

COYUNTURA · La recuperación económica convence

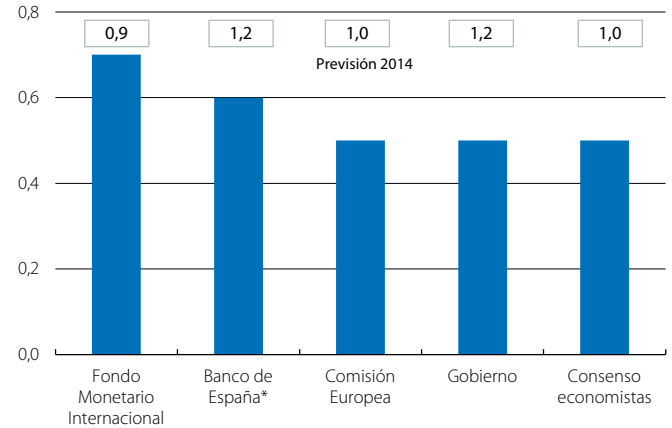
Mejora generalizada de las perspectivas de crecimiento. Los buenos registros de actividad de los últimos meses, en muchos casos mejor de lo esperados, han permitido disipar notablemente las dudas respecto a una posible recaída de la economía española. La mejora de la confianza en la recuperación se refleja en el incremento de las previsiones de crecimiento para 2014 que durante los últimos meses han elaborado los principales organismos internacionales. En abril, ha sido el turno del Fondo Monetario Internacional y del Gobierno, con previsiones 7 y 5 décimas superiores a las del otoño pasado, respectivamente. Este escenario contrasta con el observado en 2011 cuando, ante los primeros indicios de reactivación económica, las previsiones de crecimiento permanecieron prácticamente ancladas. Los motivos del actual vuelco son varios, pero destacan las mejoras de la gobernanza europea, una política monetaria más laxa y un mayor reequilibrio de la economía española que ya permite avances de la demanda interna. Sin embargo, el proceso de recuperación aún se encuentra en una etapa inicial, por lo que mantener el esfuerzo reformador, tanto a nivel europeo como nacional, sigue siendo imprescindible para garantizar su continuidad.

El crecimiento del PIB aumenta hasta el 0,4% intertrimestral en el 1T 2014, 2 décimas por encima del registro del trimestre anterior. Todavía no se dispone del detalle por componentes, pero las estimaciones del Banco de España apuntan a un mayor dinamismo de la demanda interna durante los primeros meses del año como principal motivo del mayor crecimiento del PIB en el 1T 2014. Los indicadores de actividad de los primeros meses del año se alinean con esta estimación. El incremento de la producción industrial durante enero y febrero, del 2,2% interanual, anticipa nuevos aumentos de la inversión. Las ventas minoristas, por su parte, se mantienen en terreno positivo, aunque mostraron un avance más tímido en el mismo periodo, lo que se alinearía con un ritmo de crecimiento del consumo en el 1T 2014 algo inferior al 0,5% intertrimestral registrado durante los dos trimestres anteriores. Por último, aunque el proceso de consolidación fiscal seguirá frenando el consumo público, esperamos que en el 1T 2014 lo haya hecho con una intensidad menor que la del 4T 2013, cuando cayó un 3,9% intertrimestral.

El consumo privado y la inversión continuarán impulsando la demanda interna a lo largo del año. Su trayectoria reciente ya invita al optimismo: el consumo de los hogares avanzó un 1% durante el segundo semestre del 2013, y la inversión en bienes de equipo cerró el año con un avance del 9,6% interanual. En ambos casos, las perspectivas siguen siendo favorables. Para el consumo, destaca el intenso aumento de la confianza de los hogares que, en los cuatro primeros meses del año, ha escalado hasta niveles similares a los de 2001. Las mejores expectativas para los próximos 12 meses, tanto de

Revisión de las previsiones de crecimiento (2014)

Variación respecto a las previsiones de otoño (p. p.)



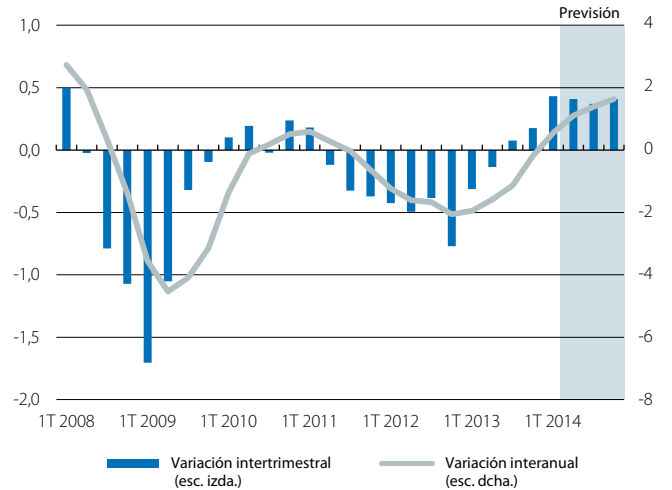
Nota: * Variación respecto a la previsión de marzo de 2013.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI, CE, Banco de España, Ministerio de Economía y Consensus Economics.

Crecimiento del PIB

Variación intertrimestral (%)

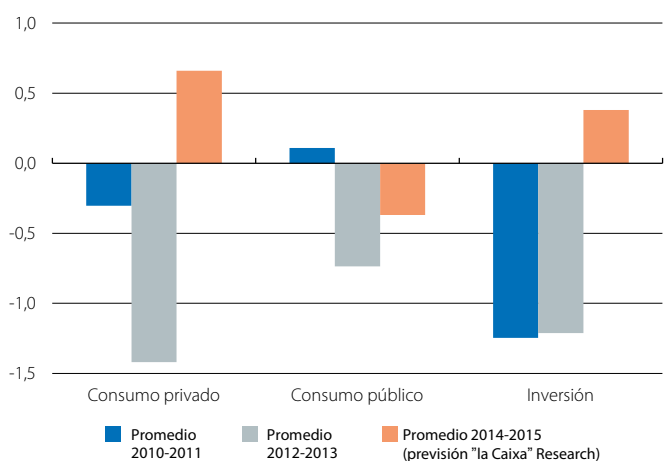
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Contribución al crecimiento de la demanda interna por componentes

Promedio de la contribución de dos años (p. p.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

empleo como de la situación financiera de los hogares, explican el repunte de las intenciones de consumo. Los datos más recientes de inversión también son halagüeños. Una buena muestra de ello es el buen pulso de la producción de bienes de equipo, que en los dos primeros meses de 2014 creció un 4,4% interanual.

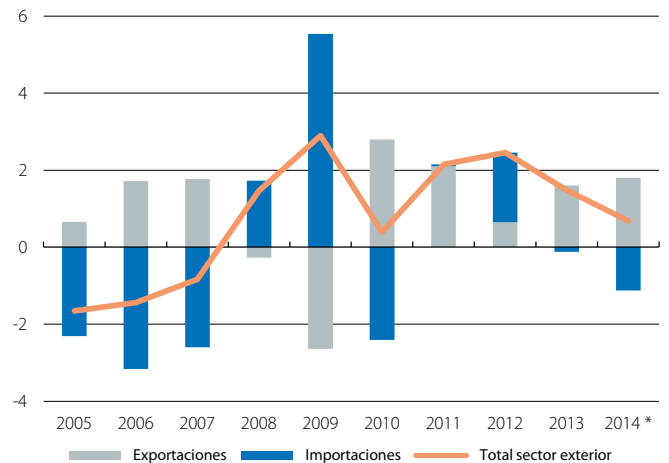
La mejora de la demanda interna viene acompañada de un mayor avance de las importaciones, una tendencia que se aprecia en los últimos datos de importaciones de bienes. En 2013 retrocedieron un 1,3% interanual, frente al avance del 5,2% registrado por las exportaciones. En cambio, en los dos primeros meses de 2014, las importaciones han crecido a un ritmo muy similar al de las exportaciones: 3,0% y 4,0%, respectivamente, en términos nominales. Dado que todo apunta a que la demanda interna irá cogiendo tracción a lo largo del año, también es de esperar que la contribución del sector exterior al crecimiento irá decayendo por el mayor dinamismo de las importaciones.

Las exportaciones ganan fuerza en los primeros meses del año. La menor contribución del sector exterior no debe eclipsar el buen comportamiento de las exportaciones en los primeros meses del año, que dejan atrás el estancamiento registrado en el último trimestre de 2013, cuando solo crecieron un 0,8%. Los motivos de esta aceleración son fundamentalmente dos: la sólida demanda europea, que sigue cobrando impulso a medida que avanza la recuperación de la eurozona, y el mayor dinamismo de la demanda de fuera de la eurozona, que pone fin a la caída sufrida en el 4T 2013. En este sentido, el nuevo avance de las expectativas de exportación del sector industrial de cara al 2T muestra un escenario favorable para el mantenimiento del pulso exportador en los próximos meses. A más largo plazo, para consolidar la tendencia ascendente de las exportaciones españolas sigue siendo imprescindible mantener el ritmo de ganancias de competitividad. Ello, de momento, ha sido fundamental para que el peso de las exportaciones haya pasado del 24% del PIB en 2009 al 34% en 2013. Otro dato que refleja la mayor internacionalización de la economía española es el aumento del número de empresas exportadoras, que ha pasado de ser alrededor de 100.000 durante los años previos a la crisis, a escalar hasta las 150.000 en 2013.

La reactivación del mercado laboral se hace esperar. Según la EPA, en el 1T se destruyeron 184.600 puestos de trabajo, un balance más negativo del que anticipaban los registros de afiliación a la Seguridad Social durante los primeros meses del año. La serie corregida por efectos estacionales tampoco aporta noticias positivas: el empleo se redujo un 0,1% intertrimestral en el 1T 2014, lo que desdibuja los buenos registros del trimestre anterior (+0,1% intertrimestral). De hecho, esta contracción habría sido incluso mayor sin la creación de empleo por parte del sector público (11.100 puestos de trabajo), la primera registrada desde 2011. De todas formas, dados los buenos datos de actividad, el freno en la recuperación de la ocupación que se ha producido en el 1T 2014 probablemente acabe siendo un fenó-

Contribución al crecimiento del sector exterior

(p. p.)

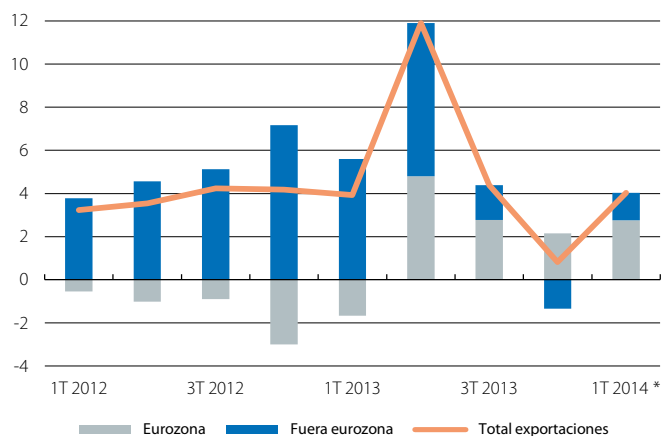


Nota: * Previsiones de "la Caixa" Research.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Crecimiento de las exportaciones por zona geográfica

Contribución al crecimiento (p. p.) y variación interanual (%)

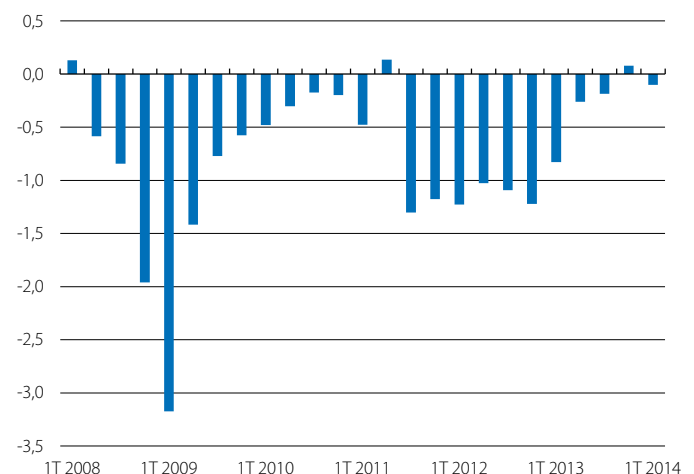


Nota: * Suma de las exportaciones acumuladas en enero y febrero.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Evolución del empleo

Variación intertrimestral, datos desestacionalizados (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta de Población Activa (INE).

meno temporal. Con todo, la tasa de paro solo aumentó 2 décimas, hasta el 25,9%, debido a una nueva caída de la población activa (de 187.000 personas).

La banca española afronta los test de resistencia con confianza. Uno de los elementos clave en las pruebas de resistencia que este año el Banco Central Europeo llevará a cabo en las principales entidades de la eurozona es el cuadro macroeconómico bajo el que se analizará su capacidad de resistencia. El documento, que fue presentado durante el mes de abril, al final no deparó grandes sorpresas. En el caso español, el escenario más desfavorable bajo el que se analizará la evolución de la solvencia y la liquidez de los principales bancos del país contempla una prolongación de la recesión hasta 2016 y una tasa de paro que alcanza el 27,1% (3,9 puntos porcentuales más que en el escenario central). A pesar de la dureza de dicho escenario, el proceso de reestructuración y recapitalización que la banca española ha llevado a cabo en los últimos años permite afrontar estas nuevas pruebas con garantías.

El Gobierno presenta el Programa de Estabilidad 2014-2017 con un mayor ajuste fiscal para este año. Del nuevo programa destacan tres mensajes. En primer lugar, la mejora del contexto económico permite al ejecutivo revisar al alza el perfil de crecimiento del PIB. Este se encuentra ahora en línea con las previsiones de "la Caixa" Research para 2014 y 2015, y es ligeramente más optimista a largo plazo. Segundo, el Gobierno presenta una senda de ajuste fiscal más exigente para este año: reduce 3 décimas el déficit público previsto, hasta el 5,5% del PIB. Esta mayor corrección responde, en gran medida, a la mejora del ciclo económico. Así, el ajuste del déficit estructural (aquel que se observaría si la economía se encontrara a pleno rendimiento) se mantiene prácticamente inalterado, en 5 décimas concretamente. Por último, la mayor parte del ajuste fiscal vuelve a centrarse en las cuentas de la Administración central y las comunidades autónomas, con reducciones del déficit de 8 y 5 décimas en 2014, respectivamente. Lo contrario ocurre con las corporaciones locales, para las que se espera un superávit 4 décimas menor al del año pasado.

Es imprescindible mantener el esfuerzo reformador. La mejora de las perspectivas descrita en los párrafos anteriores se refleja también en la reducción de las presiones sobre la deuda pública española, cuyo rendimiento ha alcanzado ya niveles históricamente bajos. Sin embargo, para asegurar un buen ritmo de crecimiento y de generación de empleo a medio y a largo plazo sigue siendo imprescindible mantener una agenda de reformas estructurales ambiciosa. En este sentido, el Gobierno ha publicado el nuevo Programa Nacional de Reformas, que pivota sobre cinco grandes ejes: la reforma fiscal, la lucha contra el paro, el fomento de la competitividad, la modernización de las administraciones públicas y el restablecimiento de las condiciones de financiación. Un programa a todas luces continuista con la estrategia reformadora de los últimos ejercicios.

Escenario adverso contemplado por la EBA

Variación anual salvo indicación expresa (%)

	2014	2015	2016
PIB	-0,3	-1,0	0,1
Inflación	0,3	0,4	0,8
Tasa de paro *	26,3	26,8	27,1
Precio de la vivienda (nominal)	-7,4	-3,0	0,9
Bonos Tesoro público a 10 años **	5,7	5,5	5,6
Swap a 12 meses **	1,4	1,4	1,4

Notas: * En % de la población activa. ** Rentabilidad.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la EBA.

Objetivos de déficit público del programa de estabilidad *

Variación anual salvo indicación expresa (%)

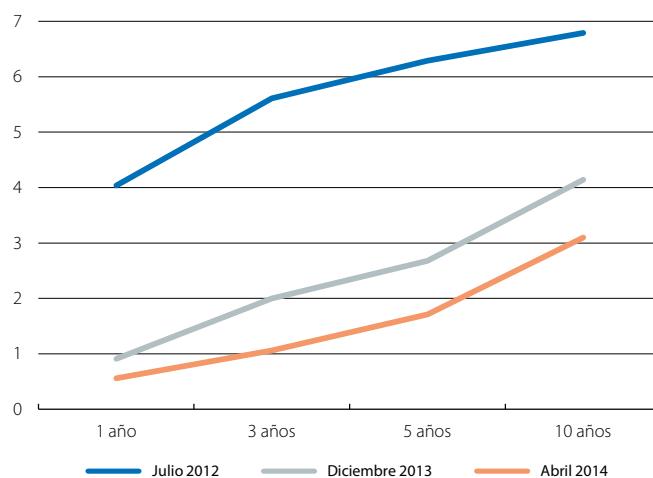
	2013	2014	2015	2016	2017
Administración central	-4,3	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1
Seguridad Social	-1,2	-1,0	-0,6	-0,3	0
Comunidades autónomas	-1,5	-1,0	-0,7	-0,3	0
Corporaciones locales	0,4	0,0	0,0	0	0
Total	-6,6	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1

Nota: * No incluye los gastos derivados de las pérdidas al sector bancario, del 0,5% del PIB en 2013.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.

Curva de tipos de interés de la deuda pública

Rentabilidad anual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.