

## COYUNTURA · El ritmo de crecimiento sigue siendo robusto

**La demanda interna impulsa el crecimiento.** Los datos de contabilidad nacional confirman que la economía española creció un 0,8% intertrimestral en el 4T, gracias a la notable aportación de la demanda interna, de 0,6 p. p. Destaca el dinamismo del consumo privado (0,8% intertrimestral), que lleva meses beneficiándose del aumento del poder adquisitivo de los hogares, fruto de la creación de empleo, del descenso de los precios de la energía y de las mejoras en las condiciones financieras. Adicionalmente, la demanda interna también recibió el apoyo de la inversión en equipo, que creció un 1,9% intertrimestral. La demanda externa, después de varios trimestres contribuyendo negativamente al crecimiento, en el último trimestre del año tuvo una aportación positiva, de 0,2 p. p., gracias a la buena evolución de las exportaciones y al moderado avance de las importaciones. De todos modos, en el conjunto de 2015, la demanda externa restó 5 décimas al crecimiento anual del PIB, del 3,2%, mientras que la demanda interna le aportó 3,7 p. p. En 2016, nuestro escenario central contempla que la demanda doméstica continúe expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado, y que la demanda externa tenga una aportación ligeramente positiva al crecimiento del PIB, que prevemos que será del 2,8%. Por el momento, la incertidumbre relacionada con el *impasse* político y las turbulencias financieras a nivel global no están afectando a los indicadores de actividad. De todos modos, los riesgos, internos y externos, sobre la evolución de la economía no remiten y siguen estando sesgados a la baja. En consecuencia, para que la recuperación económica prosiga a buen ritmo, será crucial que estos focos de incertidumbre se vayan despejando en los próximos meses.

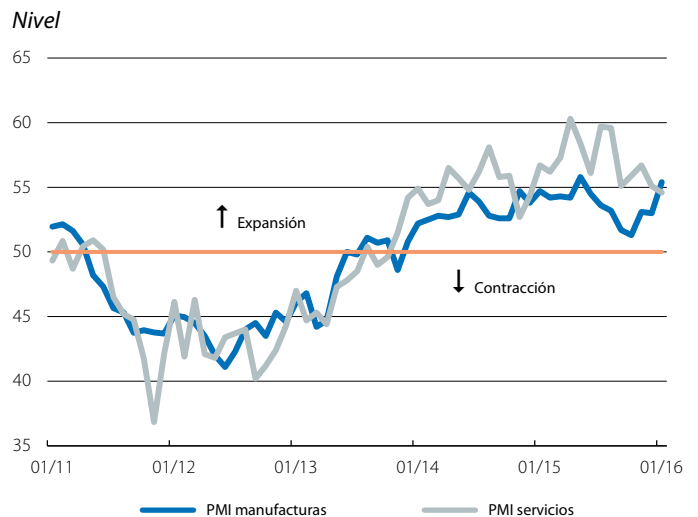
**La inversión sigue siendo robusta.** Después de un año con un destacado aporte de la inversión en equipo, el índice de sentimiento empresarial (PMI) de enero apunta a un buen inicio de año. En concreto, el índice del sector manufacturero avanzó hasta los 55,4 puntos y se situó por encima del promedio del 4T (52,5). En cambio, su homólogo de servicios retrocedió ligeramente y se situó en los 54,6 puntos, un nivel inferior al promedio del 4T (55,9) pero en una cómoda zona expansiva. El indicador de sentimiento económico (ESI), publicado por la Comisión Europea, también se mantiene en niveles superiores al promedio histórico, a pesar de registrar una moderación del optimismo en los primeros meses del año. En particular, el indicador de confianza del sector industrial ha mostrado una importante corrección, tanto en enero como en febrero, explicada principalmente por el deterioro de las expectativas sobre la cartera de pedidos de la industria. Cabe destacar, por otro lado, que las perspectivas de producción futura han aumentado. Los buenos niveles que han mantenido estos indicadores en los meses de enero y febrero, junto con la buena evolución de los beneficios empresariales (véase el Focus «Los puntos de apoyo de la rentabilidad empresarial») indican que el aporte de la inversión al crecimiento del PIB se mantendrá en niveles elevados en el 1T.

### Desglose del PIB y previsiones

	Variación intertrimestral (%)				Previsión	
	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016
Consumo privado	0,8	0,8	1,1	0,8	0,8	0,6
Consumo público	1,9	0,7	0,5	0,4	-0,4	0,3
Inversión	1,6	2,3	1,3	1,1	1,0	0,9
Inversión en equipo	2,3	3,7	2,6	1,9	1,3	1,0
Inversión en construcción	1,3	1,9	0,7	0,6	0,9	0,9
Exportaciones	1,0	1,4	1,8	0,9	1,4	1,4
Importaciones	2,6	1,5	3,1	0,3	1,3	1,3
PIB	0,9	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6

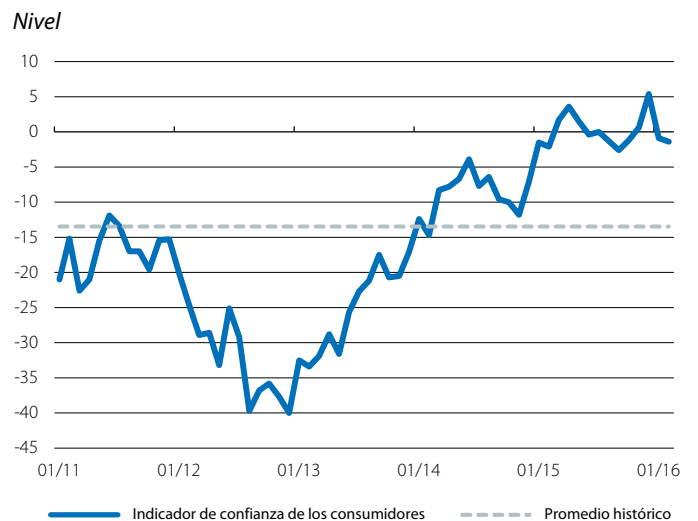
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### Indicadores de actividad



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

### Confianza de los consumidores



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

**El consumo privado se mantiene fuerte.** La confianza del consumidor permanece en niveles superiores al promedio histórico, a pesar de disminuir ligeramente en los dos primeros meses del año y situarse en los -1,4 puntos después de registrar importantes avances en 2015. Los buenos datos del índice de confianza del consumidor en este inicio de año sugieren que el consumo privado seguirá impulsando el crecimiento en 2016.

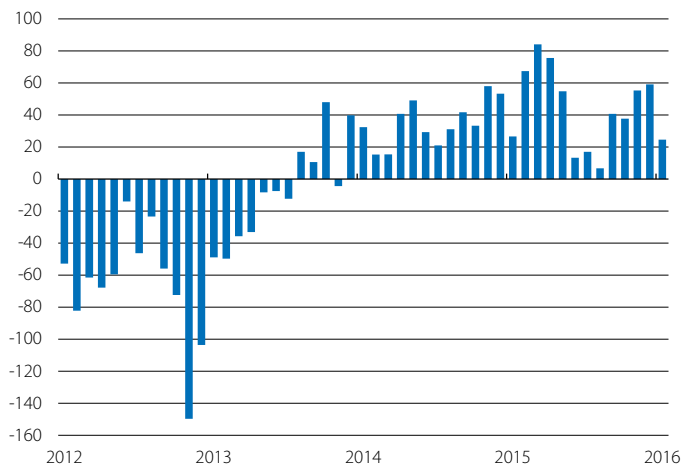
**Continúa el dinamismo de la creación de ocupación.** Según los datos de contabilidad nacional, el crecimiento del empleo equivalente a tiempo completo fue del 0,6% intertrimestral en el 4T. En el conjunto del año, la tasa de variación se situó en el 3,0%, lo que equivale a la creación de 495.000 puestos de trabajo netos. Las cifras de afiliados a la Seguridad Social de enero confirman la evolución favorable del empleo en 2016. En concreto, los afiliados crecieron un 3,2% interanual, lo que supone un incremento de 24.602 afiliados en términos desestacionalizados. Por su parte, el paro registrado disminuyó un 8,3% y anotó un descenso especialmente marcado en la industria y la construcción. A pesar de los buenos datos de empleo, los incrementos salariales siguen siendo moderados en un contexto en el que el nivel de infrautilización de los recursos en el mercado laboral es muy elevado. Así, la remuneración salarial aumentó un 0,7% en el 4T, lo cual sitúa el incremento anual en un contenido 0,9%. Sin embargo, los salarios pactados en convenio en enero parecen indicar unos aumentos salariales algo superiores, del 1,1%.

**La inflación vuelve a sorprender en febrero,** y retrocede hasta el -0,8%, principalmente a causa del descenso de los precios de los carburantes y de los alimentos. Esta caída, muy superior a nuestra previsión, sorprende en un contexto en el que el precio promedio del petróleo de febrero fue superior al de enero. Esperamos, no obstante, que la inflación subyacente, que excluye la energía y los alimentos no elaborados, se haya mantenido estable en el 0,9%, un nivel muy similar al observado en los últimos meses. El descenso de la inflación, mayor del previsto en nuestro escenario central, nos lleva a revisar nuestras previsiones a la baja. En concreto, situamos la inflación en el 0,1% para el conjunto de 2016 (frente al 0,5% anterior). Según estas estimaciones, el bajo precio del petróleo mantendrá la inflación en terreno negativo hasta el verano y luego repuntará al deshacerse el efecto escalón del desplome del petróleo. Por tanto, esperamos que la inflación se haya recuperado hasta cerca del 1,6% a finales de año.

**La caída del precio del petróleo contribuyó positivamente al sector exterior en 2015,** puesto que supuso un ahorro en la factura energética de 12.000 millones de euros. A pesar de esta reducción del déficit energético y del buen desempeño de las exportaciones no energéticas, que avanzaron un 6,1% anual, el saldo comercial tan solo mejoró en 300 millones de euros debido al aumento de las importaciones (11,6% anual). La balanza de pagos finalizó 2015 en un cómodo superávit de 16.700 millones de euros, equivalente al 1,5% del PIB, una mejora de 0,5 p. p. respecto a 2014 que se explica principalmente por el aumento del saldo de rentas primarias y secundarias y, en menor medida, por la mencionada reducción del déficit comercial. En 2016,

**Afiliados a la Seguridad Social \***

Variación mensual (miles de personas)

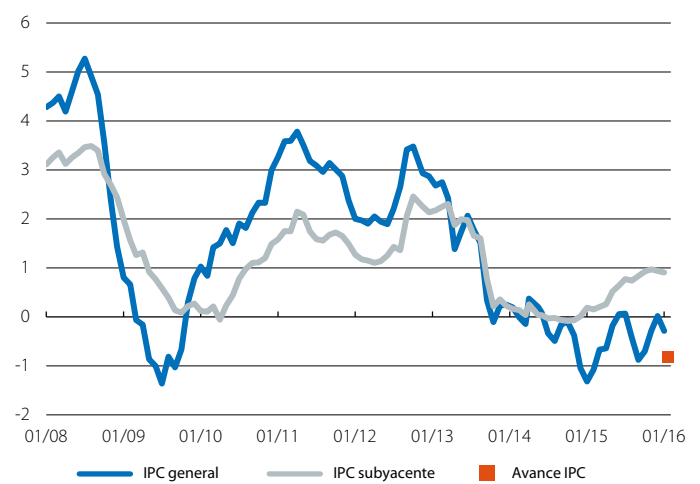


Nota: \* Serie desestacionalizada.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

**IPC**

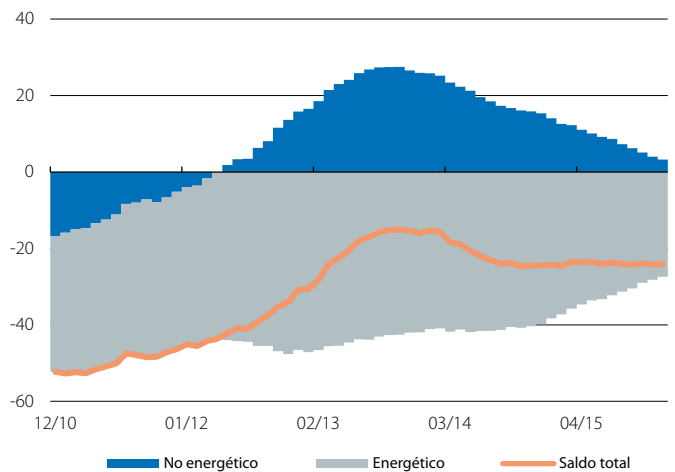
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**Saldo de bienes \***

Datos acumulados de 12 meses (miles de millones de euros)



Nota: \* Datos nominales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

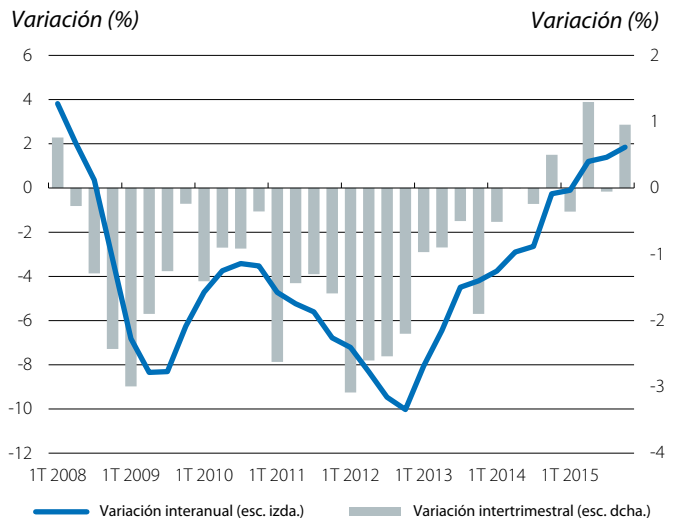
el bajo precio del petróleo seguirá favoreciendo el saldo de bienes, pero es importante seguir adoptando medidas que mejoren el saldo comercial de forma estructural, algo que se pondrá en evidencia a medida que el precio del petróleo se vaya recuperando (véase el artículo «La economía española y el petróleo: una relación estrecha», en el Dossier de este Informe Mensual).

**El mercado inmobiliario consolida su recuperación en 2015.** En el total del año, las compraventas de viviendas aumentaron un 11,1% respecto a 2014. Por su parte, las hipotecas crecieron un 19,8% interanual en el conjunto del año. Estos datos reflejan el mayor dinamismo de la demanda, que se ha visto impulsada por la buena marcha de la economía, la mejora de las condiciones financieras y la alta rentabilidad de la vivienda respecto a otras inversiones (véase el Focus «La demanda de viviendas toma impulso»). El impulso de la demanda se ha trasladado a los precios de la vivienda, que subieron un 1% intertrimestral en el 4T, según el Ministerio de Fomento. En términos interanuales, el precio avanzó un 1,8%. Por el lado de la oferta, la contabilidad nacional refleja cómo la inversión en construcción de viviendas fue tomando fuerza en 2015 frente a la construcción no residencial. En consecuencia, los visados de inicio de obra crecieron un 29% en noviembre en comparación con noviembre de 2014, según datos acumulados de 12 meses. De cara a los próximos meses, las perspectivas son favorables y se espera que la tendencia alcista de los precios y de la actividad se mantenga, gracias a la mejora de las condiciones de financiación y del mercado laboral y a la escasez de stock en determinadas zonas prime. En consecuencia, el sector seguirá en fase de expansión, aunque con una evolución muy heterogénea entre las distintas provincias.

**El aumento del crédito bancario apoya el crecimiento.** La evolución positiva del nuevo crédito a hogares durante 2015, que creció un 20% en el acumulado del año, ha reforzado la demanda interna. El nuevo crédito a sociedades no financieras para las pymes se incrementó un 12,9% en el acumulado del año y el avance de nuevo crédito para las grandes empresas se situó en un 7,7%. El crédito hipotecario creció un notable 33,4%, impulsado por la estabilización de los precios de la vivienda y por el aumento de las transacciones inmobiliarias. Por otro lado, las bajas tasas de morosidad ponen de relieve el saneamiento del sistema bancario español. En los últimos dos años, la morosidad se ha reducido en 3,5 p. p. desde el máximo alcanzado en diciembre de 2013.

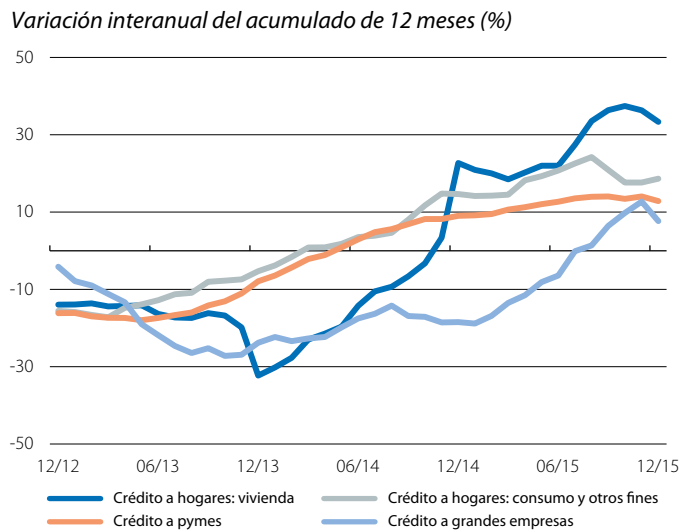
**La deuda pública muestra signos de estabilización.** La deuda pública cerró el año en el 99,0% del PIB. El elevado nivel, a pesar de ser algo inferior al esperado, pone de manifiesto la importancia de seguir con los esfuerzos de consolidación fiscal. En este sentido, la Comisión Europea alertó de que la elevada cifra de deuda hace que la economía española sea vulnerable a shocks en las condiciones de financiación internacionales. En este contexto, el margen para adoptar una política fiscal expansiva es muy limitado.

**Precio de la vivienda**



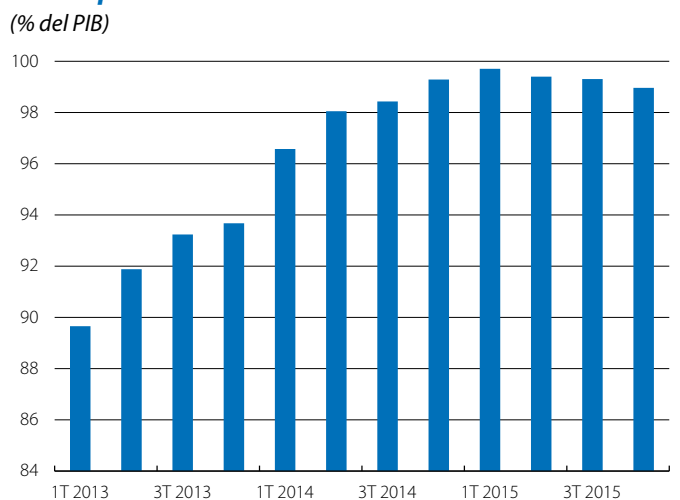
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento.

**Nueva concesión de crédito**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

**Deuda pública**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.