

COYUNTURA · Recuperación con el impulso de la demanda interna

Finaliza la recesión y mejoran las perspectivas de crecimiento. El PIB en 3T 2013 aumentó un 0,1% intertrimestral, la primera tasa de crecimiento positiva de los últimos dos años. Este cambio de tendencia está siendo acompañado por una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento tanto de los principales organismos internacionales como del consenso de analistas. La OCDE, por ejemplo, ha mejorado sensiblemente las previsiones de crecimiento del PIB y ha reducido notablemente la tasa de paro prevista tanto para este año como, sobre todo, para 2014. La revisión de las previsiones del consenso de analistas que se ha producido durante los últimos meses también ha sido destacable. Concretamente, la previsión de crecimiento del PIB para 2014 ha aumentado 3 décimas en los últimos tres meses, hasta el 0,5%.

La demanda interna se suma a la recuperación. La economía española inició el camino hacia la recuperación con el sector exterior como único aliado. No obstante, la demanda interna finalmente tuvo una contribución al crecimiento intertrimestral positiva en 3T 2013 (+0,3%), aunque en términos interanuales todavía se encuentra en terreno negativo. Además, este cambio vino acompañado por un avance nada despreciable del consumo de los hogares (+0,4% en términos intertrimestrales). Aunque son buenas noticias, este cambio de tendencia debe tomarse con la máxima cautela. La recuperación del consumo de los hogares seguirá limitada por el proceso de desapalancamiento y los avances que se puedan lograr en el mercado laboral, por lo que es muy difícil que se puedan mantener estos registros en los próximos trimestres. Probablemente, este repunte sea fruto del cambio de percepción que se está produciendo en las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo. Esto está permitiendo que se empiecen a tomar decisiones de consumo que hasta la fecha se habían pospuesto por la elevada incertidumbre que rodeaba el escenario macroeconómico.

La inversión va ganando pulso. Aunque suele presentar registros más volátiles que el consumo, la tasa de crecimiento positiva de la inversión en 3T también es destacable (0,2%). De hecho, sorprende la evolución de la inversión en bienes de equipo (0,8% en 3T 2013), que ya hace tres trimestres que presenta tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Además, el ritmo de avance no ha sido nada despreciable: en promedio, la tasa de crecimiento intertrimestral ha sido del 1,8%. Esto es una muestra de que, como mínimo a nivel empresarial, la confianza en la capacidad de recuperación de la actividad ha mejorado notablemente. Además, todo apunta a que esta tendencia se mantendrá en los próximos trimestres. Una buena muestra de ello es la evolución reciente de los índices PMI, que tanto en manufacturas como servicios mantienen una tendencia claramente positiva y se mantienen en niveles cercanos a los 50 puntos, cifra a partir de la cual se suelen registrar tasas de crecimiento positivas.

Previsiones de la OCDE

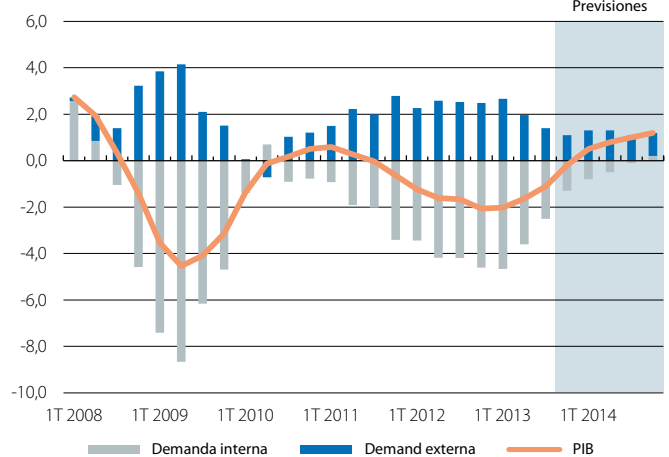
	Actual		Anterior	
	2013	2014	2013	2014
PIB (% var. anual)	-1,3	0,5	-1,7	0,4
Tasa de paro (% población activa)	26,4	26,3	27,3	28
Saldo público (% PIB)	-6,7	-6,1	-6,9	-6,4

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

Previsiones

Contribución de la demanda interna y externa al crecimiento del PIB

Variación interanual (%)



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

PMI manufacturas y servicios

(Índice)



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

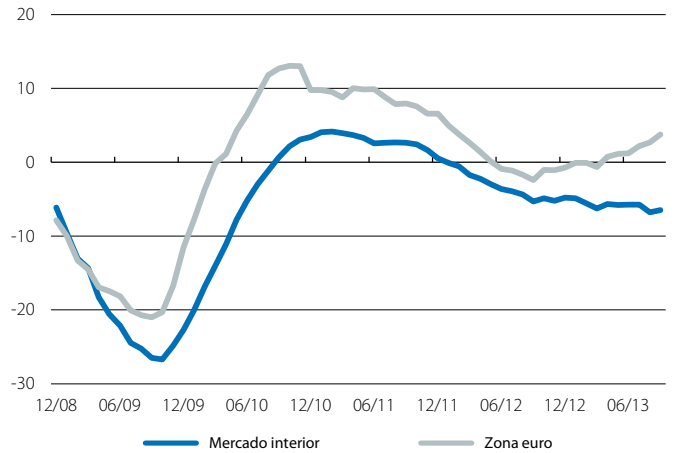
La buena evolución de los pedidos industriales permite ser relativamente optimista. Hay dos hechos destacables: (i) la demanda interna frena su caída y (ii) el mercado de la eurozona mejora. El primero reafirma el mensaje de que la caída de la demanda interna parece que ha tocado fondo y podría empezar a sumar. La tendencia negativa de los pedidos de la eurozona se rompió en 1T 2013 y desde entonces ha aumentado de forma considerable. Por ejemplo, este septiembre la variación interanual era del 3,8% (media móvil de 3 meses), comparada con el 2,7% de agosto.

Freno de las exportaciones. El sector exportador continúa siendo el motor de la recuperación pero, como ya se ha señalado anteriormente, su contribución al crecimiento disminuyó notablemente en 3T. En la primera mitad del año las exportaciones de bienes crecieron un 8,0% interanual en términos nominales, mientras que este 3T han crecido un 4,4%. Nótese que este menor ritmo de avance se ha producido a pesar de la mejora de las exportaciones a la Unión Europea. Uno de los principales responsables de este menor aumento ha sido EE. UU. En la primera mitad del año las importaciones americanas de bienes españoles crecieron un 5,4%, mientras que en 3T 2013 cayeron un 12,0%. Una de las incógnitas que se abre es si este 3T ha sido especial o si el potencial de crecimiento de las exportaciones españolas es inferior al previsto. Otro cambio de tendencia que merece un comentario es el de las importaciones. En este caso, la tendencia es la inversa: han dejado de caer tanto como en 1T. En particular, en 3T 2013 disminuyeron un 0,6%, mientras que en la primera mitad del año descendieron un 3,2%. Una parte de la mejora se debe a factores temporales, como el aumento de las ventas de automóviles, que han sido impulsadas por el plan PIVE. No obstante, el aumento de las importaciones también obedece al repunte de la demanda interna. En cualquier caso, la tendencia reciente mostrada por las exportaciones y las importaciones nos ha obligado a revisar ligeramente a la baja la previsión de superávit por cuenta corriente de fin de 2013, del 1,8% del PIB al 1,4%.

El sector exterior arrastra el mercado laboral. El sector exterior también ha sido una de las claves de la recuperación de la ocupación. Por ejemplo, las industrias con un porcentaje mayor de ventas al exterior han sido las que han generado más ocupación este 3T (véase Focus «La internacionalización: una oportunidad para el empleo»). Asimismo, observamos un aumento de 54.927 afiliados a la Seguridad Social en octubre (respecto a septiembre), a pesar de la pérdida de afiliados que ha registrado el sector turístico. Esta merma es normal, dado el fin de la temporada turística, y es similar a la que se produce cada año. No obstante, el hecho remarcable es el cambio de tendencia en el sector no turístico, que en el mes de octubre no es muy habitual que registre una tasa de variación del número de afiliados positiva. De todas formas, tenemos que interpretar estos datos con cautela, ya que una parte destacable de este aumento se debe a un crecimiento puntual en el sector de la educación por el inicio del curso escolar.

Nuevos pedidos industriales: mercado interior y eurozona

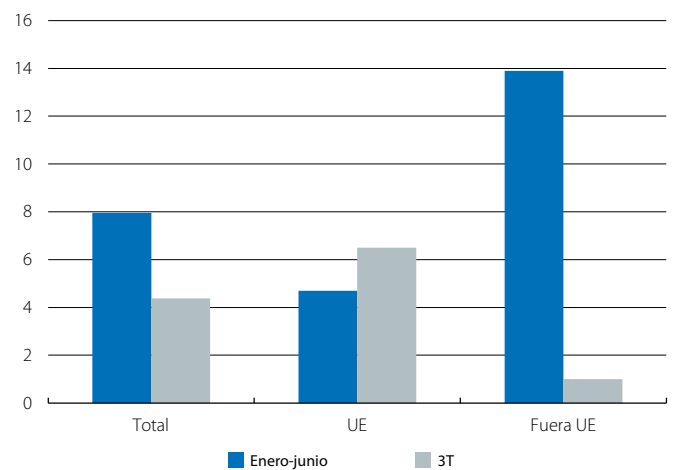
Variación interanual, promedio 3 meses (%)



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

Exportaciones de bienes por destino

Variación interanual (%) (*)

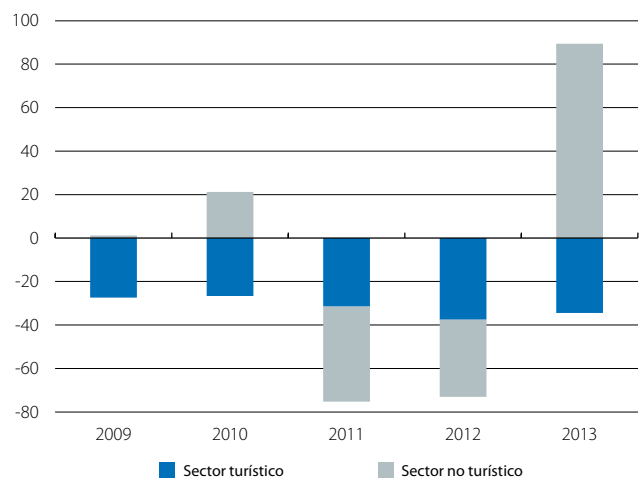


Nota: (*) Datos nominales.

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

Evolución del empleo

Variación intermensual en octubre (miles de afiliados)



Fuente: "la Caixa Research", a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

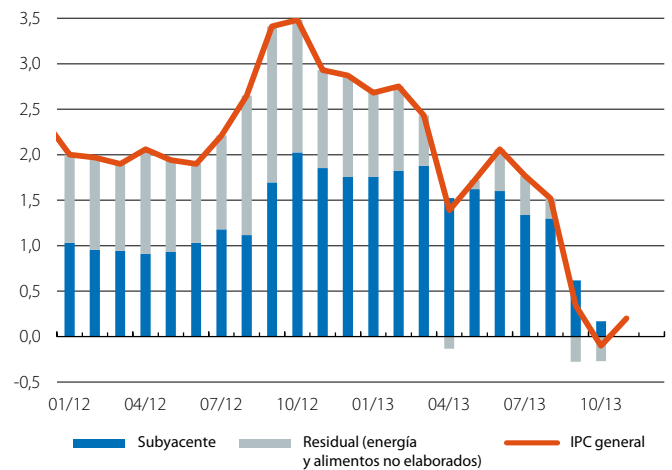
Se aleja el fantasma de la deflación. La tasa de inflación aumentó 3 décimas en noviembre y se situó en el 0,2%, apartando así los miedos a la deflación. El sorprendente crecimiento negativo de la inflación de octubre (-0,1%) abrió un debate sobre una posible espiral deflacionista que podría afectar la incipiente recuperación de la economía española. No obstante, como ya avanzamos el mes pasado, la probabilidad de que este escenario se acabe materializando es, hoy por hoy, pequeña. El fuerte descenso que se ha producido en la tasa de inflación durante los últimos meses responde, en gran medida, a factores temporales, como la bajada del precio de los productos energéticos. De todas formas, cabe remarcar que no creemos que la inflación alcance rápidamente tasas cercanas al 2%. La recuperación de la demanda interna será muy gradual, por lo que la presión sobre los precios continuará siendo muy tibia. Además, los importantes esfuerzos que está desempeñando la economía española para seguir ganando competitividad-precio también darán margen a la inflación para que se mantenga en cotas anormalmente bajas.

El sector bancario entra en la fase final del programa con la troika. La tasa de morosidad de los bancos españoles sufrió un aumento importante este septiembre: del 12,1% en agosto subió hasta el 12,7% en septiembre. Este aumento se produjo fundamentalmente por (i) la disminución del crédito (lo que subió de esta forma la ratio) y (ii) la reclasificación de algunos préstamos para satisfacer los nuevos criterios fijados por el Banco de España. Este segundo aspecto es el más importante y, dado que es una reclasificación puntual, no afectará a la futura evolución de la tasa, por lo que es de prever que el ritmo de aumento se reduzca considerablemente en los próximos meses. Asimismo, en la encuesta del Banco de España a la banca se aprecia una mejora en las expectativas de concesión de crédito para 4T. También este mes el FMI ha publicado el informe en el que valora los progresos del sector bancario. La valoración global es positiva, pero el FMI recuerda lo crítico que es tener un sistema bien capitalizado para maximizar la capacidad crediticia de las entidades financieras. Finalmente, el FMI pone deberes a la Unión Europea en su conjunto. Remarca, de nuevo, la necesidad de alcanzar una Unión Bancaria que permita reducir la fragmentación de los mercados (entre países periféricos y del núcleo) que se produjo a raíz de la crisis de deuda soberana y que todavía persiste.

La desviación respecto al objetivo de déficit podría ser pequeña. El déficit del Estado presentaba en octubre unos registros ligeramente peores que en el mismo mes del año pasado. Tampoco las CC. AA. están ajustando el déficit respecto a los registros del pasado año, aunque tampoco los han empeorado. En ambos casos, por tanto, es probable que se cierre el año con una ligera desviación respecto al objetivo que se había fijado. De todas formas, tanto la Seguridad Social como las corporaciones locales presentan una evolución mejor de la prevista, lo que permitirá que la desviación del déficit del conjunto de las administraciones públicas respecto al objetivo fijado sea menor.

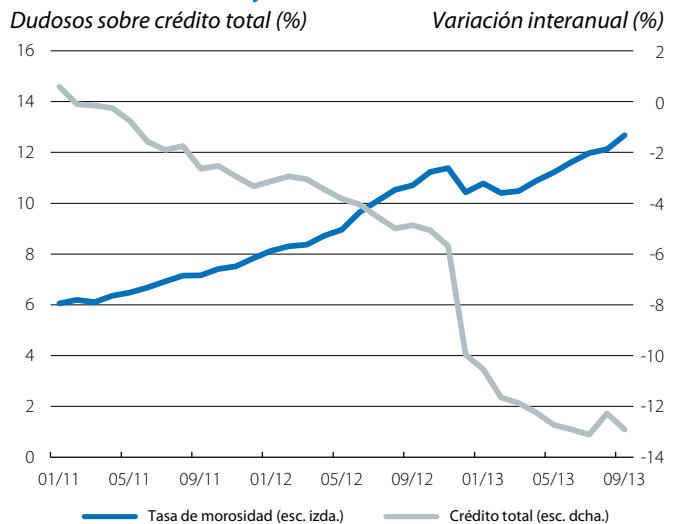
IPC

Variación interanual (%)



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

Tasa de morosidad y crédito bancario



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

Descomposición del saldo público por administraciones

	Diciembre 2012	Objetivo 2013	3T 2012 ^(*)	3T 2013 ^(**)
Estado	-4,3	-3,8	-3,3	-3,6
CC. AA.	-1,8	-1,3	-1	-1
S. S.	-1	-1,4	-0,16	-0,32
CC. LL.	0,2	0,0	0,22	0,2
Saldo AA. PP.^(**)	-6,9	-6,5	-4,2	-4,8

Nota: (*) Datos: Estado - octubre; CC. AA. y S. S. - septiembre; CC. LL. - junio. (**) No incluye las pérdidas por las ayudas a la banca.

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