producción industrial aumentaron por encima de lo esperado. En el mercado laboral, en febrero se crearon 175.000 empleos netos, más que los previstos y que los generados en los dos meses anteriores. La tasa de paro aumentó una décima (hasta el 6,7%), el primer aumento desde diciembre de 2012. En el mercado inmobiliario, los datos publicados correspondientes a febrero confirman el mantenimiento de una relativa debilidad. La inflación interanual se redujo cinco décimas en febrero, hasta el 1,1%, y la subyacente se mantuvo en el 1,6%. En este contexto, la Reserva Federal, en la reunión del 18-19 de marzo, aprobó una nueva reducción de 10 mm de dólares en las compras de activos financieros y modificó su política de *forward guidance*, haciéndola más cualitativa y retirando la referencia a la tasa de desempleo.

En la actualización trimestral de sus proyecciones destacan la reducción de la tasa de paro y la previsión de subidas de tipos de interés oficiales algo más agresivas en 2015 y 2016.

En *Japón*, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2013 se revisó a la baja, hasta el 0,7 % trimestral anualizado, desde el 1,1 % inicialmente estimado, por la menor aportación del consumo y de la inversión fija, aunque la demanda interna sigue contribuyendo con 2,8 pp al crecimiento. Los datos de enero mostraron avances en la producción industrial, en las ventas al por menor y en el mercado laboral, con un aumento de los salarios regulares por primera vez en 22 meses. En febrero, las exportaciones mantuvieron un crecimiento moderado, similar al de enero, mientras que las importaciones se desaceleraron notablemente, de forma que el déficit comercial se ha reducido algo. La inflación (excluyendo alimentos frescos) —que es el objetivo del Banco de Japón— se mantuvo en el 1,3 % interanual en enero, y la subyacente, en el 0,7 %. El Banco de Japón, en su reunión de marzo, mantuvo sin cambios su programa de compra de activos.

En *Reino Unido*, el PIB registró un crecimiento del 0,7 % en el cuarto trimestre (2,7 % interanual), con aportaciones de la demanda interna y externa de 0,3 pp y 0,4 pp, respectivamente. Los indicadores del primer trimestre de 2014, con cifras de los PMI similares a las del cierre del año, señalan que la recuperación ha tendido a estabilizarse, aunque se habría reducido de nuevo la contribución positiva del consumo privado. El crecimiento del empleo se moderó algo en el comienzo del año y la tasa de paro se situó en el 7,2 %. Tras la reformulación de su estrategia de política monetaria (*forward guidance*) en febrero, el Banco de Inglaterra no modificó sus instrumentos de política monetaria en su reunión de política monetaria de marzo. El presupuesto fiscal, que se presentó en marzo, mantiene las líneas de años anteriores, con aumento de las deducciones fiscales y reducción del gasto público —exceptuando sanidad, educación y asuntos exteriores—.

En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro, la segunda estimación del PIB relativa al cuarto trimestre de 2013 supuso una revisión a la baja del crecimiento interanual, hasta el 2,4 %, frente al 1,6 % en el tercero (0,9 % intertrimestral, dos décimas más que en el trimestre anterior). Los indicadores de mayor frecuencia revelan que la actividad continuó acelerándose al principio de 2014. La inflación se mantuvo en febrero en el 0,5 % y ningún banco central de la región modificó los tipos de interés oficiales, aunque el de Polonia extendió su compromiso de mantenerlo hasta finales del tercer trimestre de 2014 (anteriormente, hasta finales del segundo trimestre). Entre los países candidatos a la UE, en Turquía los indicadores de actividad correspondientes a los primeros meses de 2014 muestran ritmos de expansión similares a los del trimestre previo, a pesar de las turbulencias recientes, al tiempo que la inflación ha continuado aumentando, en un contexto de tendencia a la depreciación de la lira.

En *China*, los indicadores de enero y febrero mostraron una desaceleración acusada de la actividad, en parte afectados por las distorsiones debidas al nuevo año chino. Asimismo, los datos de comercio exterior reflejaron un severo retroceso de las exportaciones y un mantenimiento del dinamismo de las importaciones, impulsadas por las materias primas. La inflación se moderó hasta el 2 % interanual en febrero y su tasa subyacente se mantuvo estable en el 1,7 %, y el crédito experimentó una notable desaceleración. El banco central ha ampliado la banda de fluctuación del renminbi del ± 1 % al ± 2 %. En el *resto de Asia* emergente, el PIB de la región creció un 4,5 % interanual en el cuarto trimestre de 2013, mostrando una desaceleración respecto al trimestre anterior. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a un menor dinamismo de la actividad en el primer trimestre. En febrero prosiguió la tendencia de reducción de la inflación en la mayor parte de las economías de la región, mientras que los

tipos oficiales se mantuvieron, excepto en Tailandia —donde se redujeron a raíz de la desaceleración reciente de la actividad, asociada en parte a las tensiones políticas— y en Vietnam.

En *América Latina*, los datos del PIB publicados hasta la fecha indican que la moderación de la actividad se mantuvo en el cuarto trimestre de 2013, aunque el PIB en Brasil creció (1,9% en tasa interanual) por encima de lo esperado. Los datos de mayor frecuencia reflejan una recuperación, aún débil, de la actividad en el primer trimestre de 2014. La inflación en el promedio de los cinco países con objetivos de inflación de la región aumentó una décima en febrero, hasta el 4,6%, mientras que en Venezuela alcanzó el 53%; en Argentina fue del 3,4%, en tasa intermensual, de acuerdo con el nuevo IPC. El banco central de Brasil continuó su ciclo de subidas del tipo oficial, aunque solo en 25 pb, hasta el 10,75%, tras seis subidas consecutivas de 50 pb; por su parte, el de Chile lo redujo en 25 pb, cuarta rebaja de esa cuantía en los últimos seis meses, hasta el 4%. En Argentina, el tipo de cambio se ha estabilizado en 7,8 pesos por dólar desde mediados de febrero, la prima del tipo de cambio paralelo se ha reducido y las reservas han frenado su caída. Esta situación puede atribuirse al giro hacia políticas menos heterodoxas, pero también al efecto temporal de un cambio regulatorio que obliga al sistema bancario a reducir sus posiciones en dólares. En Venezuela se anunció la creación de un nuevo mercado paralelo de divisas, que previsiblemente restará presión al tipo de cambio en el mercado negro y que supone cierta relajación de los controles cambiarios vigentes en el país desde 2003. Finalmente, Moody's elevó el *rating* soberano de México un escalón, hasta A3, y rebajó un escalón el de Argentina, hasta Caa1.

En la zona del euro, la segunda estimación de la contabilidad nacional publicada por Eurostat confirmó que el PIB creció un 0,3% en el cuarto trimestre de 2013, dos décimas más que en el período julio-septiembre. Este mayor dinamismo obedeció, principalmente, a la contribución positiva, de 0,4 pp, del saldo neto exterior, que fue consecuencia de que las exportaciones se aceleraron al tiempo que disminuyó el ritmo de avance de las importaciones. Por su parte, la demanda interna, excluidas las existencias, aportó 0,2 pp al crecimiento del producto, como resultado de la aceleración de la formación bruta del capital fijo, mientras que la contribución de la variación de existencias fue negativa (de -0,3 pp). En términos interanuales, el PIB de la zona del euro —ajustado de estacionalidad y de efectos de calendario— aumentó un 0,5% en el cuarto trimestre de 2013. El ejercicio de proyección de marzo del Eurosistema anticipa, tras la contracción media del 0,4% en 2013, un incremento del PIB para 2014 del 1,2%, del 1,5% en 2015 y del 1,8% para 2016, lo que supone una ligera revisión al alza de las perspectivas macroeconómicas.

El número de empleados aumentó un 0,1% en el cuarto trimestre en relación con el período anterior, lo que supuso una caída del 0,5% en términos interanuales. La tasa de paro se situó en el 12% en enero, cifra que permanece inalterada desde el mes de septiembre. Los costes laborales unitarios avanzaron más lentamente, tanto por una cierta contención de la remuneración por asalariado como por el repunte de la productividad por ocupado. Por su parte, el deflactor del PIB aumentó por encima de los costes laborales unitarios, lo que permitió una nueva ampliación del indicador de márgenes empresariales.

La información coyuntural más reciente, en su mayor parte de carácter cualitativo, relativa al primer trimestre, apunta a la continuación a principios de año de la fase de suave expansión de la actividad económica (véase cuadro 1). Desde la vertiente de la oferta, mejoraron tanto la producción industrial de enero como la mayor parte de los indicadores de opinión de la CE y las encuestas de directores de compras en febrero. Por el lado de la demanda, aumentaron todos los indicadores referidos al consumo, las ventas al por

		2013			2014		
		Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	0,4	2,8	1,2	2,1		
	Comercio al por menor	-0,4	1,5	-0,4	1,3		
	Matriculaciones de turismos nuevos	4,2	4,8	6,9	5,5	6,0	
	Indicador de confianza de los consumidores	-14,4	-15,3	-13,5	-11,7	-12,7	-9,3
	Indicador de confianza industrial CE	-5,0	-3,9	-3,4	-3,8	-3,4	
	PMI de manufacturas	51,3	51,6	52,7	54,0	53,2	
	PMI de servicios	51,5	51,2	51,0	51,6	52,6	
	IAPC	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7	
Variables monetarias y financieras	M3	1,4	1,5	1,0	1,2		
	M1	6,5	6,5	5,7	6,2		
	Crédito a los sectores residentes	-1,0	-1,4	-2,0	-1,7		
	AAPP	0,8	-0,6	-0,7	0,2		
	Otros sectores residentes	-1,4	-1,6	-2,4	-2,2		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	0,3	0,3	0,3	0,2		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-2,9	-3,1	-2,9	-2,9		
	Eonia	0,09	0,10	0,17	0,20	0,16	0,16
	Euríbor a tres meses	0,23	0,22	0,27	0,29	0,29	0,30
	Euríbor a un año	0,54	0,51	0,54	0,56	0,55	0,57
	Rendimiento bonos a diez años	3,16	3,17	3,31	3,21	3,09	2,91
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,54	-0,45	-0,41	-0,33	-0,37	-0,19
	Tipo de cambio dólar/euro	1,363	1,349	1,370	1,361	1,366	1,384
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	16,4	17,1	17,9	-3,1	1,3	-0,4

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

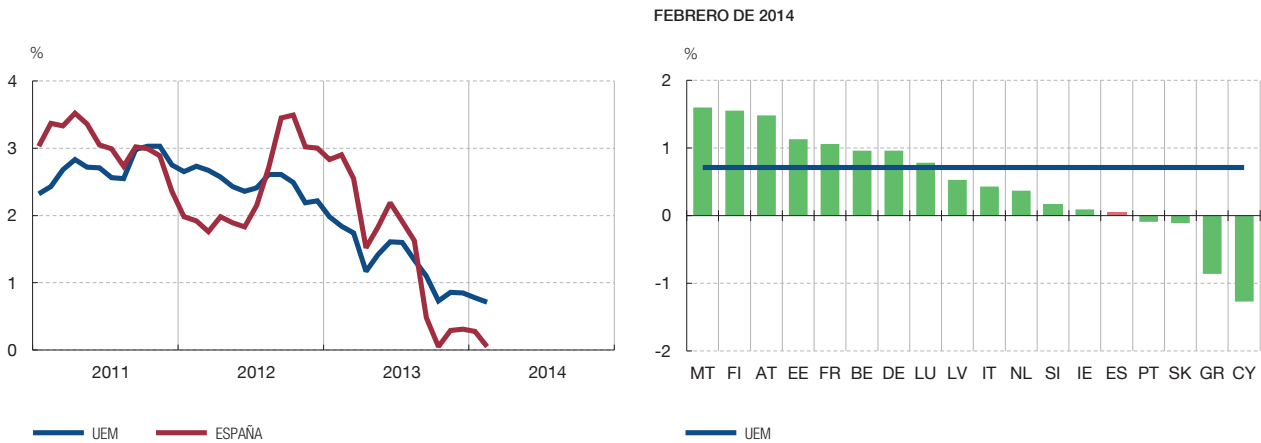
a Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual), y bolsa.

b Datos hasta el día 21 de marzo de 2014.

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

menor de enero, las matriculaciones de automóviles de febrero, así como la confianza de los consumidores correspondiente al mes de marzo. La valoración de la cartera de pedidos, que guarda estrecha relación con el agregado de inversión, aumentó en enero y se incrementó el grado de utilización de la capacidad productiva en el primer trimestre del año. Finalmente, las exportaciones nominales se incrementaron en enero, al igual que las expectativas de exportación para el primer trimestre de 2014 y la valoración de la cartera de pedidos exteriores referida a febrero.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual de IAPC, se situó en febrero en el 0,7 %, una décima inferior a la del mes anterior. Esta moderación se explica fundamentalmente por la mayor caída de los precios de la energía, si bien los bienes industriales no energéticos y los servicios aceleraron su ritmo de avance (véase gráfico 4). Por su parte, los precios de los alimentos disminuyeron dos décimas, hasta el 1,5 %, y la inflación sin energía y alimentos no elaborados se incrementó en 0,1 pp, hasta el 1,1 %. Finalmente, los precios industriales aumentaron su ritmo de contracción en enero, hasta el -1,4 %. Según el ejercicio de proyección del Eurosistema, la inflación en el área del euro se situará en el 1 % en 2014, en el 1,3 % en 2015 y en el 1,5 % en 2016, lo que no supone cambios relevantes con respecto al anterior ejercicio.



FUENTE: Eurostat.

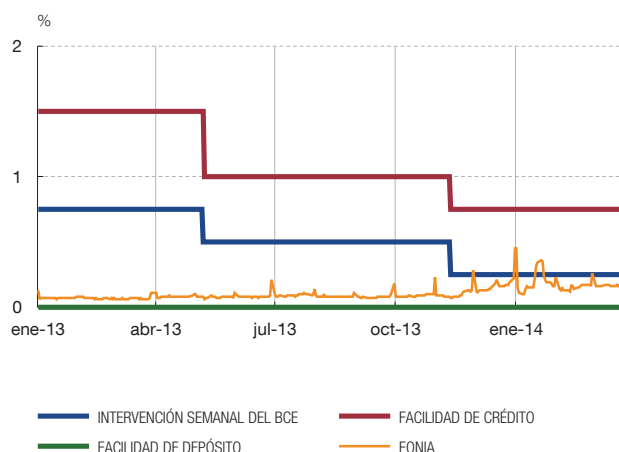
En su reunión celebrada el 6 de marzo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario, mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 0,25 %, el tipo de la facilidad marginal de crédito en el 0,75 % y el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0 %. A su vez, el Consejo confirmó sus indicaciones sobre la orientación futura de su política monetaria, reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán 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 la inflación en niveles inferiores —aunque próximos— al 2 %. El Consejo de Gobierno considera además que los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan situados a la baja, mientras que los relativos a la inflación, son limitados y siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo.

La Comisión Europea publicó el pasado 5 de marzo las conclusiones de los exámenes en profundidad de las vulnerabilidades macroeconómicas en 17 Estados miembros, concluyendo que son 14 las economías que registran desequilibrios económicos, que se califican como excesivos en los casos de Italia y Eslovenia. En cambio, España deja de estar en el grupo de países que sufren desequilibrios excesivos, si bien la Comisión destaca la persistencia de algunos de dichos desequilibrios. En general, el informe señala que se ha producido un importante ajuste de los desequilibrios de competitividad exterior y, en comparación con informes de años anteriores, se percibe una mayor preocupación por la debilidad de la demanda interna y por los riesgos asociados al contexto de baja inflación, que se espera perdure en el medio plazo.

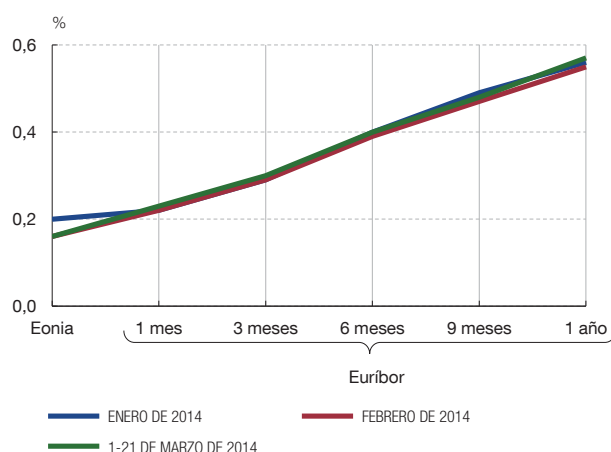
La rentabilidad del bono alemán se mantuvo estable durante el mes de marzo, mientras que la del bono a diez años de Estados Unidos aumentó ligeramente, lo que amplió el diferencial entre ambas, manteniéndose por encima de los 100 pb. En los mercados de deuda pública de la UEM, los diferenciales con respecto al bono alemán de la mayor parte de los soberanos, excepto Grecia, siguieron reduciéndose en los días transcurridos del mes de marzo. Por su parte, los tipos de interés en el mercado interbancario han aumentado muy ligeramente, situándose el euríbor a uno, tres y doce meses en el 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 caída del 2,4 % durante el mes de marzo, lo que supone

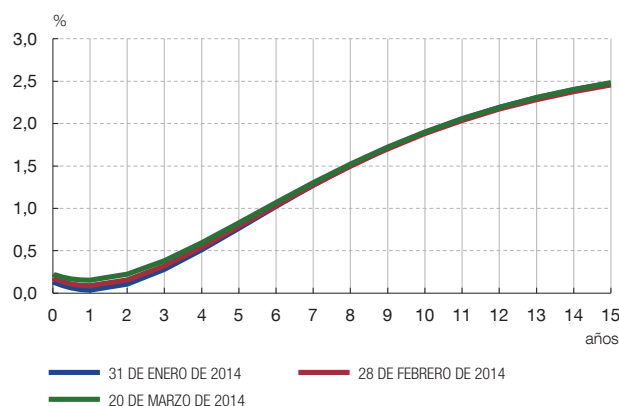
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



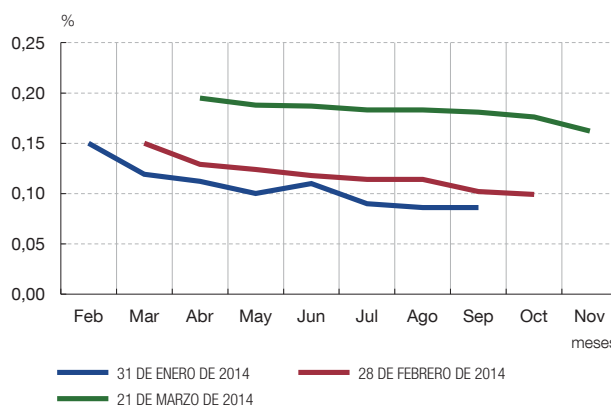
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

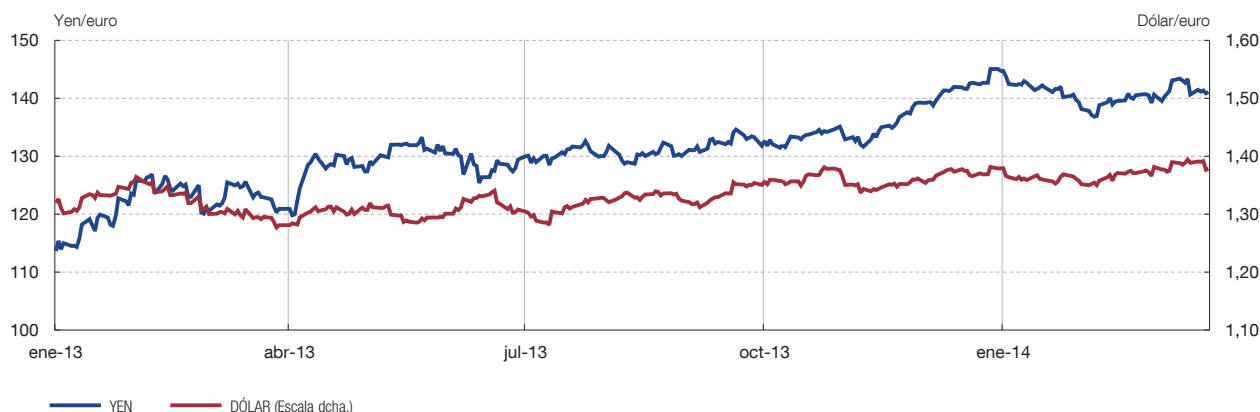
a Estimación con datos del mercado swaps.

una pérdida anual del 1,1 %. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro se apreció en marzo un 0,6 % frente al dólar, hasta situarse en los 1,39 dólares/euro, 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 enero un flujo mensual negativo, de manera que la tasa interanual se mantuvo estable en el -2,9 %. Por su parte, los préstamos a hogares mantuvieron su atonía, reduciendo en una décima su crecimiento interanual, hasta el 0,2 %. Finalmente, el agregado monetario M3 avanzó en enero un 1,2 % en tasa interanual, lo que representó un aumento de dos décimas respecto al mes anterior, por el mejor comportamiento de los depósitos a la vista y los instrumentos de mercado.

Evolución financiera en España

Durante la parte transcurrida de marzo, la rentabilidad de la deuda pública española y las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes volvieron a descender, al tiempo que los índices bursátiles registraron ligeras caídas. Por otra parte, la información más reciente de los balances de los distintos agentes no financieros, correspondiente a enero, muestra una aceleración de los pasivos de las



FUENTE: Banco Central Europeo.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

En porcentaje

	2010	2011	2012	2013		2014		
	Dic	Dic	Dic	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar (a)
Tipos bancarios (b)								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	2,66	3,66	2,93	3,19	3,16	3,32
Crédito para consumo y otros fines	6,35	7,29	6,98	7,43	7,22	7,40
Depósitos	1,70	1,72	1,72	0,99	0,93	0,91
Sociedades no financieras								
Crédito (c)	3,24	4,02	3,66	4,27	3,57	3,90
Mercados financieros (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,05	3,40	2,08	0,62	0,85	0,66	0,54	0,46
Deuda pública a cinco años	4,64	4,63	4,26	2,62	2,68	2,32	2,22	1,99
Deuda pública a diez años	5,42	5,45	5,36	4,11	4,14	3,77	3,60	3,36
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	2,47	3,43	4,00	2,38	2,30	1,99	1,94	1,76
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,70	2,70	1,88	1,28	1,09	1,09	1,15	0,98
IBEX-35 (f)	-17,43	-13,11	-4,66	20,45	21,42	0,04	1,99	1,38

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 21 de marzo 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.

AAPP y de los activos financieros más líquidos de las empresas y familias, un mantenimiento del ritmo de contracción interanual de la financiación a los hogares y una ligera moderación del de las sociedades. Los datos provisionales referidos a febrero apuntan a un cierto incremento en el retroceso del crédito a empresas, una estabilidad en el

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

CUADRO 3

	2014	2011	2012	2013		2014
	Ene (b)	Dic	Dic	Nov	Dic	Ene
Financiación total	2.831,5	1,7	1,4	0,8	-0,8	0,0
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.852,2	-2,1	-5,0	-4,8	-5,1	-4,8
Hogares e ISFLSH	781,5	-2,4	-3,8	-4,7	-5,1	-5,0
<i>De la cual:</i>						
<i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>	608,4	-1,7	-3,6	-4,1	-4,6	-4,4
<i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>	170,0	-4,7	-4,7	-6,8	-6,9	-7,2
Sociedades no financieras	1.070,7	-1,8	-5,9	-4,9	-5,1	-4,6
<i>De la cual:</i>						
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes y EFC (c)</i>	647,1	-4,2	-7,8	-8,4	-9,4	-8,4
<i>Valores de renta fija (d)</i>	82,8	9,9	14,2	5,8	5,9	3,5
AAPP (e)	979,3	14,4	20,0	14,4	8,6	10,7
Valores a corto plazo	86,3	9,0	-14,1	1,0	6,7	2,4
Valores a largo plazo	689,1	15,4	14,2	16,7	15,4	15,3
Créditos y resto	203,9	14,6	69,1	13,8	-9,2	0,7

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 y préstamos transferidos a la SAREB. EFC son establecimientos financieros de crédito.
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de AAPP.

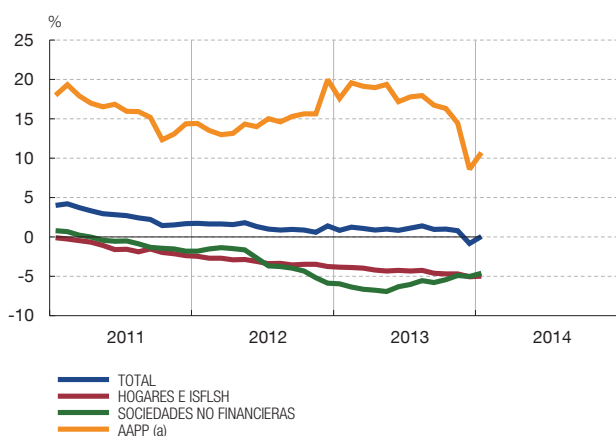
descenso del destinado a familias y una desaceleración de los activos líquidos mantenidos por estos dos tipos de agentes.

En los días transcurridos de marzo, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de las obligaciones a diez años se situaron, en promedio, en el 0,46 % y en el 3,36 %, respectivamente, lo que supone un descenso de 8 pb y 24 pb en relación con las cifras de febrero (véase cuadro 2). También disminuyeron el diferencial de rentabilidad de la deuda a diez años con respecto a la referencia alemana al mismo plazo (en 18 pb, hasta los 176 pb) y las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas (en 17 pb, hasta los 98 pb).

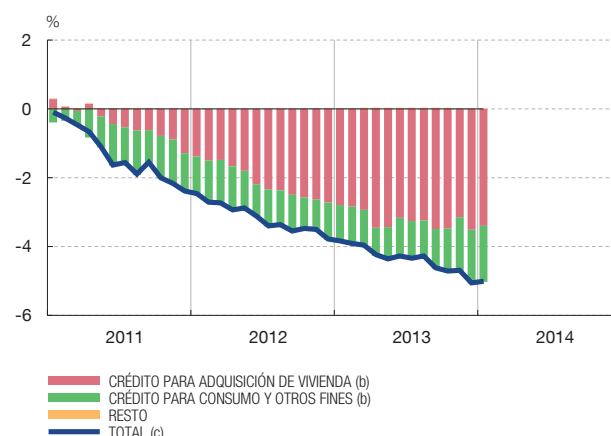
En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX-35 se situaba un 0,6 % por debajo del nivel de finales de febrero, caída que se encontraba en un punto intermedio entre el descenso del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (1,7 %) y el incremento del S&P 500 de las de Estados Unidos (0,4 %). A pesar de la evolución negativa del último mes, el índice español acumulaba desde principios de año una revalorización del 1,4 %, ganancia similar a la del indicador norteamericano (1 %), frente al retroceso del 0,4 % de la referencia europea.

En enero, los tipos de interés medios aplicados por las entidades de crédito a su clientela en las nuevas operaciones de crédito aumentaron. Así, el coste de los préstamos a las familias para adquisición de vivienda se incrementó 16 pb con respecto a finales 2013, hasta el 3,3 %, y el de los destinados a consumo y otros fines, 18 pb, hasta el 7,4 %. El de los créditos a las sociedades no financieras, que muestra una mayor variabilidad, se elevó 33 pb, hasta el 3,90 %. Por su parte, la rentabilidad de los depósitos de los hogares apenas varió, situándose próxima al 0,9 %.

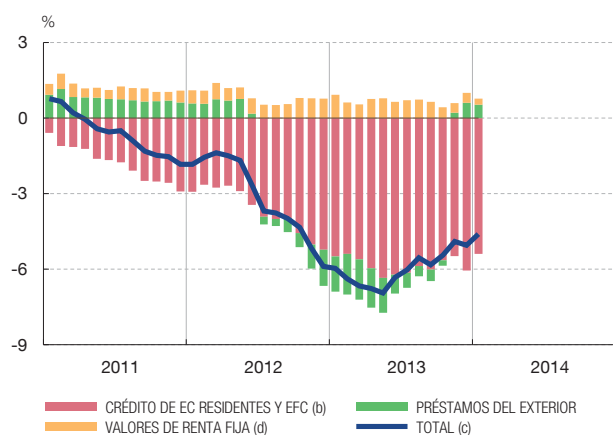
CRECIMIENTO INTERANUAL



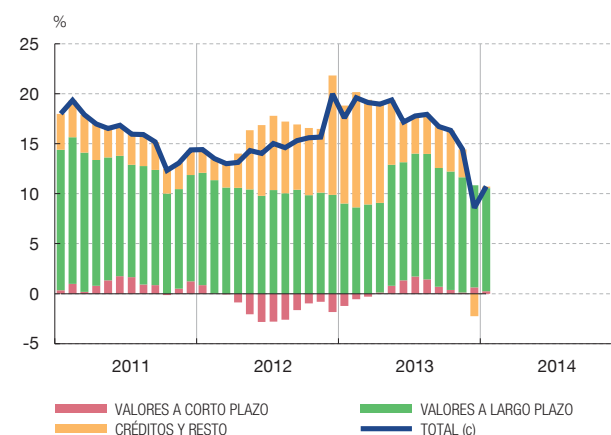
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS AAPP (a). CONTRIBUCIONES



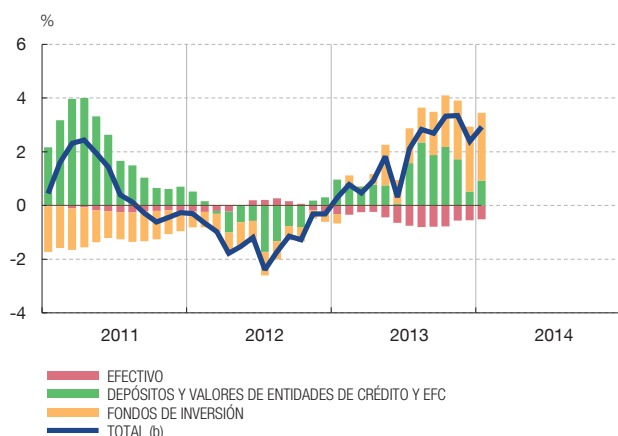
FUENTE: Banco de España.

- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de AAPP.
- b Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la SAREB. EFC son establecimientos financieros de crédito.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

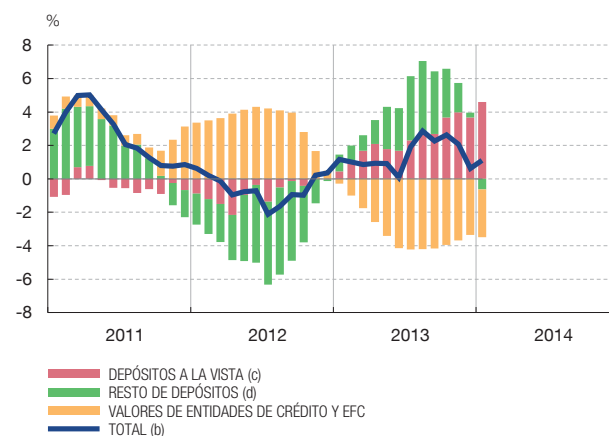
La financiación recibida por el conjunto de los agentes residentes no financieros presentó una variación prácticamente nula en enero en relación con las cifras de doce meses antes (véanse cuadro 3 y gráfico 7). Esta evolución fue resultado de un incremento en la tasa de crecimiento interanual de los fondos captados por las AAPP y de una moderación de los ritmos de contracción de la deuda del sector privado, y en concreto de la correspondiente a las sociedades no financieras (el de los pasivos de los hogares apenas varió).

La tasa de retroceso interanual de la financiación de las familias se situó en enero en el 5 %, cifra prácticamente idéntica a la del mes precedente. La desagregación por finalidades muestra que el ritmo de descenso de los créditos para adquisición de vivienda se moderó ligeramente (se situó en el 4,4 %, dos décimas por debajo del mes anterior), mientras que el de los préstamos destinados a consumo y otros fines se intensificó, pasando del 6,9 % al 7,2 %. Por su parte, los fondos recibidos por las sociedades no financieras descendieron en los últimos doce meses un 4,6 %, tasa 0,5 pp inferior a la de finales de 2013. El desglose

TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS. CONTRIBUCIONES



DEPÓSITOS Y VALORES DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC (a). CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

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

por instrumentos evidencia una atenuación del ritmo de caída de los créditos otorgados por las entidades residentes (8,4 %, 1 pp inferior al de diciembre) y un menor dinamismo de las emisiones de valores de renta fija, cuyo saldo se expandió en relación con el mismo mes del año anterior un 3,5 % (2,4 pp por debajo de lo registrado un mes antes).

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las AAPP aumentó 2,1 pp en enero, hasta el 10,7 %. El detalle por instrumentos muestra un incremento en el ritmo de avance interanual de los créditos, que volvió a ser positivo (aunque inferior al 1 %), una moderación del de los valores a corto plazo y escasas variaciones en el de los de mayor vencimiento, que se mantuvo por encima del 15 %.

En enero, la tasa de avance interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de los hogares y de las sociedades no financieras se incrementó 0,5 pp, hasta situarse en el 2,9 % (véase gráfico 8). Todos los instrumentos contribuyeron a explicar esta evolución más expansiva. Así, el ritmo de crecimiento de los depósitos y de las participaciones en fondos de inversión se elevó, mientras que se moderó algo la caída interanual de los valores emitidos por las entidades de crédito en poder de estos sectores y del efectivo.

21.3.2014.

