

COYUNTURA · La recuperación económica se afianza

Mejora del escenario macroeconómico previsto para 2014 y 2015. La Comisión Europea aumentó las previsiones de crecimiento de España para 2014 en medio p. p., pasando de 0,5% al 1,0%. A su vez, el Gobierno también anunció una revisión al alza de sus previsiones de crecimiento hasta el 1,0% para 2014 y el 1,5% para 2015, en línea con las previsiones de "la Caixa" Research. Ambos casos son un reflejo del progreso de los indicadores económicos a corto plazo, y de los avances que se han hecho durante los últimos trimestres para corregir los principales desequilibrios que acumulaba la economía española. Todo ello está permitiendo que el debate sobre la situación y las perspectivas de la economía española haya ido mudando el tono de la esperanza al optimismo. Sin embargo, aunque hay motivos para pensar que el proceso de recuperación está bien encarrilado, es preciso tener en cuenta que muchos de los pilares sobre los que se sustenta el actual crecimiento son todavía débiles.

El crecimiento del PIB se revisa a la baja, pero los importantes avances del consumo de los hogares y la inversión permiten una lectura positiva. Según el INE, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,2% en el 4T 2013, una décima por debajo del registro inicialmente estimado. Este avance se consiguió a pesar del importante retroceso que, según el INE, experimentó el consumo público, que se redujo un 3,9% intertrimestral, y es muestra de los importantes esfuerzos que se están dedicando a ajustar el déficit público. Aunque es probable que no se consiga disminuir hasta el 6,5% fijado por la CE, la desviación que finalmente se produzca probablemente será menor. La otra cara de la moneda son el consumo de los hogares y la inversión en bienes de equipo, que anotaron unos avances del 0,5% y del 1,9%, respectivamente. También las exportaciones mantuvieron un notable ritmo de avance (0,8%), sobre todo gracias a la buena evolución del turismo y de las exportaciones de servicios no turísticos.

Los indicadores de actividad auguran un buen inicio de año. Tanto el índice PMI de manufacturas como el de servicios aumentaron sustancialmente en enero gracias, en parte, al repunte de los pedidos del extranjero. Ambos indicadores se encuentran por encima de los 50 puntos (52,2 y 54,9, respectivamente), cifra a partir de la cual la tasa de crecimiento del PIB ha sido positiva históricamente. El papel que está desempeñando la demanda exterior en la recuperación de los pedidos industriales, que en diciembre avanzaron un 4,6%, también está siendo muy significativo. La tendencia alcista se extiende también a los distintos indicadores de oferta: la producción industrial y el consumo de electricidad en la industria, por ejemplo, asimismo han avanzado notablemente durante los últimos meses.

La estabilización del sector inmobiliario, cada vez más cerca. Tanto el ritmo de caída de las compraventas de vivienda como

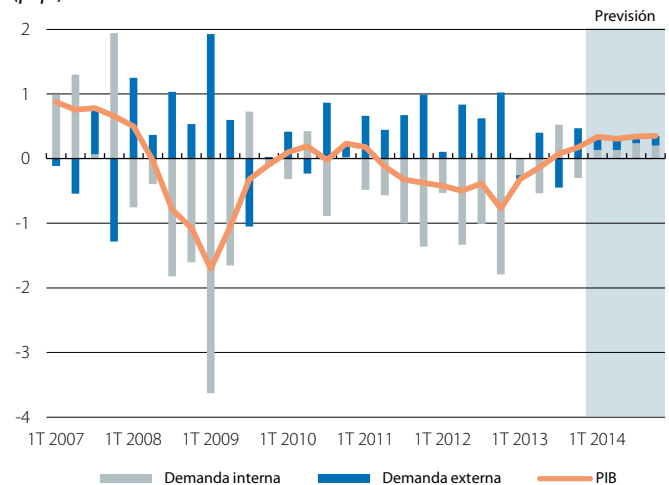
Cambio en las previsiones de la Comisión Europea

Variación interanual (%), salvo indicación expresa

	Invierno 2014		Otoño 2013	
	2014	2015	2014	2015
Crecimiento del PIB	1,0	1,7	0,5	1,7
Tasa de paro (% pobl. activa)	25,7	24,6	26,4	25,3
Empleo	0,1	1,1	-0,7	0,9
IPC	0,3	0,9	0,9	0,6
Saldo cuenta corriente (% PIB)	1,6	1,8	2,6	3,1
Saldo público (% PIB)	-5,8	-6,5	-5,9	-6,6
Deuda pública (% PIB)	98,9	103,3	99,9	104,3

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

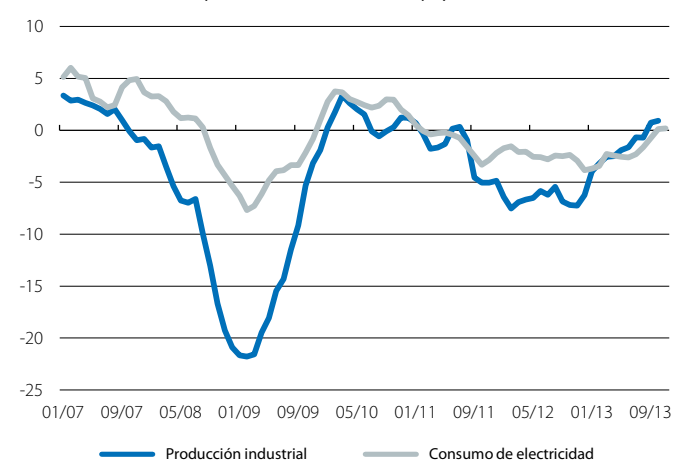
Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB (p. p.)



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

Indicadores de oferta: producción industrial y consumo de electricidad en la industria

Variación interanual, media móvil 3 meses (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Economía y Finanzas.

el de los precios se han moderado durante los últimos meses. Las compraventas cerraron el año con una reducción del 2,2% anual, una caída relativamente moderada teniendo en cuenta el avance que tuvo lugar a finales de 2012 a raíz del fin de los incentivos fiscales por la adquisición de una vivienda. Los precios retrocedieron un 1,9% intertrimestral en el 4T 2014, según datos del Ministerio de Fomento, y ya acumulan un descenso del 29,7% desde el 1T 2008. En ambos casos, se espera que la recuperación del mercado laboral y las mejores perspectivas de crecimiento ayuden a recuperar la confianza necesaria para que la actividad en el mercado de la vivienda poco a poco vaya retomando el pulso. Aunque el exceso de oferta es todavía elevado, algo que dificultará que el sector inmobiliario pueda mantener un ritmo de recuperación similar al del resto de sectores a corto plazo, es preciso tener en cuenta que es un mercado muy segmentado y con una elevada heterogeneidad.

La demanda interna reacciona positivamente. La menor incertidumbre que rodea el entorno económico y la mejora de las perspectivas están permitiendo que la demanda interna, que se había mantenido inmóvil por precaución durante los últimos años vaya despertándose paulatinamente. El indicador de confianza de los consumidores, por ejemplo, ha mejorado de manera notable en enero y febrero de 2014 y se sitúa claramente por encima de los registros del 4T 2013. También las ventas minoristas han encarado una tendencia positiva desde hace unos meses. El ritmo de avance que registraron en el 4T 2013 fue, en promedio, del 0,4% interanual, dejando atrás trece trimestres en terreno negativo.

La demanda interna recibe el apoyo del mercado laboral. Los datos de enero corroboran el cambio de tendencia del mercado laboral: el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en términos desestacionalizados por quinto mes consecutivo. El gran impulsor de la creación de empleo fue el sector de los servicios, aunque merece la pena destacar también el buen comportamiento de la industria, que dejó de destruir puestos de trabajo. Los datos referentes a la evolución del número de parados registrados también contribuyen a dibujar una visión algo más positiva de la situación económica. Concretamente, el número de parados registrados en enero incrementó en 113.000, lo que supone 23.000 parados menos que el aumento promedio de los últimos seis años. El apoyo que el mejor tono del mercado laboral supondrá para la recuperación de la demanda interna hace pensar que el riesgo de deflación es bajo, aunque no despreciable. La tasa de inflación volvió a situarse en terreno negativo (-0,1% interanual en febrero respecto al 0,2% en enero), en parte como resultado de la evolución de los precios de los carburantes y lubricantes, un componente bastante volátil y poco ligado a las condiciones de fondo de la economía española. Es de esperar que, como ha ocurrido históricamente, a medida que la recuperación de la demanda interna se asiente, la inflación recupere la tendencia alcista.

El crédito empieza a fluir de nuevo a hogares y empresas. A pesar de que el stock de crédito bancario sigue contrayéndose, el ritmo de contracción es cada vez menor. Como muestra de

Reloj inmobiliario para España y EE. UU.

Variación interanual (%)

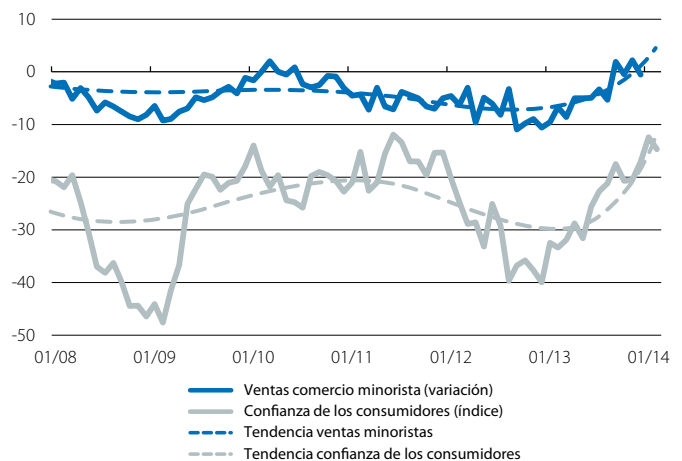


Nota: Los datos de 2010 y 2011 se excluyen por el efecto de los incentivos fiscales en el mercado inmobiliario.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento, INE, BIS, National Association of Realtors.

Indicadores de demanda: ventas minoristas y confianza del consumidor

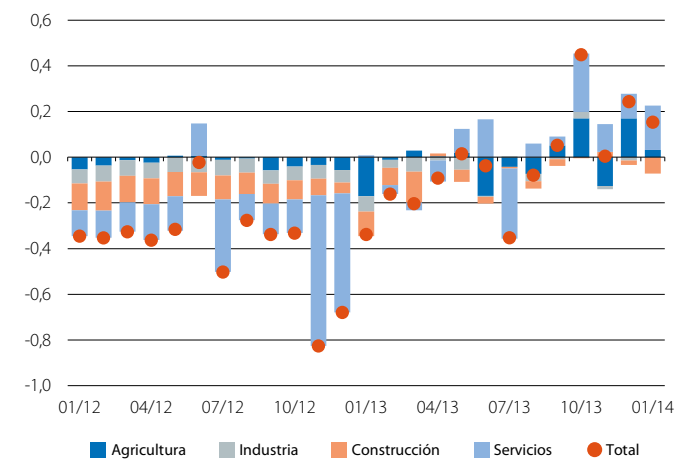
Variación interanual (%) e índice



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

Contribución a la variación intermensual de afiliados por sectores

Variación intermensual, datos desestacionalizados (%)



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

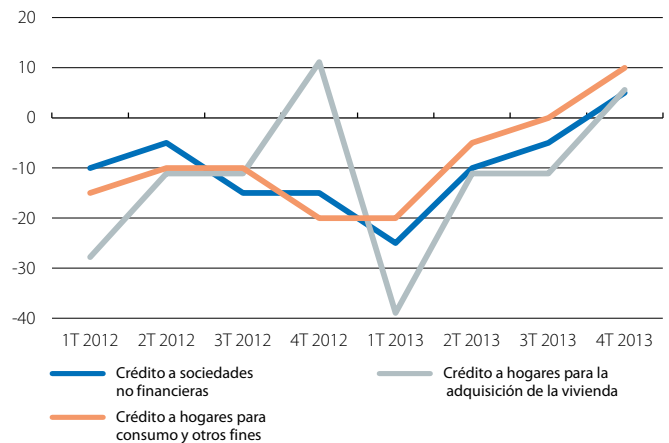
ello, en diciembre el crédito cayó un 9,8% interanual (frente al -12,6% de noviembre). Esta desaceleración de la contracción del crédito se debe a dos factores: por un lado, se ha diluido el efecto de la intensa caída del crédito registrada el año pasado a causa del traspaso de activos a la Sareb, y, por el otro, se empieza a atisbar una incipiente recuperación de la concesión de crédito nuevo, con un crecimiento del 4,3% intermensual en diciembre. Este último dato es especialmente notorio dado que se observa que dicha mejora ha tenido lugar, sobre todo, en el crédito a hogares para consumo y otros fines, lo que apoyará la recuperación de la demanda interna. Este hecho también se aprecia en la encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España, en la cual destaca el aumento en el 4T 2013 de la solicitud de financiación en los tres segmentos (empresas, hogares para vivienda y hogares para consumo y otros fines), algo que no sucedía desde 2011 y que se espera que se repita en el 1T 2014.

La prima de riesgo española se sitúa confortablemente por debajo de los 200 p. b. Los precios a los que cerraron las últimas emisiones del Tesoro Público realizadas en el mes de febrero siguen mostrando la buena acogida de la deuda española en los mercados, incluso se fijaron nuevos mínimos históricos en algunas de las subastas. Considerando el elevado nivel de deuda pública, la reducción del coste medio de la deuda es una buena noticia. Esperamos que se mantenga el tono inversor, aupado por la mejora del *rating* de la agencia crediticia Moody's y por la continuidad del ímpetu reformista, uno de los aspectos que sigue acaparando la atención de la comunidad inversora. En este sentido, el Presidente del Gobierno anunció durante el debate del estado de la nación más medidas para fomentar la creación de empleo y nuevas reformas fiscales, como la exención del pago del IRPF para rentas menores a 12.000 euros.

La demanda externa sigue apoyando el crecimiento de la economía. El saldo por cuenta corriente cerró el 2013 con un histórico 0,7% del PIB, teniendo en cuenta que desde el año 1997 no se producía un superávit de la cuenta corriente. Durante el último año, el gran protagonista de la mejora del déficit por cuenta corriente ha sido la balanza de bienes, cuyo déficit se ha reducido un 1,4% del PIB. Los avances en la balanza de servicios, del 0,3% del PIB, también han sido notables. Aunque durante los últimos meses del año se produjo una desaceleración de las exportaciones, las perspectivas siguen siendo favorables. De hecho, el avance de las exportaciones durante el mes de diciembre compensa, en parte, el menor pulso observado durante los meses precedentes. Además, los índices PMI comentados anteriormente apuntan a que esta mejoría se ha consolidado durante los primeros compases del año. La evolución de las importaciones también deberá seguirse muy de cerca en los próximos meses: hasta hace pocos trimestres acusaban el importante desplome de la demanda interna, pero a medida que esta se vaya recuperando las importaciones también lo harán. Será entonces cuando podamos comprobar qué parte de la mejora de la cuenta corriente es estructural y qué parte ha sido resultado de factores coyunturales.

Demanda de préstamos bancarios

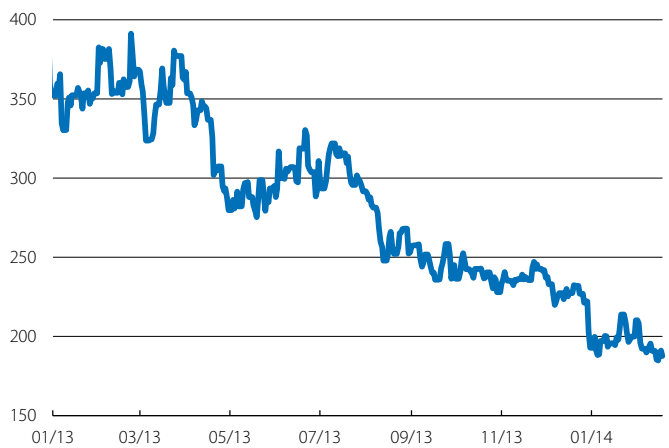
(Índice) (*)



Nota: (*) Porcentaje de bancos con un aumento de la demanda – porcentaje de bancos con una caída de la demanda.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España.

Prima de riesgo de la deuda soberana española

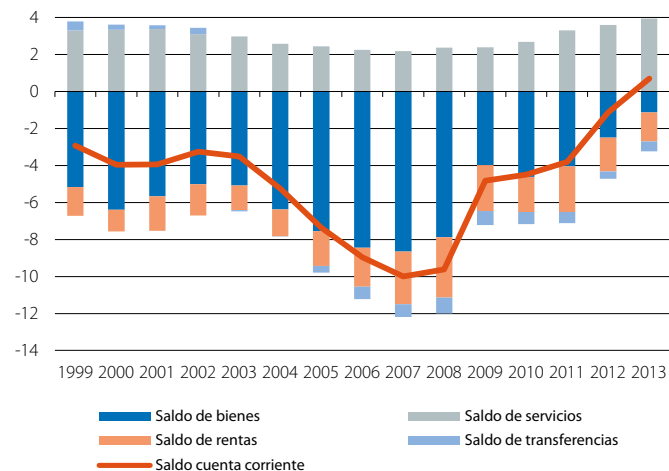
Diferencial respecto al bund alemán a 10 años (p. b.)



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

Saldo de la cuenta corriente

(% del PIB)



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