

Indicadores recientes del entorno exterior

Durante el último mes predominó el tono favorable en los mercados financieros internacionales, de forma que los niveles de volatilidad se estabilizaron en la mayoría de ellos, a la vez que los precios del petróleo detuvieron su caída e incluso repuntaron. A esta mejora contribuyó el anuncio del programa de compras de activos del BCE, que compensó la mayor tensión derivada de otros factores, como la incertidumbre generada sobre la continuidad del programa de ayuda financiera a Grecia o el conflicto de Ucrania. En parte como reacción a la medida del BCE, otros bancos centrales adoptaron medidas expansivas de política monetaria, como Dinamarca (donde los tipos de interés oficiales se situaron en terreno abiertamente negativo) y Suecia (donde, además, se anunció un programa de compra de activos). En las principales economías avanzadas, las bolsas subieron apreciablemente y las rentabilidades de la deuda soberana repuntaron. En las economías emergentes, la evolución fue más dispar, con caídas bursátiles en América Latina, frente a aumentos en Europa del Este, y descensos generalizados de las primas de riesgo soberanas, más intensos en el caso de los países productores de petróleo. En los mercados cambiarios, el dólar continuó apreciándose, sobre todo frente al euro y, entre las monedas emergentes, frente al real brasileño y la lira turca. En cuanto a las materias primas, el precio del petróleo retornó a valores cercanos a 60 dólares por barril de Brent, mientras que los precios de metales y alimentos mostraron una mayor estabilidad.

La actividad en las economías avanzadas no pertenecientes al área del euro mostró una desaceleración en la parte final de 2014. En Estados Unidos, el PIB creció un 2,6 % en tasa intertrimestral anualizada en el cuarto trimestre (5 % en el tercero), debido a la contribución negativa de la demanda externa, al retroceso del gasto público y al debilitamiento de la inversión en bienes de equipo. En Reino Unido, el crecimiento del PIB del cuarto trimestre fue del 0,5 % intertrimestral (0,7 % en el trimestre anterior), con caídas de la actividad en la industria y la construcción. Sin embargo, en Japón el PIB creció un 2,2 % en tasa intertrimestral anualizada en el cuarto trimestre, tras dos trimestres consecutivos en registros negativos. Los indicadores más recientes señalan que, en los primeros meses de 2015, la actividad en estas economías ha dejado de debilitarse. En particular, el gasto en consumo privado ha ganado dinamismo, reflejando la mejora de la renta disponible real de los hogares que suponen la creación de empleo y los menores precios de la energía, así como una mayor confianza. Por otra parte, la inflación ha seguido moderándose en estas economías, hasta el 2,5 % en diciembre en el caso de Japón (0,5 % excluida el alza impositiva) y hasta el 0,3 % en enero en Reino Unido.

En las economías emergentes, los últimos datos de actividad apuntan a un menor dinamismo en la mayoría de regiones, especialmente en los países exportadores de materias primas. En América Latina, los indicadores de alta frecuencia evidencian un estancamiento de la actividad, destacando Brasil, Venezuela y Argentina. Además, en Brasil se aprobó un segundo paquete de medidas para contener el déficit público —que registró el peor dato desde 1998—, mientras que en México, como política preventiva, se adelantó a 2015 el programa de ajuste fiscal, ante la deriva descendente en los ingresos públicos procedentes de la venta del petróleo. Con la excepción de algunas economías de América Latina, la inflación tendió a reducirse en las regiones emergentes, propiciando una orientación más expansiva de las políticas monetarias. Así, el banco central de China recortó el coeficiente de reservas, y el de Turquía rebajó el tipo de interés principal. Por su parte, el banco central de Rusia rebajó inesperadamente el tipo de interés de referencia, con el fin de mitigar el deterioro de la situación económica del país.

		2014				2015	
		Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	0,1	0,6	-0,8	-0,2		
	Comercio al por menor	0,3	1,6	1,6	2,8		
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,4	-11,1	-11,6	-10,9	-8,5	-6,7
	Indicador de confianza industrial CE	-5,5	-5,0	-4,3	-5,2	-5,0	
	PMI de manufacturas	50,3	50,6	50,1	50,5	51,0	
	PMI de servicios	52,3	52,3	51,1	51,6	52,7	
	IAPC	0,3	0,4	0,3	-0,2	-0,6	
Variables monetarias y financieras	M3	2,5	2,5	3,1	3,6		
	M1	6,2	6,2	6,9	7,8		
	Crédito a AAPP (c)	-0,5	-0,2	0,8	1,9		
	Préstamos a hogares	0,5	0,6	0,7	0,8		
	Préstamos a sociedades no financieras	-1,8	-1,6	-1,4	-1,0		
	Eonia	0,01	0,00	-0,01	-0,03	-0,05	-0,04
	Euríbor a tres meses	0,10	0,08	0,08	0,08	0,06	0,05
	Euríbor a un año	0,36	0,34	0,33	0,33	0,30	0,26
	Rendimiento bonos a diez años	1,85	1,69	1,62	1,45	1,27	1,25
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,69	0,60	0,71	0,76	0,64	0,66
	Tipo de cambio dólar/euro	1,29	1,27	1,25	1,23	1,16	1,14
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (d)	3,80	0,10	4,60	1,20	6,50	10,90

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 febrero de 2015.

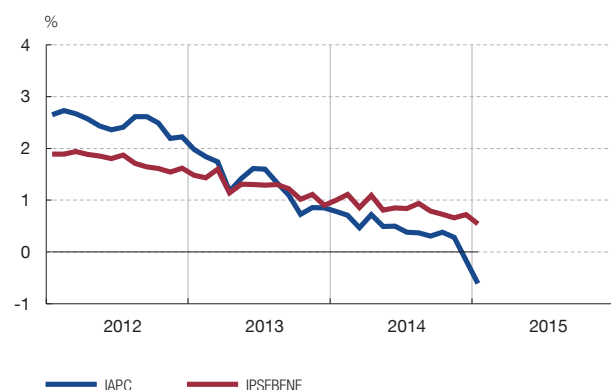
c Incluye préstamos y valores.

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

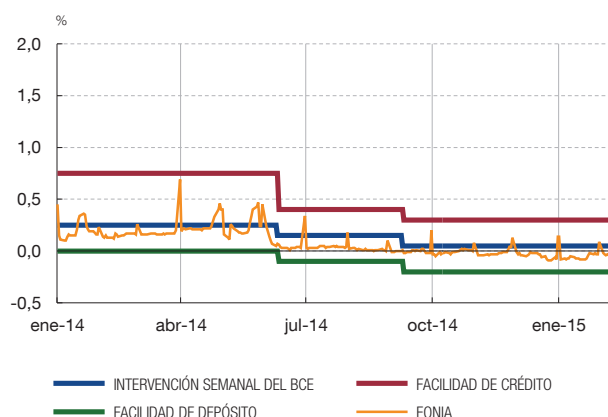
La última información recibida sobre la evolución económica en la zona del euro confirma que la recuperación prosigue a un ritmo moderado, aunque algo superior al anticipado. De acuerdo con la estimación provisional publicada por Eurostat, el PIB aumentó un 0,3 % en términos intertrimestrales en el cuarto trimestre de 2014, una décima por encima de lo observado en el período julio-septiembre. Este mayor dinamismo fue resultado de la expansión del producto en Alemania y en España (0,7 % en ambos casos) aunque la mayoría de los países registraron tasas positivas. En el conjunto del año 2014, la economía de la UEM creció un 0,9 %, frente al retroceso del 0,4 % del año anterior. Por su parte, la Comisión Europea, en su ejercicio de invierno, revisó al alza las previsiones de crecimiento de la UEM, situándolas en el 1,3 % en 2015 y en el 1,9 % en 2016. El abaratamiento del precio del petróleo, la depreciación del euro y las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema son los factores que explican esa revisión.

La información coyuntural más reciente (en su mayor parte, de carácter cualitativo) mantiene, en general, un tono más positivo que en los meses precedentes. Tanto los indicadores de confianza de la Comisión Europea como las opiniones de las encuestas realizadas a los directores de compras —PMI— mejoraron en enero, en tanto que, con información más retrasada, la producción industrial se mantuvo estable en diciembre, situando el crecimiento intertrimestral del último trimestre de 2014 en el 0,2 %, tras el descenso del 0,4 % observado en el tercer trimestre. Por el lado de la demanda, la confianza de los consumidores mejoró notablemente en enero, al igual que el *flash* del indicador de confianza de los consumidores de febrero, y las ventas al por menor aumentaron en diciembre, aunque a menor ritmo que

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales



TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



FUENTES: Banco Central Europeo y Eurostat.

en noviembre; las matriculaciones de automóviles también crecieron, aunque menos que en diciembre. Por otra parte, las encuestas de enero de la Comisión Europea arrojan un incremento del grado de utilización de la capacidad productiva en la industria, tras mantenerse prácticamente estabilizado en la mayor parte de 2014; en cambio, la valoración de la cartera de pedidos empeoró. Finalmente, las exportaciones nominales cayeron en diciembre, y tanto las expectativas de exportación para el primer trimestre de 2015 como la valoración de la cartera de pedidos exteriores referida a enero registraron un ligero deterioro.

En el ámbito de los precios, la inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se redujo hasta el $-0,6\%$, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat (véase gráfico 1). El retroceso de los precios refleja principalmente el abultado descenso de los precios de la energía, aunque los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos también disminuyeron, mientras que los de los servicios se desaceleraron. Por su parte, el índice de precios industriales aumentó su ritmo de caída en diciembre, hasta el $2,7\%$.

En el mes de febrero, los tipos de interés en el mercado interbancario continuaron en niveles muy reducidos. La misma tónica se observó en los rendimientos de los bonos soberanos, que a pesar del ligero aumento experimentado en alguno de los países permanecen en niveles próximos a los mínimos históricos, destacando el caso de Grecia, cuyo bono a diez años ha descendido 137 puntos básicos (pb) en lo que va de mes. En los mercados de renta variable, la cotización de las acciones, medida a través del índice EUROSTOXX 50, se incrementó un $4,1\%$. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro varió relativamente poco en términos efectivos nominales, mientras que se apreció un $0,7\%$ frente al dólar, situándose en 1,14 dólares/euro.

Por último, en diciembre continuó la mejora de los agregados crediticios, al reducirse el ritmo de caída de los préstamos a las sociedades no financieras en cuatro décimas, hasta el -1% , mientras que el crecimiento de los destinados a los hogares aumentó una décima, hasta el $0,8\%$.

Indicadores de las decisiones de gasto de los hogares

Desde la publicación del último Boletín se ha conocido la estimación del avance de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2014 (según la CNTR). Según esta información, el PIB habría registrado un crecimiento intertrimestral del $0,7\%$ en el tramo final del año pasado ($0,5\%$ en el tercero), elevando su ritmo de expansión interanual en cuatro

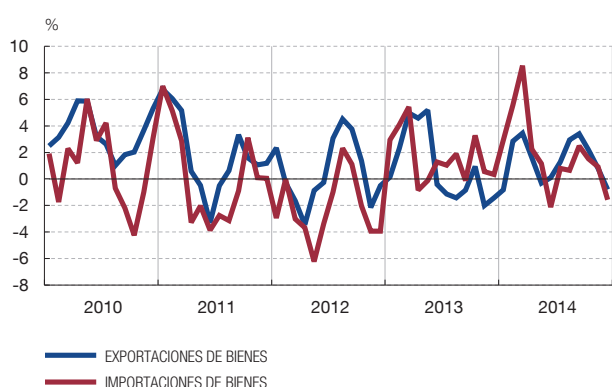
INDICADORES DE CONSUMO



INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR (c)



INDICADORES DE ACTIVIDAD



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

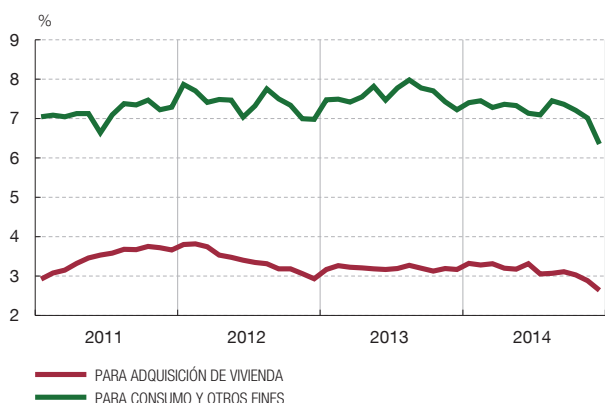
- a Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c Datos de Aduanas. Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

décimas, hasta el 2 %. Con ello, el año 2014 habría finalizado con un crecimiento medio del PIB del 1,4 %, frente al descenso del 1,2 % registrado en 2013. La cifra de avance de la CNTR no proporciona información desagregada de los componentes de demanda, pero, a tenor de la evolución de los indicadores relevantes, se estima una contribución destacada del consumo de los hogares a la expansión del producto¹.

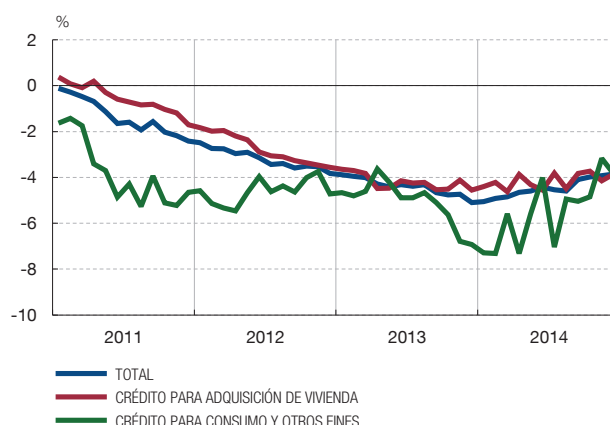
Esta trayectoria habría continuado en el período más reciente, según la información disponible. Entre los indicadores de opinión, los índices de confianza de los hogares y de los comerciantes minoristas elaborados por la Comisión Europea registraron nuevos avances en enero (véase gráfico 2). En ese mismo mes, las matriculaciones de vehículos particulares exhibieron un notable dinamismo —con una aceleración de 5 puntos porcentuales (pp) en su ritmo de crecimiento intermensual, hasta el 6,4 %—. Con información más retrasada, referida a diciembre de 2014, el índice de comercio al por menor completó el cuarto trimestre con un moderado avance con respecto al período julio-septiembre, mientras que la producción industrial de bienes de consumo atenuó su caída intermensual y el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de la Agencia Tributaria acentuó ligeramente su avance interanual.

1 El INE publicará el 26 de febrero la cifra final para el cuarto trimestre, así como la información desagregada.

TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO



SALDO VIVO DEL CRÉDITO (a)
(Crecimiento interanual)



FUENTE: Banco de España.

a Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb. Tasas calculadas como flujo efectivo acumulado en doce meses entre saldo del mismo mes del año anterior.

También continuó la modesta mejora de la inversión residencial, como apuntan los visados de obra nueva con información hasta noviembre. Desde el punto de vista de la demanda, las transmisiones de viviendas mantuvieron su trayectoria de suave repunte en el tramo final del pasado año.

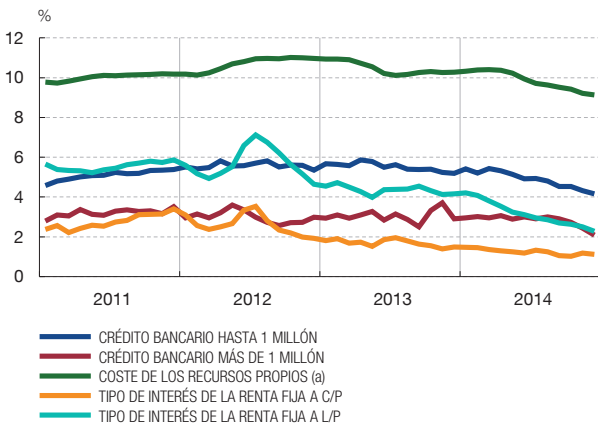
El comportamiento del gasto de los hogares en la etapa más reciente se está sustentando en la evolución favorable del mercado de trabajo y en la progresiva mejora de los condicionantes de naturaleza financiera. En diciembre, los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y de los destinados al consumo y otros fines se redujeron en 24 pb y 65 pb, respectivamente, hasta quedar situados en el 2,6% y el 6,4% (véase gráfico 3). Esta reducción en el coste de la financiación de las familias favoreció el avance de los flujos de nuevas operaciones, que crecieron a unas tasas interanuales del 47% y del 15%, respectivamente. Por su parte, el ritmo de descenso interanual del saldo vivo del crédito bancario concedido a este sector se mantuvo en el mismo nivel observado el mes anterior (3,9%). El desglose por finalidades muestra una minoración del retroceso del destinado a la adquisición de vivienda y una cierta intensificación de la caída interanual de los préstamos para consumo y otros fines.

Indicadores de la actividad de las empresas

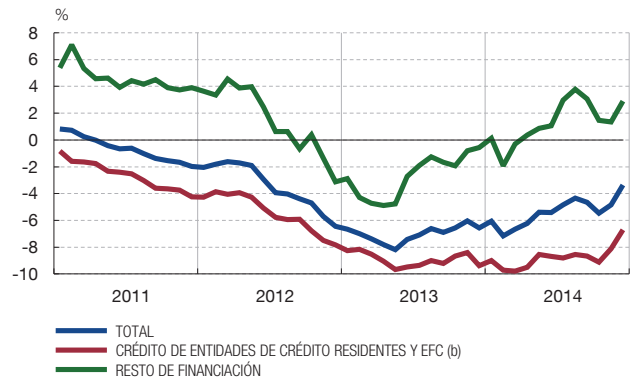
Los indicadores relativos a la industria —sobre todo, los de naturaleza cualitativa— apuntan hacia una prolongación de la fase reciente de dinamismo de la actividad. En concreto, tanto el índice de confianza industrial de la Comisión Europea como, sobre todo, el PMI de manufacturas dieron en enero señales de mayor fortaleza que en el mes anterior, y la utilización de la capacidad productiva se incrementó al inicio de 2015. Respecto a los indicadores cuantitativos, para los que la información se encuentra más retrasada, el índice de producción industrial moderó su caída intermensual en dos décimas, hasta el -0,3% en diciembre.

En los servicios de mercado, los indicadores cualitativos evolucionaron de forma divergente en enero. Por un lado, el PMI registró un fuerte avance, explicado por el aumento del ritmo de expansión de los nuevos pedidos; por otro lado, el índice de confianza de la Comisión Europea se moderó como consecuencia de la evolución de los componentes relativos a la valoración de la actividad reciente y de la demanda esperada. En el caso de los indicadores cuantitativos, las ventas de las grandes empresas del sector siguieron

COSTE DE FINANCIACIÓN



SALDO VIVO DE LA FINANCIACIÓN (b)
(Crecimiento interanual)



FUENTE: Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- b Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb. Tasas calculadas como flujo efectivo acumulado en doce meses entre saldo del mismo mes del año anterior. EFC son establecimientos financieros de crédito.

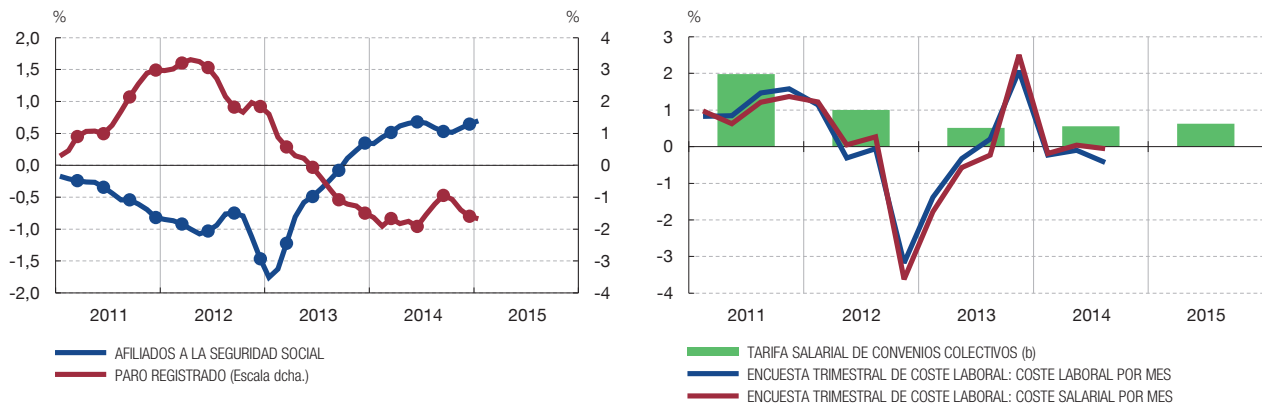
expandiéndose a un ritmo interanual sostenido en diciembre, en tanto que el indicador de actividad del sector servicios ralentizó su tasa de variación interanual hasta el 2,6%, tras retroceder en tasa intermensual en ese mismo mes.

En la construcción, los indicadores contemporáneos prolongaron el tono positivo de los últimos meses, con avances de la cifra de afiliados a la Seguridad Social en el mes de enero y del consumo aparente de cemento en diciembre. En su conjunto, la información disponible apunta a una continuación de la recuperación de la actividad constructora, rasgo que, por tipo de obra, compartirían tanto el componente residencial como el no residencial, de acuerdo con la información disponible hasta noviembre relativa a la concesión de visados de obra nueva y a la licitación oficial en obra civil.

Por lo que respecta a la inversión empresarial, los indicadores cualitativos mantuvieron una evolución favorable en enero, con una mejora del clima de confianza entre los productores de bienes de equipo y una recuperación de la valoración de la cartera de pedidos y de las expectativas de producción futura. Sin embargo, entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga mostraron un tono algo más débil en enero que en meses precedentes. Con información más atrasada, en diciembre se aminoró el ritmo de caída de la producción de bienes de equipo, en tanto que se aceleró significativamente el avance de las importaciones, en ambos casos en tasa interanual.

En diciembre se produjo un descenso generalizado de los costes de financiación de las sociedades no financieras. Así, los tipos de interés de los créditos nuevos se redujeron 16 pb en las operaciones de importe inferior a un millón de euros (hasta el 4,2%) y en 35 pb (hasta el 2,1%) en las de mayor cuantía (véase gráfico 4). También se moderaron ligeramente el coste de los recursos propios, el de los pagarés y el de la emisión de valores de renta fija a largo plazo.

Esta disminución en los costes de financiación continuó favoreciendo la expansión del volumen de las nuevas operaciones crediticias en el segmento de menos de un millón de euros, que avanzó en diciembre a un ritmo interanual del 16%. En las de importe superior a



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

- a Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- b Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta enero de 2015.

esa cifra se observó, por primera vez en todo el año, un aumento en relación con el mismo mes de 2013 (del 2%). En sintonía con esta evolución, la caída interanual en el saldo vivo de la financiación ajena de las sociedades no financieras volvió a reducirse (en 1,4 pp), hasta quedar situada en el 3,4% a finales de 2014. El desglose por instrumentos muestra una importante moderación en el ritmo de descenso, en los últimos doce meses, de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes, que fue del 6,7% (1,4 pp menos que en noviembre), y un aumento en el dinamismo del resto de fuentes de financiación.

El sector exterior

Las exportaciones reales de bienes crecieron en diciembre un 7,2% en tasa interanual, 2,7 pp más que en noviembre. Esta aceleración, bastante generalizada por grupos de productos, fue particularmente intensa en el caso de los bienes energéticos. Por áreas geográficas, el repunte se concentró en las exportaciones comunitarias, que, no obstante, siguieron teniendo un comportamiento menos vigoroso que las destinadas al resto del mundo. Entre estas últimas sobresalió la expansión de las ventas a Estados Unidos y Asia emergente, a la que probablemente esté contribuyendo la depreciación del euro. En cuanto al turismo receptor, en enero continuó registrando un comportamiento positivo. Las llegadas de turistas internacionales aumentaron un 3,6% interanual en el mes de enero, tras los máximos históricos del año anterior.

Como en el caso de las ventas exteriores, también las importaciones reales de bienes acrecentaron su dinamismo en diciembre, al avanzar un 7% interanual (4,3% en noviembre). Por áreas geográficas, la aceleración afectó en mayor medida a las compras no comunitarias, en tanto que, por grupos de productos, destaca el comportamiento expansivo de los componentes de bienes de equipo y, sobre todo, de consumo duradero.

El mercado de trabajo

Los indicadores de empleo mostraron un comportamiento favorable en enero (véase gráfico 5). El crecimiento intermensual de las afiliaciones a la Seguridad Social fue del 0,2%, una décima menos que en el mes anterior, lo que básicamente se debió a la peor evolución del empleo agrícola. La tasa interanual también se desaceleró levemente, hasta el 2,5%. Por su parte, la cifra de desempleados registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) intensificó su descenso en el mes de enero, hasta alcanzar una caída interanual del 6%, tras un retroceso del 5,4% en diciembre.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

La información más reciente acerca de la evolución de la negociación colectiva, referida a enero de este año, apunta a un mantenimiento de la tónica de contención de los aumentos salariales, que, para el conjunto de los convenios colectivos acordados, se sitúa, en promedio, en el 0,6 % para el presente año, una décima por encima de la tasa observada en 2014. Los acuerdos ya cerrados afectan a algo más de un millón de trabajadores, la gran mayoría de los cuales, como es habitual en los primeros meses de cada año, tiene un convenio firmado en ejercicios anteriores, con un incremento salarial medio también del 0,6 %. Los convenios de nueva firma reflejan un incremento del 0,5 %, porcentaje que se refiere a tan solo unos 4.000 asalariados.

La evolución de los precios

En enero se intensificó la caída interanual del IPC en tres décimas, hasta el -1,3 % (véase gráfico 6). Como en meses anteriores, la evolución de este indicador se vio muy condicionada por la trayectoria descendente del precio del petróleo, que se tradujo en una aceleración de la caída del componente energético de casi 3 pp, hasta el -11,4 %. Además, el componente de alimentos no elaborados también redujo su tasa de variación. Entre los componentes del IPSEBENE, los alimentos elaborados y los bienes industriales no energéticos se aceleraron en una décima, en ambos casos hasta el -0,1 %, y en dos los servicios, hasta el 0,5 %, impulsados por los precios del transporte aéreo, los servicios telefónicos y los seguros. Con ello, el IPSEBENE creció un 0,2 %, la primera tasa positiva en los últimos nueve meses. Por su parte, la tasa interanual del IPC no energético repuntó una décima, hasta el 0,1 %.

Por lo que hace referencia a los indicadores que aproximan las presiones inflacionistas futuras, los componentes no energéticos de los índices de precios de bienes industriales tanto de producción nacional como importados siguieron registrando tasas de variación en torno a cero en diciembre, último mes para el que se dispone de información. Por otro lado, en el período transcurrido de febrero, el precio del crudo ha tendido a repuntar, lo que contribuirá a moderar el descenso del IPC en este mes.

El retroceso interanual del IAPC se intensificó también en enero, hasta el -1,5 % (-1,1 % en diciembre de 2014). En el conjunto del área del euro, el descenso de los precios habría sido, de acuerdo con la estimación de avance, del -0,6 % (-0,2 % un mes antes). De confirmarse estos datos, el diferencial negativo entre la inflación española y la del área del euro, medido a través de este indicador, habría permanecido en 0,9 pp.

19.2.2015.