

**Indicadores recientes del entorno exterior**

El tono de los mercados financieros internacionales durante el último mes fue positivo, caracterizado por un mayor apetito por el riesgo y una menor volatilidad (excepto en los mercados cambiarios), a lo que contribuyó el desarrollo del programa de compras de activos del BCE. No obstante, la incertidumbre sobre Grecia se hizo notar tenuemente en algunos segmentos de los mercados europeos. Las bolsas de las economías desarrolladas registraron ganancias moderadas, incluso en Estados Unidos, donde se publicaron datos macroeconómicos peores de lo esperado, lo que aumentó la incertidumbre sobre la fecha en la que puede iniciarse la esperada normalización de los tipos de interés. Por otro lado, las rentabilidades de la deuda a largo plazo de las principales economías se mantuvieron en niveles reducidos, muy parecidos a los del mes anterior. La evolución de los mercados emergentes fue favorable, registrándose subidas de las bolsas superiores al 5 % en todas las regiones y descensos de los diferenciales soberanos. En los mercados cambiarios, el dólar volvió a apreciarse frente a las principales monedas, aunque algo menos que en meses anteriores. Por su parte, los precios de las materias primas se mantuvieron relativamente estables; en particular, el precio del barril de petróleo Brent siguió oscilando en una banda de entre 55 y 60 dólares, si bien en los últimos días se ha situado por encima de ese rango.

La evolución de la actividad en las economías avanzadas no pertenecientes al área del euro mostró ciertas diferencias entre países. En Estados Unidos, los datos publicados —en particular, los de empleo— se situaron por debajo de lo esperado, apuntando a una moderación significativa del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2015. Aunque no parece que esto represente un cambio de tendencia, podría traducirse en un retraso de la primera subida del tipo de interés oficial por parte de la Reserva Federal. Por el contrario, en Japón y en Reino Unido los indicadores más recientes han reflejado un aumento moderado de la actividad, basada en el consumo y, en el caso de Reino Unido, con el apoyo de la demanda externa. Por otra parte, la inflación se situó en marzo en el -0,1 % interanual en Estados Unidos, y en el 0 % en Reino Unido y en Japón (con datos de febrero, excluida la alza impositiva). La tasa subyacente, no obstante, varía entre el 0 % de Japón y el 1,8 % de Estados Unidos.

En las economías emergentes, los datos de actividad más recientes apuntan a que se estaría produciendo una desaceleración adicional del PIB en la mayoría de regiones. En América Latina, los indicadores de alta frecuencia reflejan un menor avance de la actividad en el conjunto de la región, aunque con ciertas diferencias entre países. En Brasil, la actividad se ha debilitado aún más, mientras que en México la recuperación se estaría consolidando, aunque a un ritmo inferior al esperado, y en Chile los datos continuaron siendo positivos. En China, el crecimiento interanual del PIB se situó en el 7 % en el primer trimestre de 2015, tres décimas por debajo del registro del trimestre anterior. La inflación mostró una tendencia descendente en las regiones emergentes, con la excepción de América Latina, donde el promedio de los cinco países de la región con objetivos de inflación aumentó hasta el 5,7 % interanual. En este contexto, los bancos centrales de Rumanía y de Hungría recortaron sus tipos oficiales. En China han seguido produciéndose también avances en el proceso de reforma del sistema financiero, destacando el anuncio de la puesta en marcha del fondo de garantía de depósitos el próximo 1 de mayo, a la vez que el tono de la política monetaria se ha vuelto más expansivo para modular la desaceleración económica.

		2014		2015		
		Nov	Dic	Ene	Feb	Mar
Actividad y precios	Índice de producción industrial	-0,6	0,8	0,4	1,6	
	Comercio al por menor	1,4	3,2	3,2	3,0	
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,6	-10,9	-8,5	-6,7	-3,7
	Indicador de confianza industrial CE	-3,9	-5,0	-4,5	-4,6	-2,9
	PMI de manufacturas	50,1	50,5	51,0	51,0	52,2
	PMI de servicios	51,1	51,6	52,7	53,8	54,2
	IAPC	0,3	-0,2	-0,6	-0,3	-0,1
Variables monetarias y financieras	M3	3,1	3,6	3,7	4,0	
	M1	6,9	7,9	8,9	9,1	
	Crédito a AAPP (c)	0,8	2,0	2,3	1,8	
	Préstamos a hogares	0,7	0,8	0,9	1,0	
	Préstamos a sociedades no financieras	-1,4	-1,1	-0,9	-0,4	
	Eonia	-0,01	-0,03	-0,05	-0,04	-0,05
	Euríbor a tres meses	0,08	0,08	0,06	0,05	0,03
	Euríbor a un año	0,33	0,33	0,30	0,26	0,21
	Rendimiento bonos a diez años	1,62	1,45	1,27	1,21	0,96
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,71	0,76	0,64	0,76	1,09
	Tipo de cambio dólar/euro	1,25	1,23	1,16	1,14	1,08
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (d)	4,60	1,20	6,50	14,40	17,50
						17,50

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.

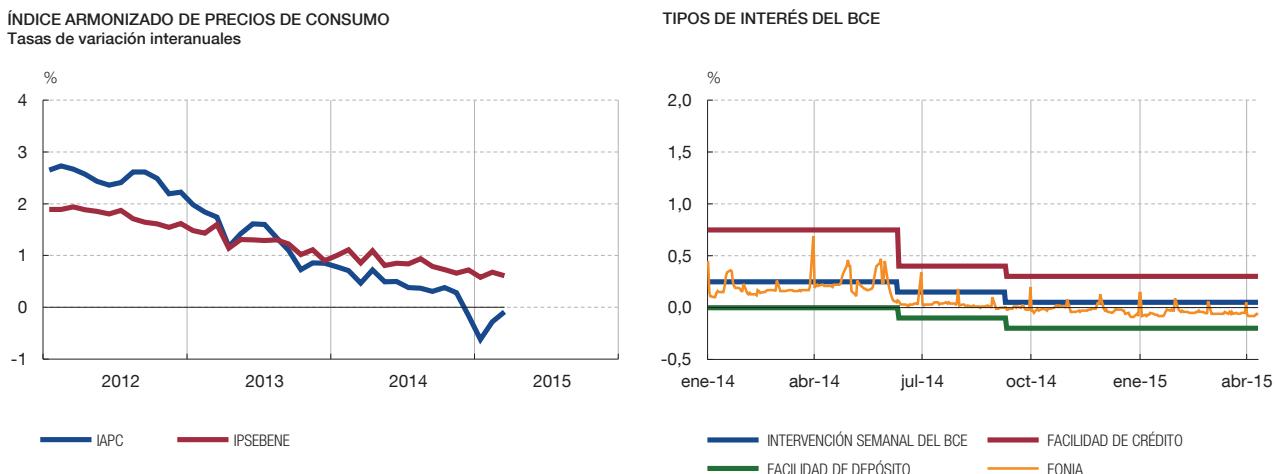
b Datos hasta el día 23 de abril de 2015.

c Incluye préstamos y valores.

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

La información más reciente sobre el área del euro confirma la moderada aceleración del ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año que pronostica la mayoría de las predicciones, si bien la información parcial correspondiente a abril no es tan positiva. Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza de la Comisión Europea y las opiniones de las encuestadas realizadas a los directores de compras —PMI— mejoraron en marzo, aunque estos últimos disminuyeron en abril, según los datos de avance. Otra información más retrasada apunta en esta misma dirección, al apreciarse un fuerte crecimiento de la producción industrial y una nueva moderación de la tasa de paro en febrero. Por el lado de la demanda, la confianza de los consumidores disminuyó en abril, según la estimación de avance, interrumpeando la trayectoria ascendente de los primeros meses del año, y las matriculaciones de automóviles crecieron de forma significativa al cierre del primer trimestre; por su parte, las ventas del comercio al por menor registraron en febrero una ligera contracción, después de cuatro meses de intenso crecimiento. En el ámbito de la inversión, la cartera de pedidos y las expectativas de producción en la industria mejoraron en marzo, al tiempo que destaca un tono más positivo en la cartera de pedidos industriales para exportación.

Las expectativas de crecimiento a medio plazo han mostrado también una cierta mejoría, sustentada en diversos factores, entre los que destacan la caída del precio del petróleo, la depreciación del tipo de cambio del euro y el carácter más expansivo de la política monetaria del Eurosystema. Entre las previsiones más recientes, el Fondo Monetario Internacional, en su último informe de perspectivas de la economía mundial, ha revisado al alza el crecimiento del área del euro para 2015 en tres décimas, hasta un 1,5 %, y para 2016 en



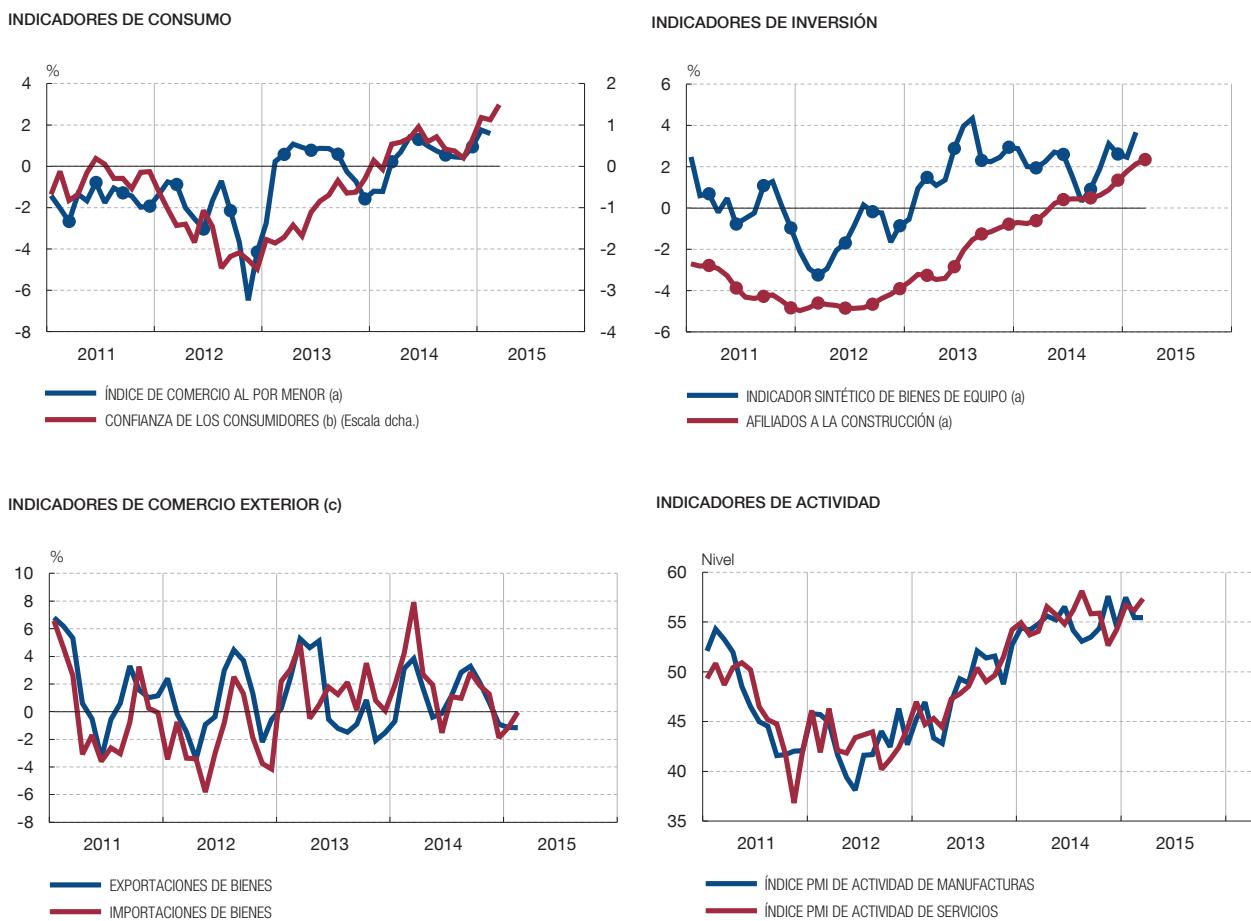
FUENTES: Banco Central Europeo y Eurostat.

dos décimas, hasta un 1,6 %. En la misma línea se sitúa la encuesta al panel de expertos del BCE del segundo trimestre, que eleva el crecimiento este año tres décimas, hasta el 1,4 %, y el próximo año dos décimas, hasta el 1,7 %.

En el ámbito de los precios, la inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó en marzo dos décimas, hasta el -0,1 %, debido a la menor caída de los precios energéticos (véase gráfico 1). Por el contrario, la inflación subyacente, excluyendo energía y alimentos no elaborados, se redujo una décima, hasta el 0,6 % interanual. Las previsiones a medio plazo más recientes, como las del panel de expertos del BCE, han experimentado una cierta corrección al alza, si bien todavía los niveles se sitúan por debajo de la referencia de la autoridad monetaria. Por otra parte, en febrero se moderó también la tasa de caída interanual de los precios industriales en 0,7 puntos, hasta el 2,8 %.

En su reunión del 15 de abril, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo los tipos de interés de referencia (véase gráfico 1) y prosiguió con la implementación del programa de compra de activos, en línea con los objetivos anunciados de 60 mm de euros por mes. El programa está contribuyendo a comprimir los rendimientos de la deuda pública (incluida la de máxima calificación crediticia) respecto a las cotizaciones de finales de marzo. Las tensiones en torno a la conclusión del segundo programa de asistencia financiera a Grecia, sin embargo, afectaron a los diferenciales soberanos y a los mercados de renta variable, interrumpiendo las sendas positivas de los últimos meses. Por su parte, en los mercados de divisas el euro llegó a alcanzar cotizaciones mínimas frente al dólar (1,07 dólares/euro), si bien no definió una tendencia clara en el conjunto de abril, en un contexto de incertidumbre sobre el calendario de las previsibles subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal.

Finalmente, los agregados crediticios mantuvieron una dinámica positiva, con una ligera aceleración del crecimiento de los préstamos a los hogares y una menor caída de los préstamos a sociedades no financieras en febrero. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE correspondiente al primer trimestre muestra una nueva relajación en los criterios de aprobación y una mejoría adicional en las condiciones aplicables, así como expectativas más favorables de demanda en el segundo trimestre. Asimismo, la encuesta recoge una valoración positiva por parte de las entidades financieras del papel



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

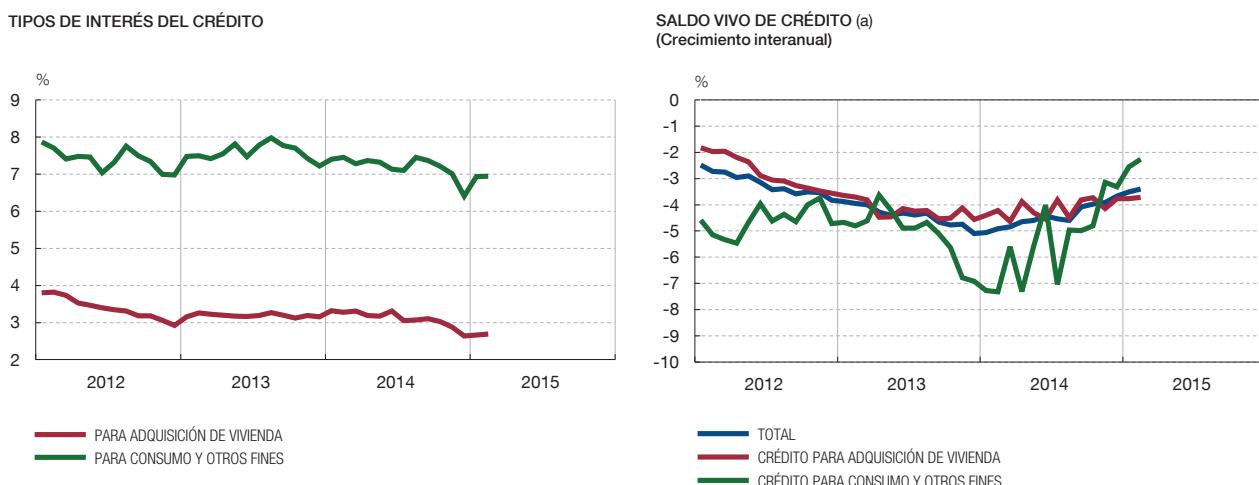
- a Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c Datos de Aduanas. Tasas de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

que el programa de compra de activos del BCE está teniendo a la hora de favorecer esas dinámicas.

#### Indicadores de las decisiones de gasto de los hogares

Los indicadores más recientes relativos al consumo privado apuntan a un mantenimiento del dinamismo que esta variable mostró en la parte final de 2014. En particular, entre los indicadores de opinión, los índices de confianza de los hogares y de los comerciantes minoristas, elaborados por la Comisión Europea, prolongaron hasta marzo el tono expansivo con que empezaron el año (véase gráfico 2). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares siguieron mostrando una notable fortaleza en marzo, con una tasa de crecimiento intermensual del 3,6 %. Con información más retrasada, el índice de comercio al por menor y el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de la Agencia Tributaria continuaron registrando avances interanuales en febrero, aunque algo atenuados con relación a enero. Por el contrario, la producción industrial de bienes de consumo presentó un tono de mayor firmeza en el segundo mes del año en comparación con el primero.

Al inicio de 2015, habría continuado la recuperación de la inversión residencial que comenzó un año antes. En particular, los visados de obra nueva residencial experimentaron



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.

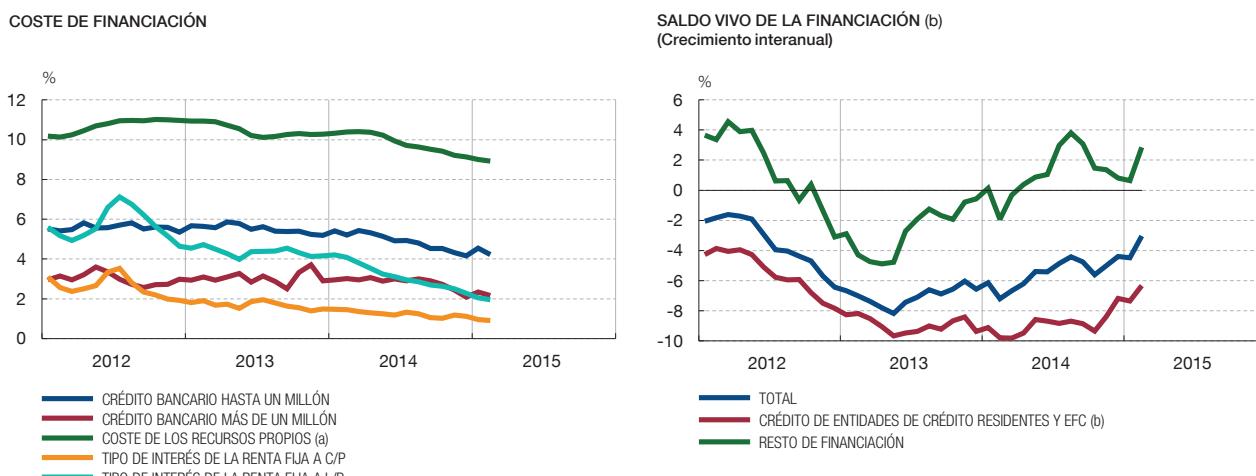
en enero un elevado crecimiento interanual (39 %), mientras que, desde la óptica de la demanda, las transmisiones de viviendas prolongaron en los dos primeros meses del año la tendencia ascendente de finales del ejercicio precedente.

El comportamiento dinámico del gasto de los hogares en el período más reciente se sustenta en el dinamismo del empleo y en la mejora de los condicionantes de naturaleza financiera de los últimos meses. En febrero, los tipos de interés de los préstamos nuevos para la adquisición de vivienda y de los destinados al consumo y otros fines se mantuvieron en torno al 2,7% y al 6,9 %, respectivamente (véase gráfico 3). Por su parte, los volúmenes de nuevas operaciones crecieron a tasas interanuales del 18 % en los dos segmentos, lo que supone aceleraciones de 14 puntos porcentuales (pp) y 2 pp en relación con el mes anterior, respectivamente. Ello se reflejó en una moderación del ritmo de descenso interanual del saldo vivo del crédito bancario concedido al conjunto de hogares, que se situó en el 3,4 %, una décima por debajo de la cifra de enero. El desglose por finalidades muestra una minoración del retroceso tanto de los préstamos para la adquisición de vivienda como de los destinados a consumo y otros fines. Según los datos provisionales más recientes, la caída del saldo del crédito de los hogares habría continuado suavizándose en el mes de marzo.

#### Indicadores de la actividad de las empresas

Los niveles de los principales indicadores cualitativos referidos a la industria siguieron aumentando a lo largo del primer trimestre. Así, el PMI de manufacturas amplió la brecha con respecto a la referencia que, *a priori*, determina la frontera entre la contracción y la expansión de la actividad del sector (el nivel 50 del indicador), y el índice de confianza industrial de la Comisión Europea aceleró su avance en marzo, situándose holgadamente por encima de su media histórica. Dentro de los indicadores cuantitativos, el índice de producción industrial ha confirmado, al inicio del año, la senda de recuperación apuntada a finales de 2014, llegando a registrar en febrero un crecimiento del 0,7 % intermensual, acompañado de una mayor fortaleza de sus principales componentes.

Por lo que se refiere a los servicios de mercado, los principales indicadores cualitativos mostraron también un repunte en el conjunto del primer trimestre. En marzo, el PMI registró un



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.

avance significativo, impulsado por la mejora de los nuevos pedidos (véase gráfico 2). Por su parte, aunque el índice de confianza de la Comisión Europea se moderó levemente en el mismo mes, el nivel alcanzado en marzo es claramente superior al observado al final de 2014. La información publicada de los indicadores cuantitativos apunta en esta misma dirección. Por un lado, tanto las ventas de servicios de las grandes empresas como el indicador de actividad del sector servicios intensificaron en febrero su ritmo interanual de avance.

Los datos más recientes de los indicadores contemporáneos de la construcción apuntan a una continuación de la mejora de la actividad del sector. Entre los relativos al mercado de trabajo, los afiliados a la Seguridad Social experimentaron un avance interanual del 5,4 % en marzo (si bien su tasa intermensual, del 0,8%, se moderó respecto a la de febrero), mientras que, entre los referidos a los consumos intermedios, el consumo aparente de cemento aumentó un 6 % en febrero. Esta mejoría también es perceptible en los indicadores de la actividad futura. En concreto, en enero se aceleraron los visados de obra nueva, tanto residencial como no residencial. Por el contrario, la licitación oficial en obra civil se redujo en ese mes en tasa interanual.

Los indicadores de la inversión empresarial mostraron, en conjunto, un tono positivo al inicio de 2015. Así, entre los de carácter cualitativo, se produjo un nuevo avance en marzo en el clima de confianza de los productores de bienes de equipo, mientras que, entre los cuantitativos, destacó el avance con que cerraron el trimestre las matriculaciones de vehículos de carga. Con información más atrasada, en febrero se observó un leve aumento interanual de la producción de bienes de equipo, mientras que las importaciones de estos bienes experimentaron un notable repunte en dicho mes.

En febrero descendieron de modo generalizado los costes de financiación de las sociedades no financieras, con una caída en los tipos de interés de los créditos nuevos de 32 puntos básicos (pb) en las operaciones de importe inferior a un millón de euros (hasta el 4,2 %) y de 17 pb (hasta el 2,2 %) en las de mayor cuantía (véase gráfico 4). También disminuyeron el coste de los recursos propios (en 7 pb), el de los pagarés (en 5 pb) y el de la emisión de valores de renta fija a largo plazo (en 11 pb).

La moderación del coste 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 febrero a una tasa interanual del 7 %. En cambio, en las de importe superior a esa cifra se observó un ligero retroceso (del 0,7 %). En términos de saldos vivos, la caída interanual de la financiación ajena de las sociedades no financieras se redujo en 1,5 pp, quedando situada en el 3 %. El desglose por instrumentos muestra una moderación en el ritmo de descenso en los últimos doce meses de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes, que fue del 6,3 % (un punto menos que en el mes anterior), y un aumento en el dinamismo del resto de fuentes de financiación. La información provisional para el mes de marzo apunta a una prolongación de la pauta de menor caída en el saldo de la financiación bancaria.

#### El sector exterior

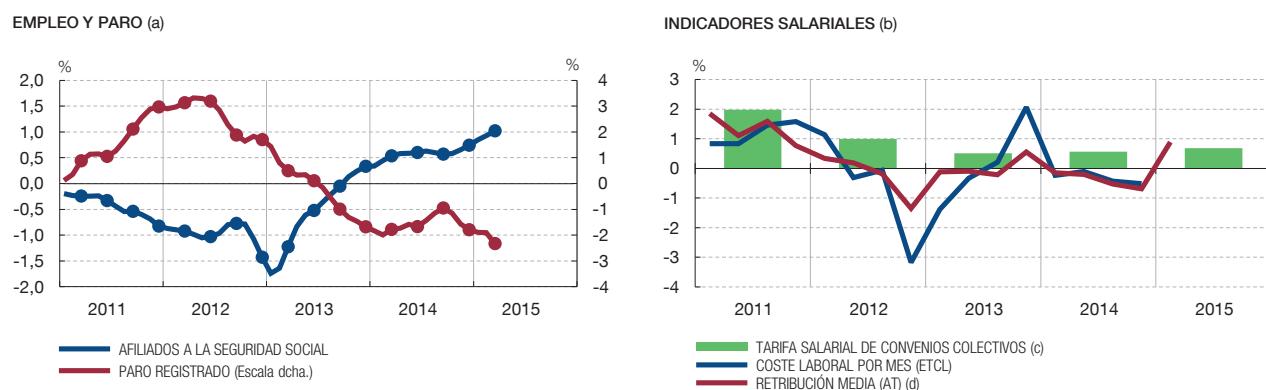
Las exportaciones reales de bienes experimentaron en febrero un crecimiento interanual del 1,5 %, tras el descenso del 3 % en enero. Por grupos de productos, el repunte de febrero fue bastante generalizado, aunque más acusado en el caso de los bienes de consumo duradero, por el empuje de los automóviles. Por áreas geográficas, aumentaron las ventas destinadas a la Unión Europea, mientras que las extracomunitarias retrocedieron por segundo mes consecutivo. En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, las entradas de turistas extranjeros siguieron mostrando una notable fortaleza en marzo. Con datos hasta febrero, el crecimiento del número de pernoctaciones fue, como en meses anteriores, más moderado.

Tras el leve descenso de enero, las importaciones reales de bienes se aceleraron hasta el 6,8 % interanual, en línea con la tasa observada en el último trimestre de 2014. Por áreas geográficas, las importaciones procedentes de la UE avanzaron de forma mucho más pronunciada que las extracomunitarias, en tanto que, por grupos de productos, en febrero sobresalió el crecimiento de las compras al exterior de bienes de equipo y de consumo duradero.

#### El mercado de trabajo

El empleo siguió mostrando un comportamiento favorable en los tres primeros meses de 2015. La Encuesta de Población Activa (EPA) de este período arrojó un aumento intertrimestral de la ocupación del 0,7 % en términos de la serie desestacionalizada (unos 118.000 empleos). En tasa interanual, el aumento fue del 3 %, cinco décimas más que en el trimestre precedente. Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social aumentaron en marzo un 0,4 % intermensual en términos de la serie desestacionalizada, mostrando un crecimiento del 1 % en el conjunto del primer trimestre (véase gráfico 5). De acuerdo con la EPA, la creación de empleo fue generalizada por ramas de actividad en el primer trimestre, salvo en el caso de la agricultura. Los aumentos más intensos, en términos de la serie desestacionalizada, se observaron en la construcción (5,1 %) y la industria (1,5 %), aunque también alcanzaron a las ramas de servicios de mercado (0,4 %) y de no mercado (0,3 %).

Por tipo de contrato, en el primer trimestre se produjo una aceleración hasta el 2,7 % interanual de los asalariados con un contrato indefinido. No obstante, se mantuvo el mayor dinamismo de la contratación temporal. Con esta evolución, la ratio de temporalidad se situó en el 23,6 %, 0,5 pp por encima del nivel del mismo período de 2014. Atendiendo a la duración de la jornada, los ocupados a jornada completa crecieron algo menos que aquellos que tienen un contrato a tiempo parcial, con lo que la ratio de parcialidad se situó en el 16,3 %. Por último, la tasa de paro fue del 23,8 % de la población activa, lo que supone una reducción de 2,1 pp en comparación con el primer trimestre de 2014. El número de individuos desempleados se cifró en 5.444.600, cifra inferior en 488.700 personas a la observada un año antes (-8,2 % en tasa interanual).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Agencia Tributaria 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 Tasas interanuales de las series originales.
- c Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta marzo de 2015.
- d Para el último trimestre, promedio de las tasas interanuales hasta febrero de 2015.

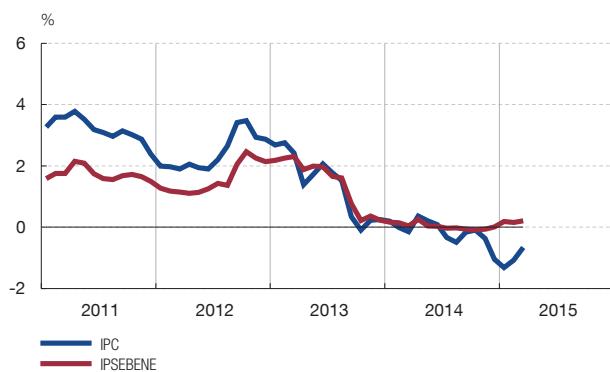
Por lo que se refiere a los costes salariales, la negociación colectiva afectó hasta marzo a unos dos millones de trabajadores, para los cuales el incremento medio acordado para 2015 es de un 0,7 %. Como ocurre habitualmente en los primeros meses del año, la gran mayoría de estos asalariados tiene un convenio firmado en ejercicios anteriores, para los cuales el incremento salarial medio pactado fue del 0,7 %, mientras que para los 50.500 trabajadores que han firmado su convenio en el presente año la subida acordada fue más moderada (del 0,4 %). Por otro lado, según la información de grandes empresas proporcionada por la Agencia Tributaria, la retribución bruta media experimentó una cierta aceleración al inicio del año, hasta crecer el 0,9 % en el promedio de enero y febrero. De acuerdo con la información disponible, este repunte se explicaría, no obstante, por un factor de naturaleza transitoria, ligado a la recuperación en las empresas públicas de una cuarta parte de la paga extra suprimida en diciembre de 2012.

### La evolución de los precios

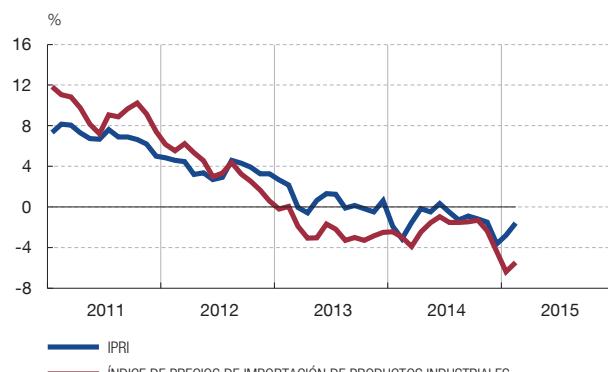
En marzo se moderó en cuatro décimas el ritmo de caída interanual del IPC, hasta el -0,7 % (véase gráfico 6). Esta evolución reflejó el comportamiento de los precios energéticos, cuya caída se atenuó en casi 3 pp, hasta el -7,4 %, fruto de la evolución de los derivados del petróleo. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados aumentaron, como en febrero, un 0,9 % interanual. El ritmo de avance del IPSEBENE, del 0,2%, también coincidió con el observado en el mes anterior. Entre sus componentes, la evolución fue algo más heterogénea. Así, los alimentos elaborados y los servicios aceleraron su tasa de crecimiento en una y dos décimas, respectivamente, hasta el 0,3 % y el 0,4 %. En el segundo caso, el repunte se vio muy influido por la evolución de los precios de los viajes organizados y de los hoteles y otros alojamientos, relacionada con el calendario de la Semana Santa. Por el contrario, los precios de los bienes industriales no energéticos cayeron una décima más que en febrero (hasta el -0,2 %). Con todo ello, el IPC no energético repuntó, como ya ocurriera en cada uno de los dos meses anteriores, en 0,1 pp, situando la tasa interanual en el 0,1 %.

Por su parte, el IAPC moderó en marzo su ritmo de descenso hasta el -0,8 % (-1,2 % en febrero). Esta ralentización de la caída se apreció también en el conjunto del área del euro, aunque en menor medida. En concreto, para la UEM la tasa interanual del IAPC fue del -0,1 %, frente al -0,3 % de un mes antes. Con ello, el diferencial negativo entre la inflación

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

española y la del área del euro, medido a través de este indicador, se estrechó en dos décimas, quedando en 0,7 pp.

Por lo que se refiere 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, mostraron una cierta aceleración al inicio de 2015, con tasas de variación positivas en febrero, especialmente los referidos a las compras al exterior, por la depreciación del tipo de cambio del euro. Por su parte, el precio del crudo en dólares, como se menciona al inicio de este artículo, se ha situado, en el promedio del período transcurrido de abril, en un nivel muy similar al observado en marzo, en el entorno de los 55 a 60 dólares por barril.

23.4.2015.

