

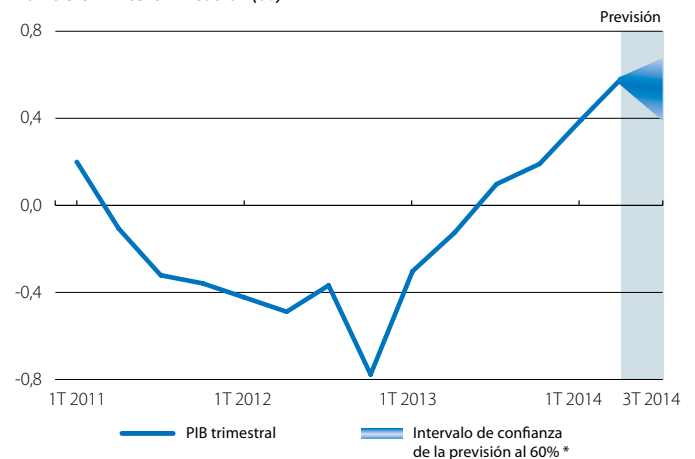
COYUNTURA · La recuperación tiene visos de seguir

La economía española continúa creciendo, aunque a un ritmo levemente menor. Tras el intenso avance del PIB en el 2T, del 0,6% intertrimestral, los últimos datos sugieren que se está produciendo una leve ralentización. El índice de actividad económica de "la Caixa" Research apunta a un avance intertrimestral del PIB alrededor del 0,5% en el 3T 2014. Nuestra previsión, del 0,4%, se sitúa en la banda baja del intervalo aceptable de probabilidades y responde a dos factores. Primero, es posible que la economía española se haya visto afectada por la reciente desaceleración de la actividad europea, y ello quedaría recogido en datos del 3T que aún no están disponibles. Segundo, parte del fuerte repunte de la actividad en el 2T 2014 fue impulsada por factores temporales, como la toma de decisiones de consumo y de inversión que se habían pospuesto durante la crisis. En cualquier caso, todo apunta a que la tasa de crecimiento seguirá siendo notable dados los condicionantes entre los que se mueve la economía española.

Los indicadores de oferta muestran signos de estabilización en tasas positivas. En general, los distintos indicadores adelantados de actividad dibujan un escenario de crecimiento algo más moderado en el 3T 2014. Una muestra de ello es la leve desaceleración de la facturación de las empresas. También la entrada de pedidos de la industria ha perdido algo de fuerza (2,4% interanual en julio frente a 4,2% en junio). La misma lectura de estabilización otorgan los índices PMI de servicios y manufacturas, que se mantienen en zona expansiva. Por ahora, las cifras españolas siguen teniendo un mejor comportamiento que los registros que llegan de los principales países de la eurozona. Sin embargo, la desaceleración de la actividad del Viejo Continente es un riesgo a tener presente. A medida que la eurozona vuelva a crecer a un ritmo más vigoroso, la recuperación de la economía española irá consolidándose.

Moderación también en el ritmo de mejora del mercado laboral. Tras un periodo durante el cual la tasa de crecimiento interanual de los ocupados fue en aumento mes a mes, esta se mantuvo estable en agosto en el 2,0%. No esperamos que el progreso del mercado laboral se detenga pero sí parece que la tasa de creación de empleo está llegando a su nivel de medio plazo. El hecho de que el número de afiliados en la industria y la construcción haya dejado de caer con respecto al año anterior y que la recuperación no se centre exclusivamente en el sector de servicios permite confiar en su continuidad. Sin duda, la creación de empleo durante los últimos meses ha jugado un papel clave en la reactivación del consumo. A juzgar por las principales series, la recuperación de este seguirá, aunque con menor brío, de acuerdo con los indicadores de actividad y del mercado laboral. La confianza del consumidor, por ejemplo, retrocedió en el 3T (-7,9 puntos frente a los -6,1 puntos del 2T) pero sigue en niveles históricamente elevados. También muestran una ralentización del consumo las ventas minoristas.

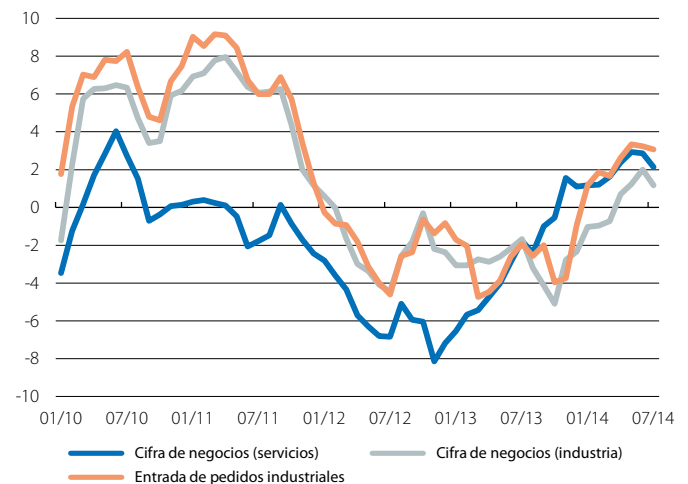
Indicador avanzado del PIB: "la Caixa" Research Variación intertrimestral (%)



Nota: * La probabilidad de que el PIB del 3T 2014 se encuentre dentro de este intervalo es del 60%.
Fuente: "la Caixa" Research.

Indicadores de actividad

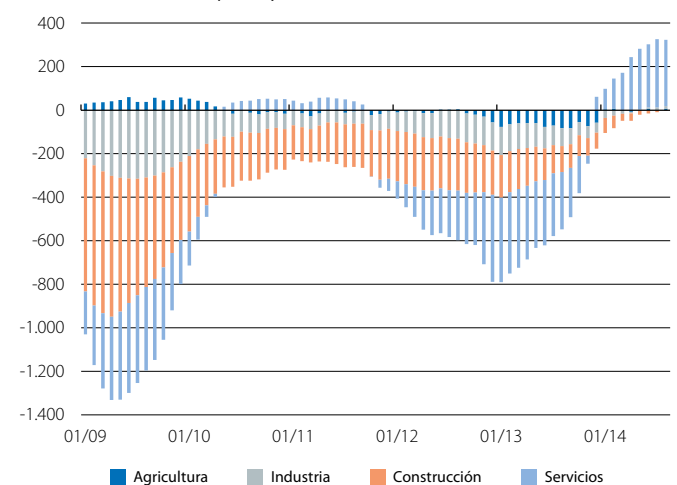
Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



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

Evolución del empleo

Variación interanual (miles)



Nota: Serie desestacionalizada.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del MEySS.

Mientras que en el 2T aumentaron el 0,6% interanual, en los meses de agosto y septiembre el avance promedio fue del 0,1%.

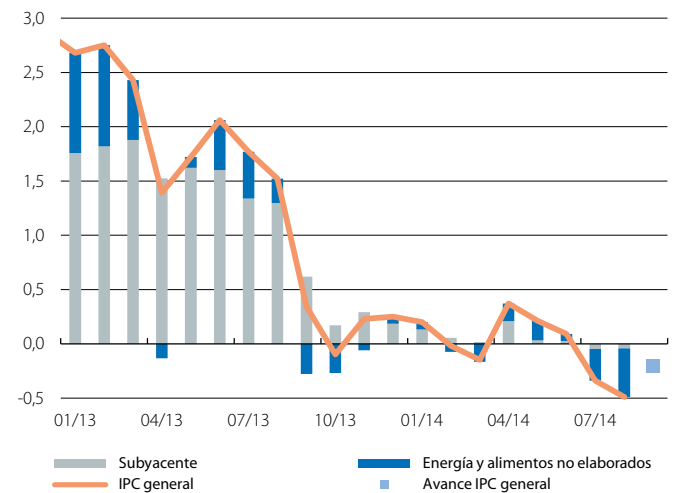
Leve recuperación de la inflación. Tal y como se esperaba, el avance del INE situó la tasa de inflación en el -0,2% en septiembre (-0,5% en agosto). Este dato sugiere que la inflación podría haber tocado fondo e iniciaría así su trayectoria ascendente. A pesar del crecimiento económico, la inflación ha estado en terreno negativo desde julio presionada por la bajada de los precios de los lubricantes y carburantes y de otros componentes volátiles, como los alimentos frescos. Así lo demuestra el hecho de que la inflación subyacente no haya bajado del 0%, y no se espera que retroceda en los próximos meses, ya que la reactivación del consumo y la depreciación del euro deberían ayudar a que los precios retomen una senda ascendente. De todas formas, la recuperación de la inflación será muy lenta a causa de dos factores. Primero, a pesar de que el PIB ha crecido durante cuatro trimestres consecutivos, la utilización de la capacidad productiva sigue estando en niveles muy bajos. Segundo, se mantiene la contención salarial, tal y como reflejan los datos de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral. En el 2T 2014, los costes salariales aumentaron un 0,4% intertrimestral (0,0% en el 1T), muy por debajo del promedio entre el año 2000 y 2007, del 1,0%. El aumento moderado de los salarios pactados en convenio en julio, del 0,6% interanual, apunta a un avance salarial contenido en lo que queda del año, por lo que no habrá presiones inflacionistas por esta vía.

Signos de estabilización en el mercado inmobiliario. El precio de la vivienda dejó de retroceder en el 2T 2014. Así lo recogen tanto los datos del INE, con un incremento del 1,8% intertrimestral, como del Ministerio de Fomento, con una tasa del 0,0%. De esta forma, se pone fin a una caída que, desde 2008, supera el 30% nominal. La incipiente estabilización del precio de la vivienda viene acompañada por la mejora de la demanda. En julio, la compraventa de viviendas avanzó un 10,7% interanual (6,4% en el 2T). La demanda de pisos se verá favorecida por la laxitud monetaria, que ha situado la economía española en un entorno de bajos tipos de interés. En julio, el tipo de interés de la nueva concesión de crédito a los hogares para la compra de una vivienda se situó en el 2,9%, frente al 5,7% en 2008. Asimismo, los datos muestran que la concesión de crédito nuevo se recupera, aunque muy paulatinamente, del suelo registrado en septiembre de 2013. Todo ello sugiere que la corrección del sector inmobiliario puede llegar a su fin.

El sector exportador da muestras de mejora. Las exportaciones de bienes crecieron un 8,7% interanual en julio y se desmarcaron de la debilidad mostrada en la primera mitad del año, anotando un registro del 0,5%. A pesar de que parece que las exportaciones han retomado el pulso, los vaivenes característicos de esta serie nos obligan a ser cautos a la hora de valorar este repunte. Sin duda, para que la tendencia ascendente de las exportaciones se consolide, será imprescindible que la recuperación de la eurozona gane fortaleza. Por su lado, el dinamismo importador se mantiene, puesto que la economía española está creciendo de la mano de la demanda interna. El resultado

IPC y principales componentes

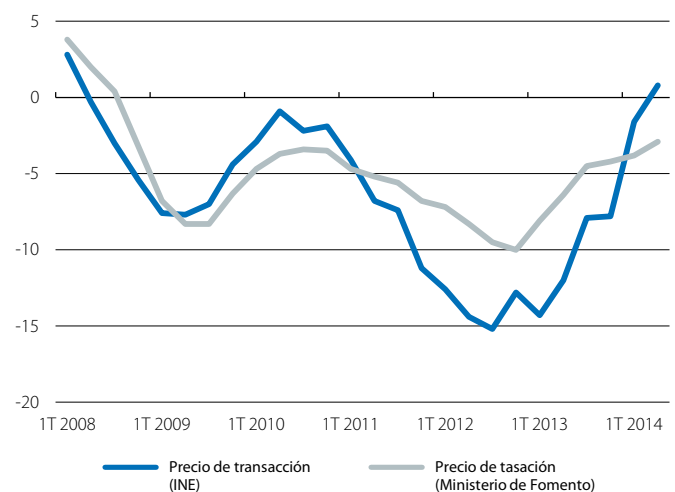
Contribución a la variación interanual del IPC (p. p.)



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

Precio de la vivienda

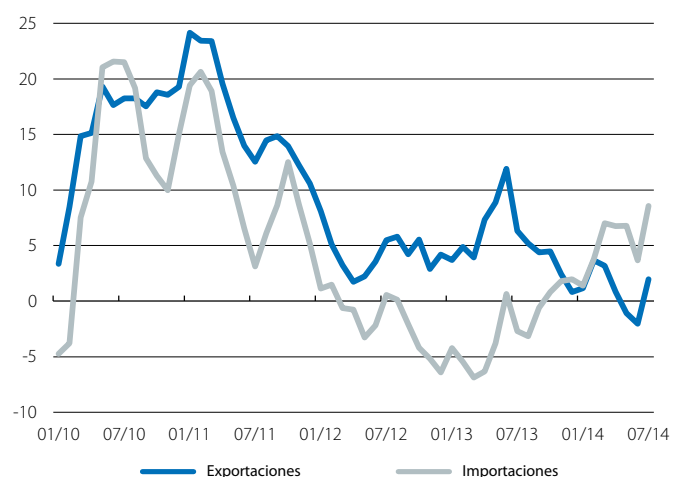
Variación interanual (%)



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

Comercio exterior de bienes

Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



Nota: Datos nominales.

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

es que el saldo de bienes lleva desde principios del año deteriorándose. En junio fue de -17.189 millones de euros, en términos acumulados de 12 meses (-10.777 millones de euros en enero de 2014).

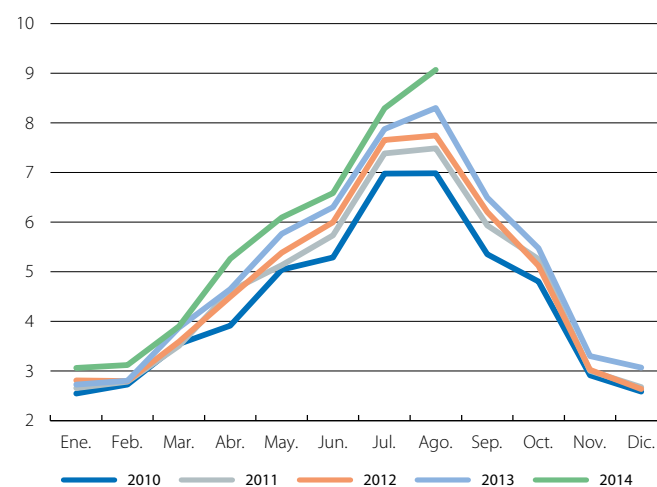
El turismo extranjero avanza a ritmo de récord. La llegada de visitantes se aceleró en agosto (8,8% interanual) y eleva a 45,4 millones el número de turistas que han visitado el país en lo que va de año (frente a los 42,3 millones de 2013). El buen pulso de los mercados emisores, excepto el ruso, permite mantener el optimismo a corto plazo. El excelente comportamiento del turismo extranjero de los últimos meses ha ido acompañado de un incremento significativo de los ingresos de esta partida. En junio, estos aumentaron un 4,6% interanual, un repunte que no está siendo suficiente para compensar el deterioro del saldo de bienes y de rendas. Así, el saldo corriente en junio se volvió a situar en terreno negativo (-1.008 millones de euros en términos acumulados de 12 meses).

El Gobierno presenta los Presupuestos Generales del Estado de 2015 con un escenario macroeconómico verosímil. En conjunto, las previsiones de crecimiento sobre las cuales se marcan los objetivos para las principales partidas del balance público se sitúan en línea con el consenso de economistas. Concretamente, los presupuestos se apoyan en un avance de la actividad del 1,3% en 2014 y del 2,0% en 2015. Según la Agencia Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), que evalúa por primera vez el cuadro macroeconómico, las cifras planteadas son plausibles, aunque matiza que la evolución de la eurozona podría ser algo peor de lo previsto. El proyecto de los Presupuestos Generales del Estado presenta un avance de la actividad y del consumo que elevarán los ingresos tributarios un 5,4% anual en 2015, incluso teniendo en cuenta el impacto de la reforma fiscal. Por otro lado, el gasto descenderá un 3,2% fruto del descenso del pago de intereses y la menor aportación a la Seguridad Social y al Servicio Público de Empleo Estatal. Ello permitirá llevar a cabo el ajuste fiscal de seis décimas hasta el 2,9% del PIB. Sin embargo, cabe señalar que gran parte del ajuste del déficit fiscal presupuestado tanto por la vía de ingresos como de gastos depende de que las previsiones de crecimiento se cumplan, esto es, responde a factores cíclicos.

De momento, el cumplimiento del objetivo fiscal de 2014 parece factible. En agosto, el déficit del Estado se situó en el 3,3%, dos décimas por encima del objetivo de este año. Una reducción de tal magnitud en los últimos cuatro meses del año no parece complicada. Además, cabe señalar que la reciente revisión del PIB, que sigue la nueva normativa europea de cuentas, ha elevado el PIB nominal de 2013 un 2,6%, reduciendo tres décimas a la baja el déficit para ese año hasta el 6,3%. Como resultado, el ajuste fiscal necesario para cumplir con el objetivo de déficit de 2014 del conjunto del sector público, del 5,5% del PIB, ha bajado hasta los 0,8 p. p., lo que claramente apoyará a su consecución.

Entrada de turistas extranjeros

(Millones)



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

Cuadro macroeconómico del Gobierno

Variación anual, salvo indicación expresa (%)

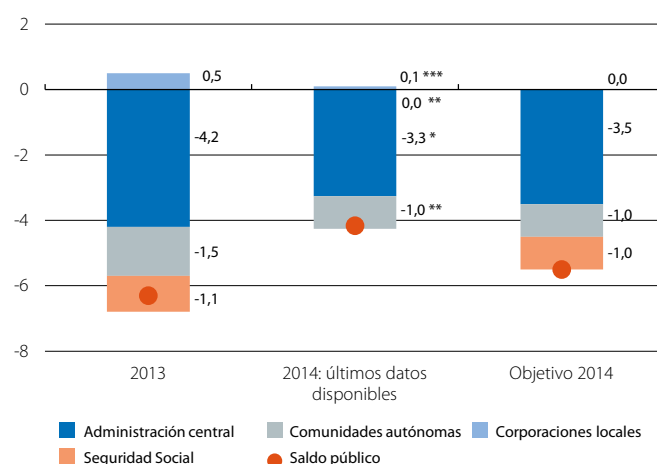
	2014	2015
PIB	1,3	2
Demanda interna*	1,4	1,8
Demanda externa*	-0,1	0,2
Empleo	0,7	1,4
Tasa de paro**	24,7	22,9
Saldo corriente (% del PIB)	0,9	1,1
Saldo público (% del PIB)	-5,5	-4,2

Notas: * Contribución al crecimiento. ** Porcentaje de la población activa.

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

Desglose del saldo público

Datos acumulados para cada año (% del PIB)



Notas: * Agosto 2014. ** Julio 2014. *** 2T 2014.

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