

Indicadores recientes del entorno exterior

En el último mes, los mercados financieros internacionales estuvieron dominados por la volatilidad y el aumento de la aversión al riesgo, en un contexto marcado por la intensa caída de los precios del petróleo. En los últimos días, el sentimiento del mercado empeoró adicionalmente tras la inesperada decisión del banco central de Suiza de eliminar el suelo de 1,20 francos suizos por euro, establecido hace tres años para limitar la apreciación del franco, provocando fuertes movimientos en el cruce de ambas monedas. En los mercados cambiarios, además, continuó la apreciación del dólar frente al euro. El deterioro de las bolsas y de los indicadores de riesgo fue más palpable en las economías emergentes, especialmente en las exportadoras de petróleo. En las economías avanzadas, las bolsas registraron ligeras pérdidas, excepto las europeas, mientras que las rentabilidades de la deuda soberana descendieron de forma generalizada. En cuanto a las materias primas, el petróleo mantuvo la tendencia descendente, con el precio del barril de Brent por debajo de los 50 dólares, mientras que los precios de metales y alimentos mostraron retrocesos algo más moderados.

Los datos macroeconómicos continúan reflejando comportamientos divergentes entre las principales economías avanzadas. En Estados Unidos, el crecimiento del PIB del tercer trimestre de 2014 se revisó al alza hasta el 5 %, en tasa intertrimestral anualizada, y el empleo ha mostrado ritmos de avance muy vigorosos en los tres últimos meses del año. Sin embargo, en Japón, tras el descenso del PIB en el tercer trimestre, los indicadores más recientes siguen apuntando a la debilidad de la actividad y a la falta de tracción del consumo, de forma que el Gobierno ha aprobado un nuevo paquete fiscal, y en Reino Unido los indicadores del cuarto trimestre señalan un tono de cierta desaceleración. En las tres economías prosiguió la tendencia descendente de la inflación en diciembre, destacando los recortes en Estados Unidos y Reino Unido, hasta el 0,8 % y el 0,5 %, respectivamente, mientras que las tasas subyacentes se mantienen más estables. Por último, no se han producido cambios de política monetaria ni en Estados Unidos y ni en Reino Unido, y las expectativas de subida de los tipos oficiales han registrado nuevos retrasos, hasta finales de 2015 en Estados Unidos y hasta mediados de 2016 en Reino Unido.

En las economías emergentes se observa una dicotomía entre los exportadores netos de petróleo y materias primas —América Latina, Rusia y países de su entorno— y el resto. En América Latina, las cifras del tercer trimestre pusieron de manifiesto la marcada atonía en la región, destacando los malos registros de Venezuela, Brasil y Argentina, y los más favorables de México y Colombia. En un entorno de alta inflación, aunque con una moderada desaceleración de precios en algunos países, el banco central de Perú redujo su tipo oficial hasta el 3,25 %, mientras que el de Brasil lo incrementó en 50 puntos básicos (pb), hasta el 12,25 %. En otras regiones, cabe mencionar que el incremento del PIB en China se mantuvo en el 7,3 % interanual en el cuarto trimestre, resultando en un avance del 7,4 % en el conjunto de 2014, el crecimiento más bajo de esta economía en 23 años. En Rusia prosiguió el deterioro general de la situación económica y de los principales indicadores financieros como consecuencia del impacto de la caída del precio del petróleo y de las sanciones internacionales, proyectándose una importante caída del PIB en 2015.

La información coyuntural más reciente sobre la actividad económica en la zona del euro es, en su mayor parte, de carácter cualitativo. La confianza, de acuerdo con los indicadores de la Comisión Europea, mejoró en diciembre, con la excepción de la industria; y las

		2014				2015	
		Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	-0,6	0,2	0,8	-0,4		
	Comercio al por menor	1,6	0,4	1,6	1,5		
	Indicador de confianza de los consumidores	-10,0	-11,4	-11,1	-11,5	-10,9	
	Indicador de confianza industrial CE	-5,3	-5,5	-5,1	-4,3	-5,2	
	PMI de manufacturas	50,7	50,3	50,6	50,1	50,5	
	PMI de servicios	53,1	52,3	52,3	51,1	51,6	
	IAPC	0,4	0,3	0,4	0,3	-0,2	
Variables monetarias y financieras	M3	2,0	2,5	2,5	3,1		
	M1	5,9	6,2	6,2	6,9		
	Crédito a AAPP (c)	-1,2	-0,5	-0,2	0,9		
	Préstamos a hogares	0,5	0,5	0,6	0,7		
	Préstamos a sociedades no financieras	-2,0	-1,8	-1,6	-1,3		
	Eonia	0,02	0,01	0,00	-0,01	-0,03	-0,07
	Euríbor a tres meses	0,19	0,10	0,08	0,08	0,08	0,07
	Euríbor a un año	0,47	0,36	0,34	0,33	0,33	0,31
	Rendimiento bonos a diez años	1,99	1,85	1,69	1,62	1,45	1,33
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,44	0,69	0,60	0,71	0,76	0,64
	Tipo de cambio dólar/euro	1,33	1,29	1,27	1,25	1,23	1,18
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (d)	2,00	3,80	0,10	4,60	1,20	3,90	

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 21 de enero de 2015.

c Incluye préstamos y valores.

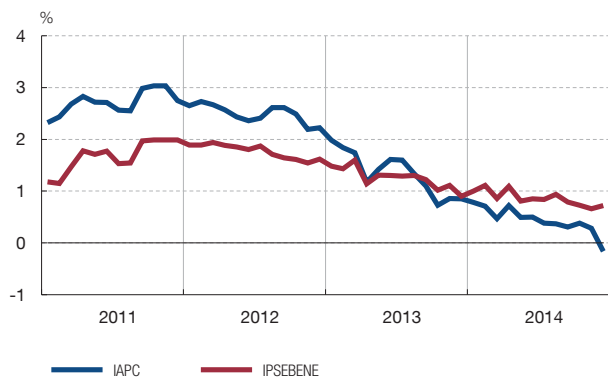
d Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

opiniones de las encuestas realizadas a los directores de compras —PMI— mejoraron en ese mismo mes, aunque en el promedio del trimestre su nivel fue inferior al registrado en el trimestre precedente. Con información más retrasada, la producción industrial avanzó en noviembre a una tasa reducida, similar a la del mes anterior. Por el lado de la demanda, los indicadores referidos al consumo registraron una ligera mejora, que se aprecia tanto en las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles como en la confianza de los consumidores, que se recuperó ligeramente en diciembre. En cambio, la valoración de la cartera de pedidos, que guarda una estrecha relación con la inversión, empeoró.

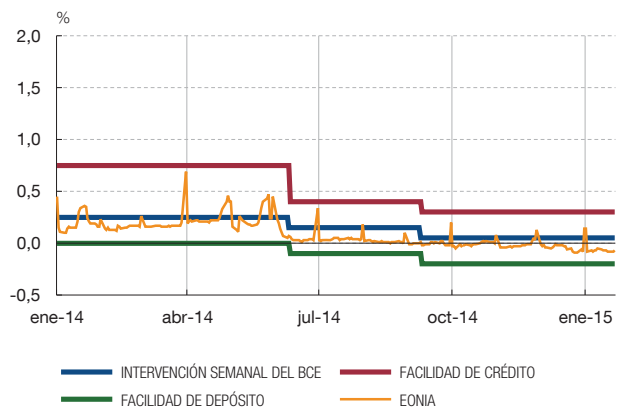
En el ámbito de los precios, la caída de los del petróleo propició que la inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se redujera cinco décimas en diciembre, hasta situarse en valores negativos del -0,2 % (véase gráfico 1). Además de los precios de la energía, los precios de alimentos, alcohol y tabaco se desaceleraron, mientras que la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, mantuvo un avance moderado, del 0,7 %. Por su parte, el índice de precios industriales, que constituye un indicador adelantado de los precios de consumo, aumentó su ritmo de caída en noviembre, hasta el 1,6 %.

En enero entró en vigor el nuevo calendario de reuniones del Consejo de Gobierno del BCE, según el cual las decisiones de política monetaria tendrán lugar cada seis semanas, en lugar de una vez al mes. En la reunión del 22 de enero decidió lanzar un programa extendido de compra de activos en el que se subsumirán los dos programas que ya estaban

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales



TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



FUENTES: Banco Central Europeo y Eurostat.

en marcha, ampliándolos con la incorporación de valores públicos emitidos por Gobiernos, agencias e instituciones europeas del área del euro. Considerando conjuntamente los activos públicos y privados, las adquisiciones ascenderán a 60 mm de euros al mes, comenzarán en marzo de este año y se prorrogarán hasta septiembre del siguiente y, en todo caso, hasta que el Consejo considere que la inflación ha retornado a una senda coherente con el objetivo de mantenerla por debajo, pero cerca, del 2 % en el medio plazo. Los bancos centrales nacionales del área comprarán los nuevos valores públicos en función de su participación en el capital del BCE y compartirán el 20 % de los correspondientes riesgos. Adicionalmente, el Consejo decidió también que el tipo de interés de las nuevas operaciones de financiación vinculadas a la concesión de préstamos (TLTRO) que se realicen a partir de marzo será el vigente en cada momento para las operaciones principales de financiación, eliminando así el diferencial de 10 pb aplicado en las dos primeras.

En ese mes, los tipos de interés en el mercado interbancario continuaron en niveles muy reducidos. La misma tónica se observó en los mercados de bonos soberanos, cuyos tipos se encuentran, en la mayor parte de los países, en mínimos históricos. En los mercados de renta variable, la cotización de las acciones, medida a través del índice EUROSTOXX 50, aumentó cerca de un 4 %, y en los mercados de divisas el euro se depreció un 3,7 % en términos efectivos nominales y un 4,5 % frente al dólar, hasta alcanzar 1,16 dólares/euro.

Por último, en noviembre continuó la mejora de los agregados crediticios, al reducirse el ritmo de caída de los préstamos a las sociedades no financieras en tres décimas, hasta el -1,3 %, mientras que el crecimiento de préstamos a los hogares aumentó una décima, hasta el 0,7 %.

Indicadores de las decisiones de gasto de los hogares

Los indicadores más recientes relacionados con el gasto en consumo privado sugieren un comportamiento algo más dinámico de este componente de la demanda en el tramo final de 2014. La confianza de los hogares, de acuerdo con los indicadores de opinión, repuntó moderadamente en diciembre (véase gráfico 2). En esta dirección apuntan, asimismo, las matriculaciones de vehículos particulares del mes de diciembre (con un aumento intermensual del 0,2 %, tras el descenso de noviembre), así como los indicadores de producción industrial de bienes de consumo y de ventas de bienes y servicios de consumo realizadas por las grandes empresas, referidos en ambos casos a noviembre. Por el contrario,

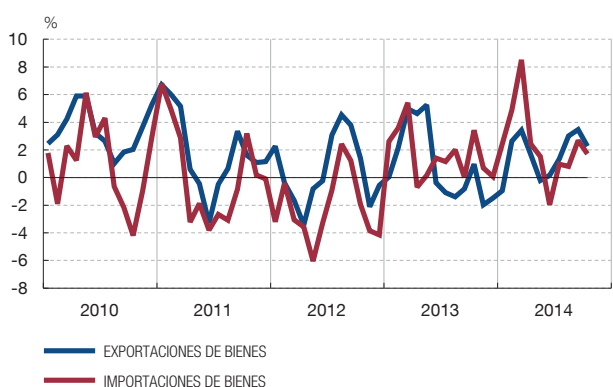
INDICADORES DE CONSUMO



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.

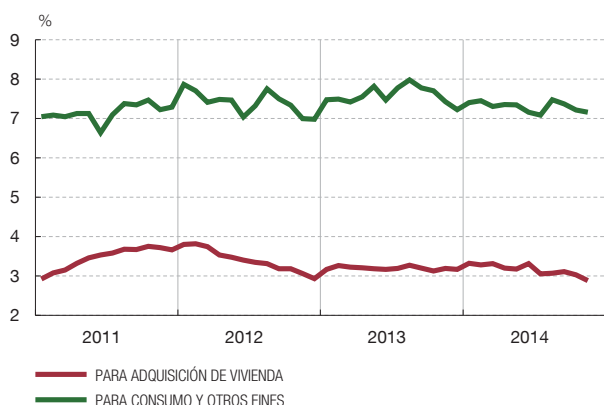
- a Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c Datos de Aduanas. Tasas de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

el comercio al por menor registró un cierto debilitamiento en noviembre, en términos del promedio de los tres meses más recientes sobre los tres anteriores.

Según la información conocida, que comprende hasta octubre de 2014, los visados de obra nueva residencial habían mostrado un cierto repunte en los meses precedentes, aunque desde niveles muy reducidos. Esta evolución apuntaría a una estabilización de la inversión residencial. Por su parte, las transmisiones de viviendas mostraron en el tercer trimestre del pasado año una tasa intertrimestral positiva. Finalmente, en ese mismo período el precio de la vivienda se incrementó un 0,2% intertrimestral, con lo que la tasa interanual se habría situado en el 0,3% en ese trimestre.

El ahorro de los hogares siguió en el tercer trimestre de 2014 la senda descendente mostrada desde el comienzo del año, hasta situarse en el 9,1% de la renta disponible en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta evolución se explica por la fortaleza del gasto de consumo en términos nominales, en un contexto en que la renta disponible pasó a registrar un pequeño avance, como consecuencia principalmente de la mejora de la aportación de las rentas laborales. La capacidad de financiación del sector se moderó hasta el 2,5% del PIB.

TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO



SALDO VIVO DE CRÉDITO (a)
(Crecimiento interanual)



FUENTE: Banco de España.

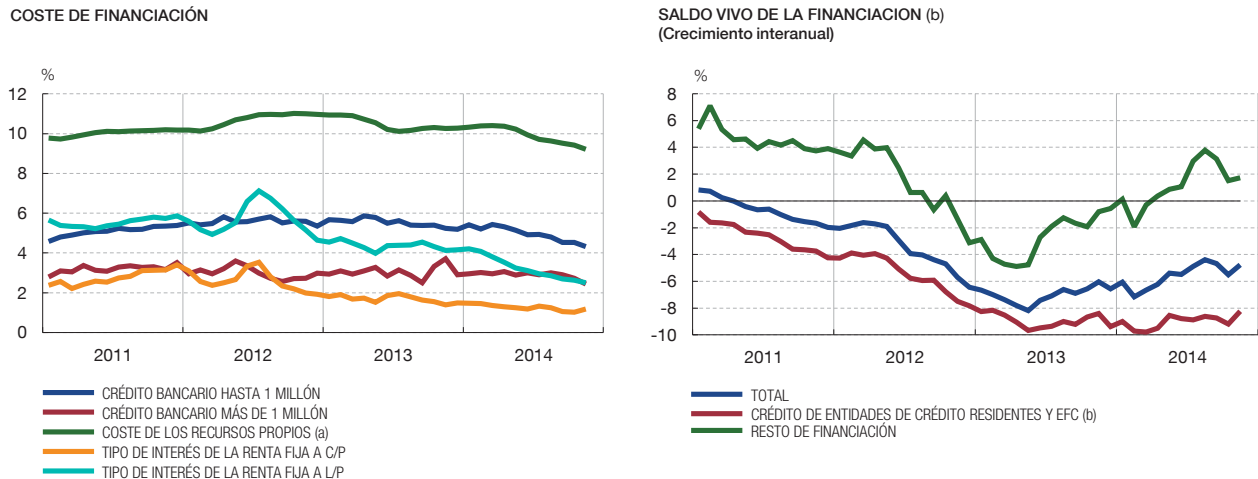
a Incluye los créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb. Tasas calculadas como flujo efectivo acumulado en doce meses entre saldo del mismo mes del año anterior.

Junto con el favorable comportamiento del mercado de trabajo, la mejora de los condicionantes financieros ha constituido un elemento dinamizador del gasto de los hogares en el período más reciente. Los tipos de interés de los préstamos nuevos para adquisición de vivienda y de los destinados al consumo y otros fines descendieron, en noviembre, en 14 pb y 6 pb, respectivamente, hasta quedar situados en el 2,9 % y el 7,2 % (véase gráfico 3). Esta reducción en el coste de la financiación de las familias continuó alentando el avance de los volúmenes de las nuevas operaciones, que crecieron ese mes a una tasa interanual superior al 30 %. Ello siguió reflejándose en una leve moderación del ritmo de descenso interanual del saldo vivo del crédito bancario concedido a este sector, que se situó en el 3,9 %, una décima por debajo de la cifra de octubre. El desglose por finalidades revela una minoración del retroceso del crédito destinado al consumo y otros fines y un repunte de la caída interanual del saldo de los préstamos para adquisición de vivienda.

Indicadores de la actividad de las empresas

En la industria, los dos principales indicadores cualitativos de la actividad del sector (el índice de confianza industrial de la Comisión Europea y el PMI de manufacturas) mostraron en diciembre un tono de menor fortaleza en comparación con el mes anterior, aunque se mantuvieron en niveles coherentes con una continuación de la expansión de la actividad. Por su parte, el índice de producción industrial (IPI) moderó su caída intermensual cuatro décimas en noviembre, hasta el -0,1 %, mientras que el componente no energético mostró un comportamiento algo más favorable, con un modesto avance intermensual. Desde una perspectiva temporal algo más amplia, el IPI mostró en el penúltimo mes de 2014 un tono similar al observado desde el verano.

En los servicios de mercado, los indicadores de opinión registraron aumentos en diciembre, explicados tanto por los componentes relacionados con la valoración de la actividad reciente como por los que recogen la valoración de los nuevos pedidos. En el caso de los indicadores cuantitativos, las ventas de las grandes empresas del sector acrecentaron su tono expansivo en noviembre. Por contra, el indicador de actividad del sector servicios experimentó una pérdida de dinamismo en ese mismo mes (al registrar una tasa nula intermensual), con una ralentización generalizada por ramas.



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.

En la construcción, los indicadores contemporáneos mostraron un repunte, cabiendo destacar la aceleración de la cifra de afiliados a la Seguridad Social en el mes de diciembre. Por su parte, el consumo aparente de cemento volvió a crecer en noviembre. En su conjunto, la información disponible apunta a una continuación de la trayectoria de recuperación de la actividad constructora, rasgo que, desde el punto de vista del tipo de obra, compartirían tanto el componente residencial como el no residencial. Cabe esperar una prolongación de estas tendencias en ambos segmentos, según se desprende de la información disponible hasta octubre referida a la licitación de obra nueva.

Por lo que respecta a los indicadores relativos a la inversión empresarial, las matriculaciones de vehículos de carga aceleraron su ritmo de avance en diciembre. Además, el ritmo de caída interanual de la producción de bienes de equipo se aminoró en noviembre. Por el contrario, las importaciones de este tipo de bienes experimentaron una notable ralentización en ese mismo mes. Los indicadores cualitativos tuvieron también una evolución favorable, con una mejora del clima de confianza entre los productores de este tipo de bienes y una recuperación de la cartera de pedidos en diciembre.

El ahorro empresarial se desaceleró en el tercer trimestre del pasado año, hasta retroceder un 7,2%, como consecuencia, sobre todo, de la caída del excedente bruto de explotación. Esta evolución se tradujo en una disminución de la capacidad de financiación del sector, que se situó en el 1,8% del PIB.

Como en el caso de los hogares, la actividad empresarial se habría visto favorecida también en los últimos meses por una cierta mejora en las condiciones financieras. Los tipos de interés de los créditos nuevos a las sociedades no financieras siguieron reduciéndose en noviembre, con una caída de 20 pb en las operaciones de importe inferior a 1 millón de euros (hasta el 4,3%) y de 30 pb (hasta el 2,4%) en las de mayor cuantía (véase gráfico 4). En ese mismo mes también descendieron el coste de los recursos propios (en 21 pb) y el de la emisión de valores de renta fija a largo plazo (en 13 pb), mientras que el de los pagarés repuntó 16 pb.

La disminución en el coste de financiación continuó favoreciendo la expansión del volumen de las nuevas operaciones crediticias en el segmento de menos de 1 millón de euros, que avanzó en noviembre a un ritmo interanual del 5 %. En cambio, en las de importe superior a esa cifra se siguieron observando retrocesos, que están en parte relacionados con la sustitución de préstamos bancarios por otras fuentes de financiación que vienen realizando algunas grandes empresas. En términos de saldos vivos, la caída interanual de la financiación ajena de las sociedades no financieras se redujo siete décimas, quedando situada en el 4,8 % en el mismo período. 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 8,2 % (1 pp menos que en octubre), y un ligero aumento en el dinamismo del resto de fuentes de financiación.

El sector exterior

Las exportaciones reales de bienes se desaceleraron en noviembre hasta el 4,5 % interanual, 2,1 puntos porcentuales (pp) menos que en octubre, según los datos de Aduanas. La ralentización, bastante generalizada por grupos de productos, fue particularmente intensa en el caso de los bienes de equipo. Por el contrario, las ventas al exterior de bienes de consumo duradero registraron un notable repunte. Por áreas geográficas, como viene ocurriendo en los últimos meses, las exportaciones comunitarias tuvieron un comportamiento mucho menos vigoroso que las destinadas al resto del mundo, entre las que sobresalió la expansión de los mercados de Estados Unidos y Asia emergente, a la que probablemente esté contribuyendo la depreciación del euro.

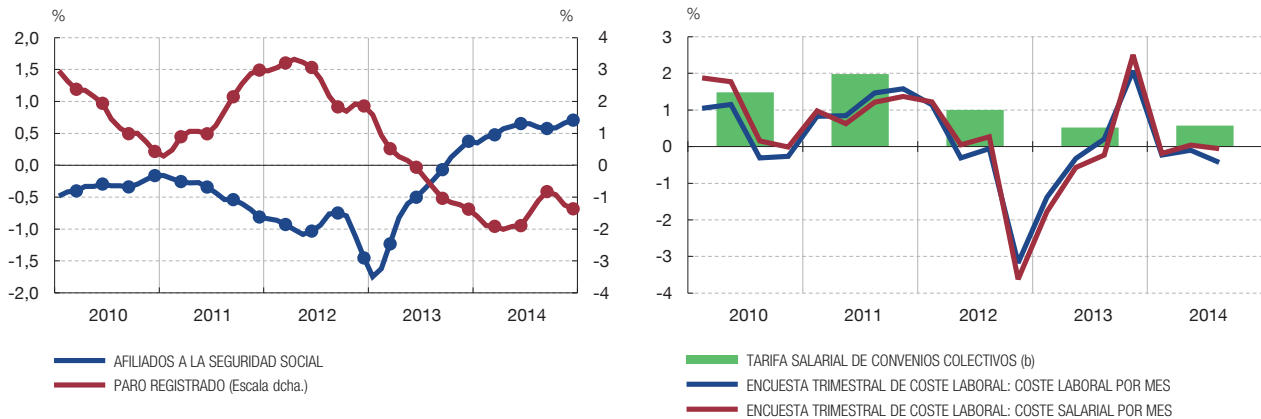
En diciembre continuó el dinamismo del turismo receptor. Las entradas de visitantes extranjeros y las pernoctaciones hoteleras arrojaron aumentos en el promedio anual del 7,1 % y del 2,6 %, respectivamente. El número de turistas extranjeros alcanzó un nuevo máximo histórico en 2014, cifrándose en casi 65 millones de visitantes del resto del mundo. El gasto nominal de los turistas —para el cual solo existen datos hasta noviembre— ha mostrado recientemente un comportamiento algo menos dinámico, pues el aumento en el número de turistas ha seguido viéndose contrarrestado parcialmente por los ligeros descensos del gasto medio por estancia, relacionados con el fuerte crecimiento de la modalidad de alojamiento en establecimientos no hoteleros.

Como en el caso de las ventas exteriores, también las importaciones reales de bienes atenuaron su dinamismo en noviembre, al avanzar un 4,3 % (9,9 % en octubre). La desaceleración afectó tanto a las compras a los países de la UE como a las que tienen por origen el resto del mundo, si bien estas últimas siguieron creciendo a mayor ritmo. Por grupos de productos, el patrón observado se asemeja al descrito para la vertiente exportadora, con una ralentización notable de los bienes de equipo y un repunte de los bienes de consumo duradero.

En el tercer trimestre, la capacidad de financiación de la nación disminuyó cuatro décimas en términos acumulados de cuatro trimestres, hasta el 0,6 % del PIB.

El mercado de trabajo

El empleo siguió mostrando un comportamiento muy favorable a finales de 2014. La Encuesta de Población Activa (EPA) del cuarto trimestre arrojó un aumento intertrimestral de la ocupación del 0,9 % en términos de la serie desestacionalizada (0,5 % en el tercer trimestre), dando lugar a la creación de 434.000 empleos (2,5 %) respecto a finales de 2013. Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social se incrementaron a una tasa intermensual del 0,3 % en diciembre, crecimiento análogo al observado un mes antes, lo que permitió cerrar el trimestre con una tasa intertrimestral del 0,7 % (véase gráfico 5). Según la EPA, la creación de empleo en el último trimestre fue generalizada por ramas de actividad,



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 diciembre de 2014.

salvo en la agricultura, destacando el aumento en la construcción, tras los fuertes descensos observados desde 2007. Por tipo de contrato, los asalariados temporales mantuvieron un mayor dinamismo (5,3 % en tasa interanual), aunque el crecimiento de aquellos con contrato indefinido se aceleró hasta el 2 % en tasa interanual (1,3 % en el tercer trimestre). En conjunto, la ratio de temporalidad se situó en el 24,2 %, 0,5 pp por encima de su nivel de un año antes. Por duración de la jornada, los ocupados a jornada completa crecieron a un ritmo similar al observado entre los ocupados a tiempo parcial, lo que situó la ratio de parcialidad en el 16,1 %, nivel análogo al del último trimestre de 2013. Finalmente, la tasa de paro permaneció en el 23,7 % de la población activa, 2 pp menos que en el tramo final de 2013, y el número de desempleados (5.457.700 personas) se redujo en 478.000 en el último año.

En el ámbito de los costes laborales, el aumento de las tarifas salariales pactado para 2014 en los convenios colectivos registrados en el conjunto del pasado año asciende, en promedio, al 0,57 %. Esta tasa, muy similar a la que se vino observando desde enero, se encuentra en línea con las recomendaciones del Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva. La subida media de las tarifas fue algo inferior en el caso de los convenios firmados en ejercicios precedentes (0,54 %) que en los firmados en 2014 (0,62 %). El número de trabajadores afectados por los convenios registrados el pasado año ascendió a 4,8 millones, de los que un 67 % correspondió a acuerdos firmados en ejercicios precedentes, y el resto, a convenios de nueva firma. Por otro lado, con información hasta noviembre, el indicador de retribución media bruta en las grandes empresas arroja descensos de en torno a 0,5 pp.

La evolución de los precios

La evolución de los precios en el tramo final de 2014 se vio fuertemente afectada por la continuación del pronunciado descenso del precio del crudo en los mercados internacionales, lo que provocó una disminución interanual del IPC más acusada en diciembre, hasta el -1 % (-0,4 % en noviembre) (véase gráfico 6). El componente energético registró un retroceso del 8,5 %, caída que supera en 5 pp la observada en noviembre. Por el contrario, la tasa de variación del IPC sin energía permaneció en el mismo nivel que en los dos meses precedentes (del 0 %) y el IPSEBENE se aceleró una décima (situándose igualmente en el 0 %). Dentro de este indicador, los incrementos interanuales de los bienes industriales

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

no energéticos y de los servicios repuntaron 0,1 pp, hasta el -0,2 % y el 0,3 %, respectivamente. El ritmo de variación de los alimentos elaborados fue, como en noviembre, del -0,2 %, y el de los no elaborados cayó 1,6 pp, hasta el -0,4 %. Entre los indicadores de las presiones inflacionistas futuras, los índices de precios de producción nacional y de importación de productos industriales han mostrado también una caída en el período más reciente para el que se dispone de información, aunque esta evolución se transforma en modestos repuntes una vez que se descuenta el componente energético.

En diciembre también se intensificó la caída interanual del IAPC, en seis décimas, hasta el -1,1 %. En el conjunto del área del euro, el descenso de los precios fue cinco décimas mayor (hasta el -0,2 %), por lo que el diferencial entre la tasa de este indicador en España y en la UEM pasó de -0,8 pp a -0,9 pp. Este aumento del diferencial negativo respondió al comportamiento del componente energético. Los diferenciales en términos del IAPC sin energía y del IAPC sin energía ni alimentos no elaborados permanecieron en -0,7pp y -0,9 pp, respectivamente.

22.1.2015.

