

Indicadores recientes del entorno exterior

Los mercados financieros internacionales no alteraron significativamente sus tendencias durante el último mes, pese al entorno de elevada incertidumbre, generada por las negociaciones entre Grecia y la UE, y la brusca corrección de la bolsa en China. Los índices de volatilidad apenas registraron variaciones significativas y los movimientos de huida hacia la calidad fueron moderados. Los tipos de interés a largo plazo tampoco experimentaron cambios importantes, y en los mercados cambiarios se registró una ligera apreciación del dólar frente a las principales divisas, que fue más acusada frente a las monedas de los países exportadores de materias primas. Tras el acuerdo de la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro de iniciar el proceso para la concesión de un tercer programa de ayuda a Grecia, los mercados bursátiles europeos recuperaron las pérdidas que habían experimentado y se corrigió algo la depreciación del euro frente al dólar. En los mercados emergentes se mantuvo el tono negativo registrado desde mediados de mayo, con retrocesos de las bolsas, aumentos de los diferenciales soberanos y depreciaciones de las divisas (con la excepción de la lira turca). La bolsa china registró una notable caída (que llegó a superar el 30 %) a partir de mediados de junio, tras el fuerte avance experimentado desde agosto de 2014 —asociado, en parte, al proceso de liberalización financiera—; esto llevó a las autoridades chinas a adoptar diversas medidas para frenar la corrección. Por su parte, los precios de las materias primas descendieron de manera generalizada a lo largo del último mes. En el caso del petróleo, el precio del barril de crudo Brent cayó unos 10 dólares y cotiza en el entorno de los 55 dólares.

La evolución de la actividad en las principales economías avanzadas, fuera del área del euro, apunta a una cierta mejoría, excepto en el caso de Japón. En Estados Unidos, los indicadores disponibles del segundo trimestre sugieren un avance del PIB, ligeramente por encima del potencial, en un entorno de menor creación neta de empleo, durante el primer semestre de 2015 (promedio mensual de 208.000 empleos netos, frente a 260.000 en 2014). En Reino Unido, los datos más recientes parecen indicar una leve mejora de la actividad en el segundo trimestre, si bien se aprecia una ligera ralentización en la creación de empleo. En Japón, los indicadores de actividad se han deteriorado, aunque avanzan la confianza empresarial y del consumidor y el gasto en consumo real, en un contexto de fortaleza del mercado de trabajo. Por su parte, la inflación siguió siendo muy moderada, al situarse en junio en el 0,3 % y en el 0 % interanual en Estados Unidos y Reino Unido, respectivamente, y en Japón en el 0,1 % en mayo. La tasa subyacente oscila entre el 0,4 % de Japón y el 1,8 % de Estados Unidos.

En las economías emergentes, los datos de actividad sugieren que la senda de suave desaceleración se mantiene en la mayoría de regiones. En América Latina, la publicación de los datos de Contabilidad Nacional del primer trimestre arroja un crecimiento del PIB del 0,2 % trimestral (0,6 % interanual), frente al 0,4 % (1,1 %) previo, en los seis principales países. La región se encamina al que sería el quinto año consecutivo de ralentización de la actividad, en un entorno de deterioro generalizado de sus cuentas fiscales. La inflación de los cinco países con objetivos de inflación repuntó en junio tres décimas, hasta el 6,1 % interanual; en este contexto, Brasil volvió a elevar el tipo oficial en 50 puntos básicos (pb), hasta el 14,25 %. En China, el crecimiento del PIB del segundo trimestre se mantuvo en el 7 %, sustentado en una aceleración de la producción industrial. Las autoridades intervinieron decididamente para estabilizar la bolsa y se centraron en preservar la estabilidad del sistema bancario frente a un posible contagio. En el resto de las economías

		2015					
		Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	1,9	2,1	0,9	1,6		
	Comercio al por menor	2,4	1,8	2,7	2,4		
	Indicador de confianza de los consumidores	-6,7	-3,7	-4,6	-5,6	-5,6	-7,1
	Indicador de confianza industrial CE	-4,6	-2,9	-3,2	-3,0	-3,4	
	PMI de manufacturas	51,0	52,2	52,0	52,3	52,5	
	PMI de servicios	53,8	54,2	54,1	53,8	54,4	
	IAPC	-0,3	-0,1	0,0	0,3	0,2	
Variables monetarias y financieras	M3	4,1	4,7	5,3	5,0		
	M1	9,1	10,0	10,5	11,2		
	Crédito a AAPP (c)	1,9	2,8	3,8	4,0		
	Préstamos a hogares	1,0	1,1	1,3	1,4		
	Préstamos a sociedades no financieras	-0,3	-0,2	-0,1	0,1		
	Eonia	-0,04	-0,05	-0,07	-0,11	-0,12	-0,12
	Euríbor a tres meses	0,05	0,03	0,00	-0,01	-0,01	-0,02
	Euríbor a un año	0,26	0,21	0,18	0,17	0,16	0,17
	Rendimiento bonos a diez años	1,21	0,96	0,85	1,34	1,67	1,59
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,76	1,09	1,07	0,86	0,69	0,78
	Tipo de cambio dólar/euro	1,14	1,08	1,08	1,12	1,12	1,10
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (d)	14,40	17,50	14,90	13,50	8,80	15,50

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 23 de julio de 2015.

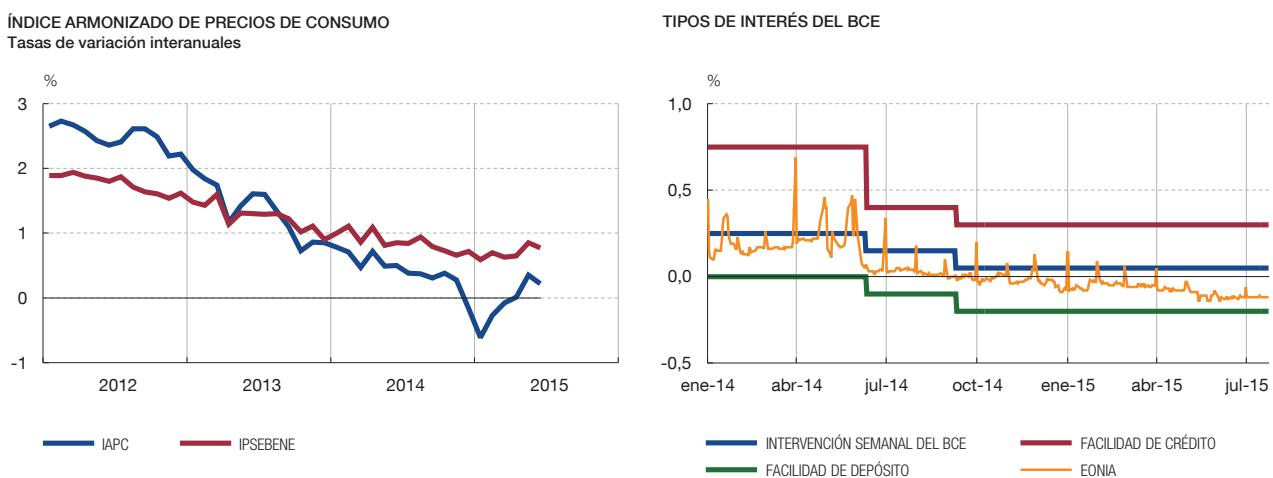
c Incluye préstamos y valores.

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

emergentes asiáticas, los indicadores más recientes sugieren un menor dinamismo, excepto posiblemente en el caso de la India. Los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro se siguen diferenciando del resto de emergentes por un crecimiento robusto, en un entorno de baja inflación y política monetaria relajada.

La información más reciente sobre el área del euro apunta a la continuidad de la recuperación en el segundo trimestre del año. Por el lado de la oferta, los indicadores de confianza de la Comisión Europea empeoraron ligeramente en junio, aunque mostraron una mejoría respecto al trimestre anterior, y las opiniones de las encuestas realizadas a los directores de compras —PMI— continuaron recogiendo un ritmo notable de expansión, tanto en la industria como en los servicios. Con información más retrasada, la producción industrial registró en mayo una ligera contracción, mientras que la tasa de paro permaneció estable. Por el lado de la demanda, la confianza de los consumidores disminuyó en junio y en julio, si bien en el segundo trimestre mantuvo una mejora respecto al primero, y las matriculaciones de automóviles crecieron de forma significativa al cierre del segundo trimestre; por su parte, las ventas del comercio al por menor registraron en mayo un ligero aumento, después del intenso crecimiento del mes anterior. En el ámbito de la inversión, la cartera de pedidos y las expectativas de producción en la industria empeoraron en junio, al tiempo que la cartera de pedidos industriales para exportación mostró un tono más negativo.

Las expectativas de crecimiento a medio plazo apenas se han revisado en los últimos meses. Entre las previsiones más recientes, el Fondo Monetario Internacional, en su último



FUENTES: Banco Central Europeo y Eurostat.

informe de perspectivas de la economía mundial del mes de julio, ha mantenido el crecimiento del área del euro para 2015 en el 1,5 %, y ha revisado al alza el crecimiento para 2016 en una décima, hasta el 1,7 %. En la misma línea se sitúa la encuesta al panel de expertos del BCE del tercer trimestre, que mantiene el crecimiento este año en el 1,4 % y lo eleva el próximo año una décima, hasta el 1,8 %.

En el ámbito de los precios, la inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, disminuyó en junio una décima, hasta el 0,2 %, debido a la desaceleración en los servicios (véase gráfico 1). La inflación subyacente, excluyendo energía y alimentos no elaborados, también se moderó una décima, hasta el 0,8 % interanual, a pesar de la nueva aceleración en los precios de los bienes industriales no energéticos, que reflejaron los efectos de la reciente depreciación del tipo de cambio. Por otra parte, en mayo se redujo la tasa de caída interanual de los precios industriales en 0,1 puntos, hasta el 2 %. Las previsiones recientes de inflación, como las del panel de expertos del BCE, tampoco han experimentado cambios significativos.

En su reunión del 16 de julio, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo los tipos de interés de referencia (véase gráfico 1), mientras que, por lo que se refiere al programa de compra de activos, en mayo y junio se realizaron adquisiciones por encima de la referencia de 60 mm de euros por mes, anticipando la menor actividad que presentan los mercados durante el período estival.

La volatilidad que venían mostrando los mercados financieros desde mediados de abril se acentuó por la incertidumbre en torno a la finalización del segundo programa de asistencia a Grecia, que no pudo atender el vencimiento de un tramo del préstamo del FMI y tuvo que establecer controles de capital a finales de junio. El acuerdo alcanzado el pasado 12 de julio entre el Gobierno griego y las instituciones y otros Gobiernos europeos abre las puertas para que se negocie un tercer programa, que deberá permitir afrontar las necesidades de financiación a corto y medio plazo del país, sujeto a una condicionalidad cuyo diseño todavía se encuentra pendiente de concreción.

En este contexto, las cotizaciones en las bolsas europeas registraron una caída significativa en los últimos días de junio, que revirtieron posteriormente tras el acuerdo sobre Grecia,

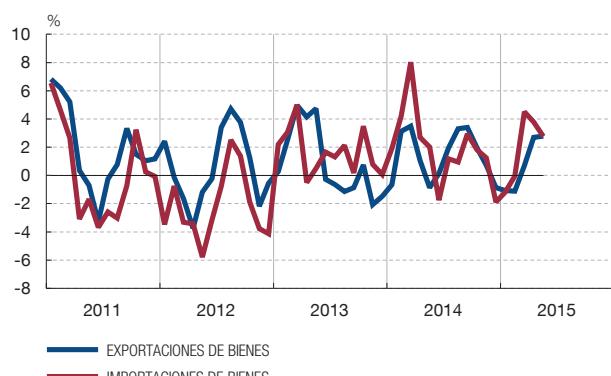
INDICADORES DE CONSUMO



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.

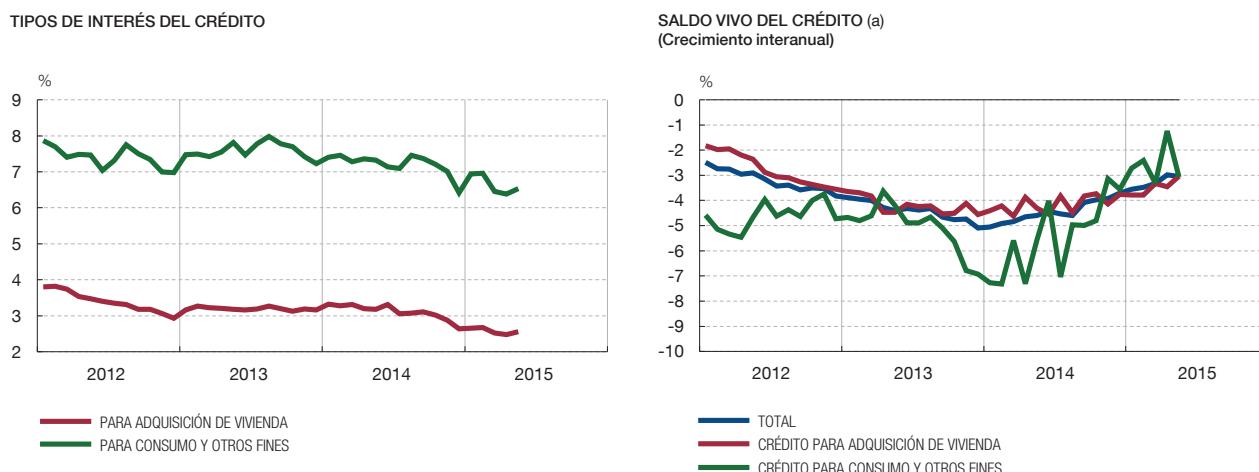
- a Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c Datos de Aduanas. Tasas de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

mientras que, en los mercados de deuda soberana, los diferenciales de rentabilidad a diez años volvieron a situarse en los niveles medios de mayo, tras un notable tensiónamiento, si bien la corrección no ha sido completa en vencimientos más cortos. Por su parte, en los mercados de divisas el euro se ha mantenido relativamente estable, promediando en julio una cotización de 1,11 dólares/euro.

Finalmente, en mayo los agregados crediticios mantuvieron una dinámica positiva, con una mejora del crecimiento de los préstamos tanto a los hogares como a sociedades no financieras, alcanzando estos últimos un crecimiento interanual positivo por primera vez en los últimos tres años. En la misma línea, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE correspondiente al segundo trimestre muestra un mantenimiento de la relajación en los criterios de aprobación y una mejoría adicional en las condiciones aplicables, así como expectativas más favorables de demanda en el tercer trimestre.

Indicadores de las decisiones de gasto de los hogares

El consumo privado habría mantenido un elevado dinamismo al final del segundo trimestre del año, de acuerdo con la información disponible. Entre los indicadores cualitativos, tanto el índice de confianza de los consumidores como el de los comerciantes minoristas registraron pequeñas disminuciones en junio, si bien continuaron en niveles próximos a sus máximos históricos (véase gráfico 2). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones



FUENTE: Banco de España.

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

de automóviles particulares se incrementaron un 1,6 % en junio en términos intermensuales, impulsadas por una nueva edición del Plan PIVE. Con información más retrasada, el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de la Agencia Tributaria y la producción industrial de bienes de consumo registraron una evolución favorable en mayo, con un aumento de su ritmo de avance interanual. Por el contrario, en ese mismo mes se desaceleró moderadamente el indicador de comercio al por menor.

El proceso de recuperación de la inversión residencial iniciado a comienzos de 2014 habría proseguido en los últimos meses, a tenor de la información disponible. En cuanto a la oferta, los visados de obra nueva residencial acumularon un aumento interanual superior al 40 % en el primer cuatrimestre de 2015. Por el lado de la demanda, las compraventas de viviendas han mantenido, con datos hasta mayo, la tendencia alcista de los meses precedentes.

Este comportamiento expansivo del gasto de los hogares en el período más reciente ha seguido sustentándose en la tendencia favorable del empleo y de los condicionantes de naturaleza financiera. En mayo, los volúmenes de las nuevas operaciones crediticias continuaron creciendo en términos interanuales (23 % en el segmento de vivienda y 14 % en el de consumo y otros fines), a pesar del ligero repunte de los tipos de interés de los préstamos nuevos, que fue de 8 pb y de 15 pb en los destinados a la adquisición de vivienda y al consumo y otros fines, respectivamente, en relación con el mes anterior, hasta quedar situados en el 2,6 % y en el 6,5 % (véase gráfico 3). Por su parte, el ritmo de descenso interanual del saldo vivo del crédito bancario concedido a este sector fue del 3 %, similar al registrado en abril. Atendiendo al desglose por finalidades, se observó un menor retroceso en los préstamos para adquisición de vivienda y un repunte de la caída interanual en los destinados a consumo y otros fines.

Indicadores de la actividad de las empresas

Entre los indicadores cualitativos referidos a la industria, el PMI de manufacturas experimentó un ligero descenso en junio, en un contexto de moderación del ritmo de expansión de los nuevos pedidos. En todo caso, este indicador continúa holgadamente por encima del nivel de 50 (que, *a priori*, constituye la frontera entre la contracción y la expansión de la actividad del sector). Por su parte, el índice de confianza industrial de la Comisión Europea

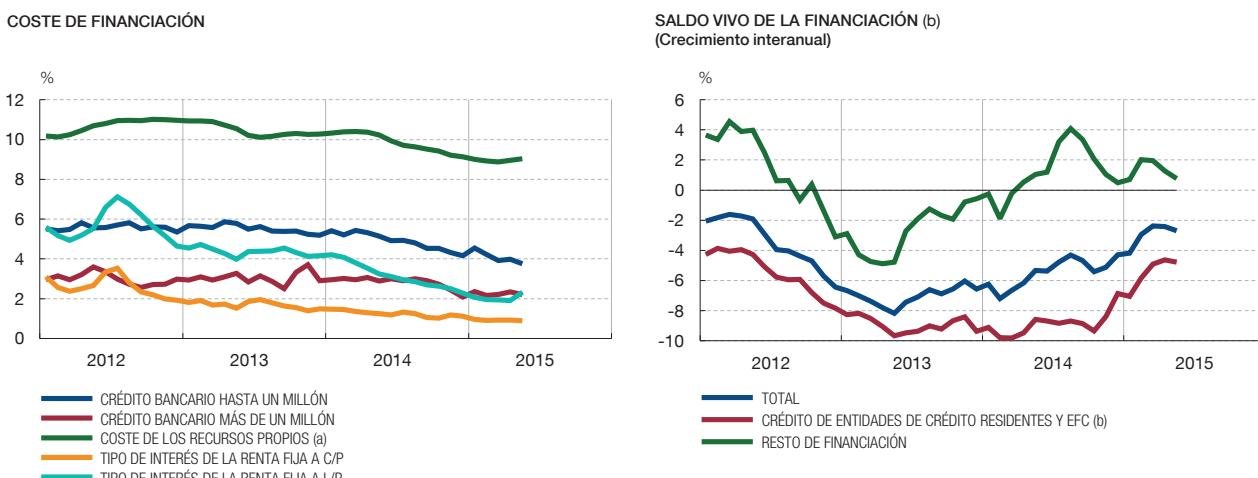
se estabilizó en junio en el nivel del mes anterior, que se sitúa holgadamente por encima de su media histórica. Entre los indicadores cuantitativos, el IPI creció un 0,8 % en términos intermensuales en mayo, completando un ciclo de seis meses de avances consecutivos. Por componentes, la evolución favorable fue generalizada. La fortaleza del índice de entradas de pedidos en la industria en el mes de mayo parece augurar la continuidad en el corto plazo del comportamiento expansivo del sector.

La información más reciente relativa a los servicios de mercado apunta a una cierta moderación de la actividad del sector a medida que avanzaba el segundo trimestre del año. En concreto, por lo que respecta a la información cualitativa, tanto el PMI como el índice de confianza de la Comisión Europea retrocedieron en junio por segundo mes consecutivo, alejándose de los niveles registrados en abril, que son los más elevados alcanzados hasta el momento por ambos indicadores desde el inicio de la recuperación (véase gráfico 2). Entre los indicadores cuantitativos, se observó un perfil similar en el caso del indicador de actividad del sector servicios, cuya tasa de avance interanual descendió en mayo por segundo mes consecutivo, aunque sigue siendo elevada. Por su parte, las ventas de servicios de las grandes empresas repuntaron en tasa interanual en mayo.

Los datos más recientes de los indicadores contemporáneos referidos a la actividad de la construcción sugieren el mantenimiento del dinamismo del sector, que, no obstante, podría estar experimentando una ligera desaceleración. Así, entre los relativos al mercado de trabajo, el crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social del sector se moderó en junio hasta el 5,3 %, mientras que, entre los referidos a los consumos intermedios, el avance del consumo aparente de cemento se moderó hasta el 8,2 % en términos de la serie ajustada de estacionalidad. No obstante, la aceleración de los visados de obra nueva, tanto residencial como no residencial, en abril, avala la continuación de la trayectoria de recuperación de la actividad constructora.

Los indicadores referidos a la inversión empresarial han seguido mostrando un tono positivo en el período más reciente. Entre los indicadores cualitativos, el clima de confianza de los productores de bienes de equipo experimentó un nuevo repunte en mayo. Entre los de naturaleza cuantitativa, cabe destacar el fuerte dinamismo con que cerraron el trimestre las matriculaciones de vehículos de carga. Con información algo más atrasada, en mayo se observó una significativa aceleración interanual de la producción de bienes de equipo, mientras que las importaciones de estos bienes conservaron un ritmo de avance elevado, aunque algo inferior al mostrado en abril.

En mayo, los tipos de interés de los créditos nuevos a las sociedades no financieras se redujeron en 22 pb para las operaciones de importe inferior a un millón de euros (hasta el 3,8 %), y en 13 pb para las de mayor cuantía (hasta el 2,2 %) —véase gráfico 4—. En ese mismo mes, el coste de los pagarés apenas varió, mientras que el de los recursos propios y el de la emisión de valores de renta fija a largo plazo aumentaron 8 pb y 41 pb, respectivamente. La rebaja de los tipos de interés favoreció que el volumen de las nuevas operaciones crediticias aumentara en mayo, tanto en las de importe inferior a un millón de euros como en las de mayor cuantía, registrando unas tasas interanuales de crecimiento del 10 % y del 24 %, respectivamente. Por el contrario, en términos de saldos vivos, la caída interanual de la financiación ajena de las sociedades no financieras se incrementó tres décimas, hasta el 2,7 %. El desglose por instrumentos muestra un aumento de 0,2 puntos porcentuales (pp) en el ritmo de descenso de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes, que fue del 4,8 %, y una pérdida de dinamismo de los fondos procedentes del resto de fuentes de financiación.



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».

El sector exterior

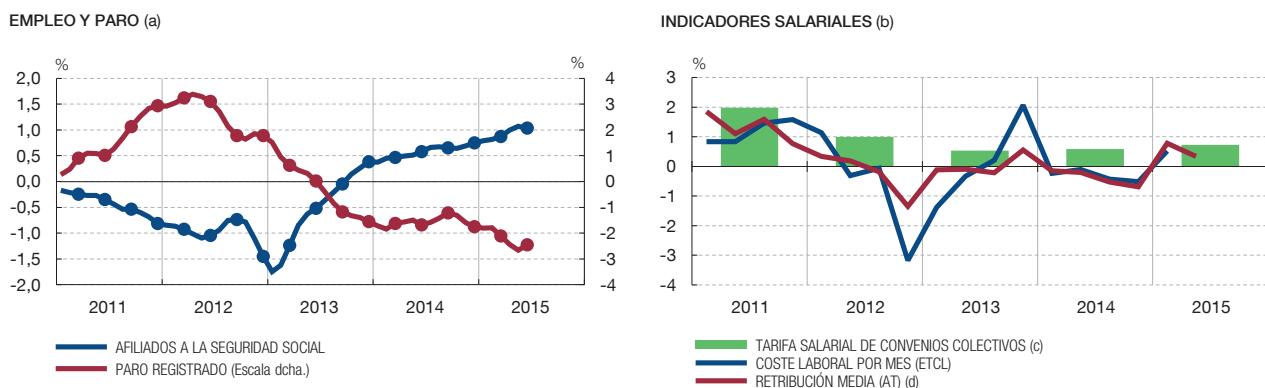
Tras el fuerte avance registrado en marzo y abril, las exportaciones reales de bienes moderaron su ritmo en mayo, al mostrar un retroceso del 0,9 % en tasa interanual. Las ventas al exterior de bienes de consumo duradero mantuvieron durante ese mes un tono claramente expansivo, impulsadas por las exportaciones de automóviles, en contraste con las menores ventas de componentes de alimentos, bienes de equipo e intermedios. Por áreas geográficas, las ventas comunitarias mantuvieron una tasa levemente positiva, frente al descenso de las dirigidas al resto del mundo. En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, las entradas de visitantes extranjeros mostraron una ligera desaceleración en junio.

Las compras exteriores de bienes en términos reales, que también habían experimentado una notable aceleración en los meses previos, ralentizaron su tasa de crecimiento en mayo, hasta el 1,5 % interanual. Por procedencia geográfica, la evolución fue muy dispar, pues, mientras que las importaciones procedentes de la UE conservaron un ritmo de avance elevado, las extracomunitarias registraron un acusado retroceso. Por grupos de productos, la disminución de las tasas de crecimiento, que fue generalizada por componentes, mostró una mayor intensidad en el caso de los bienes energéticos.

El mercado de trabajo

La evolución del empleo continuó siendo favorable en el segundo trimestre del año. 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 (una décima más que en el trimestre precedente). En tasa interanual, el aumento se mantuvo en el 3 % observado a principios de año. Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social aumentaron en junio un 0,2 % intermensual, en términos de la serie desestacionalizada (véase gráfico 5). En el conjunto del trimestre, la creación de empleo fue generalizada por ramas de actividad, de acuerdo con la EPA, aunque alcanzó especial intensidad en la industria (6,4 %) y en la construcción (11,6 %). En este último sector, el nivel de empleo se ha recuperado un 16 % desde el mínimo alcanzado a principios de 2014.

Por tipo de contrato, en el segundo trimestre se produjo una aceleración, hasta el 8 % interanual, de los asalariados con contrato temporal, mientras que aquellos con un contrato



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 junio de 2015.

d Para el último trimestre, promedio de las tasas interanuales hasta mayo de 2015.

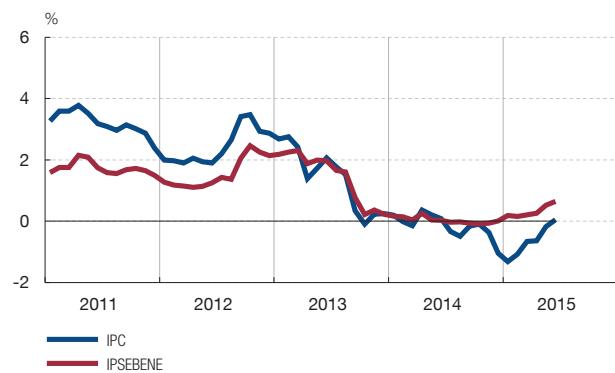
indefinido aumentaron un 1,6 %. Con esta evolución, la ratio de temporalidad se situó en el 25,1 %, lo que supone un aumento de 1,1 pp frente al nivel del mismo período de 2014. Atendiendo a la duración de la jornada, los ocupados a jornada completa volvieron a mostrar un avance superior al de aquellos con jornada parcial, con lo que la ratio de parcialidad se redujo hasta el 15,8 %. Por último, la tasa de paro descendió hasta el 22,4 % de la población activa, lo que supone una reducción de 2,1 pp en comparación con el segundo trimestre de 2014. El número de desempleados se situó en 5.149.000, cifra inferior en 474.000 personas a la observada un año antes.

En el ámbito de los costes salariales, el grado de avance de la negociación colectiva está siendo relativamente reducido, habiendo afectado hasta junio a cerca de tres millones de trabajadores, para los cuales el incremento retributivo medio acordado fue de un 0,73 %. La gran mayoría de estos asalariados está acogida a un convenio firmado en ejercicios anteriores, con un incremento salarial medio pactado que es también del 0,73 %, mientras que los cerca de 300.000 trabajadores que han firmado su convenio en el presente año acordaron una subida ligeramente superior (del 0,77 %). A futuro, es previsible que el ritmo de conclusión de convenios se acelere, tras la firma, el pasado mes de junio, del Tercer Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva. Por otro lado, según la información de grandes empresas proporcionada por la Agencia Tributaria, el crecimiento interanual de la retribución bruta media se moderó en mayo hasta el 0,1 %, cuatro décimas menos que en abril.

La evolución de los precios

En junio, el IPC se aceleró tres décimas en términos interanuales, hasta crecer un 0,1 %, que es la primera tasa positiva desde el mismo mes de 2014 (véase gráfico 6). Esta evolución reflejó un repunte generalizado por componentes, aunque con distintos grados de intensidad. Las mayores aceleraciones de los precios tuvieron lugar entre los componentes habitualmente más volátiles. En concreto, los precios de los alimentos no elaborados y los bienes energéticos aumentaron su ritmo de variación en 0,9 pp y 0,7 pp, hasta el 3,2 % y el -5,7 %, respectivamente. Entre los componentes del IPSEBENE, las tasas de variación de los precios de los servicios, de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos elaborados se situaron en el 0,7 %, el 0,3 % y el 1,2 %, respectivamente, tras acelerarse en una, dos y tres décimas. Como resultado del comportamiento de los distintos componentes que se ha descrito, se intensificó 0,1 pp el ritmo de avance del IPSEBENE (hasta el 0,6 %) y el del IPC no energético (hasta el 0,8 %).

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Por su parte, el IAPC alcanzó en junio una tasa interanual nula, tras el descenso del 0,3 % registrado en mayo. Por el contrario, la inflación del conjunto del área del euro disminuyó una décima, hasta el 0,2 %. Con ello, el diferencial negativo entre la inflación española y la de la UEM, medido a través de este indicador, se estrechó cuatro décimas, hasta quedar en -0,2 pp.

Por lo que se refiere a los indicadores que aproximan las presiones inflacionistas futuras, el componente no energético de los precios industriales prolongó en mayo la aceleración que viene mostrando desde el comienzo del año. Por el contrario, la tasa de variación interanual del indicador análogo referido a los precios de importación de productos industriales registró en el mismo mes su primera disminución desde marzo de 2014. Finalmente, el precio del crudo en dólares se redujo en torno a un 5 % entre mayo y junio, en términos de los promedios mensuales.

23.7.2015.

