

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Eurozona: señales muy débiles, y mínimo crecimiento

Unidad de Europa

Continúa la debilidad en la zona euro, tras la sorpresa negativa del segundo trimestre. Los indicadores de confianza siguen sesgados a la baja y, aunque aún están en media en territorio de crecimiento, son mucho menos positivos que antes del verano. Los datos de actividad han sido también negativos en el sector industrial: tras la fuerte subida de la producción de julio, la producción, los pedidos y las exportaciones ha caído fuertemente en Alemania en agosto (aunque la producción industrial ha sido algo más positiva en otros países). Los indicadores de consumo son algo más optimistas. En conjunto, esperamos un crecimiento muy moderado en el tercer trimestre del 0,1 t/t, con lo que todo apunta a que el año se cerrará con un crecimiento del PIB del 0,7%. La inflación continúa muy baja, en el 0,3% y esperamos que se acelere en los próximos meses hasta el 0,7%, mientras que la subyacente rondará los valores actuales del 0,8%. El BCE no ha dado sorpresas este mes y continúa a la espera de los resultados de la segunda subasta TLTRO en diciembre. Tampoco ha dado muchos detalles de su programa de compras de bonos ABS. El debate de política económica gira en estos momentos en torno a la política fiscal, los anuncios de los objetivos de déficit de Italia y sobre todo Francia por encima de los objetivos previstos, y la presión del FMI (y no sólo) para que Alemania estimule su economía. El debate se resolverá en los próximos dos o tres meses, aunque no esperamos un cambio significativo en la política fiscal de la eurozona para el año que viene.

## Eurozona: la economía podría crecer ligeramente en 3T14 a pesar de la debilidad

- **Los indicadores de confianza empeoran a lo largo del tercer trimestre ...**

En 3T14, el índice PMI compuesto de Markit ha registrado una corrección a la baja respecto al segundo trimestre del año (52,8 en promedio tras 53,4), evidenciando claras diferencias entre las confianzas en el sector servicios y en el manufacturero (Gráficos 3 Y 4): mientras el primero se mantiene tendencialmente estable, el segundo marca una importante caída, condicionado en parte por la incertidumbre provocada por los conflictos geopolíticos que frenan el sector exportador. Un desempeño prácticamente idéntico se puede observar en el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESI). Por subcomponentes, los indicadores adelantados de ambas encuestas ofrecen unas perspectivas poco optimistas para los próximos meses, puesto que en septiembre el crecimiento de los nuevos pedidos ha sido sólo marginal, y se ha frenado la creación de empleo. Con todo, los indicadores de confianza aún sugieren un crecimiento modesto del PIB en 3T14 (Gráfico 2), tras el estancamiento en el segundo trimestre del año.

- **... y los de actividad siguen condicionados por el entorno geopolítico**

Los indicadores de actividad disponibles ofrecen unas señales mixtas en 3T14: las exportaciones hasta julio disminuyeron ligeramente y los pedidos del exterior han vuelto a contraerse, adelantando que la debilidad del sector exportador podría continuar en 3T14 (Gráfico 8), limitado por la incertidumbre del conflicto en Ucrania. El buen dato de producción industrial de julio, ha sido compensado con la contracción de agosto (-1,8% m/m, -0,5% en promedio sobre la media de 2T14), tras publicarse los datos nacionales que han sido especialmente negativos en Alemania, y pondría en duda la recuperación de la inversión. Las ventas minoristas hasta agosto, sin embargo, crecen un

0,5%, un ritmo algo superior al de 2T14 (0,3% t/t) pese al empeoramiento de la confianza de los consumidores, por lo que podrían sostener el consumo privado en el tercer trimestre (Gráfico 6)

- **El modelo MICA-BBVA estima un crecimiento del 0,1% en 3T14**

Incorporando los datos disponibles hasta el momento (los reales están disponibles sólo hasta agosto), nuestro modelo de previsión de corto plazo estima un crecimiento moderado de alrededor del 0,1% t/t en 3T14, tras el 0,0% t/t en el trimestre anterior. Tras los datos negativos de los últimos dos trimestres, para el conjunto del año esperamos un crecimiento de 0,7%, frente a nuestra previsión de 1,1% de hace tres meses.

- **La inflación se modera al 0,3% a/a, y la inflación subyacente cae una décima (al 0,8% a/a)**

La moderación de la inflación respondió a la caída de los precios de los productos energéticos (en línea con lo esperado), pero también a un menor crecimiento de los precios de los productos del componente subyacente, que se compensó en parte por una menor caída de los alimentos no elaborados (Gráficos 11 y 12). Nuestras previsiones apuntan a que la inflación podría repuntar a lo largo del último trimestre del año para alcanzar tasas de alrededor del 0,7% a/a, impulsada por la evolución de los precios de los componentes más volátiles, que se acelerarán algo por la desaparición de efectos base. Por otro lado, esperamos que la inflación subyacente se mantenga relativamente estable en torno al 0,8%/0,9% a/a en lo que resta de año.

## Alemania: empeoramiento del sector industrial

- **El PIB podría registrar un crecimiento moderado en 3T14**

Los datos más recientes sugieren que el crecimiento de Alemania en 3T14 será marginal respecto al segundo trimestre del año (0,1% tras -0,2% t/t en 2T14) (Gráfico 14). Dada la volatilidad de los datos registrada entre julio y agosto, no se puede extraer una conclusión clara sobre la tendencia, pero suponen un sesgo a la baja en nuestra previsión. El sector exterior podría ser el principal impulso al crecimiento, puesto que, pese al mal dato de agosto, las exportaciones aumentaron en julio y agosto un 2% sobre la media de 2T14. Por el contrario, las importaciones caen, probablemente lastradas en parte por la poca disposición de las empresas a invertir, tal como adelantado por el empeoramiento de los indicadores de expectativas empresariales en los últimos meses, debido principalmente a la incertidumbre causada por la crisis en Ucrania y a la menor demanda europea. Como reflejo de lo anterior, la producción industrial hasta agosto está registrando otra contracción respecto al trimestre anterior, cuando cayó un 0,6% t/t, aunque se podría tratar en cierta medida de un efecto calendario (Gráfico 17). Los pedidos industriales también están cayendo. Las ventas minoristas, sin embargo, se están recuperando (0,8% sobre la media de 2T14), alentadas por los buenos datos de desempleo, en consonancia con los altos niveles de confianza de los consumidores y pese a que éstos se han enfriado en los últimos meses.

## Francia: los indicadores de actividad se mantienen

- **Mínimo repunte de la actividad esperado en el tercer trimestre**

Los datos reales disponibles hasta agosto son algo mejores respecto a las perspectivas negativas que ofrecen los distintos indicadores de confianza: tanto los indicadores nacionales, como los PMIs y el indicador de la Comisión Europea están en 3T14 por debajo del segundo trimestre del año, señalando en especial la fragilidad del sector manufacturero (Gráficos 27 y 28). Sin embargo, la producción industrial ha aumentado un 0,7% respecto a la media de 2T14 (que sufrió el impacto negativo de tres festivos en jueves a lo largo de mayo), especialmente por el repunte de la producción en construcción.

Las ventas minoristas hasta mayo, por su parte, se incrementan un 0,7% comparado con el segundo trimestre y el gasto en consumo vuelve a incrementarse ligeramente (Gráfico 30), pese a que la confianza de los hogares sigue sin animarse. El sector exterior volverá a pesar negativamente en 3T14, puesto que las exportaciones siguen contrayéndose y las importaciones repuntan, lo que se traduciría en un crecimiento moderado del PIB de 0,1/0,2% t/t, tras el estancamiento en 1T14 y 2T14.

## Italia: el PIB volverá a caer en el tercer trimestre

- **Empeora la confianza y la producción industrial**

El intenso empeoramiento de todos los indicadores de confianza a lo largo del tercer trimestre del año se está reflejando en los datos de actividad disponibles hasta agosto. Los PMIs se han desplomado y vuelven a territorio de contracción y el índice ESI de la Comisión ha caído por debajo de su media histórica, por la fragilidad en especial del sector manufacturero; la producción industrial continúa contrayéndose (-0,6% sobre la media de 2T14) y las ventas minoristas, tras encadenar nueve trimestres de caídas, se siguen reduciendo (dato de julio), evidenciando el cambio de tendencia de la confianza de los consumidores que ha remitido en 3T14 (Gráfico 41). Las exportaciones hasta julio disminuyen un 1,8% sobre la media del trimestre anterior y la caída de los pedidos provenientes del exterior, junto con una menor reducción de las importaciones, sugieren que el sector exterior tampoco contribuirá al crecimiento del PIB en 3T14 (Gráfico 38), que estimamos alrededor del -0,1% t/t tras las caídas observadas en la primera mitad del año (-0,1% y -0,2% t/t en 1T14 y 2T14, respectivamente).

## España: el dinamismo prosiguió durante 3T14

- **El ritmo de expansión de la economía continúa siendo saludable, con un crecimiento tanto de la demanda doméstica como de la externa**

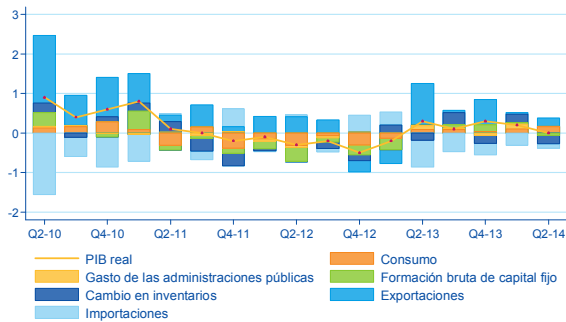
La tendencia de las variables observadas indica que la recuperación de la economía española se prolongó durante el tercer trimestre de 2014 y el modelo MICA-BBVA para España estima un crecimiento del PIB en torno al 0,5% t/t (tras el 0,6% en 2T14). Por el lado de la demanda doméstica privada, la recuperación continuó, pero a un ritmo ligeramente menor que el observado en el primer semestre. Si bien los ingresos y las expectativas de los hogares evolucionaron favorablemente, algunos indicadores de gasto se debilitaron. Igualmente, la evolución de la confianza y la producción industriales, de los PMI manufactureros y de los flujos comerciales sugiere un crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo algo menor que el registrado en el trimestre precedente. En lo que respecta a la demanda exterior, los indicadores de expectativas y de ingresos señalan que, si bien los principales socios comerciales evolucionan a ritmo dispar, las exportaciones de bienes y servicios no turísticos continúan recuperándose. En lo que se refiere al mercado de trabajo, aunque los registros laborales de septiembre mejoraron las expectativas, no compensaron completamente el inicio débil del trimestre. Con todo, nuestras estimaciones indican que el número de afiliados a la Seguridad Social creció el 0,5% t/t (desestacionalizado) en 3T14, mientras que la reducción del desempleo registrado se moderó de forma más intensa, hasta el -0,7% t/t (también desestacionalizado) desde el -1,9% del trimestre anterior (ver [Observatorio Económico España](#)).

**Eurozona**

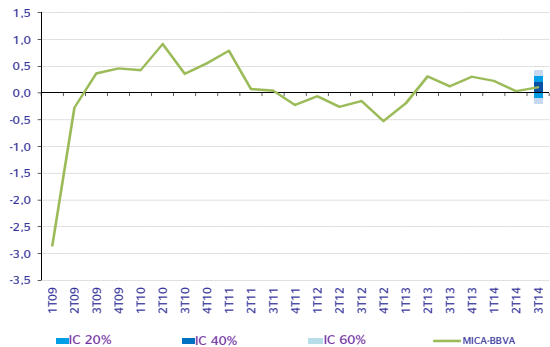
**Contabilidad nacional: crecimiento nulo en 2T14, lastrado por la inversión**

Por componentes, el consumo contribuye positivamente, así como también las exportaciones netas, debido al menor crecimiento de las importaciones. Nuestro modelo MICA-BBVA prevé un crecimiento de alrededor del 0,1% t/t en 3T14.

**Gráfico 1**  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***



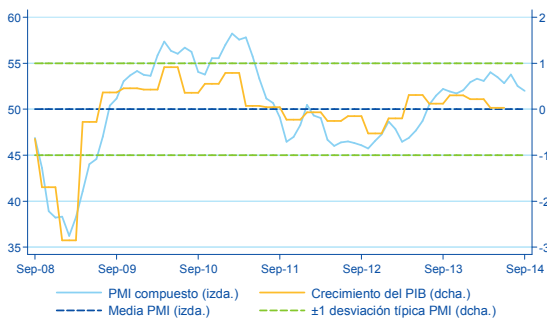
**Gráfico 2**  
**Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA\***



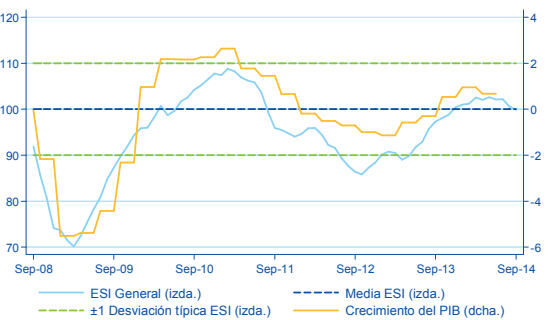
**Confianza: caen los PMIs y el ESI**

Los PMIs en septiembre caen, lastrados por la debilidad de las manufacturas, y con el sector servicios mostrando signos de debilidad. Por países, la recuperación de la economía alemana sigue a un ritmo algo más lento, mientras que Francia e Italia se encuentran en territorio negativo.

**Gráfico 3**  
**PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)\***



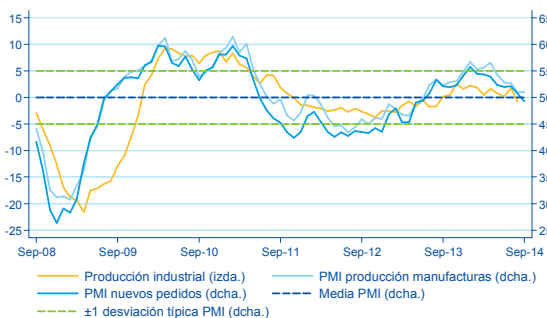
**Gráfico 4**  
**Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a)\*\***



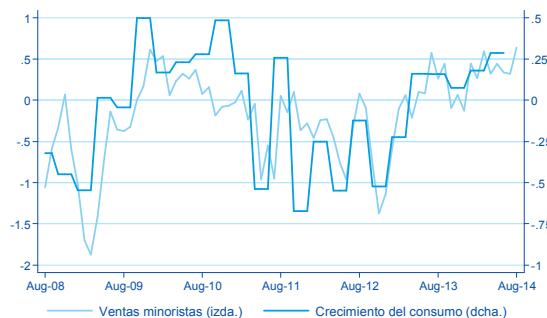
**Actividad: señales mixtas de los indicadores de actividad**

El buen dato de producción industrial de julio, ha sido compensado con la contracción de agosto (-1,8% m/m, -0,5% en promedio sobre la media de 2T14). Mientras tanto el comercio minorista mejora en agosto, creciendo un 0,6% 3m/3m.

**Gráfico 5**  
**Prod. Ind. (% a/a), PMI nuevos pedidos y prod. manuf.\***



**Gráfico 6**  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***



\*Fuente: HAVER y BBVA Research

### Sector exterior: el superávit comercial se reduce en julio

El saldo de la balanza comercial de la zona euro se reduce en julio debido a una contracción de las exportaciones y un aumento de las importaciones. En términos interanuales, sin embargo, las exportaciones crecieron en julio un 2,6%.

Gráfico 7  
Cuenta corriente (% del PIB)\*

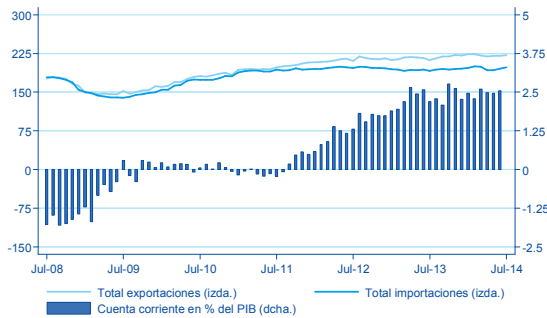
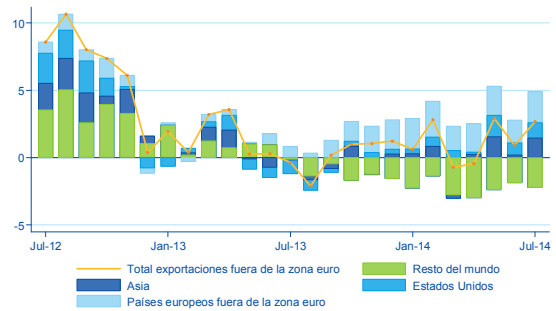


Gráfico 8  
Exportaciones por destino (contribución al % a/a)



### Mercado de trabajo: estable en el último año

Aunque esperamos una moderada recuperación en marcha, no es probable que la tasa de desempleo baje a corto plazo debido al retraso entre la actividad y el empleo, así como al hecho de que la capacidad ociosa se mantiene en niveles elevados. Los costes laborales en el sector empresarial han aumentado un 1,4% a/a en 2T14.

Gráfico 9  
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\*

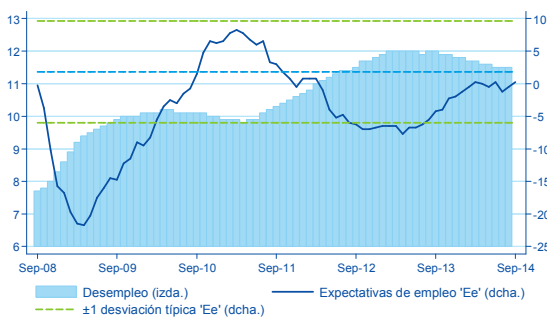
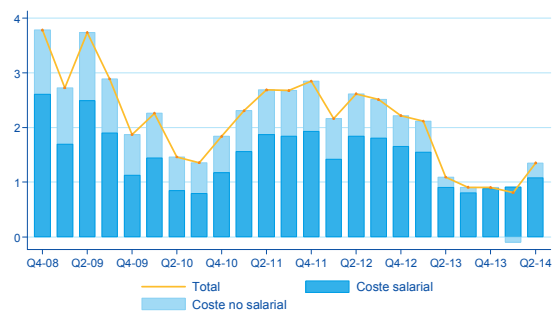


Gráfico 10  
Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)\*



### Precios: la inflación se modera al 0,3% a/a, y la subyacente cae una décima

La moderación de la inflación en septiembre respondió a la caída de los precios de los productos energéticos, pero también a un menor crecimiento de los precios de los productos del componente subyacente.

Gráfico 11  
Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\*

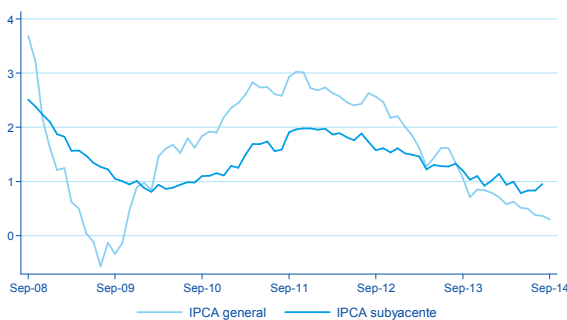
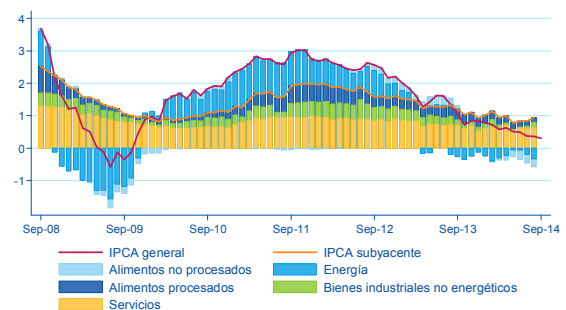


Gráfico 12  
Inflación por componentes (contribución en %)\*



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

## Alemania

### Contabilidad nacional: el PIB se contrae en el segundo trimestre

El PIB se contrae un -0,2% t/t, debido fundamentalmente al comportamiento del sector exterior y de la inversión. Tanto el consumo privado como el público aumentaron ligeramente.

Gráfico 13  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***

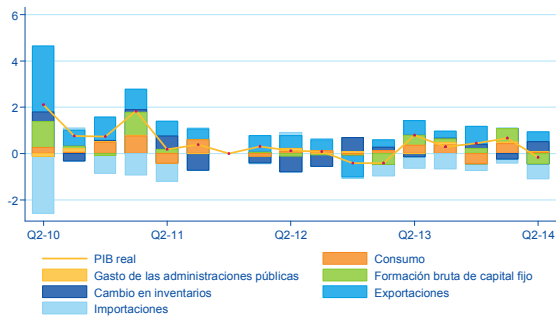
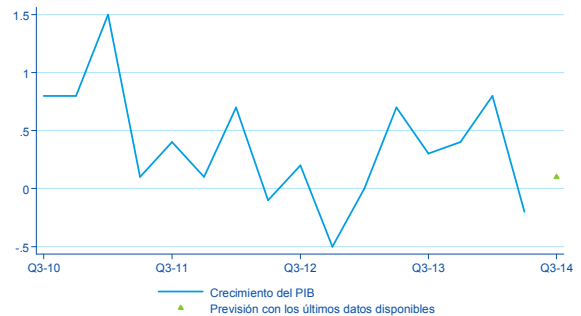


Gráfico 14  
**PIB (% t/t) y previsiones\***



### Confianza: se moderan los indicadores de confianza

El PMI compuesto se modera por las dudas en el sector manufacturero, mientras que el componente servicios se mantiene elevado. Tanto el indicador de confianza de la CE como también los indicadores de confianza nacionales apuntan a una creciente incertidumbre.

Gráfico 15  
**PMI y crecimiento del PIB (% t/t)\***

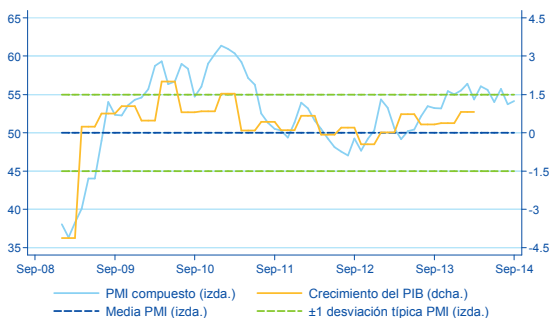
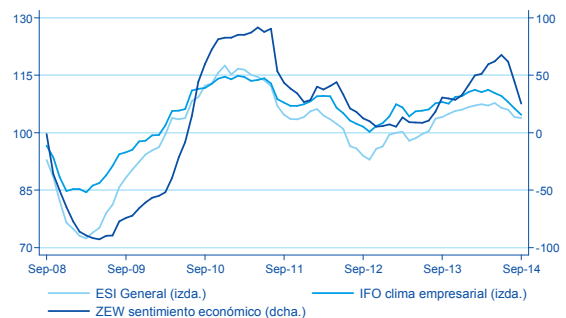


Gráfico 16  
**Indicador de confianza (ESI, Ifo y ZEW)\***



### Actividad: contracción de la producción industrial y subida de las ventas minoristas

En agosto, la producción industrial cae con fuerza luego de haber crecido en julio. Comparado con el trimestre anterior, la producción industrial hasta agosto cae un -0,7%, en línea con el PMI de manufacturas. Las ventas minoristas suben en agosto, creciendo un 0,8% 3m/3m.

Gráfico 17  
**Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero\***

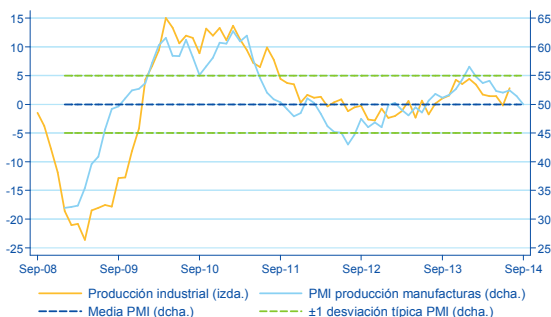
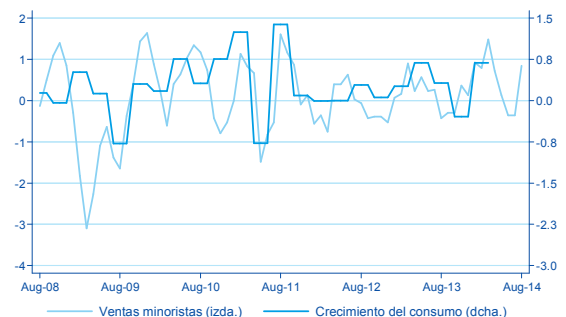


Gráfico 18  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***



\*Fuentes: HAVER y BBVA Research

**Sector exterior: las exportaciones de bienes suben con respecto al trimestre anterior**

A pesar de mostrar una creciente volatilidad, las exportaciones de bienes hasta agosto suben un 2% respecto al trimestre anterior. Por su parte, las importaciones de bienes bajan un -0,6 con respecto a 2T14. Los pedidos del exterior continúan con en septiembre su tendencia a la baja.

Gráfico 19  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***

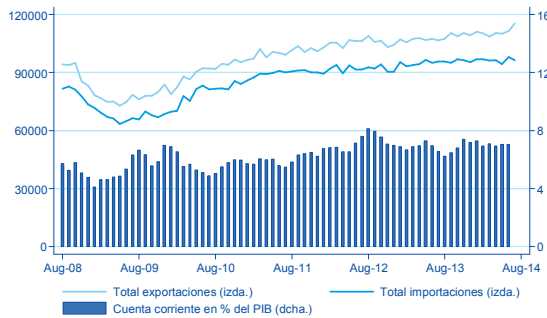
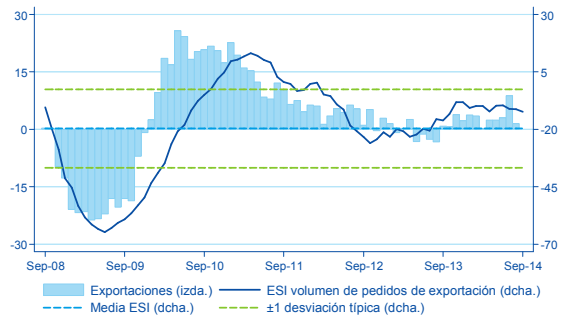


Gráfico 20  
**Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.\***



**Mercado de trabajo: la tasa de desempleo sigue en mínimos históricos**

La tasa de desempleo se mantiene en su mínimo histórico (5,1%) en mayo, mientras que el crecimiento de los costes laborales se acelera hasta el 1,8% a/a en 2T14 tras un 0,4% a/a en 1T14.

Gráfico 21  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***

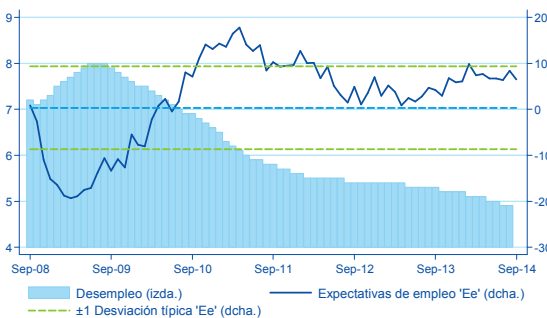
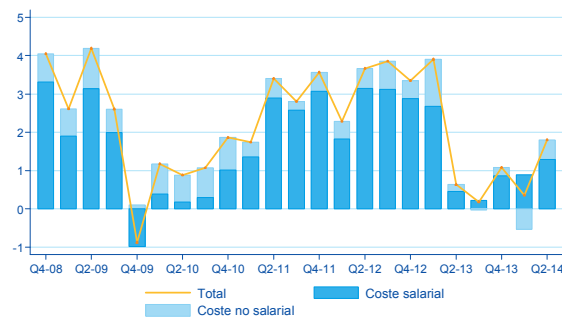


Gráfico 22  
**Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)\***



**Precios: inflación estableen septiembre**

La estimación preliminar de la inflación armonizada se ha mantenido estable en el 0,8% a/a en septiembre. Una caída adicional en los precios de la energía se ha visto compensada por los incrementos en los precios de los alimentos y servicios.

Gráfico 23  
**Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\***

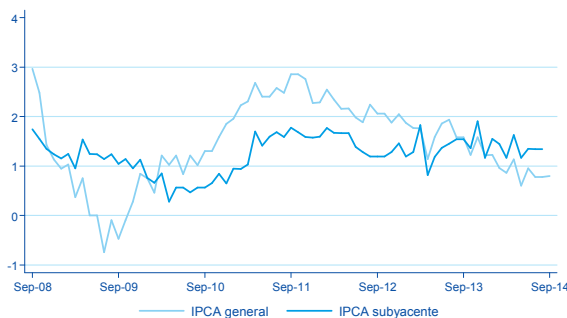
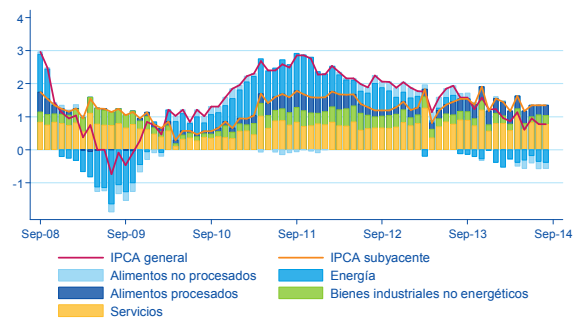


Gráfico 24  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research



**Francia**

**Contabilidad nacional: la actividad sigue estancada**

El PIB francés registra crecimiento nulo por segundo trimestre consecutivo. El comportamiento de la inversión y las exportaciones netas lastran el crecimiento, mientras que el consumo tanto privado como público contribuye positivamente.

Gráfico 25  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***

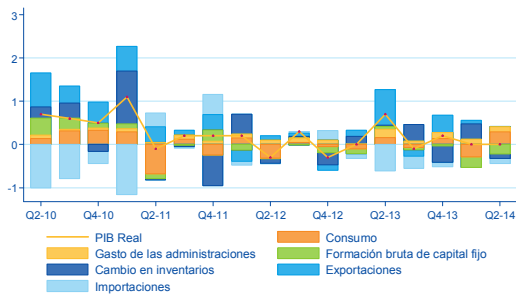
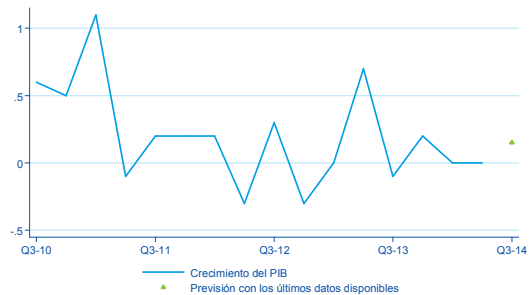


Gráfico 26  
**PIB (% t/t) y previsiones\***



**Confianza: la confianza sigue empeorando**

El PMI compuesto empeora y sigue en territorio negativo en septiembre, mientras que la confianza medida por la CE y el INSEE siguen deteriorando. La descomposición del PMI indica que, sobre todo, la debilidad del sector manufacturero pesa en la actividad económica, aunque el PMI de servicios también está en territorio negativo.

Gráfico 27  
**PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)\***

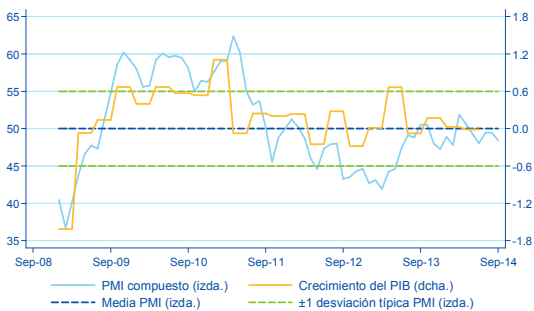
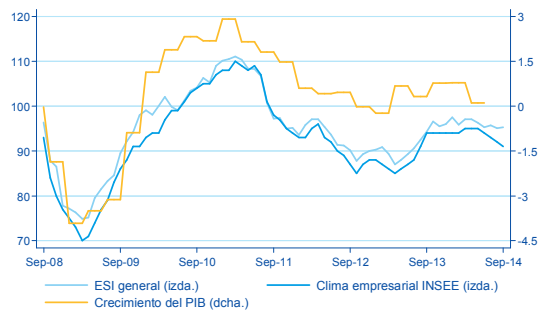


Gráfico 28  
**Indicador de confianza (ESI, y INSEE)\***



**Actividad: la producción industrial estable, el comercio minorista mejora**

La producción industrial se mantiene estable en agosto, situándose en el nivel promedio de 1T14. En línea con el PMI de manufacturas, la producción manufacturera se reduce ligeramente. Por otra parte, las ventas minoristas han mejorado en los últimos meses, expandiéndose un 1% 3m/3m.

Gráfico 29  
**Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero\***

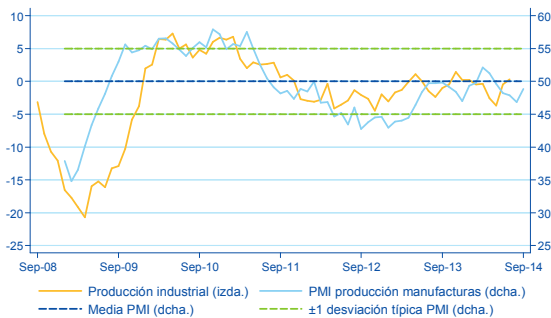
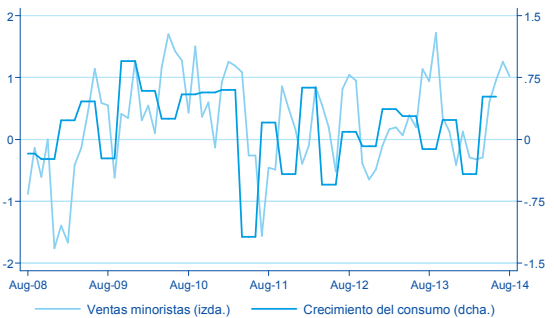


Gráfico 30  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***



\*Fuentes: HAVER y BBVA Research



**Sector exterior: disminuyen las exportaciones e importaciones en agosto**

Tanto las exportaciones (-1,3% m/m) como las importaciones (-0,6% m/m) de bienes se vuelven a reducir en agosto. Sin embargo, mientras las exportaciones disminuyen un -1% respecto a 2T14, las importaciones suben un 1,1% respecto a 2T14.

Gráfico 31  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***

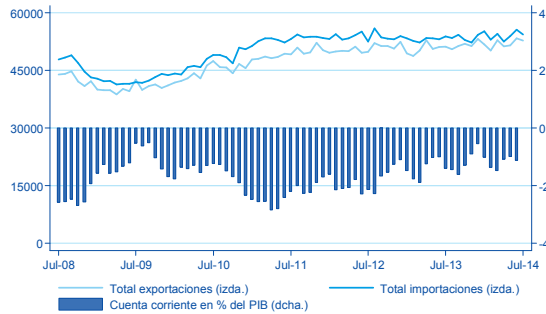
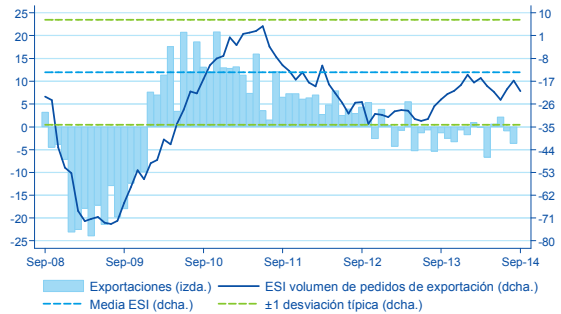


Gráfico 32  
**Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.\***



**Mercado de trabajo: cierta estabilización en los últimos meses**

La tasa de desempleo se estabilizó en torno al 10,3% durante el pasado año después de haberse incrementado 0,2pp aproximadamente por trimestre durante el año anterior. Mientras tanto los costes laborales han crecido un 0,9% a/a en 2T14.

Gráfico 33  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***

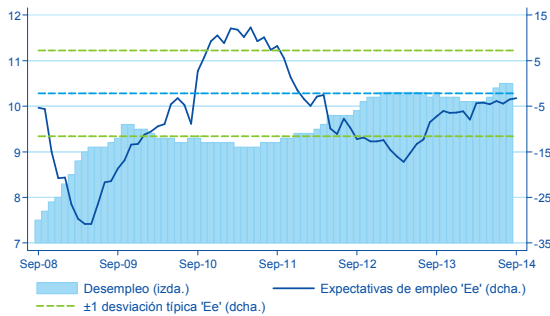
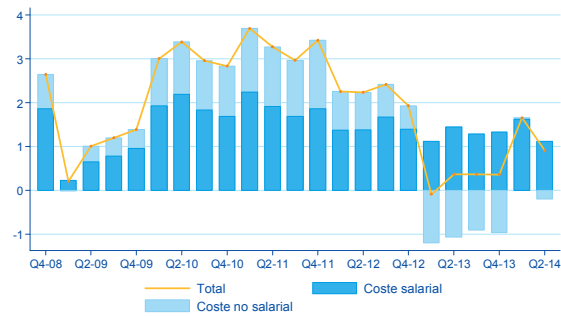


Gráfico 34  
**Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)\***



**Precios: la inflación vuelve a desacelerarse ligeramente en agosto**

La inflación armonizada se reduce en agosto hasta el 0,5% a/a, 0,1pp por debajo del dato de julio (0,6% a/a).

Gráfico 35  
**Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\***

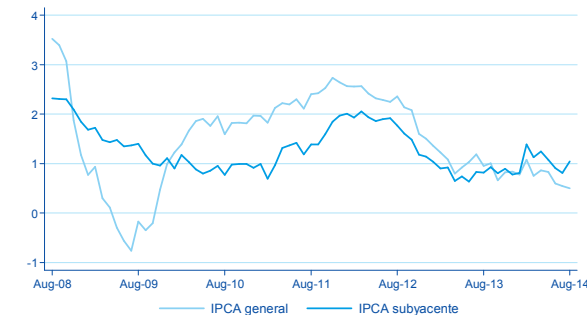
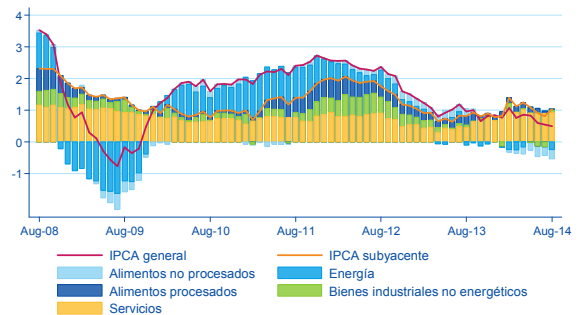


Gráfico 36  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

**Italia**

**Contabilidad nacional: con la caída del PIB en 2T14, Italia vuelve a entrar en recesión**

El PIB ha sorprendido negativamente cayendo un -0,2% t/t en 2T14. Esto se debió fundamentalmente a la contribución negativa de las exportaciones netas. La demanda doméstica habría dejado de lastrar la actividad después de trece trimestres consecutivos

Gráfico 37  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***

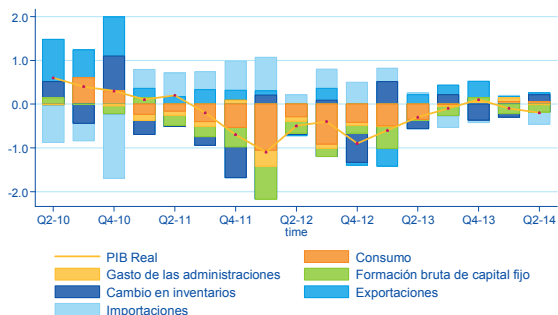


Gráfico 38  
**PIB (% t/t) y previsiones\***



**Confianza: caen los indicadores de confianza en septiembre**

El PMI compuesto de septiembre sigue en territorio negativo, así como también los indicadores de confianza de la CE y del ISTAT, reflejando la debilidad de la economía italiana.

Gráfico 39  
**PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)\***

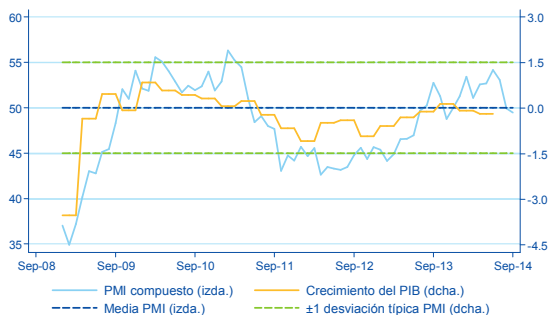
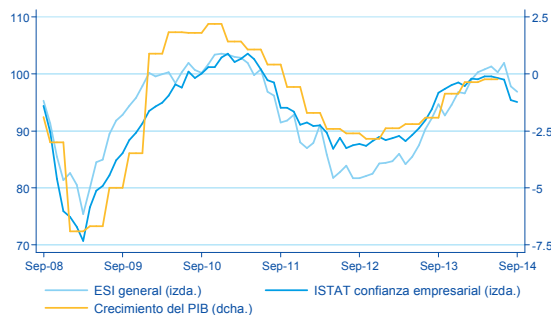


Gráfico 40  
**Indicador de confianza (ESI, y ISTAT)\***



**Actividad: el sector industrial y las ventas minoristas en línea con la débil coyuntura**

Luego de la sorpresa negativa en julio, la producción industrial aumenta ligeramente en septiembre y mejora el PMI manufacturero. Al mismo tiempo, las ventas minoristas están estancadas, contrayéndose un -0,2% t/t en 2T14.

Gráfico 41  
**Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero\***

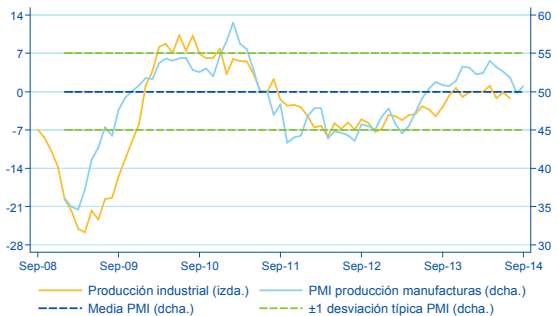
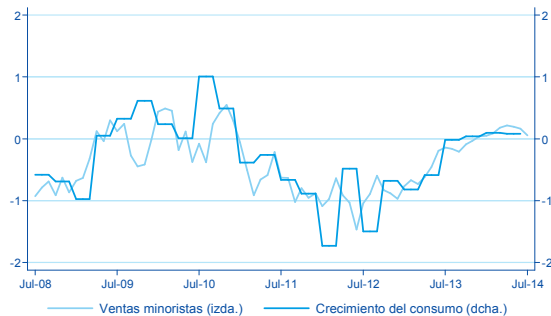


Gráfico 42  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***



\*Fuentes: HAVER y BBVA Research

**Sector exterior: disminuyen las exportaciones e importaciones**

Las exportaciones en julio se contraen un -1,6% m/m, pero menos que las importaciones que lo hacen un -2,5% m/m. El volumen de pedidos de exportación cae en septiembre.

Gráfico 43  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***

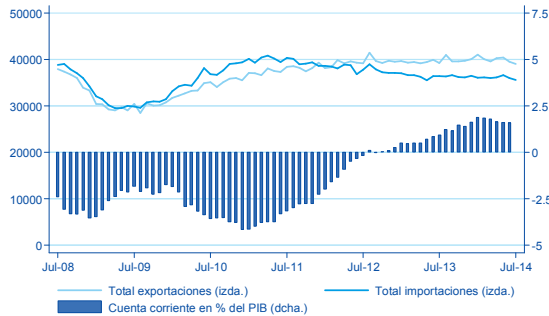
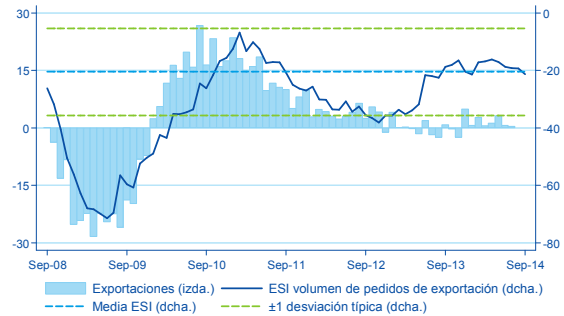


Gráfico 44  
**Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.\***



**Mercado de trabajo: el desempleo estable en máximos, y aumentan los costes laborales**

La tasa de desempleo se mantiene en niveles muy elevados, cerca del peor dato histórico, 1,1pp más que hace un año, y empeoran las expectativas de empleo. Los costes laborales aumentan un 1,2% a/a en 2T14, ligeramente por debajo de la media europea (1,4% a/a).

Gráfico 45  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***

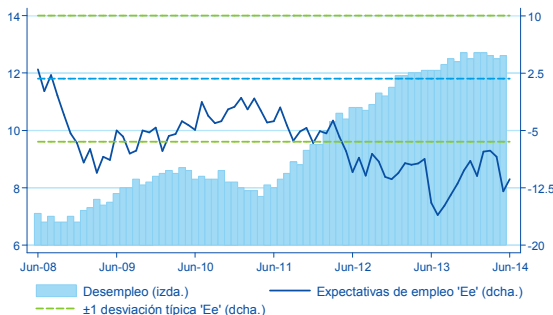
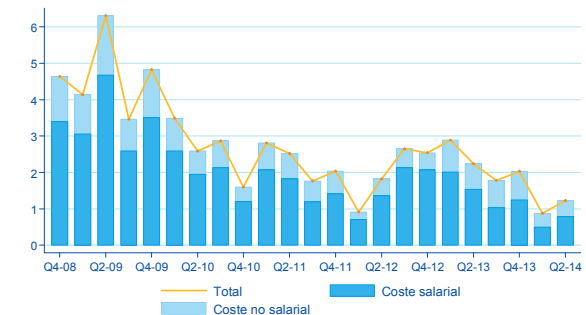


Gráfico 46  
**Costes laborales en el sector empresarial (% a/a)\***



**Precios: la inflación se mantiene en el -0,2% a/a en septiembre**

Los precios al consumo caen (-0,2% a/a) en septiembre según los indicadores armonizados. La inflación subyacente también se desacelera una décima (+0,3% a/a).

Gráfico 47  
**Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\***

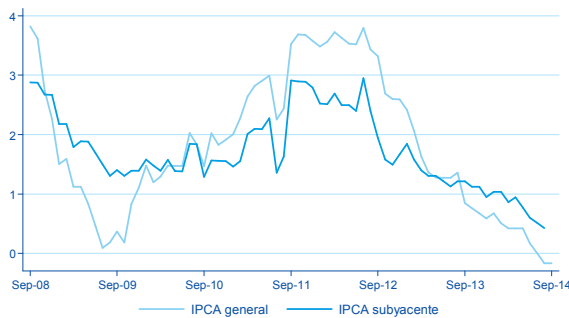
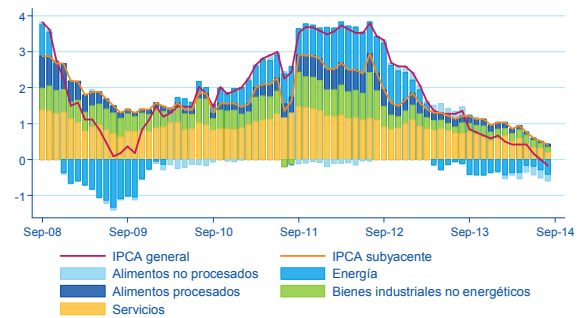


Gráfico 48  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

**España**

**Contabilidad nacional: el crecimiento del PIB se afianza**

El PIB creció un 0,6% t/t en el segundo trimestre, apoyado, sobre todo, en el consumo privado y, en menor medida, la inversión. Las exportaciones netas prácticamente no contribuyeron por el repunte de las importaciones, ni tampoco el consumo público.

Gráfico 49  
**PIB (% t/t) y contribución por componentes (pp)\***

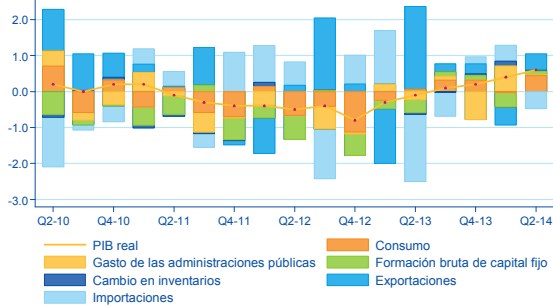
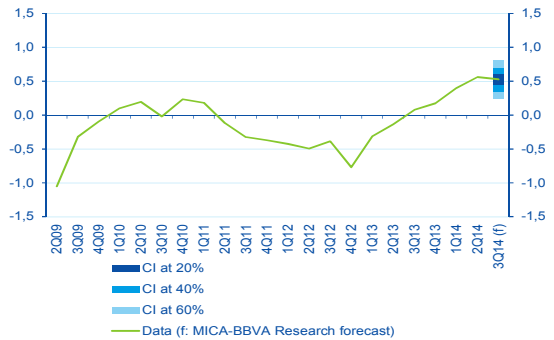


Gráfico 50  
**Crecimiento del PIB (% t/t) y previsión del MICA-BBVA\***



**Confianza: perspectivas favorables en el tercer trimestre**

Los índices ESI y PMI enfrían su tendencia positiva en 3T14, pero se mantienen en niveles elevados, con los PMIs claramente por encima del umbral de crecimiento, especialmente en los servicios y con la confianza de los consumidores en tendencia positiva.

Gráfico 51  
**PMIs y crecimiento del PIB (% t/t)\***

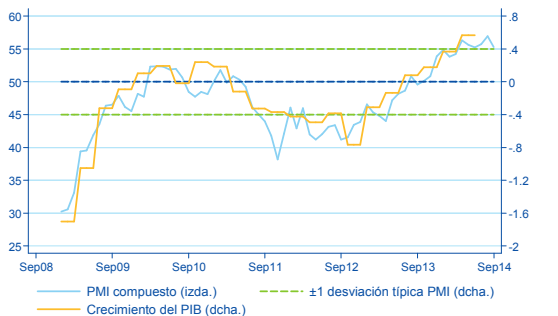
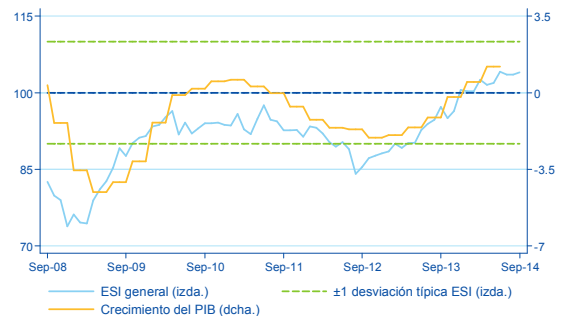


Gráfico 52  
**Confianza (ESI) y crecimiento del PIB (% a/a) \***



**Actividad: La tendencia de la actividad sigue siendo positiva, pero se desacelera**

Hasta agosto, el índice de producción industrial se reduce y el de ventas minoristas mantiene su tendencia al alza, comparados con 2T14 (-0,6% y +0,8%, respectivamente), y los indicadores adelantados y las confianzas apuntan a una mejora en ambos sectores.

Gráfico 53  
**Producción industrial (% a/a) y PMI manufacturero\***

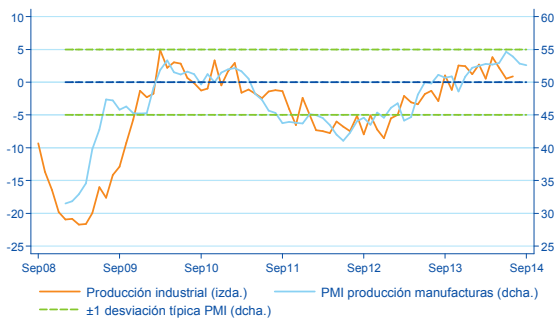
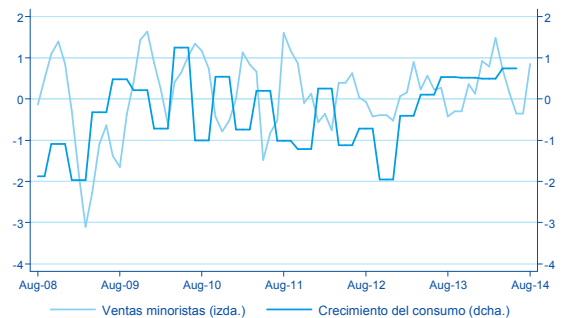


Gráfico 54  
**Comercio minorista (% 3m/3m) y crec. del consumo (% t/t)\***

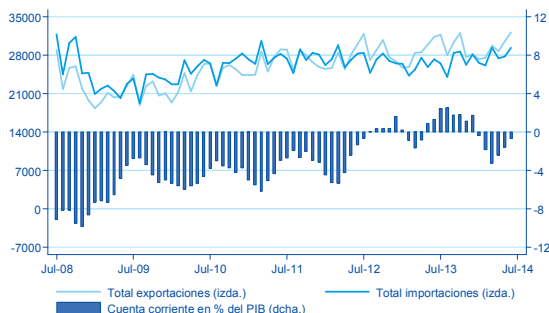


\*Fuentes: HAVER y BBVA Research

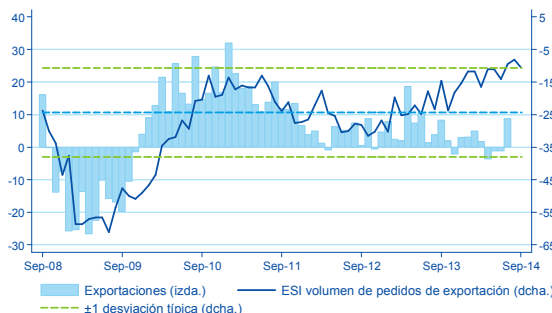
### Sector exterior: las exportaciones se recuperan en 3T14

Las exportaciones de bienes y servicios no turísticos continúan recuperándose, pese al crecimiento dispar de los principales socios comerciales y los indicadores de expectativas e ingresos auguran un mantenimiento de la tendencia positiva

**Gráfico 55**  
**Cuenta corriente (% del PIB)\***



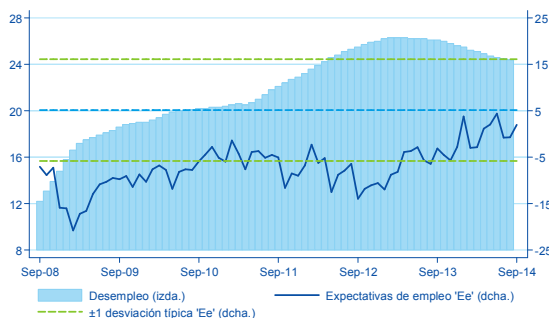
**Gráfico 56**  
**Crec. de las exportaciones (% a/a) y vol. de pedidos de exp.\***



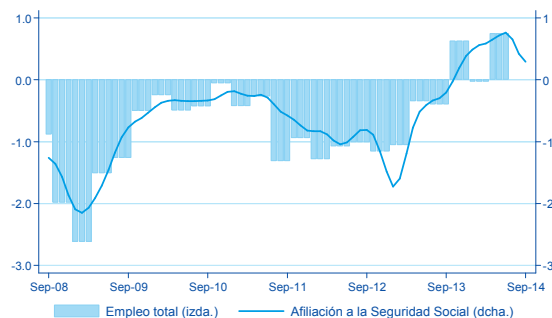
### Mercado de trabajo: registros laborales de más a menos en 3T14

Los afiliados a la Seguridad Social aumentaron un 0,5% t/t en el tercer trimestre y la reducción del desempleo registrado fue del 0,7% t/t, menos que en 2T14 (-1,9% t/t)

**Gráfico 57**  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***



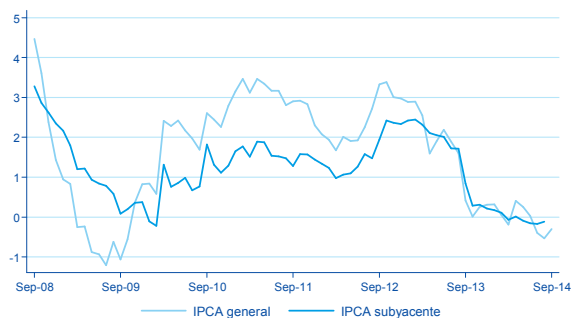
**Gráfico 58**  
**Crecimiento del empleo: N.A. y seguridad social (% t/t)\***



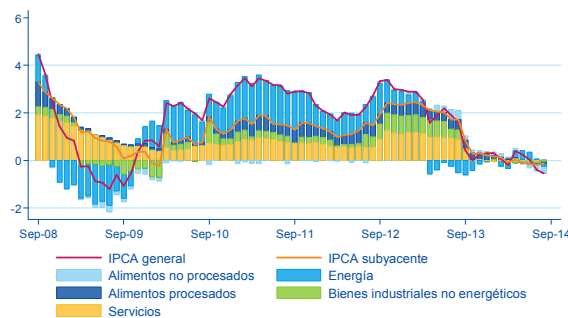
### Precios: la caída de los precios se modera en septiembre

El indicador adelantado del IPC confirma la moderación esperada de la caída interanual de los precios al consumo derivada, principalmente de la absorción de efectos base en los precios de los alimentos

**Gráfico 59**  
**Tasa de inflación, general y subyacente (% a/a)\***



**Gráfico 60**  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.