

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

De acuerdo con la estimación preliminar del INE, el PIB de la economía española creció un 0,5 % en el tercer trimestre del año (una décima menos que en el trimestre precedente). En términos interanuales, el avance del PIB habría sido del 1,6 %, 0,3 puntos porcentuales (pp) por encima de la tasa observada en el período abril-junio<sup>1</sup>.

De acuerdo con la escasa información disponible referida al cuarto trimestre, la fase de expansión de la actividad se estaría prolongando en los meses finales del ejercicio. En el caso del consumo privado, los indicadores de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas se situaron en octubre en un nivel algo inferior al observado en el promedio del tercer trimestre del año (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares se aceleraron en octubre, apoyadas en el previsible agotamiento de los fondos destinados al PIVE 6, hasta registrar un incremento intermensual del 7,6 % en términos de la serie corregida de efectos estacionales y de calendario. Por último, con información más retrasada, relativa al trimestre anterior, los ritmos de variación interanual del índice de comercio al por menor y de las ventas de bienes y servicios de las grandes empresas se aceleraron en septiembre.

La información publicada relativa a la inversión en bienes de equipo sugiere el mantenimiento del tono expansivo de los últimos trimestres (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Por un lado, la Encuesta de Coyuntura Industrial del mes de octubre reflejó una clara mejoría del clima industrial en el sector productor de bienes de equipo. Por otro lado, la encuesta trimestral realizada por la Comisión Europea a los empresarios manufactureros mostró un ligero incremento de la utilización de la capacidad productiva al inicio del cuarto trimestre. Entre los indicadores de carácter cuantitativo, se dispone de información sobre las matriculaciones de vehículos de carga referida a octubre, que arroja un aumento del 14,3 % intermensual. Con información hasta septiembre, las ventas de bienes de equipo de las grandes empresas se ralentizaron en dicho mes, hasta una tasa interanual del 4,2 % (6,4 % en agosto), mientras que el índice de producción industrial de bienes de equipo (corregido de efectos de calendario y estacionalidad) registró un notable avance, del 5,3 % respecto a agosto.

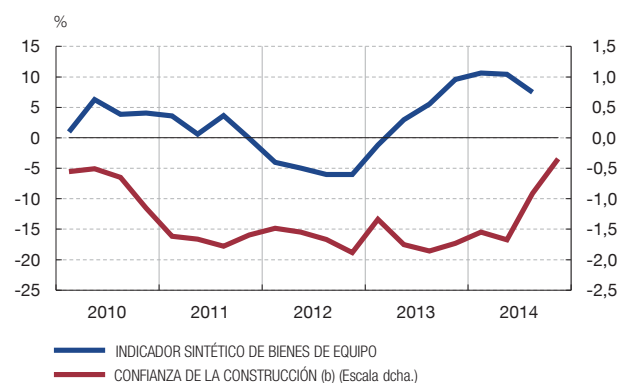
La mejoría mostrada por la inversión en construcción desde el inicio del año habría continuado en los meses recientes, a tenor de la información coyuntural conocida. Entre los indicadores contemporáneos referidos a los consumos intermedios, el consumo aparente de cemento y la producción de materiales de construcción volvieron a registrar tasas intertrimestrales positivas en el tercer trimestre, en términos de las series ajustadas de estacionalidad. Por su parte, los indicadores referidos al empleo han mostrado signos de mejoría. Así, en octubre, el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector de la construcción mostró una tasa de variación intermensual ajustada de estacionalidad del 0,3 %, llevando la tasa interanual a niveles positivos por primera vez desde que se inició la crisis (0,6 %), y el paro registrado retrocedió un 18 % interanual, tasa similar a la observada en los meses precedentes. Por lo que respecta a los indicadores adelantados, los visados de vivienda afianzaron en agosto la trayectoria de suave recuperación de los meses anteriores,

<sup>1</sup> Los datos publicados por el INE corresponden al primer avance del PIB trimestral realizado en la base contable 2010 y, por tanto, elaborado de acuerdo con el nuevo estándar metodológico vigente en la Unión Europea: el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC 2010).

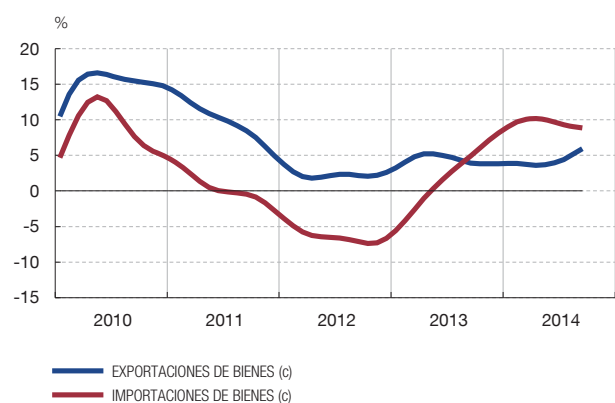
## INDICADORES DE CONSUMO



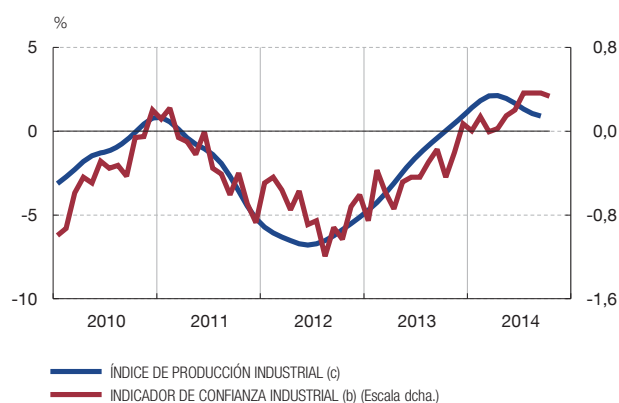
## INDICADORES DE INVERSIÓN



## 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.

aunque su nivel sigue siendo muy reducido, y el valor de la obra civil presupuestada en los contratos de licitación mostró un incremento acumulado cercano al 80 % en el período de doce meses que acaba en septiembre.

Los flujos de comercio de bienes experimentaron un repunte significativo en septiembre, según los datos de Aduanas (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). En concreto, las exportaciones reales aumentaron un 8,1 % en tasa interanual, tras el retroceso del 1 % del mes de agosto. Por grupos de productos, la aceleración fue generalizada, aunque cabe destacar el avance de los bienes de equipo y energéticos, que crecieron un 39 %, y de consumo duradero, que avanzaron un 14 %. Los incrementos de las ventas al exterior de bienes intermedios no energéticos y alimentos fueron mucho más modestos. Por destinos geográficos, las exportaciones extracomunitarias avanzaron con más intensidad (un 11,5 %) que las dirigidas a la UE (6,4 %), en contraste con lo sucedido en el tercer trimestre. En la vertiente importadora, los flujos comerciales reales experimentaron también un repunte significativo, hasta el 11,5 %. Desde el punto de vista del desglose por tipos de bienes, en septiembre sobresalieron los incrementos en las compras de bienes de consumo duradero y de equipo (32 % y 25,8 %, respectivamente). Los aumentos fueron también elevados en el caso de los bienes intermedios no energéticos (10,3 %) y algo más modestos en los bienes energéticos (5,8 %) y alimentos (3,1 %). En septiembre, el déficit comercial

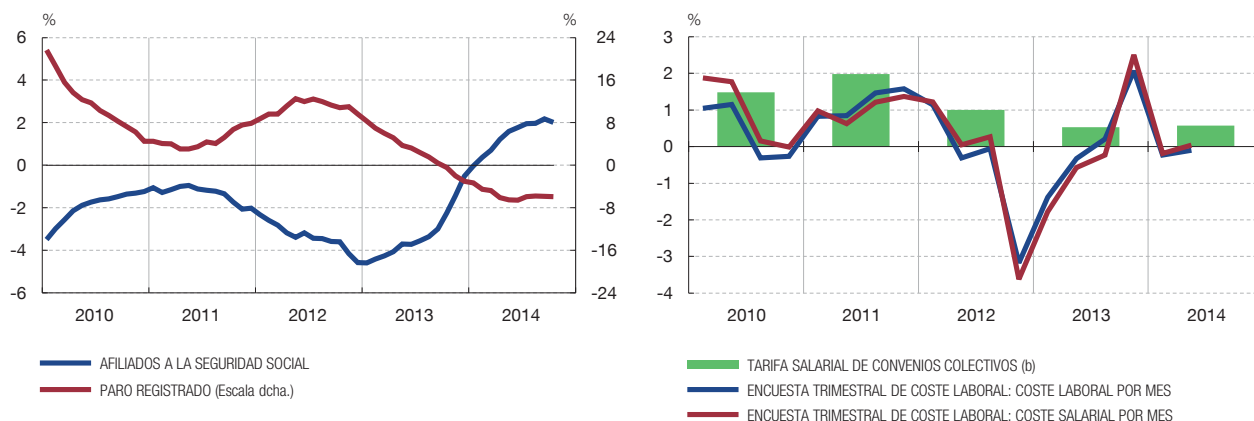
nominal descendió por primera vez desde el inicio del año (un 8,2 % interanual, hasta alcanzar los -2,4 mm de euros). Esta corrección reflejó la caída del déficit energético (-21,7 %), que compensó la reducción del superávit no energético. En el conjunto de los nueve primeros meses de 2014, el déficit comercial se amplió un 71,3 % en relación con las mismas fechas del año precedente.

Los indicadores más recientes relativos a la evolución del turismo receptor apuntan a una continuación, al inicio del otoño, de la fortaleza mostrada durante la temporada de verano. En concreto, las entradas de turistas extranjeros crecieron en octubre un 7,8 % interanual, según la Encuesta de Movimientos Turísticos en Fronteras (Frontur). Los datos más recientes de la Encuesta de Ocupación Hotelera, referidos a ese mismo mes, arrojan un incremento interanual del 4,4 % de las pernoctaciones en hoteles. En septiembre, el gasto total nominal de los turistas creció un 8,7 %, de acuerdo con la Encuesta de Gasto Turístico (Egatur), gracias al avance del número de turistas, ya que el gasto medio por turista disminuyó un 0,1 %.

Según los datos provisionales de la Balanza de Pagos, la economía española mostró en agosto una capacidad de financiación de 1,7 mm de euros, algo menos de la mitad de la cifra registrada en el mismo mes del año anterior. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, el saldo de los intercambios con el exterior fue negativo por un importe de 0,9 mm de euros, frente a la capacidad de financiación de 13,3 mm en igual período del año previo. La evolución hasta agosto se explica por el menor superávit de bienes y servicios y el mayor déficit en las balanzas de rentas primarias y secundarias. Finalmente, la cuenta de capital acumuló en los ocho primeros meses de 2014 un superávit de 3,7 mm, menor que el observado en el mismo período del año anterior.

Por el lado de la oferta, la actividad industrial habría seguido expandiéndose en el período más reciente, aunque a tasas algo menores que en los meses centrales del año (véase el panel inferior derecho del gráfico 1). El PMI de manufacturas se situó en octubre ligeramente por debajo del nivel observado en el tercer trimestre, si bien permanece en zona de expansión. Por su parte, el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea permaneció en octubre en el mismo nivel alcanzado en el promedio del tercer trimestre, que además es el más elevado desde 2008. En la evolución de los subcomponentes de este indicador en octubre destaca la mejora en la valoración de la cartera de pedidos. Respecto a la evolución del empleo, las afiliaciones a la Seguridad Social del sector experimentaron, por tercer mes consecutivo, una variación intermensual nula en agosto, en términos de la serie ajustada de estacionalidad, que situó la tasa interanual en el 0,7 %. Con información más retrasada, el índice de producción industrial, corregido de efectos de calendario y estacionalidad, creció un 0,5 % intermensual en septiembre, tras dos meses de tasas nulas.

Los indicadores correspondientes al sector servicios apuntan a una continuación de la fortaleza de la actividad al inicio del cuarto trimestre. En concreto, entre las señales cualitativas, el índice PMI del sector repuntó levemente en octubre, permaneciendo en terreno expansivo de forma ininterrumpida desde el mismo mes del pasado año. Asimismo, el índice de confianza elaborado por la Comisión Europea se situó en octubre ligeramente por encima del valor observado en el período julio-septiembre. Entre los indicadores de empleo, las afiliaciones a la Seguridad Social del sector mantuvieron su ritmo de avance interanual en octubre en el 2,7 %. En la misma línea, el nivel de empleo, de acuerdo con el correspondiente componente del PMI, volvió a crecer en octubre. Finalmente, el indicador de actividad del sector servicios completó el tercer trimestre



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 octubre de 2014.

con un incremento intertrimestral del 0,3 % en términos de la serie deflactada y ajustada de estacionalidad.

El mercado de trabajo ha continuado mostrando una evolución favorable en el período más reciente, de acuerdo con la información disponible. En concreto, según la serie ajustada de estacionalidad, la afiliación a la Seguridad Social se incrementó en octubre un 0,1 % intermensual, ritmo de avance similar al de los meses precedentes. En términos interanuales, el aumento de los afiliados se moderó ligeramente, hasta el 2 % (dos décimas menos que en septiembre) (véase gráfico 2). La positiva evolución del empleo fue generalizada por ramas, a excepción de la agricultura. Los avances interanuales más elevados tuvieron lugar en los servicios de mercado (2,8 %) y en las ramas de servicios que aproximan a las AAPP (2,3 %)². En la construcción, el empleo creció un 0,5 %. Por lo que se refiere al paro, el número de desempleados inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) se redujo en algo menos de 285.000 personas en octubre con respecto al mismo período del año anterior, lo que se tradujo en un descenso interanual del 5,9 %, coincidente con el observado un mes antes.

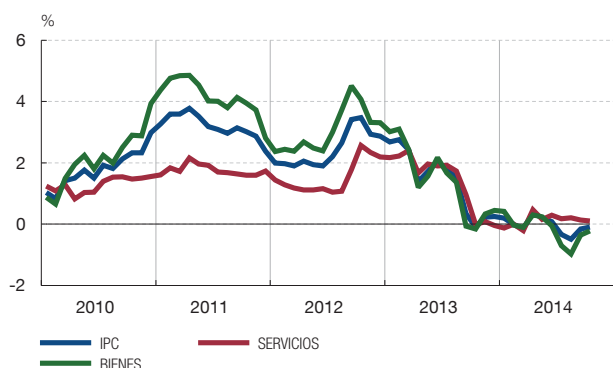
La cuenta de las Administraciones Públicas (excluidos las Corporaciones Locales y el impacto de las ayudas a las IIFF) presentó un saldo, en términos de Contabilidad Nacional, del -4,3 % del PIB hasta agosto, lo que supone una mejora del déficit público de 0,3 pp del PIB con respecto al mismo período del año anterior. Los indicadores parciales en términos de caja relativos a septiembre apuntan a una ligera aceleración de las grandes rúbricas de ingresos y a una modesta ralentización de los gastos en prestaciones sociales, lo que resulta coherente con una continuación del proceso de mejora del saldo de las AAPP, si bien la consecución del objetivo anual requeriría una ejecución presupuestaria muy estricta en el tramo final del ejercicio.

**Precios y costes**

La pauta de moderación salarial observada en los últimos trimestres se habría prolongado en el período más reciente, de acuerdo con los indicadores disponibles. El aumento salarial para 2014 pactado en la negociación colectiva hasta octubre se mantiene ligeramente por

2 Este agregado es la suma de las secciones de Administraciones Públicas y Defensa, Educación, y Sanidad y Servicios Sociales del Régimen General, excluidos los cuidadores no profesionales.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

debajo del 0,6%, subida que resulta acorde con la recomendación del II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado en enero de 2012. El avance de la negociación colectiva se ha ralentizado en los últimos meses, de forma que entre enero y octubre se ha cerrado el convenio para unos 4,3 millones de asalariados, cifra que, aunque es ligeramente superior a la observada en el mismo período de 2013, resulta reducida en términos históricos<sup>3</sup>. Los convenios firmados en ejercicios anteriores (que afectan a 3,1 millones de trabajadores) mantienen una subida en el acumulado del año del 0,5%, mientras que las tarifas de los convenios firmados en 2014 se han elevado ligeramente, hasta el 0,6%, incremento que afecta a 1,2 millones de asalariados. Por su parte, las retribuciones medias descendieron en septiembre a una tasa interanual del 0,5% (frente al -0,2% de la primera mitad del año).

En octubre, el IPC disminuyó en una décima su ritmo de caída, hasta el -0,1% interanual (véase gráfico 3). Esta evolución se debió al repunte de 3,2 pp del componente de alimentos no elaborados, hasta el 1,7%, lo que compensó con creces la desaceleración del componente energético desde el 0% hasta el -1,1%. Las tasas de variación interanual de las restantes rúbricas se mantuvieron inalteradas en comparación con el mes anterior. En concreto, los precios de los servicios, bienes industriales no energéticos y alimentos elaborados variaron, respectivamente, un 0,1%, un -0,3% y un -0,2%. Con ello, la tasa de crecimiento del IPSEBENE permaneció, por segundo mes consecutivo, en el -0,1%. Por su parte, el IPC sin energía mostró una tasa nula frente al descenso de dos décimas registrado en septiembre. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) disminuyó un 0,2% en octubre, caída que supera en una décima, a la del mes anterior. Para el conjunto de la UEM, la tasa de variación del IAPC se elevó también una décima, hasta el 0,4%, por lo que el diferencial negativo de inflación entre España y el área del euro se mantuvo estable en -0,6 pp.

El índice de precios industriales (IPRI) prolongó en septiembre su senda de descenso, aunque el ritmo de caída observado, del -0,3%, fue menor que el de meses precedentes. Esta evolución fue consecuencia de la aceleración de los precios energéticos. En cambio, el ritmo de descenso del IPRI sin energía se mantuvo estable en el 0,4%. Los precios industriales de exportación e importación siguieron descendiendo en septiembre (a tasas respectivas del -0,6% y del -1,6%).

3 En 2013 se introdujeron modificaciones metodológicas en la estadística que tuvieron un impacto a la baja sobre los convenios registrados y los trabajadores afectados.

En el último mes, los *mercados financieros* de las economías avanzadas se han recuperado parcialmente del episodio de inestabilidad de mediados de octubre. La menor volatilidad y el repunte de las bolsas, especialmente en Japón, ilustran ese tono más favorable. La rentabilidad de la deuda soberana a diez años en Estados Unidos aumentó ligeramente. En los mercados cambiarios continuó la tendencia a la apreciación del dólar frente a las principales monedas, especialmente frente al yen, en un contexto marcado por decisiones importantes de política monetaria tanto por parte de la Fed, que dio por terminado su programa de compras de activos, como por parte del Banco de Japón, que, al contrario, intensificó el ritmo de aumento de su base monetaria. Además, persistió una elevada sensibilidad en los mercados hacia las noticias negativas, centradas en la incertidumbre sobre el crecimiento global. En los mercados emergentes, con la excepción de los de Asia, se han observado caídas de las bolsas, aumentos de los diferenciales soberanos y depreciaciones de las divisas, como resultado de la caída del precio del petróleo —que repercutió sobre los diferenciales soberanos de Venezuela, Ecuador y otros productores— y de diversos factores idiosincrásicos, como el repunte de las tensiones entre Rusia y Ucrania o la incertidumbre electoral en Brasil. No obstante, en noviembre se recuperaron las entradas de capitales en fondos de bolsa y de deuda, sobre todo en moneda extranjera, y repuntaron las emisiones, principalmente las de deuda soberana y de empresas de Asia emergente. En los mercados de materias primas, se ha prolongado la pronunciada tendencia descendente del precio del petróleo iniciada en verano, como consecuencia de la menor demanda global y de la recuperación de parte de la producción de Libia e Irán, en un entorno de aumento de la oferta de crudo de Estados Unidos. Los precios de alimentos y metales también han experimentado descensos, debido a la menor demanda.

En *Estados Unidos*, de acuerdo con la estimación de avance, el PIB aumentó un 3,5 % en tasa trimestral anualizada en el tercer trimestre de 2014, tras el incremento del 4,6 % registrado en el segundo, impulsado por la contribución positiva del sector exterior y el gasto público federal en defensa, mientras que los restantes componentes de la demanda interna —especialmente, la inversión fija privada residencial— se desaceleraron; la contribución de la variación de existencias fue negativa, tras el fuerte incremento del trimestre anterior. Entre los datos publicados para el cuarto trimestre, destacan la creación de 214.000 empleos netos en octubre —aunque algo por debajo de los registros de meses anteriores, estos fueron revisados al alza—, el nuevo descenso de la tasa de paro, hasta el 5,8 %, y el aumento de la remuneración salarial media por hora en un 2 % interanual. La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo en el 1,7 % en octubre y la tasa subyacente aumentó una décima, hasta el 1,8 %. En su reunión de octubre, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal decidió terminar las compras mensuales netas de activos y mantuvo en su comunicado la idea de que los tipos oficiales permanecerán en su rango actual (0 %-0,25 %) por un «tiempo considerable», si bien reforzó el carácter contingente de su política a la nueva información que se reciba.

En *Japón*, el PIB sufrió una inesperada caída en el tercer trimestre, al contraerse en un -1,6 % intertrimestral anualizado, a pesar de que incluso la peor expectativa de consenso apuntaba a un crecimiento positivo. Esta evolución contrasta con el comportamiento favorable del mercado laboral y de los salarios, a pesar de que la tasa de paro aumentó hasta el 3,6 % en septiembre. Además, la inflación descendió hasta el 3 % interanual en ese mes, de forma que, excluido el efecto del alza impositiva (2 pp), se situaría en el límite inferior del rango anticipado por el comité de política monetaria del Banco de Japón en abril. En su reunión del 31 de octubre, el Banco de Japón amplió su programa de expansión cuantitativa, reaccionando rápidamente a la desviación de su objetivo. Simultáneamente, el fondo de pensiones público japonés anunció un cambio en la composición de

		2014					
		Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	0,3	1,6	-0,6	0,7		
	Comercio al por menor	2,0	0,7	1,9	0,6		
	Matriculaciones de turismos nuevos	3,3	5,7	4,1	2,5	4,4	
	Indicador de confianza de los consumidores	-7,5	-8,3	-10,0	-11,4	-11,1	-11,6
	Indicador de confianza industrial CE	-4,3	-3,8	-5,3	-5,5	-5,1	
	PMI de manufacturas	51,8	51,8	50,7	50,3	50,6	50,4
	PMI de servicios	52,8	54,2	53,1	52,3	52,3	51,3
	IAPC	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	
Variables monetarias y financieras	M3	1,6	1,8	2,1	2,5		
	M1	5,4	5,6	5,9	6,2		
	Crédito a los sectores residentes	-2,3	-1,9	-1,8	-1,5		
	AAPP	-2,6	-1,8	-1,2	-0,4		
	Otros sectores residentes	-2,2	-1,9	-1,9	-1,8		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	0,5	0,5	0,5	0,6		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-2,2	-2,2	-2,0	-1,8		
	Eonia	0,08	0,04	0,02	0,01	0,00	-0,03
	Euríbor a tres meses	0,24	0,21	0,19	0,10	0,08	0,08
	Euríbor a un año	0,51	0,49	0,47	0,36	0,34	0,34
	Rendimiento bonos a diez años	2,28	2,16	1,99	1,85	1,69	1,67
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,33	0,39	0,44	0,69	0,60	0,69
Tipo de cambio dólar/euro	1,36	1,35	1,33	1,29	1,27	1,25	
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	3,8	0,2	2,0	3,8	0,1	2,7	

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 noviembre de 2014.  
c Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

su cartera, que supondrá una reducción significativa de sus tenencias de bonos del Gobierno y la adquisición de renta variable japonesa y extranjera.

En *Reino Unido*, el PIB creció un 0,7 % intertrimestral (3 % interanual) en el tercer trimestre, dos décimas menos que en el segundo, debido a la desaceleración de la actividad en el sector servicios. La mayoría de los indicadores disponibles para el cuarto trimestre señalan cierta moderación del ritmo de actividad, si bien el PMI de manufacturas y la adquisición de vehículos registraron mejoras al inicio del trimestre. Los datos preliminares disponibles sugieren que la creación de empleo en octubre habría mantenido la tónica de moderación observada en el tercer trimestre, en el que la tasa de paro se situó en el 6 %, tres décimas menos que en el segundo. La inflación aumentó una décima en octubre, hasta el 1,3 %, si bien la inflación subyacente se mantuvo estable en el 1,5 %. En su reunión de noviembre, el Banco de Inglaterra no modificó sus instrumentos de política monetaria y revisó a la baja su proyección de la inflación, de forma que esta solo volvería a situarse en el objetivo dentro de tres años.

En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro, el ritmo de avance del PIB se mantuvo en torno al 3 %. Esta evolución fue el resultado del mantenimiento

del dinamismo de la demanda interna —apreciándose en algún caso un repunte de la inversión— en combinación con la aportación negativa del sector exterior. El mercado de trabajo mantuvo un tono positivo, que permite una ligera creación de empleo y la reducción de la tasa de paro. La inflación de la zona continúa en niveles reducidos, lo que permite el mantenimiento del tono acomodaticio de la política monetaria.

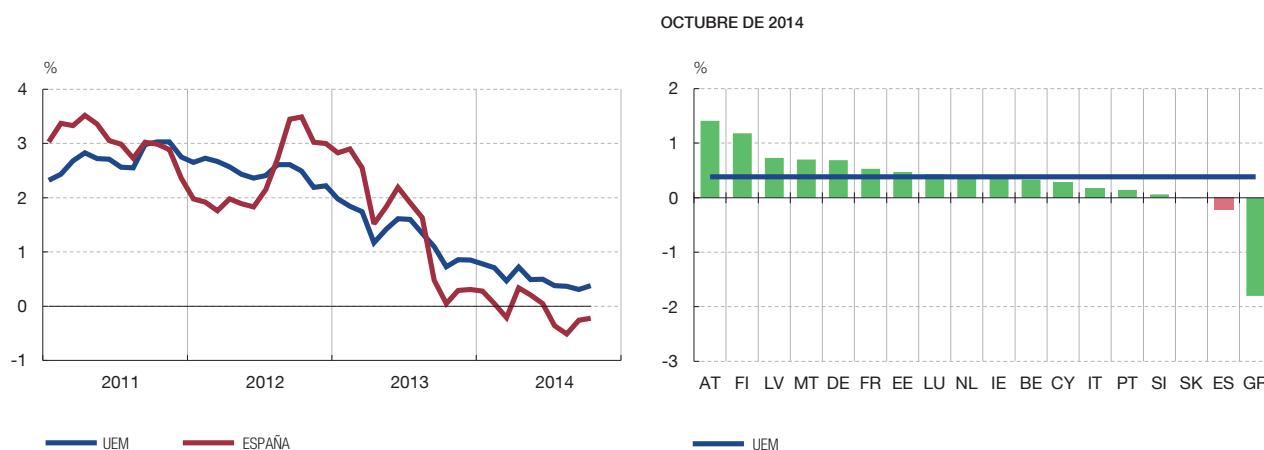
En *China*, el PIB se desaceleró hasta el 7,3 % en el tercer trimestre, al ir desapareciendo el estímulo fiscal del primer semestre. En octubre, el comercio exterior, las ventas minoristas y la inversión mostraron síntomas de estabilización, y la producción industrial registró un cierto debilitamiento, mientras que la inflación permaneció en el 1,6 % interanual. El Banco Popular de China redujo los tipos de interés de referencia en cuatro décimas, hasta el 5,6 %, para préstamos; y en 25 puntos básicos (pb), hasta el 2,75 %, para los depósitos, ampliando el margen de flexibilidad para estos últimos. En noviembre, el regulador del mercado de valores anunció la puesta en marcha de la conexión entre las bolsas de Hong Kong y Shanghai. En el *resto de Asia* emergente, los datos sobre crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2014 muestran, con alguna excepción, una ligera desaceleración. De igual modo, de acuerdo con los registros disponibles para octubre, la inflación presenta un perfil descendente en las economías de la región. La única variación de tipos oficiales se produjo en Corea del Sur, donde se redujeron en 25 pb, hasta el 2 %.

En *América Latina*, los indicadores disponibles apuntan a una desaceleración en el tercer trimestre, con la excepción de México, que se ha beneficiado del fortalecimiento del ciclo en Estados Unidos. El PIB de México creció un 2,2 % interanual (frente al 1,6 % del trimestre previo). Por el contrario, en Chile el PIB se desaceleró hasta el 0,8 % interanual (desde el 1,9 % del trimestre previo). La inflación se mantiene en torno al límite superior de la banda objetivo en los casos de Brasil, México y Perú, y con una desviación mayor para el caso de Chile. Los bancos centrales de Chile, Colombia, México y Perú mantuvieron sin cambios los tipos oficiales, mientras que el de Brasil lo elevó 25 pb, hasta el 11,25 % —en un movimiento no anticipado por el mercado, cuatro días después de las elecciones—, debido al deterioro de las perspectivas de inflación. En ese mismo país, el deterioro de los ingresos generó una caída del superávit primario hasta el 0,7 % del PIB en septiembre, frente al objetivo para el conjunto del año del 1,9 %, lo que llevó al Ministerio de Finanzas a anunciar un cambio en el objetivo anual y un ajuste del gasto. La presidenta Dilma Rousseff fue elegida para un segundo mandato por un estrecho margen. En Venezuela no se han publicado datos oficiales del PIB en 2014, si bien los indicadores parciales y el consenso apuntan a una situación de aguda recesión.

En el *área del euro*, de acuerdo con la estimación preliminar de la Contabilidad Nacional publicada por Eurostat, el PIB volvió a registrar un crecimiento modesto, del 0,2 % en el tercer trimestre de 2014. Este ligero avance de la actividad tuvo un carácter generalizado por países, con la excepción notable de Italia, donde el PIB retrocedió por segundo trimestre consecutivo. Entre las economías de mayor tamaño, Alemania recuperó tasas de crecimiento positivas, a pesar de la caída de la inversión, mientras que en Francia el avance del producto estuvo impulsado por el consumo, especialmente de su componente público. España y Holanda, por su parte, registraron avances de la actividad del 0,5 % y del 0,2 %, respectivamente. En términos interanuales, el PIB de la zona del euro creció al mismo ritmo que en el trimestre anterior, un 0,8 %. La Comisión Europea, en su ejercicio de previsión de otoño, redujo hasta el 0,8 % sus expectativas de crecimiento en el área para 2014 y hasta el 1,1 % para 2015.

La información disponible sobre la evolución económica en el cuarto trimestre, basada principalmente en indicadores cualitativos, indica una prolongación de la senda de moderado





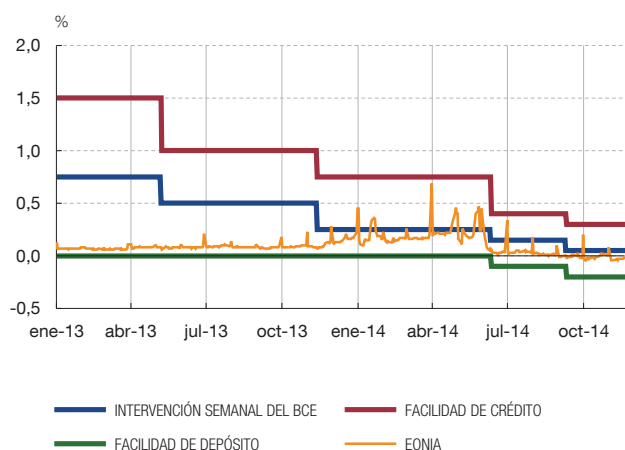
FUENTE: Eurostat.

crecimiento de la actividad. Los indicadores de confianza procedentes de las encuestas de la Comisión Europea mejoraron en octubre (especialmente, el índice referido al sector servicios) y la producción industrial avanzó un 0,6 % en septiembre, sin llegar a compensar el retroceso del mes anterior. Sin embargo, los indicadores de las encuestas de directores de compras —PMI— empeoraron en noviembre, manteniendo el promedio del trimestre por debajo de los registros alcanzados en el trimestre anterior. Por el lado de la demanda, los indicadores referidos al consumo mostraron también señales mixtas, ya que la confianza de los consumidores volvió a empeorar en noviembre, al igual que las ventas al por menor de septiembre, mientras que las matriculaciones de automóviles crecieron en octubre. La valoración de la cartera de pedidos, que guarda una estrecha relación con la inversión, mejoró en octubre y el grado de utilización de la capacidad productiva aumentó por segundo trimestre consecutivo, aunque aún se mantiene algo por debajo de lo observado en el primer trimestre del año. Finalmente, las exportaciones nominales registraron un crecimiento positivo en septiembre, si bien las expectativas de exportación para el cuarto trimestre disminuyeron por tercer trimestre consecutivo.

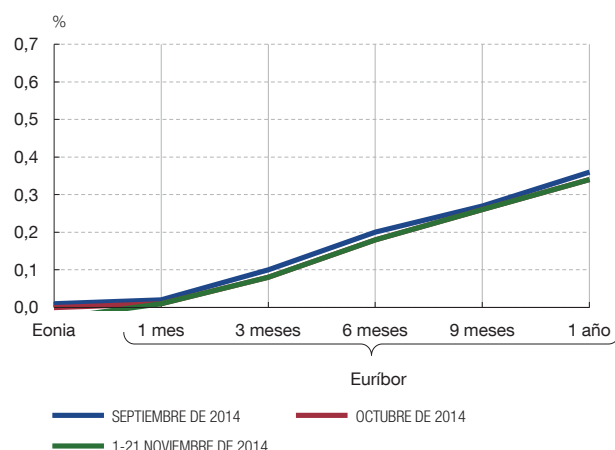
La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó una décima en octubre, hasta el 0,4 % (véase gráfico 4), debido principalmente a la aceleración de los precios de los servicios y de los alimentos y a la menor caída de la energía. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se redujo una décima, hasta el 0,7 %. Por su parte, el índice de precios industriales descendió en septiembre al mismo ritmo que el mes anterior, un 1,4 %.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 6 de noviembre, decidió mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el mínimo histórico fijado el pasado mes septiembre, el 0,05 %, y los tipos de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en el 0,30 % y el -0,20 %, respectivamente. El Consejo indicó que espera que los programas de compras de valores y de concesión de préstamos implementados desde junio ayuden a ampliar el tamaño del balance del BCE, hasta recuperar los niveles observados en los primeros meses de 2012, y reiteró el acuerdo unánime que existe en su seno para utilizar todos los instrumentos no convencionales disponibles dentro de su mandato, si fuera necesario, precisando que se han dado instrucciones para que los comités implicados realicen los preparativos precisos para implementarlos. Finalmente,

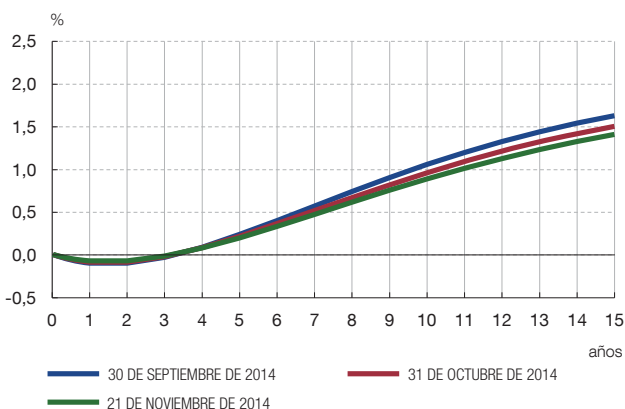
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



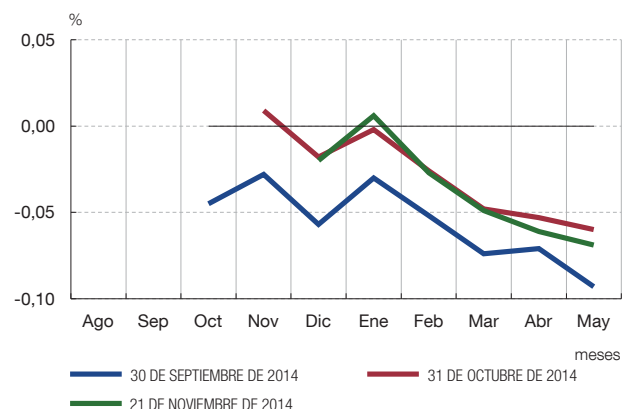
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

el Consejo insistió en la importancia de que los Gobiernos continúen avanzando en su agenda reformadora como clave para impulsar la actividad.

Durante el mes de noviembre, los tipos de interés en el mercado interbancario continuaron en niveles muy reducidos, situándose los tipos a uno, tres y doce meses en el 0,01 %, el 0,08 % y el 0,33 %, respectivamente (véase gráfico 5). La misma tónica se observó en los mercados de bonos soberanos, cuyos tipos se sitúan, en la mayor parte de los países, en mínimos históricos. Así, la rentabilidad a diez años del bono alemán siguió disminuyendo, con lo que el diferencial con el bono estadounidense se mantuvo en el entorno de los 155 pb. Por su parte, en los mercados de deuda soberana de la UEM, los diferenciales de los distintos bonos con respecto al bono alemán no registraron variaciones significativas a lo largo del período.

En los mercados de renta variable, la cotización de las acciones, medida a través del índice EUROSTOXX 50, registró un avance del 3,6 % durante el mes de noviembre, y acumula un aumento ligeramente menor, del 2,7 %, desde el comienzo del año. En los mercados de divisas, el euro osciló, en noviembre, en el entorno de los 1,25\$/€ y se apreció un 0,3 % en términos efectivos nominales (véase gráfico 6).



FUENTE: Banco Central Europeo.

Por último, en septiembre se redujo el ritmo de caída de los préstamos a las sociedades no financieras en dos décimas, hasta el  $-1,8\%$ , mientras que el ritmo de avance de los préstamos a hogares aumentó una décima, hasta el  $0,6\%$ , sustentado en la mejora del crédito al consumo. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE referida al tercer trimestre de 2014, en ese período se relajaron ligeramente los criterios de concesión de préstamos, si bien aún mantienen niveles restrictivos en términos históricos, mientras que la demanda de préstamos por parte de las empresas y de los hogares aumentó débilmente, aunque en el caso de las empresas el incremento fue muy inferior al que los bancos anticiparon en el trimestre anterior.

### Evolución financiera en España

Durante la parte transcurrida de noviembre, la evolución de los precios de los activos negociados en los mercados financieros españoles mostró una elevada estabilidad, de modo que las variaciones acumuladas fueron reducidas. La información más reciente de los balances de los distintos agentes no financieros, correspondiente a septiembre, evidencia un mantenimiento del dinamismo de los pasivos de las AAPP, un menor ritmo de contracción de la deuda de las empresas y de las familias, y una ligera desaceleración de sus activos financieros más líquidos. Los datos provisionales correspondientes a octubre apuntan a una nueva disminución de la tasa de crecimiento de estos últimos y a un retroceso interanual del crédito similar al del mes anterior en el caso de los hogares y algo mayor en el de las sociedades.

En la parte transcurrida de noviembre, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de las obligaciones a diez años apenas variaron respecto a las cifras de octubre (véase cuadro 2) y se situaron, en promedio, en el  $0,27\%$  y el  $2,13\%$ , respectivamente. El diferencial medio de rentabilidad con el bono alemán a diez años aumentó en 4 pb, hasta los 131 pb, mientras que las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas descendieron en 7 pb, hasta los 79 pb.

En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 estaba un  $0,4\%$  por encima del nivel alcanzado a finales de octubre, un comportamiento menos favorable que el del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM, que ganó un  $2,6\%$  durante el mismo período, y que el del S&P 500 de las de Estados Unidos, que creció un  $2,3\%$ . Desde principios del año, el índice español acumulaba una plusvalía del  $6,1\%$ , superior al aumento del  $2,7\%$  registrado por la referencia europea, pero inferior al  $11,6\%$  de revalorización del indicador norteamericano.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

En porcentaje

	2011	2012	2013	2014				
	Dic	Dic	Dic	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov (a)
<b>Tipos bancarios</b>								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	3,66	2,93	3,16	3,08	3,07	3,10	...	...
Crédito para consumo y otros fines	7,29	6,98	7,22	7,07	7,46	7,39	...	...
Depósitos	1,72	1,72	0,93	0,58	0,55	0,50	...	...
Sociedades no financieras								
Crédito de menos de 1 millón de euros	5,39	5,35	5,18	4,93	4,80	4,54	...	...
Crédito de más de 1 millón de euros (b)	3,51	2,98	2,91	2,93	3,00	2,91	...	...
<b>Mercados financieros (c)</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,40	2,08	0,85	0,19	0,11	0,14	0,27	0,27
Deuda pública a cinco años	4,63	4,26	2,68	1,26	1,08	0,94	0,98	1,09
Deuda pública a diez años	5,45	5,36	4,14	2,64	2,42	2,23	2,14	2,13
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	3,43	4,00	2,30	1,44	1,39	1,23	1,27	1,31
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	2,68	1,87	1,09	0,79	0,83	0,75	0,86	0,79
IBEX 35 (e)	-13,11	-4,66	21,42	7,97	8,19	9,16	5,66	6,09

FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Media de datos diarios hasta el 21 de noviembre de 2014.  
b Se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.  
c Medias mensuales.  
d Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2013.  
e Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH  
Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**

CUADRO 3

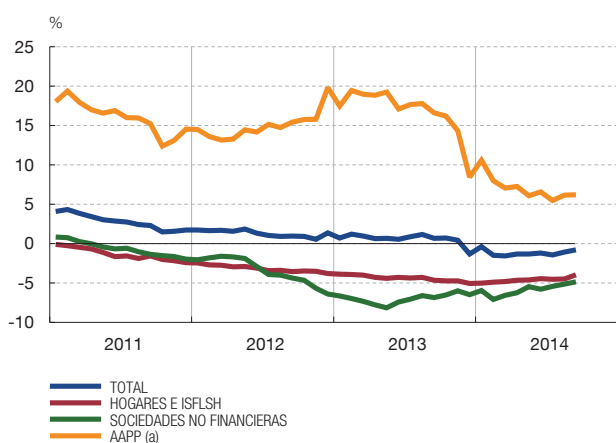
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2014	2012	2013	2014		
	Sep (b)	Dic	Dic	Jul	Ago	Sep
Financiación total	2.748,9	1,3	-1,3	-1,4	-1,1	-0,8
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.728,2	-5,3	-5,9	-5,0	-4,9	-4,5
Hogares e ISFLSH	757,3	-3,8	-5,1	-4,5	-4,5	-4,0
<i>De la cual:</i>						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	594,9	-3,6	-4,6	-4,0	-3,9	-3,3
Crédito para consumo y otros fines (c)	162,4	-4,7	-6,9	-6,3	-6,7	-6,5
Sociedades no financieras	970,9	-6,4	-6,5	-5,4	-5,1	-4,9
<i>De la cual:</i>						
Préstamos de entidades de crédito residentes y EFC (c)	596,7	-7,8	-9,4	-8,9	-8,6	-8,7
Valores de renta fija (d)	84,1	14,2	4,8	0,6	0,9	4,0
AAPP (e)	1.020,7	19,8	8,4	5,5	6,2	6,2
Valores a corto plazo	74,1	-14,1	6,7	-16,7	-13,4	-13,3
Valores a largo plazo	741,0	14,1	15,4	11,2	11,3	11,4
Créditos y resto	205,6	66,5	-9,3	-3,1	-2,2	-2,3

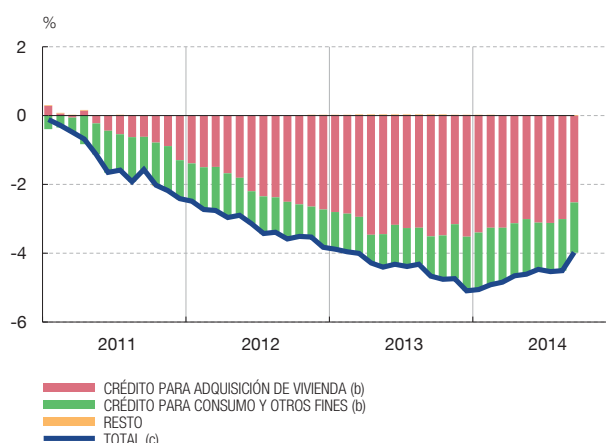
FUENTE: Banco de España.

- 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.

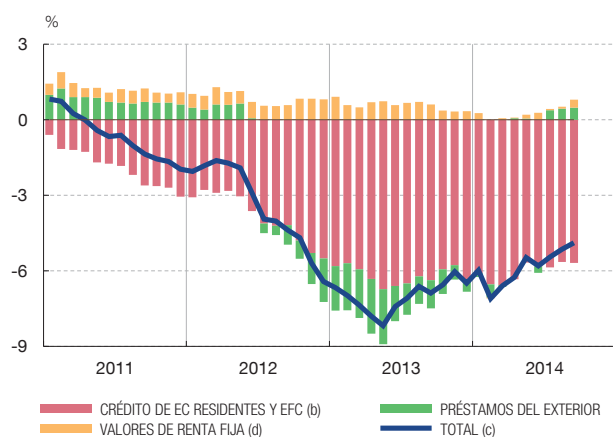
CRECIMIENTO INTERANUAL



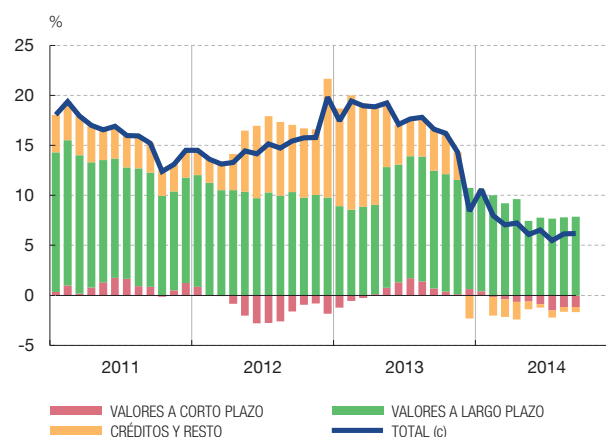
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS AAPP (a). CONTRIBUCIONES



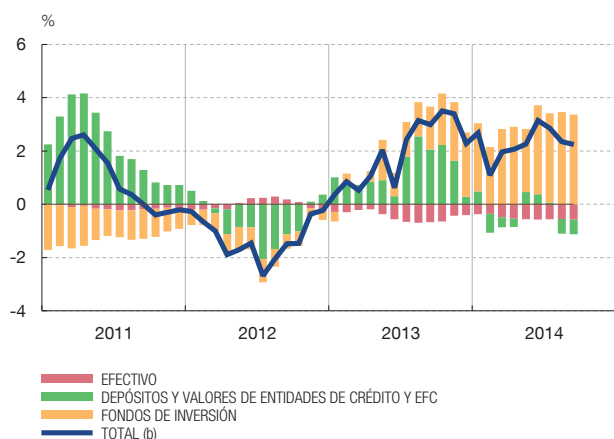
FUENTE: Banco de España.

- 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.

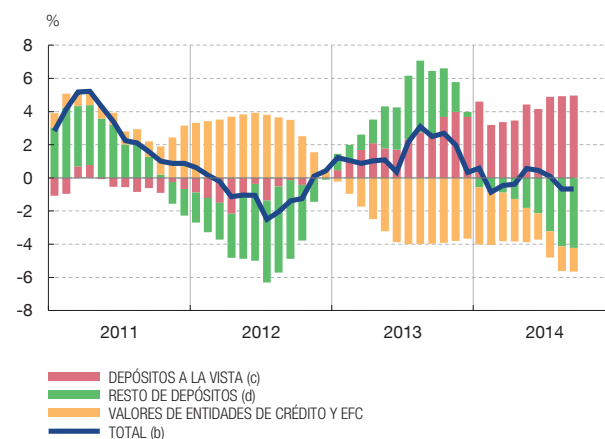
Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las nuevas operaciones con su clientela, correspondientes a septiembre, evidencian descensos en la mayoría de instrumentos. Así, el de los créditos a las sociedades no financieras se redujo en 26 pb (hasta el 4,5 %) en las operaciones de menos de 1 millón de euros y en 9 pb (2,9 %) en las de importe superior a esa cantidad, el de la financiación otorgada a los hogares para consumo y otros fines disminuyó en 7 pb (7,4 %) y la rentabilidad de los depósitos de las familias cayó 5 pb (0,5 %). En cambio, el coste de los préstamos a las familias para adquisición de vivienda ascendió ligeramente (3 pb), hasta el 3,1 %.

En septiembre, la tasa de caída interanual de la financiación recibida por el conjunto de los agentes residentes no financieros se situó en el 0,8 %, frente al 1,1 % de agosto (véanse cuadro 3 y gráfico 7). Esta evolución resultó de una moderación de la contracción de la deuda del sector privado y del mantenimiento del ritmo de crecimiento de los fondos captados por las AAPP en el mismo nivel de un mes antes.

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.

La tasa de contracción interanual de la financiación de las familias y de las empresas no financieras se situó en septiembre en el 4 % y el 4,9 %, respectivamente, 0,5 pp y 0,2 pp por debajo de la de agosto. La desagregación por finalidades de los fondos captados por los hogares muestra un descenso del ritmo de retroceso tanto de los créditos para adquisición de vivienda (del 3,9 % al 3,3 %) como, en menor medida, de los destinados al consumo y otros fines (del 6,7 % al 6,5 %). Por su parte, en relación con el mismo mes de 2013, los préstamos de entidades residentes a las sociedades disminuyeron un 8,7 %, una décima más que en agosto, al tiempo que aumentó el dinamismo de los valores de renta fija (el ritmo de expansión interanual pasó del 0,9 % al 4 %).

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las AAPP fue, en septiembre, del 6,2 %, la misma cifra del mes anterior. Tanto los valores a corto y largo plazo como los créditos mostraron ritmos de avance similares a los que se registraron en agosto.

En septiembre, la tasa de variación interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de los hogares y de las sociedades no financieras se moderó ligeramente (véase gráfico 8). El desglose por instrumentos evidencia un aumento en el ritmo de reducción del efectivo, un leve descenso interanual de los pasivos bancarios (depósitos más valores emitidos), que es idéntico al registrado el mes anterior, y una desaceleración de las participaciones en fondos de inversión, que, no obstante, continúan mostrando crecimientos elevados.

21.11.2014.