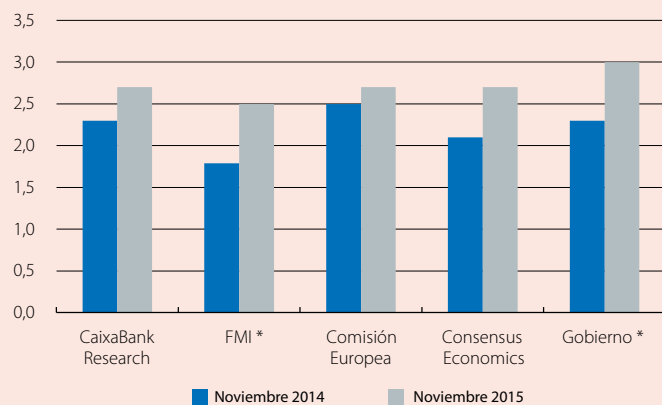


La recuperación en España: un salto cualitativo

Las perspectivas para 2016 son favorables para la economía española. Los pronósticos de la mayoría de organismos internacionales la sitúan a la cabeza de los países europeos de mayor tamaño, con crecimientos previstos del PIB que oscilan entre el 2,5% del FMI y el 3,0% del Gobierno. Nuestra previsión, del 2,7%, se fundamenta en una demanda interna que seguirá siendo el motor del crecimiento, pero que pierde algo de impulso, y una demanda externa que empezará a contribuir positivamente al crecimiento. Aunque esta cifra es algo inferior a la que se espera para 2015, un 3,1% según nuestras previsiones, hay que tener en cuenta que los apoyos temporales, como la rebaja fiscal o la caída del precio del petróleo, han sido determinantes para lograr el actual ritmo de avance. En 2016, a medida que el impacto de estos apoyos vaya desvaneciéndose, es de esperar que la velocidad de crecimiento se modere. Sin embargo, los elementos de fondo que sostienen un crecimiento más equilibrado a largo plazo irán ganando protagonismo. Así, tras un año que, sin ningún lugar a dudas, ha sido excepcional tanto en crecimiento como en creación de empleo, prevemos que 2016 no será tan bueno en términos cuantitativos pero que, en cambio, sí lo será en términos cualitativos. A continuación desgranamos los elementos sobre los que prevemos que se asiente el crecimiento de la economía española el próximo año.

Previsiones de crecimiento del PIB para 2016

Variación anual (%)



Nota: * Las previsiones del FMI corresponden a octubre de cada año y la previsión del Gobierno de noviembre de 2014 corresponde al Plan de Estabilidad 2014-2017.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI, la Comisión Europea, el Ministerio de Economía y Consensus Economics.

Un primer factor de fondo que ha estado apoyando la recuperación económica, y que ganará vigor en 2016, es el crédito bancario. La demanda de crédito aumentará, pues el proceso de desapalancamiento de los hogares y las empresas, que hasta ahora limitaba el avance del consumo y la inversión, está ya muy avanzado. Las ratios de deuda del sector privado seguirán descendiendo a niveles más sostenibles, pero este descenso será compatible con un mayor crecimiento de la concesión de nuevo crédito, ya que esperamos que la renta disponible de los hogares y los beneficios empresariales también crezcan a un mayor ritmo. Además, no todos los agentes presentan el mismo nivel de endeudamiento: aquellos con capacidad crediticia y proyectos rentables deberían contar con el impulso del crédito para consumir e invertir. Por el lado de la oferta, las entidades bancarias también están en mejor posición de conceder crédito que en el pasado, gracias, en buena parte, al proceso de reestructuración y consolidación bancaria que ha permitido reforzar la posición de solvencia y liquidez de las

entidades resultantes. La vitalidad crediticia se corrobora en los datos más recientes de nuevas operaciones: el crédito a hogares para el consumo y a empresas por un importe inferior a 1 millón de euros (el que suelen solicitar las pymes) creció respectivamente un 19,6% y un 14,6% entre enero y septiembre respecto al mismo periodo de 2014. Por su parte, la concesión de crédito hipotecario, que tardó más en despegar, es la que con más fuerza está creciendo recientemente. A todo ello se suma la adopción de mayores estímulos monetarios por parte del BCE, lo que contribuirá a relajar las condiciones de financiación.

Un segundo factor que favorecerá el desempeño de la economía española en 2016 es el sector inmobiliario, que, tras ocho años de ajuste, volverá a aportar positivamente al crecimiento. La demanda de vivienda ya ha presentado signos claros de recuperación durante 2015 gracias a la incidencia de varios factores, como la creación de más de medio millón de nuevos empleos, y su impacto positivo sobre la renta de las familias y la confianza en general, y la mejora del acceso al crédito mencionada anteriormente. Además, en 2015, los precios de la vivienda volvieron a crecer después de seis años en contracción, lo que puede haber contribuido a desatascar una demanda de vivienda retenida que aguardaba a que se completara el ajuste en precios. Sin embargo, aunque la inversión en construcción no residencial repuntó en 2015, sobre todo por la licitación de obra pública en la primera mitad del año, la inversión residencial estuvo todavía adormecida debido al elevado stock de viviendas por vender. De cara a 2016, prevemos que finalmente despertará: puesto que la distribución geográfica del stock es muy desigual, en algunas zonas ya se empieza a detectar cierta escasez al concentrar, precisamente, la mayor parte de las compraventas (véase el Focus «La recuperación de la demanda inmobiliaria despierta la actividad en la construcción» del IM11/2015). En consecuencia, la construcción residencial se incrementará notablemente para satisfacer la creciente demanda en estas zonas, de modo que el ritmo de avance de la inversión en construcción residencial se acelerará del 3,5% en 2015 al 6,1%, y su contribución al crecimiento del PIB aumentará en algo más de 1 décima, hasta los 0,3 p. p. Estas cifras son muy significativas si se comparan con la contribución negativa de 0,9 p. p. que se registró, en promedio, entre 2008 y 2014. En este contexto, se espera que la evolución de los precios de la vivienda sea muy heterogénea entre regiones. Así, es posible observar presiones temporales al alza en los precios de la vivienda en

aquellas zonas donde la construcción de obra nueva no sea suficiente para satisfacer la demanda. Naturalmente, no es deseable una vuelta al patrón de crecimiento del pasado. Y de momento no hay indicios de que así sea: la construcción ahora se concentra en las regiones con necesidad de vivienda.

De todos modos, la mejora de la calidad del crecimiento económico llegará de la mano de las reformas estructurales implementadas en los últimos años. En 2016, se seguirá creando empleo a buen ritmo, en parte gracias a la mayor flexibilidad introducida por la reforma laboral, pero el elevado desempleo mantendrá los incrementos salariales contenidos. Por tanto, esperamos que la recuperación de la demanda interna se sustente en el mayor número de ocupados, y no en un aumento significativo del salario por trabajador. De esta manera, se mantendrán las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años. Con todo, cabe señalar que la mejora de los costes laborales unitarios respecto a los de los socios comerciales no puede darse por hecha, sino que es imprescindible seguir llevando a cabo reformas estructurales para mantener la posición competitiva internacional. Es cierto que, de forma temporal, el bajo precio del petróleo y la depreciación del euro están jugando a favor de la corrección del desequilibrio exterior. De cara a 2016, mientras que prevemos un paulatino aumento del precio del petróleo, esperamos que la depreciación del euro continúe en vista de la predisposición del BCE a adoptar mayores estímulos monetarios a la vez que la Fed inicia su normalización monetaria. Sin embargo, cuando el tipo de cambio deje de ayudar, será necesario ahondar en las reformas del mercado de trabajo y de productos para que sean más eficientes, y apostar por la innovación y la formación de los desempleados. De hecho, dado el lapso de tiempo necesario hasta que las reformas estructurales empiecen a surtir efecto, la política monetaria acomodaticia debe entenderse como un balón de oxígeno para su implementación.

No hay que olvidar que una de las mayores vulnerabilidades de la economía española es su elevada posición deudora internacional y que, para reducirla a niveles sostenibles, es imprescindible seguir ganando competitividad y ampliar el superávit por cuenta corriente. Además, también es crucial que los inversores internacionales mantengan la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía española para seguir atrayendo capitales e inversiones extranjeras. En este sentido, un riesgo en clave interna que puede afectar a la evolución de la actividad económica es la incertidumbre política. Una mayor fragmentación parlamentaria puede dificultar la adopción de reformas estructurales de calado y la senda de consecución de la estabilidad presupuestaria.

Sin embargo, los mayores riesgos a los que se enfrenta la economía proceden del exterior. El principal es una desaceleración pronunciada del crecimiento de los países emergentes, aunque la actividad económica ha resistido bien al menor crecimiento que registraron en 2015. Una buena muestra de ello es que la caída de los pedidos industriales de fuera de la eurozona se ha compensado con creces con el aumento de los pedidos europeos. Aunque la mayoría de emergentes presenta un cuadro macroeconómico relativamente balanceado y dispone de suficiente margen de política económica para hacer frente a posibles eventualidades (véase el artículo «Perspectivas y dudas emergentes», en este mismo Dossier), preocupa la delicada situación en la que se encuentran algunos de los principales países de Latinoamérica, ya que la economía española mantiene estrechos lazos con esta región. Aunque los vínculos comerciales son moderados (las exportaciones españolas de bienes y servicios a América Latina representan alrededor del 7% del total de exportaciones españolas), la inversión directa es muy relevante. En concreto, un 33,3% de la inversión directa de España en el exterior se localiza en Latinoamérica y, en 2014, la región generó un 37,4% de los ingresos por rentas de inversión que España recibió del resto del mundo.¹

En conclusión, en 2016 deberíamos presenciar cómo los factores de fondo son capaces de tomar el relevo e impulsar el crecimiento de la economía española. Las reformas estructurales implementadas empiezan ya a dar sus frutos, pero hay que seguir fortaleciendo los cimientos antes de que llegue la próxima tormenta. Los riesgos que planean sobre la economía no son menores.

Judit Montoriol-Garriga

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

1. «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España», Banco de España, 2014.

Previsiones de variables clave para 2016

Variación anual (%), salvo indicación expresa

	2015	2016
<i>Crédito bancario</i>		
Hogares - consumo	1,5	4,6
Sociedades no financieras	-3,3	1,0
<i>Sector inmobiliario</i>		
Inversión en construcción residencial	3,1	5,4
Precio de la vivienda	2,0	3,0
<i>Hogares</i>		
Puestos de trabajo creados (núm.)	537.600	414.000
Renta bruta disponible	2,8	3,2
<i>Sector exterior</i>		
Exportaciones reales	6,1	6,6
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	1,9	1,7
<i>Prima de riesgo (p. b.)</i>	121	100

Fuente: CaixaBank Research.