

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB creció un 0,6 % intertrimestral en el segundo trimestre de este año, confirmando así la estimación inicial publicada por el INE en julio. Esta tasa supera en dos décimas a la observada en el primer trimestre. Además, en comparación con ese período, la composición del crecimiento fue más equilibrada entre la demanda nacional y la demanda externa. En concreto, la demanda nacional experimentó un crecimiento del 0,6 %, 0,5 puntos porcentuales (pp) menos que en el trimestre precedente, mientras que la contribución del saldo exterior neto fue nula, lo que supuso una mejora de siete décimas. El consumo privado intensificó en 0,2 pp su ritmo de crecimiento, hasta el 0,7 %, y el avance de la inversión en equipo, que continuó siendo el componente más dinámico de la demanda privada, se moderó en dos décimas, hasta el 2 %. Cabe destacar la evolución de la inversión en construcción, que, con un aumento del 0,9 %, registró su primera tasa intertrimestral positiva en casi tres años (y la segunda desde hace seis). El consumo público, por su parte, tras el fuerte avance del primer trimestre, se ralentizó hasta el 0,1 %. Finalmente, las importaciones y, sobre todo, las exportaciones se aceleraron hasta el 1,5 % y el 1,3 %, respectivamente.

En términos interanuales, el PIB alcanzó un crecimiento del 1,2 % en el segundo trimestre, frente al 0,5 % mostrado en los primeros tres meses del año. Por su parte, el empleo avanzó un 0,8 %, lo que supone la primera variación interanual positiva desde el segundo trimestre de 2008. El mayor dinamismo de la ocupación en comparación con el producto resultó en una desaceleración del ritmo de crecimiento de la productividad, que se redujo a la mitad, hasta el 0,4 %, mientras que la remuneración por asalariado aumentó un 0,3 %. En consecuencia, los costes laborales unitarios tuvieron una variación nula en el segundo trimestre, frente a la caída del 0,9 % experimentada en el trimestre anterior. El deflactor del PIB registró una tasa interanual del -0,4 %, frente al -0,6 % del período enero-marzo.

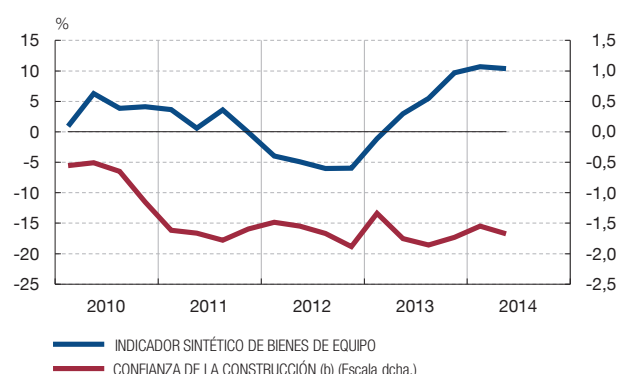
La información más reciente, referida al tercer trimestre, parece indicar un comportamiento algo menos expansivo de la demanda privada. En el caso del consumo de las familias, los indicadores de opinión de hogares y comerciantes minoristas se situaron en el promedio de julio y agosto en un nivel algo inferior al del segundo trimestre (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de automóviles particulares prolongaron la trayectoria de desaceleración interanual de los meses anteriores. Por su parte, la Agencia Tributaria notificó un aumento interanual de las ventas interiores de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas (reales y corregidas de estacionalidad) del 0,7 % en julio, una décima menos que en junio, y el índice de comercio al por menor sin estaciones de servicio (ajustado de efectos estacionales) reflejó una ligera caída intermensual del 0,2 %, que situó la tasa interanual en el -0,5 %.

La información disponible relativa a la inversión en bienes de equipo muestra una cierta moderación de la tendencia fuertemente expansiva de los últimos trimestres (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Entre los indicadores de carácter cuantitativo, las ventas de bienes de equipo de las grandes empresas que publica la Agencia Tributaria se desaceleraron en julio, hasta una tasa interanual del 5,6 % (7,4 % en junio), y las matriculaciones de vehículos de carga aumentaron en agosto un 1,2 % intermensual. Por su parte, el índice de producción industrial de bienes de equipo (corregido de efectos de calendario y estacionalidad) registró en julio una nueva caída intermensual, del 0,7 %, si bien este descenso fue menos intenso que en los dos meses precedentes. La evolución de los

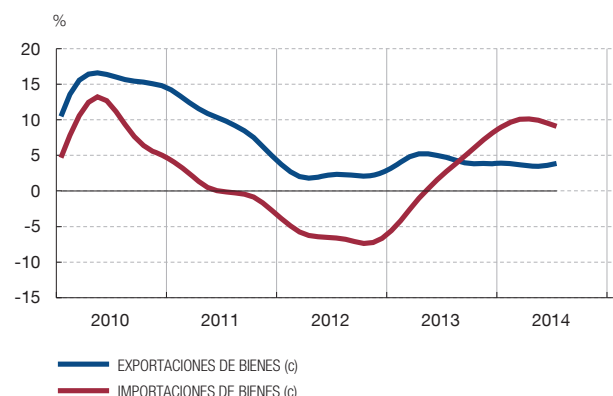
INDICADORES DE CONSUMO



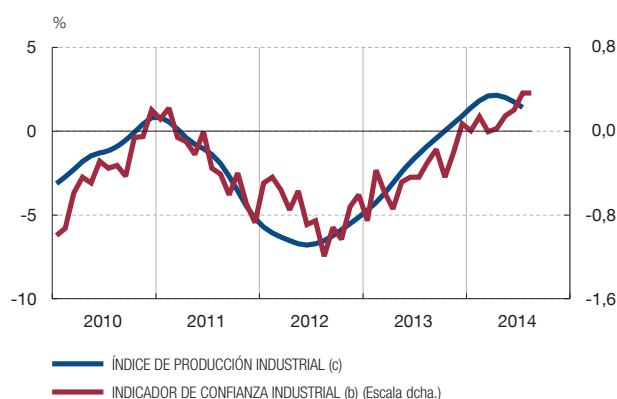
INDICADORES DE INVERSIÓN



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.

indicadores cualitativos fue, en general, favorable. Por un lado, la Encuesta de Coyuntura Industrial reflejó una mejora del clima industrial en el sector productor de bienes de equipo en el mes de julio, apoyado en las buenas expectativas de producción. 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 tercer trimestre.

Los indicadores más recientes referidos a la inversión en construcción apuntan también a una posible ralentización del crecimiento en el tercer trimestre del año, tras la favorable evolución en el segundo. Entre los indicadores de consumos intermedios, la producción de materiales de construcción disminuyó un 0,2 % en julio en términos intermensuales y el consumo aparente de cemento lo hizo en un 1,4 % en junio (sobre la base, en ambos casos, de las series ajustadas de estacionalidad). En cambio, la afiliación media a la Seguridad Social del sector, corregida asimismo de efectos estacionales, avanzó en agosto un 0,2 % intermensual, moderando la caída interanual hasta el -0,4 %. Además, las opiniones de los empresarios del sector alcanzaron en agosto su nivel más elevado en más de tres años. Por lo que respecta a los indicadores adelantados, los visados de vivienda afianzaron en mayo la trayectoria de suave recuperación de los meses anteriores, aunque su nivel sigue siendo muy reducido, y el valor de la obra civil presupuestada en los contra-

tos de licitación aumentó en torno al 70 % entre enero y junio, en comparación con el mismo período de 2013.

Los flujos de comercio de bienes experimentaron un repunte significativo en julio, según los datos de Aduanas (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). En concreto, las exportaciones aumentaron un 10,6 % en tasa interanual, frente al avance del 1,5 % en el mes de junio. Por grupos de productos, la aceleración fue generalizada. Cabe destacar el avance de los bienes de equipo, cuyas ventas al exterior crecieron un 33 % en términos interanuales. Los restantes componentes experimentaron también aumentos de dos dígitos, con la excepción de los bienes intermedios no energéticos. Por destinos geográficos, se observó un comportamiento muy divergente entre las ventas dirigidas a la UE, que crecieron un 17,5 %, en notable contraste con la tasa casi nula de junio, y las destinadas al resto del mundo, que aumentaron un 0,2 %, casi 3 pp menos que en el mes anterior. En la vertiente importadora, los flujos comerciales experimentaron también un repunte significativo, con un avance del 14,9 % (7,7 % en junio). Desde el punto de vista del desglose por tipos de bienes, en julio sobresalieron los incrementos en las compras de los bienes de consumo duradero y de equipo (43,5 % y 30,9 %, respectivamente). Los aumentos fueron también muy elevados en el resto de las partidas, con la excepción de los bienes energéticos. Dada esta evolución de los flujos, la balanza comercial registró un saldo negativo de 1,8 mm de euros en julio, magnitud similar a la observada en promedio mensual desde el inicio del año y notablemente superior a los 0,8 mm registrados en julio de 2013. Este deterioro en términos de la comparación interanual se debió a la reducción del superávit no energético, en un contexto en que el déficit de la balanza energética fue similar al observado un año antes. En términos acumulados, el déficit comercial ascendió a 13,7 mm entre enero y julio, algo más del doble que en el mismo período del año anterior.

Los indicadores relativos al sector turístico confirman la fortaleza del sector durante la temporada de verano. En julio, las entradas de turistas extranjeros crecieron, según la Encuesta de Movimientos Turísticos en Fronteras (Frontur), un 5,9 % interanual, mientras que el número de pernoctaciones en hoteles disminuyó un 1,8 % de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera. En consonancia con la evolución de estas dos estadísticas, la Encuesta de Gasto Turístico (Egatur) arrojó un aumento del gasto total nominal de los turistas del 4,5 % en julio, en un contexto en el que el gasto medio por turista disminuyó un 1,3 %. En agosto, las llegadas de turistas extranjeros alcanzaron una tasa interanual del 8,8 %, lo que supuso un nuevo máximo histórico mensual.

Según los datos provisionales de la Balanza de Pagos¹, la economía española mostró en junio una capacidad de financiación de 1 mm de euros, algo menos de la mitad de la cifra registrada en el mismo mes del año anterior. En términos acumulados, la economía española experimentó una necesidad de financiación de 5,9 mm de euros en el conjunto del primer semestre de 2014, frente a la capacidad de financiación de 2,9 mm en igual período del año previo. En términos acumulados de doce meses, el saldo de la Balanza de Pagos arrojó capacidad de financiación, por un importe equivalente al 0,7 % del PIB, también inferior al de 2013. La evolución hasta junio fue el resultado del aumento del déficit de las balanzas comercial y de rentas, parcialmente compensado por la mejora en el superávit de servicios. Finalmente, la cuenta de capital acumuló en el primer semestre de 2014 un superávit de 4 mm, solo ligeramente inferior al observado en el mismo período del año anterior.

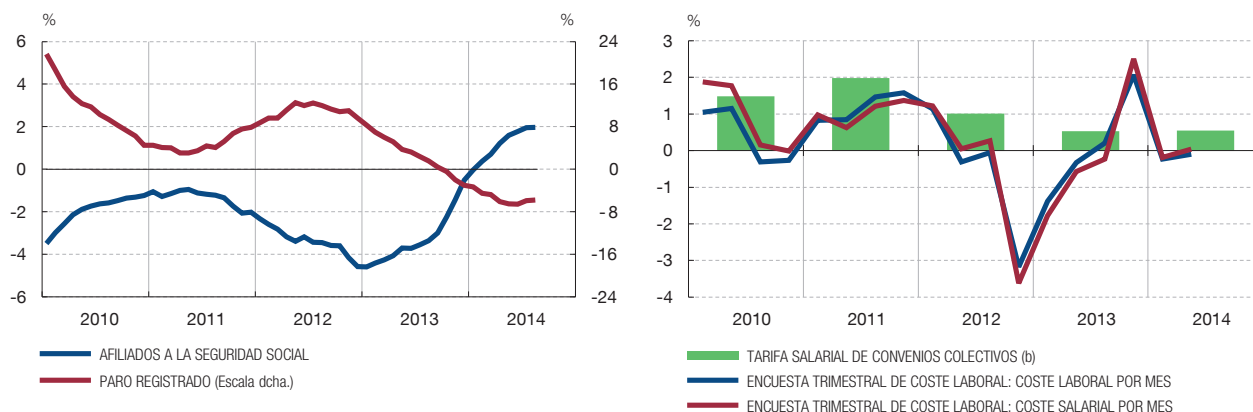
¹ A lo largo de 2014, los países de la UE implantarán el nuevo Manual de Balanza de Pagos del FMI (MBP6). Las estimaciones de las cifras de la Balanza de Pagos tienen carácter provisional hasta que se completen todos los cambios metodológicos.

Por el lado de la oferta, la información relativa a la actividad industrial apunta hacia una cierta moderación en el ritmo de crecimiento observado hasta el segundo trimestre (ver panel inferior derecho del gráfico 1). Dentro de los indicadores cualitativos, el índice PMI manufacturero continuó en agosto en niveles compatibles con una expansión de la actividad del sector, si bien descendió por segundo mes consecutivo. El indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea, no obstante, permaneció en ese mes en el nivel alcanzado en julio, que es el más alto desde la primavera de 2008. En la evolución de los subcomponentes del indicador en agosto se puede destacar la mejora en la valoración de la cartera de pedidos. Entre los indicadores cuantitativos, el índice de producción industrial, corregido de efectos de calendario y estacionalidad, experimentó en julio un crecimiento intermensual nulo, tras dos meses de ligeras caídas, y el índice de entradas de pedidos de la industria, medido en términos reales, corregido de efectos de calendario y estacionalidad, experimentó un descenso del 1,3 % intermensual. Respecto de la evolución del empleo, las afiliaciones a la Seguridad Social del sector experimentaron una variación nula en agosto en términos de la serie ajustada de estacionalidad, lo que fue compatible con un repunte de la tasa interanual, hasta el 10,4 %. Finalmente, el componente de personal contratado del indicador PMI reflejó en agosto una ligera desaceleración, aunque se mantiene en zona de expansión por octavo mes consecutivo.

Los indicadores referidos al sector servicios, por su parte, continuaron mostrando síntomas de fortaleza durante el tercer trimestre. Entre la información cualitativa, se puede destacar el nuevo aumento del indicador PMI del sector, que en agosto alcanzó su nivel más elevado desde diciembre de 2006, permaneciendo por décimo mes consecutivo en zona de expansión. A su vez, el índice de confianza elaborado por la Comisión Europea se situó en el bimestre julio-agosto en un nivel ligeramente inferior al observado en el período abril-junio. Entre los indicadores de empleo, las afiliaciones a la Seguridad Social del sector incrementaron ligeramente su avance interanual en agosto, hasta el 2,6 %, si bien la tasa intermensual se moderó en una décima, hasta el 0,1 %. En la misma línea, el nivel de empleo se habría mantenido en agosto en zona expansiva, de acuerdo con el correspondiente componente del PMI, aunque el nivel del indicador experimentó una pequeña reducción. Por último, el índice de cifra de negocios del sector servicios, en términos reales, corregido de efectos de calendario y desestacionalizado, disminuyó en junio un 0,2 % con respecto al mes anterior.

La información referida al conjunto del mercado laboral muestra una cierta moderación de la creación de empleo en julio y agosto, con respecto al dinamismo observado en la primera mitad del año. Con datos brutos, la cifra de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en agosto en 97.600 personas, si bien la tasa interanual se mantuvo en el 2 % observado en julio (véase gráfico 2). La serie ajustada de estacionalidad, no obstante, registró un aumento intermensual del 0,1 %, en línea con el dato de los dos meses anteriores. Por otro lado, el número de desempleados registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) se situó en 4.427.930 en agosto, tras aumentar en 8.100 personas en ese mes. La tasa de variación interanual (del -5,8 %) fue muy similar a la de julio. La contratación registró una leve desaceleración en agosto, al aumentar un 8,8 % interanual frente al 9,1 % del mes precedente. Los contratos temporales crecieron un 8,3 % interanual mientras que los indefinidos se incrementaron un 16,8 %.

La evolución de las cuentas del conjunto de las AAPP (excluidas las Corporaciones Locales) muestra una continuación del proceso de reducción del déficit público, que en términos de Contabilidad Nacional se situó en el 2,4 % del PIB en el período enero-mayo, lo



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 agosto de 2014.

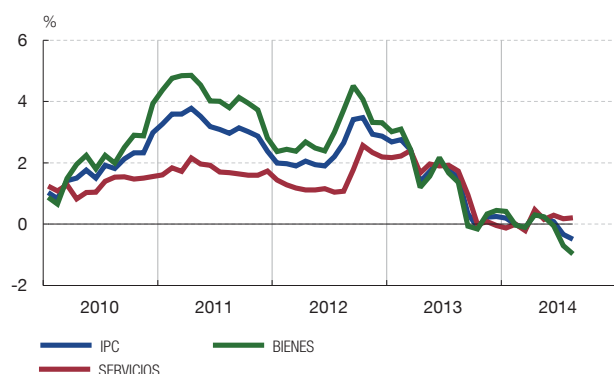
que supone una reducción de 0,3 pp con respecto al mismo período del año anterior. Los indicadores parciales disponibles para junio y julio apuntan en este mismo sentido, observándose un aumento de los ingresos, como consecuencia de la recuperación de las bases imponibles, y una prolongación de la contención del gasto público, en particular por la desaceleración de los pagos por intereses y prestaciones sociales.

Precios y costes

Los indicadores relativos a la evolución de los costes laborales prolongan la pauta de moderación salarial observada en los últimos trimestres. Según la información de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), el coste por trabajador y mes en la economía no agrícola disminuyó en el período abril-junio un 0,1 % interanual, variación que es compatible con la información sobre la remuneración por asalariado de la CNTR, que arrojó un avance del 0,3 % en el mismo período. En cuanto al desarrollo de la negociación colectiva, los convenios registrados hasta agosto recogen un incremento de tarifas salariales para 2014 del 0,55 %, similar al aumento pactado en 2013 y en línea con la recomendación salarial del Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva firmado a comienzos de 2012. El número de trabajadores afectados por los convenios registrados hasta agosto fue de unos 3,9 millones, cifra superior a la observada en el mismo período de los dos años precedentes.

En agosto, el IPC intensificó en dos décimas su ritmo de caída, hasta el -0,5 % interanual (véase gráfico 3). La desaceleración del índice general se debió, casi exclusivamente, al componente energético, cuya tasa interanual disminuyó 1,2 pp, hasta el -0,9 %. Los precios de los alimentos registraron ritmos de variación ligeramente menores que en el mes anterior, hasta alcanzar tasas interanuales del -5,4 % en el caso de los no elaborados y de -0,2 % en el caso de los elaborados. Por su parte, los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos mantuvieron estables sus tasas interanuales en el 0,2 % y el -0,4 %, respectivamente. De esta forma, la tasa de crecimiento del IPSEBENE permaneció por cuarto mes consecutivo en el 0 % y el IPC sin energía disminuyó un 0,4 % interanual, la misma tasa que en el mes de julio. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) decreció un 0,5 % en agosto, caída que supera en una décima a la del mes anterior. Para el conjunto de la UEM, la tasa de variación del IAPC permaneció en el 0,4 % observado en julio, por lo que el diferencial negativo de inflación entre España y el área del euro se amplió en agosto en una décima, hasta -0,9 pp.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

El índice de precios industriales (IPRI) retornó en julio a tasas de variación negativas, del $-0,4\%$, frente al repunte transitorio registrado en junio. Este retroceso se explica por el descenso en el ritmo de crecimiento de los precios energéticos (desde el $3,7\%$ en junio hasta una tasa nula en julio), mientras que, por el contrario, el IPRI sin energía recortó en dos décimas su ritmo de caída, hasta una tasa de variación del $-0,6\%$. Dentro de este agregado, los bienes de consumo duradero y los bienes de equipo mantuvieron su ritmo de avance interanual, mientras que los precios de los bienes de consumo no duradero y de los bienes intermedios moderaron ligeramente su trayectoria descendente. También con datos referidos al mes de julio, el índice de precios industriales de exportación intensificó en una décima su ritmo de caída interanual, hasta una tasa del $-1,3\%$, mientras que los precios industriales de importación lo hicieron en $0,6$ pp, hasta el $-1,6\%$.

Evolución económica y financiera en la UEM

Salvo una ligera corrección transitoria que se produjo a principios de agosto, vinculada a la incertidumbre geopolítica en Ucrania y a las dudas sobre la recuperación en Europa, los *mercados financieros internacionales* han mostrado una evolución favorable desde finales de julio, caracterizada por el apetito por el riesgo, la búsqueda de rentabilidades y la baja volatilidad, ya vigentes en meses anteriores. En este contexto, las nuevas medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en septiembre motivaron alzas generalizadas en las bolsas, especialmente en las europeas. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció frente a las principales monedas y la incertidumbre en torno al referéndum de Escocia creó tensiones en la cotización de la libra que se atenuaron tras el resultado del mismo. Los *mercados emergentes* también registraron un comportamiento, en general, positivo. Tras la corrección observada en las bolsas en la primera semana de agosto —especialmente en las latinoamericanas, lastradas en parte por la declaración de impago de Argentina—, los mercados bursátiles han retornado a las tendencias alcistas, con aumentos superiores al 4% en todas las regiones. Los diferenciales soberanos registraron, igualmente, alzas significativas a finales de julio y primeros de agosto, que se corrigieron posteriormente. Los flujos de capitales mostraron una tendencia dispar, registrándose a lo largo de agosto y en la primera quincena de septiembre entradas en fondos de bolsa y salidas de fondos de deuda. En los *mercados de materias primas*, los precios de los alimentos y de los metales industriales se mantuvieron relativamente estables, mientras que en los del petróleo tendieron a caer, debido a unas menores expectativas de demanda y a la creciente producción en Estados Unidos.

En *Estados Unidos*, el PIB registró un crecimiento del $4,2\%$ trimestral anualizado del segundo trimestre —tras la contracción del $2,1\%$ en el primero—, impulsado por la variación

de existencias y la inversión fija privada, tanto residencial —tras dos trimestres de contribuciones negativas— como no residencial, la recuperación del consumo privado, el gasto público y la menor detracción de las exportaciones netas. Los indicadores correspondientes al tercer trimestre mantienen un tono, en general, positivo, que prolonga la fortaleza de la inversión privada, aunque el consumo privado se habría desacelerado ligeramente. En el mercado de trabajo, en agosto tan solo se generaron 142.000 empleos netos, lo que contrasta con los 240.000 de media mensual en los seis meses anteriores, y la tasa de paro se ha reducido en una décima (hasta el 6,1 %), frente al ligero aumento de julio. En el sector inmobiliario se ha mantenido el mayor dinamismo de la actividad del segundo trimestre, si bien se han desacelerado los precios de la vivienda. La inflación, medida por el IPC, se ha reducido hasta el 1,7 % en agosto, al igual que la tasa subyacente, que disminuyó hasta el 1,7 %. En este contexto, la Reserva Federal ha continuado reduciendo las compras mensuales netas de activos a un ritmo de 10 mm de dólares en cada una de las reuniones celebradas en julio y septiembre.

En *Japón*, la contracción del PIB en el segundo trimestre, tras la subida del impuesto sobre el consumo de abril, ha sido más intensa de lo esperado, alcanzando el -7,1 % intertrimestral anualizado. Los indicadores del tercer trimestre muestran un tono débil y aunque la confianza sigue mejorando, en el caso de las empresas, ha retrocedido en el de los hogares. No obstante, el mercado laboral mantiene un comportamiento favorable, apreciándose un incremento genuino en los salarios regulares. La inflación continuó en la senda anticipada tras el cambio impositivo, situándose en el 3,4 % interanual en julio. El Banco de Japón mantuvo el tono de la política monetaria y no hay expectativas de mayor relajación monetaria antes del próximo año.

En *Reino Unido*, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se mantuvo en el 0,8 % intertrimestral (3,2 % interanual), principalmente por la contribución del sector servicios. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre —como el PMI de manufacturas— apuntan a una moderación del crecimiento y algunos indicadores de consumo —como las ventas al por menor— han mostrado síntomas de desaceleración. En la misma línea, la creación de empleo se moderó en el segundo trimestre, frente a los elevados registros de los primeros meses del año; la tasa de paro se situó en el 6,2 % en el período mayo-julio. La inflación ha mostrado un perfil oscilante desde la primavera; el IPC se desaceleró hasta el 1,5 % en agosto, si bien la tasa subyacente es más elevada (1,9 % en agosto). Además, los precios de la vivienda están aumentando a tasas del 10 % interanual, aunque se observa una menor presión por parte de compradores potenciales. El Banco de Inglaterra no ha modificado el tono de la política monetaria, aunque en las dos últimas reuniones algunos miembros del Comité de Política Monetaria votaron a favor de elevar el tipo oficial.

En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro, el PIB se desaceleró hasta el 0,3 % intertrimestral (2,7 % interanual), desde el 0,7 % (3,1 %) en el primer trimestre, por la menor contribución de la demanda interna. Los indicadores de mayor frecuencia sugieren que el ritmo de expansión se habría mantenido en el tercer trimestre. La inflación continuó en niveles muy reducidos (del 0,3 % interanual en agosto), condicionada crecientemente por la evolución de factores externos. Esto propició recortes de tipos oficiales en Hungría y Rumanía. En Turquía, país candidato a la UE, el PIB se desaceleró acusadamente en el segundo trimestre, hasta el 2,1 % interanual (3,7 % en el primero), aunque los indicadores sugieren una estabilización en el tercer trimestre; la inflación retornó en agosto a niveles elevados (9,5 % interanual) y el banco central ha mantenido el tono restrictivo de la política monetaria.

En *China*, el crecimiento del PIB se estabilizó en el segundo trimestre en torno al 7,5 %, si bien los datos más recientes apuntan a una desaceleración de la actividad, que refleja un menor impacto del gasto fiscal anticipado. Las exportaciones constituyen una excepción, pues muestran un mayor dinamismo. La inflación se ha moderado hasta el 2 %. En este contexto, el Banco Popular de China ha inyectado liquidez en los mayores bancos, aunque también ha seguido adoptando medidas regulatorias de contención de riesgos y avanzando en la reforma financiera con proyectos de escala limitada. En el *resto de Asia emergente*, el PIB se recuperó en el segundo trimestre, hasta el 4,7 % interanual, desde el 4,3% en el primero, y la inflación se sitúa en torno al 5 %.

En *América Latina*, en el segundo trimestre se ha agudizado la desaceleración del PIB iniciada hace un año, al crecer un 0,8 % interanual, frente al 2,6 % del primer trimestre, la tasa más reducida desde 2009². El peor comportamiento se registró en Brasil, que ha entrado en recesión técnica (con un retroceso interanual del PIB del -0,9 %) por la fuerte caída de la inversión. En Chile y, especialmente, en Perú también se redujo el crecimiento, a consecuencia del mal comportamiento de las exportaciones y de la inversión. En sentido contrario, en México la actividad repuntó hasta un 1 % intertrimestral, frente al 0,4 % del trimestre previo, apoyada en la demanda exterior y en el consumo público. En agosto, la inflación se mantuvo en el 5 % interanual en el conjunto de los cinco países con objetivos de inflación, manteniéndose en torno al límite superior de la banda objetivo en los casos de Brasil, Chile y México. En Argentina fue del 1,5 % intermensual (un 18,2 % interanual en los ocho primeros meses del año) y en Venezuela superó el 60 % interanual. El contexto de débil crecimiento llevó al banco central de Chile a reducir el tipo oficial en 25 puntos básicos (pb) en cada una de las reuniones de agosto y septiembre, hasta el 3,25 %, y al de Perú en 25 pb, también, hasta el 3,50 %; el banco central de Colombia lo elevó en 50 pb, hasta el 4,5 %. Los bancos centrales de México y Brasil no modificaron sus tipos oficiales, aunque los de Brasil y Perú redujeron sus coeficientes de caja. En Argentina finalmente no se alcanzó un acuerdo entre el Gobierno y los acreedores que no aceptaron el canje de 2005, por lo que el país fue declarado en suspensión de pagos; el Gobierno ha reaccionado elaborando una ley para cambiar la jurisdicción de pago, que ofrece a los tenedores de bonos reestructurados la posibilidad de acogerse al cambio. Finalmente, Moody's recortó la perspectiva de la calificación soberana de Brasil en vísperas electorales, de estable a negativa, mientras que S&P recortó la calificación de Venezuela, ante la caída de las reservas internacionales y los elevados pagos de deuda externa. En México se aprobó la legislación secundaria necesaria para que entre en vigor la reforma energética.

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB de la *zona del euro* permaneció estancado en el segundo trimestre de 2014, frente al incremento del 0,2 % registrado en el período anterior, lo que supuso la interrupción de la senda de suave recuperación que se venía observando desde mediados de 2013. El freno en el crecimiento estuvo motivado principalmente por el retroceso de la formación bruta de capital fijo, que alcanzó tasas negativas del 0,3 %, y por la aportación negativa de la variación de existencias, de tal forma que la demanda interna restó una décima al crecimiento del PIB. En cambio, la aportación al crecimiento de la demanda externa fue positiva, al aumentar las exportaciones a mayor ritmo que las importaciones, aunque en ambos casos se observaron avances muy moderados. En términos interanuales, la actividad creció a una tasa del 0,7 %, tres décimas por debajo de la observada en el trimestre anterior. Por países, el PIB

2 Por limitaciones de la información disponible en otros países, el agregado regional considerado (LA-5) corresponde a los cinco países cuyos bancos centrales tienen objetivos de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

		2014					
		Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	1,8	0,6	0,2	2,2		
	Comercio al por menor	1,7	0,6	1,9	0,8		
	Matriculaciones de turismos nuevos	5,1	3,3	3,3	5,7	4,1	
	Indicador de confianza de los consumidores	-8,6	-7,1	-7,5	-8,4	-10,0	
	Indicador de confianza industrial CE	-3,5	-3,1	-4,3	-3,8	-5,3	
	PMI de manufacturas	53,4	52,2	51,8	51,8	50,7	
	PMI de servicios	53,1	53,2	52,8	54,2	53,1	
	IAPC	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	
Variables monetarias y financieras	M3	0,8	1,1	1,6	1,8		
	M1	5,2	5,0	5,4	5,6		
	Crédito a los sectores residentes	-2,2	-2,3	-2,3	-1,9		
	AAPP	-0,9	-1,4	-2,6	-1,8		
	Otros sectores residentes	-2,5	-2,6	-2,2	-2,0		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	0,4	0,4	0,5	0,5		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-2,8	-2,6	-2,2	-2,2		
	Eonia	0,25	0,25	0,08	0,04	0,02	0,00
	Euríbor a tres meses	0,33	0,32	0,24	0,21	0,19	0,10
	Euríbor a un año	0,60	0,59	0,51	0,49	0,47	0,37
	Rendimiento bonos a diez años	2,61	2,55	2,28	2,16	1,99	1,86
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,11	0,02	0,33	0,39	0,44	0,66
	Tipo de cambio dólar/euro	1,381	1,373	1,359	1,354	1,332	1,297
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	2,9	4,4	3,8	0,2	2,0	5,3

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.

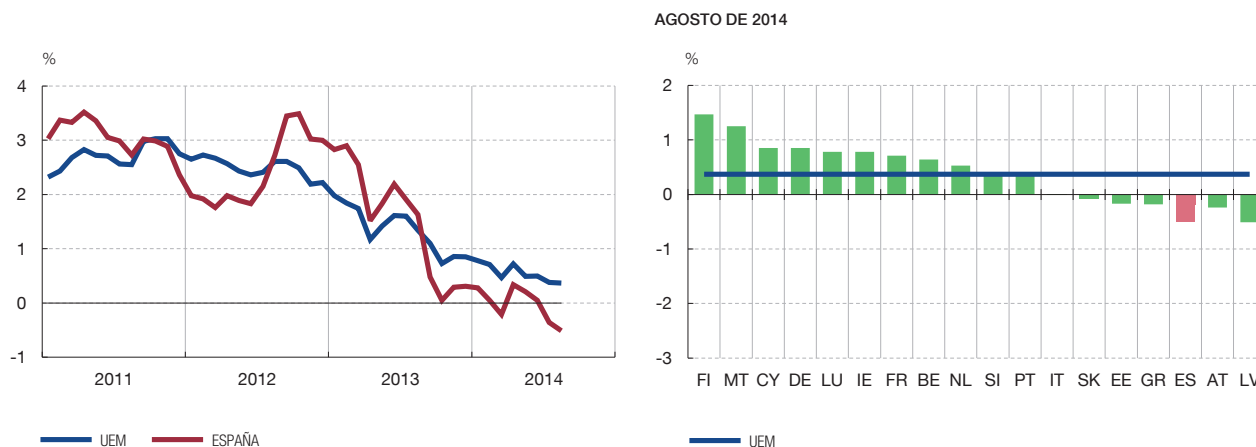
b Datos hasta el día 19 de septiembre de 2014.

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

de Alemania experimentó una caída del 0,2 %, influido en parte por factores climatológicos. Francia prolongó durante un trimestre más el estancamiento de su nivel de actividad, e Italia registró tasas negativas por segundo trimestre consecutivo. Teniendo en cuenta estos resultados, el Eurosistema en su ejercicio de previsión de septiembre revisó a la baja en dos décimas y una décima sus proyecciones para 2014 y 2015, hasta el 0,9 % y el 1,6 %, respectivamente, confirmando que el balance de riesgos respecto a este escenario central sigue estando sesgado a la baja.

Pese al estancamiento de la actividad, el empleo avanzó un 0,2 % en el segundo trimestre del año, una décima más que en el trimestre previo, lo que supone el tercer trimestre consecutivo de mejora tras el punto de inflexión observado a finales de 2013. Al mismo tiempo, la tasa de paro permaneció en el 11,5 % en julio, ligeramente por debajo del máximo del 12 % alcanzado en el segundo trimestre de 2013.

Los indicadores más recientes disponibles para los meses de verano han seguido mostrando señales mixtas, coherentes con el mantenimiento de un escenario de recuperación frágil, lastrada por los elevados niveles de desempleo y deuda y por la persistencia de un contexto de fragmentación financiera, al que se han unido nuevos desafíos derivados de la debilidad del comercio mundial y del recrudecimiento de las tensiones geopolíticas



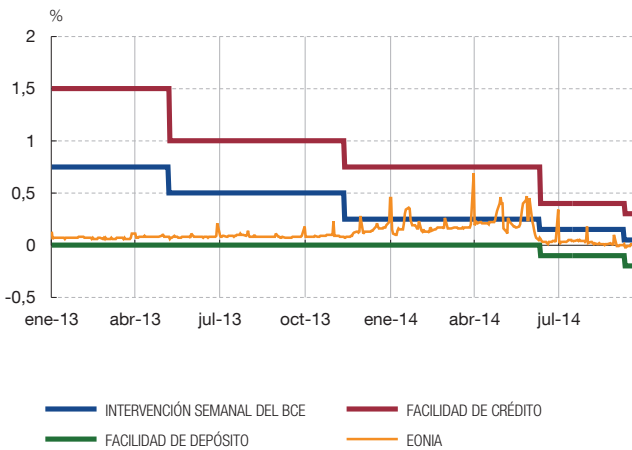
FUENTE: Eurostat.

globales. Así, por el lado de la oferta, la producción industrial mejoró en julio, tras los descensos de los meses previos (véase cuadro 1). En cambio, la confianza de la industria y del sector servicios, medida por la encuesta PMI de directores de compras, retrocedió en agosto, si bien permanece por encima de los niveles acordes con la expansión de la actividad. También los indicadores de opinión de la Comisión Europea mostraron un deterioro de la confianza en el mes de agosto que se extendió a todos los sectores. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor descendieron en julio y la confianza de los consumidores y del comercio minorista retrocedió en agosto. Por su parte, las matriculaciones de automóviles experimentaron un avance en el conjunto de julio y agosto en términos medios con respecto al segundo trimestre. En cuanto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos empeoró ligeramente en agosto y el grado de utilización de la capacidad productiva en el tercer trimestre aumentó de forma muy moderada. Por último, las exportaciones se incrementaron ligeramente en julio, pese al retroceso de las destinadas a los mercados fuera del área del euro, mientras que las expectativas de exportación para el tercer trimestre descendieron.

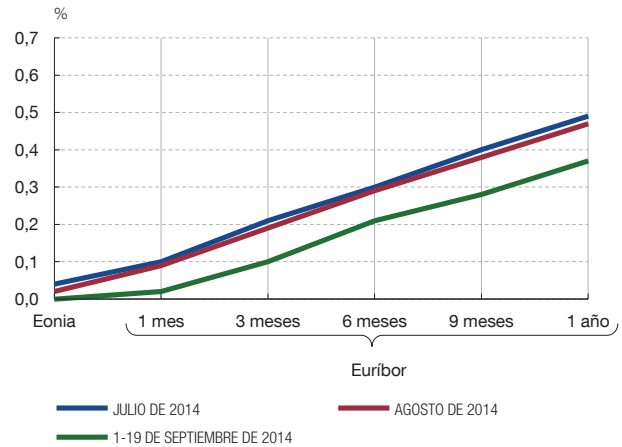
La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en agosto en el 0,4 %, la misma tasa que en el mes anterior. El mantenimiento de la inflación se debió principalmente a que la caída de los precios de la energía fue compensada por la aceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos (véase gráfico 4). Por su parte, los precios de los servicios y de los alimentos mantuvieron las tasas del mes anterior. La inflación subyacente, medida por la tasa de variación del IPSEBENE, aumentó una décima, hasta el 0,9 % en agosto. Por otra parte, los precios industriales descendieron un 1,1 % en julio, frente al -0,8 % de junio, en tasa interanual, mientras que los salarios negociados en el conjunto del área mantuvieron tasas moderadas en junio (del 2 %). En el ejercicio de previsión de septiembre, el Eurosistema revisó a la baja las perspectivas de inflación para 2014 en dos décimas, hasta el 0,6 %, manteniendo las proyecciones para 2015 y 2016 en el 1,1 % y el 1,4 %, respectivamente.

En su reunión del 4 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió complementar y reforzar el paquete de medidas de relajación monetaria que había adoptado en junio. Así, se anunció una bajada de 10 pb para las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la de depósito, hasta situarlas en el 0,05 %, el 0,1 % y el -0,2 %, respectivamente, lo que agota a efectos prácticos el margen de maniobra de la

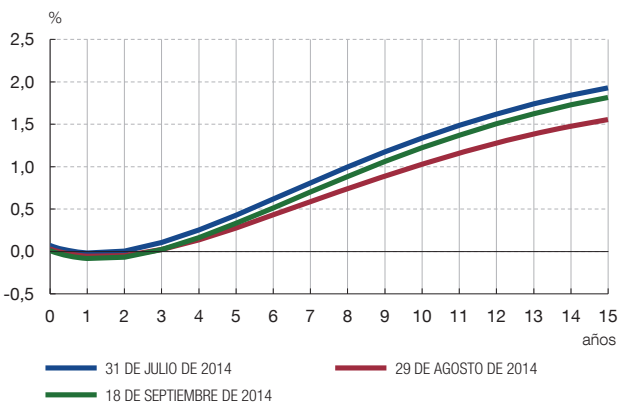
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



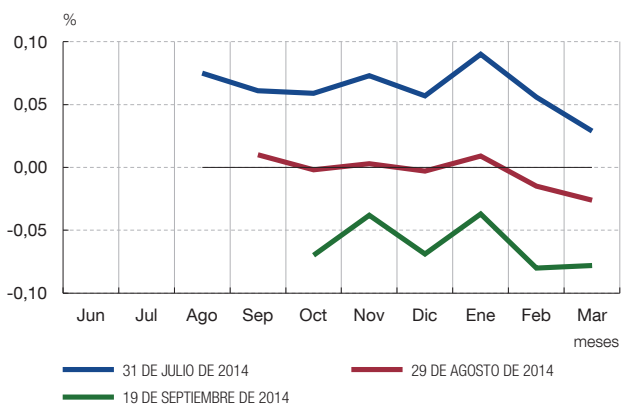
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

política monetaria convencional. Asimismo, el Consejo acordó iniciar a partir de octubre un programa de compra de bonos de titulización de activos (ABS) simples y transparentes, cuyos activos subyacentes serían créditos al sector privado no financiero, y un tercer programa de compra de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés). Estas medidas están orientadas a facilitar el crédito al sector privado no financiero, de manera conjunta con las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) —cuya primera operación tuvo lugar el 18 de septiembre con solicitudes de 82,6 mm de euros—. Finalmente, el Consejo reafirmó que mantendrá los tipos de interés oficiales en los niveles establecidos durante un período prolongado de tiempo y que mantiene su disposición a utilizar todos los instrumentos no convencionales a su alcance si fuera necesario.

Tras estas decisiones del Consejo del BCE, se registraron ligeras reducciones de los tipos de interés en el mercado interbancario. El euribor a uno, tres y doce meses se situó en septiembre en el 0,01 %, el 0,08 % y el 0,35 %, respectivamente. Por su parte, desde mediados de agosto la rentabilidad de los bonos a diez años de Alemania mostró una tendencia bajista con ligeros repuntes a principios de septiembre, hasta situarse en el 1,06 %, mientras que la



FUENTE: Banco Central Europeo.

correspondiente a Estados Unidos registró una disminución más modesta, de forma que el diferencial entre ambas se amplió hasta los 156 pb, el nivel más alto de todo el año. En el resto de los mercados de deuda pública del área del euro, la mayoría de los países han registrado mínimos históricos en septiembre, llegándose incluso a situar en terreno negativo para vencimientos a dos años en varios Estados miembros (véase gráfico 5).

En los mercados de renta variable, el índice EUROSTOXX 50 acumuló un aumento del 5,1 % durante los meses de agosto y la parte transcurrida de septiembre, lo que supone una revalorización del 5,3 % en lo que va de año. En los mercados de divisas, el tipo de cambio intensificó su depreciación en septiembre, con una disminución del 2,6 % en términos efectivos y del 5,5 % frente al dólar desde principios de junio (véase gráfico 6).

Finalmente, en julio se mantuvo en el -2,2 % el ritmo de caída interanual de los préstamos bancarios concedidos a las empresas no financieras, mientras que los otorgados a los hogares mantuvieron su ritmo de expansión en el 0,5 % (ambos en términos ajustados de titulización). En cuanto al agregado monetario amplio M3, registró de nuevo una tasa de crecimiento interanual del 1,8 % en julio.

Evolución financiera en España

Durante los días transcurridos de septiembre, la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo y las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes se situaron, en promedio, algo por debajo de los niveles de agosto, al tiempo que los índices bursátiles nacionales se revalorizaron. Por su parte, la información más reciente de los balances financieros de los distintos agentes, correspondiente a julio, muestra que la financiación captada por las empresas y por las familias se contrajo a un ritmo interanual similar al del mes anterior y que sus activos financieros más líquidos perdieron algo de dinamismo. Esta evolución vino acompañada de una desaceleración de los pasivos de las AAPP. Los datos provisionales correspondientes a agosto apuntan a una cierta moderación en el retroceso interanual del crédito a las sociedades no financieras, a un mantenimiento del de los hogares y a una nueva ralentización en el avance de los activos financieros de estos sectores.

En la parte transcurrida de septiembre, las rentabilidades de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de la deuda pública a diez años se situaron, en términos medios, en el 0,13 % y el 2,25 %, respectivamente. En el primer caso, la cifra es ligeramente superior a la del mes anterior mientras que, en el segundo, se encuentra 17 pb por debajo del nivel

En porcentaje

	2011	2012	2013	2014				
	Dic	Dic	Dic	May	Jun	Jul	Ago	Sep (a)
Tipos bancarios								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	3,66	2,93	3,16	3,18	3,29	3,08
Crédito para consumo y otros fines	7,29	6,98	7,22	7,33	7,16	7,07
Depósitos	1,72	1,72	0,93	0,68	0,62	0,58
Sociedades no financieras								
Crédito (b)	4,02	3,66	3,57	3,90	3,67	3,84
Mercados financieros (c)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,40	2,08	0,85	0,49	0,32	0,19	0,11	0,13
Deuda pública a cinco años	4,63	4,26	2,68	1,66	1,37	1,26	1,08	0,95
Deuda pública a diez años	5,45	5,36	4,14	2,94	2,70	2,64	2,42	2,25
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	3,43	4,00	2,30	1,53	1,35	1,44	1,39	1,25
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	2,68	1,87	1,09	0,83	0,72	0,79	0,83	0,73
IBEX-35 (e)	-13,11	-4,66	21,42	8,89	10,15	7,97	8,19	10,94

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 19 de septiembre de 2014.

b Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

c 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		
	Jul (b)	Dic	Dic	May	Jun	Jul
Financiación total	2.802,0	1,3	-0,9	-1,2	-1,0	-1,3
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.796,3	-5,2	-5,1	-4,8	-4,7	-4,6
Hogares e ISFLSH	765,1	-3,8	-5,1	-4,6	-4,4	-4,5
<i>De la cual:</i>						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	596,4	-3,6	-4,6	-3,9	-4,0	-4,0
Crédito para consumo y otros fines (c)	165,5	-4,7	-6,9	-7,1	-5,9	-6,3
Sociedades no financieras	1.031,2	-6,1	-5,1	-4,9	-4,8	-4,7
<i>De la cual:</i>						
Préstamos de entidades de crédito residentes y EFC (c)	606,2	-7,8	-9,4	-8,5	-8,8	-8,9
Valores de renta fija (d)	82,0	14,2	5,9	1,5	3,1	0,6
AAPP (e)	1.005,7	19,8	8,4	6,1	6,5	5,4
Valores a corto plazo	73,0	-14,1	6,7	-7,0	-10,0	-16,7
Valores a largo plazo	728,6	14,1	15,4	10,8	11,2	11,2
Créditos y resto	204,1	66,5	-9,3	-3,4	-1,5	-3,4

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.

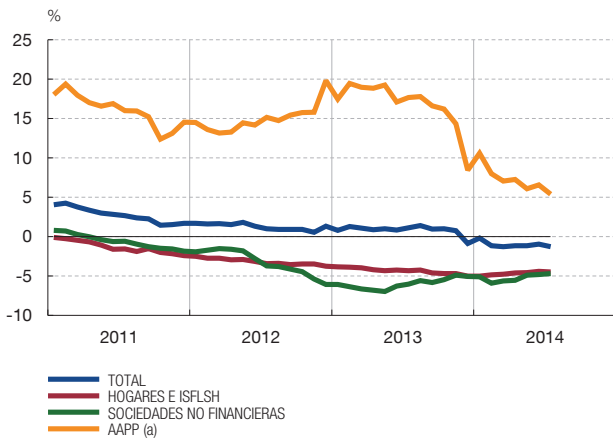
b Saldo en miles de millones de euros.

c Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb. EFC son establecimientos financieros de crédito.

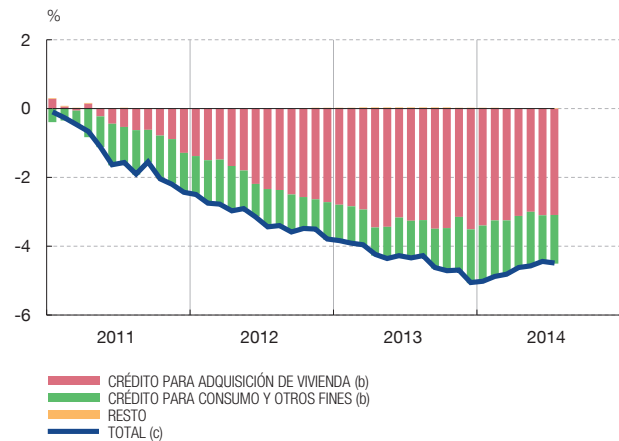
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de AAPP.

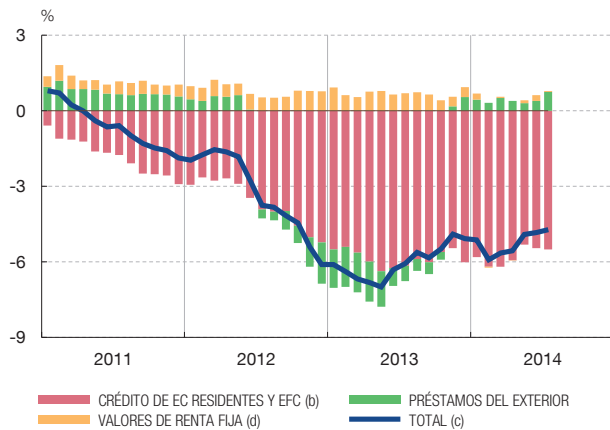
CRECIMIENTO INTERANUAL



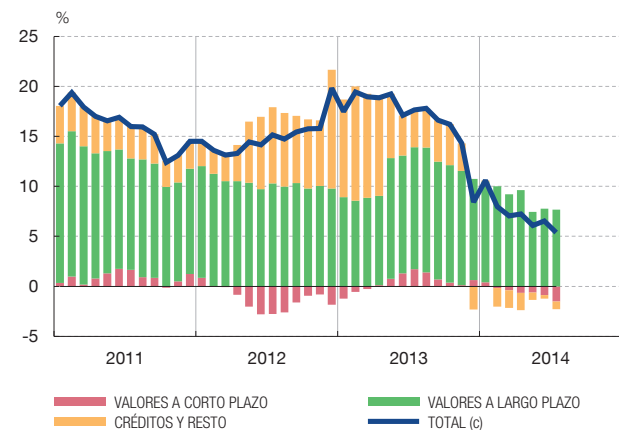
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS AAPP (a). CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

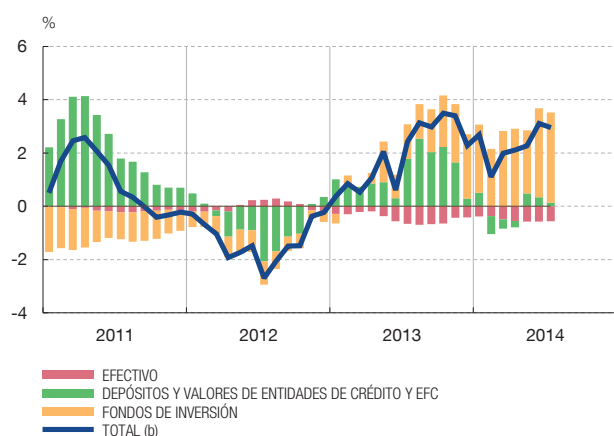
- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de AAPP.
- b Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb. EFC son establecimientos financieros de crédito.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

alcanzado entonces (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad de los bonos a diez años, con respecto a la de la referencia alemana al mismo plazo y a las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras, presentaron unos valores medios de 125 pb y 73 pb, respectivamente, alrededor de 10 pb menos que en agosto en ambos casos.

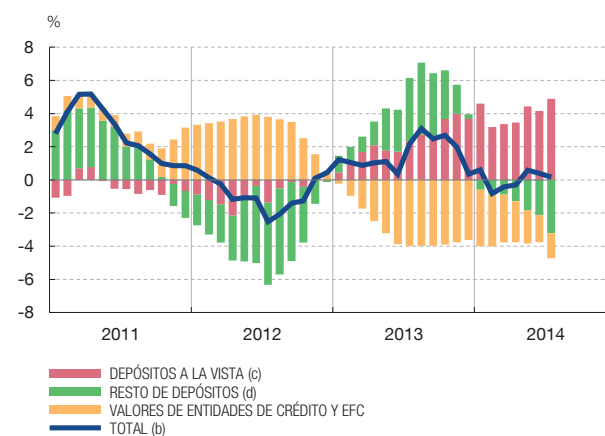
En el mercado bursátil, el IBEX 35 ganaba, en la fecha de cierre de este artículo, un 2,6 % en comparación con finales de agosto, una evolución algo menos favorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM, que registró un aumento del 3,2 %, pero mejor que la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que subió, en el mismo período, un 0,4 %. De este modo, la plusvalía acumulada por el índice español a lo largo del año era de un 10,9 %, superior a la de la referencia europea (5,3 %) y a la de la norteamericana (8,8 %).

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las nuevas operaciones con su clientela, correspondientes a julio, muestran que

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.

el coste de los fondos otorgados a las familias para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se redujo en 21 pb y en 9 pb, respectivamente, hasta el 3,08 % y el 7,07 %, y que la remuneración de sus depósitos descendió 4 pb, hasta el 0,58 %. Por su parte, el tipo de interés medio de los préstamos a las sociedades aumentó 17 pb, hasta el 3,84 %. Este ascenso se explica, no obstante, por el incremento en el peso relativo de las operaciones de menos de un millón de euros, que tienen un coste más elevado, y no por variaciones en los tipos de interés de los distintos tipos de préstamos.

En julio, la tasa de retroceso interanual de la financiación recibida por los sectores residentes no financieros se situó en el 1,3 %, 0,3 pp por encima de la caída del mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 7). El desglose por tipo de agentes muestra escasas variaciones en la tasa de contracción de los fondos captados por los hogares y por las empresas, y una pérdida de dinamismo de los pasivos de las AAPP.

El ritmo de caída interanual de la financiación captada por las familias se situó en julio en el 4,5 %, 0,1 pp superior al del mes anterior. La desagregación por finalidades muestra una cierta intensificación del descenso en los últimos doce meses de los préstamos para consumo y otros fines, que pasó del 5,9 % al 6,3 %, mientras que la reducción interanual de los créditos para adquisición de vivienda se mantuvo en cifras similares a las de junio (4 %). La tasa de retroceso interanual de los pasivos ajenos de las sociedades no financieras disminuyó una décima, situándose en el 4,7 %. Por instrumentos, se incrementó marginalmente el ritmo de disminución de los préstamos otorgados por entidades residentes (un 8,9 %, frente al 8,8 % de junio), evolución que vino acompañada de una pérdida de dinamismo de las emisiones de renta fija, cuyo saldo creció un 0,6 % en relación con los niveles de hace un año, frente al 3,1 % de aumento interanual del mes precedente.

La tasa de crecimiento interanual de los fondos captados por las AAPP fue en julio del 5,4 %, 1,1 pp por debajo del dato de junio. Por instrumentos, se observó una intensificación en la pauta de reducción de los valores a corto plazo y de los créditos recibidos, y un mantenimiento del ritmo de avance de los valores a largo plazo.

En julio, los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y de los hogares se desaceleraron ligeramente (véase gráfico 8). El desglose por instrumentos muestra un leve descenso en el ritmo de contracción del efectivo, que fue más que compensado por la pérdida de dinamismo de los pasivos bancarios (depósitos más valores emitidos) y, en menor medida, de los fondos de inversión.

19.9.2014.