

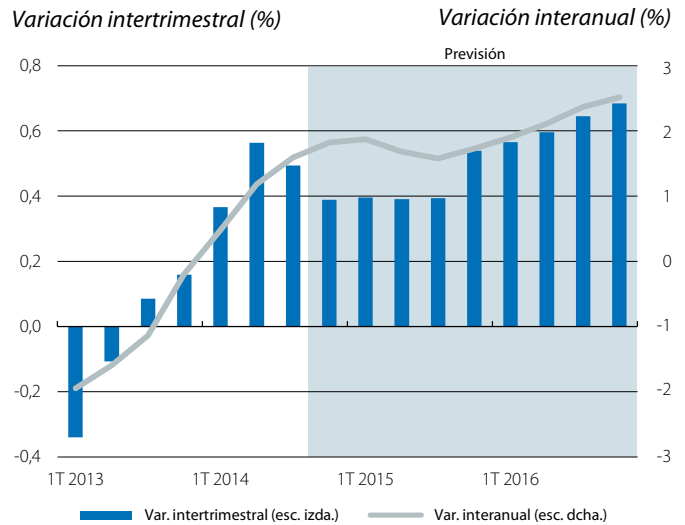
COYUNTURA · Resistencia frente a la desaceleración en Europa

El PIB creció un 0,5% intertrimestral en el 3T. Aunque ya se esperaba un ritmo de crecimiento algo menor que en el 2T (0,6% intertrimestral), finalmente la ralentización ha sido muy modesta, de solamente una décima. Con este dato, la economía española encadena cinco trimestres consecutivos de expansión, y la tasa de variación interanual del PIB se sitúa en el 1,6%. Si bien todavía no se ha publicado el desglose del PIB por componentes, todo apunta a que el crecimiento sigue apoyándose en la demanda interna y, sobre todo, en el consumo de las familias y en la inversión en bienes de equipo. Con este buen dato, mejoramos la previsión de crecimiento para 2014 en una décima hasta el 1,3%. Nuestro escenario central prevé una continuación de la senda expansiva, pero a un ritmo ligeramente menor, con crecimientos alrededor del 0,4% intertrimestral, de modo que el crecimiento de 2015 se situaría en torno al 1,7%.

La actividad económica mantiene el tono expansivo, pero se anticipa cierta moderación. El índice de confianza empresarial de octubre, que recoge las expectativas de los empresarios sobre la marcha de su negocio, aumentó un 0,2% respecto al 3T, un incremento muy modesto si se compara con los importantes avances de los trimestres anteriores. Además, el componente de expectativas mantiene el nivel alcanzado en el 3T pero no registró aumentos adicionales. Por su parte, los pedidos industriales de agosto, que generalmente anticipan los movimientos de la producción industrial en meses posteriores, flexionaron ligeramente a la baja debido a la desaceleración de los pedidos externos, tanto de la eurozona como del resto de mercados. La recuperación de los pedidos del mercado interior sugiere que la demanda interna sigue avanzando a buen ritmo y puede compensar temporalmente la caída de la demanda exterior. Parece, pues, que la economía española está resistiendo a la nueva desaceleración de la actividad en Europa. Tras la intensa corrección de los desequilibrios macroeconómicos y las reformas estructurales implementadas, es menos vulnerable y está más preparada para el crecimiento. De todos modos, la capacidad de resistencia a la debilidad exterior es limitada y, en última instancia, la recuperación sigue estando condicionada a que la eurozona supere este nuevo bache.

El buen tono de la actividad económica se refleja en los datos del mercado laboral. En el 3T, la cifra de ocupados aumentó por cuarto trimestre consecutivo (0,4% intertrimestral desestacionalizado), un dato que ya se esperaba después de los buenos datos de afiliación a la Seguridad Social. Como viene siendo la tónica en los últimos trimestres, la ocupación creció en el sector privado (+154.900) pero descendió en el público (-3.900). La tasa de paro se redujo algo más de lo previsto, del 24,5% al 23,7%, gracias a la creación de ocupación pero también debido a la reducción de la población activa (-58.000 personas), sobre todo la extranjera.

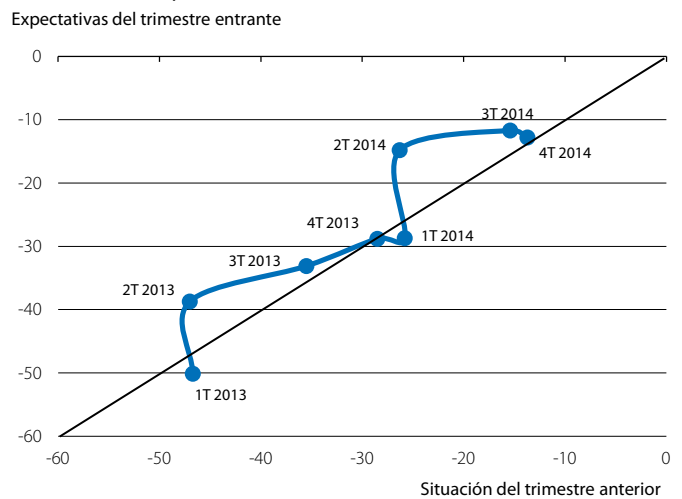
Evolución del PIB



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

Confianza empresarial

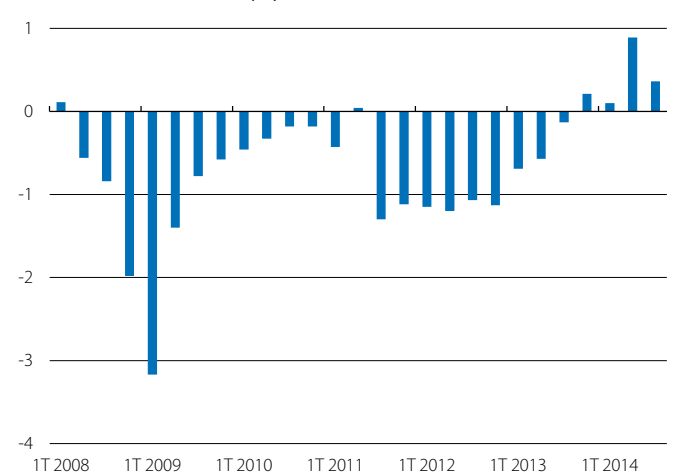
Saldo neto de respuestas favorables menos las desfavorables (%)



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

España: ocupados *

Variación intertrimestral (%)



Nota: * Serie desestacionalizada.

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

La reactivación del empleo se extiende más allá del sector servicios, lo que otorga mayor solidez a la recuperación. A excepción de la agricultura, que es muy volátil, la ocupación aumentó en los servicios (+108.800), en la industria (+71.800) y, por segundo trimestre consecutivo, en la construcción (+43.500). Además, las expectativas de creación de empleo siguen mejorando y auguran una buena evolución del empleo en los próximos trimestres. Tras el importante aumento del 2T, las expectativas del sector servicios y de comercio minorista mantuvieron el nivel alcanzado en el 3T. En cambio, las expectativas de contratación en la industria y la construcción, que habían retrocedido ligeramente en el 2T, experimentaron importantes avances en el 3T, sobre todo en este último sector, que ha pasado de un valor de -44,7 en abril al -23,2 de septiembre. Sin duda, la recuperación de la ocupación en la construcción muestra que la generación de empleo está extendiéndose, poco a poco, a todo el tejido productivo.

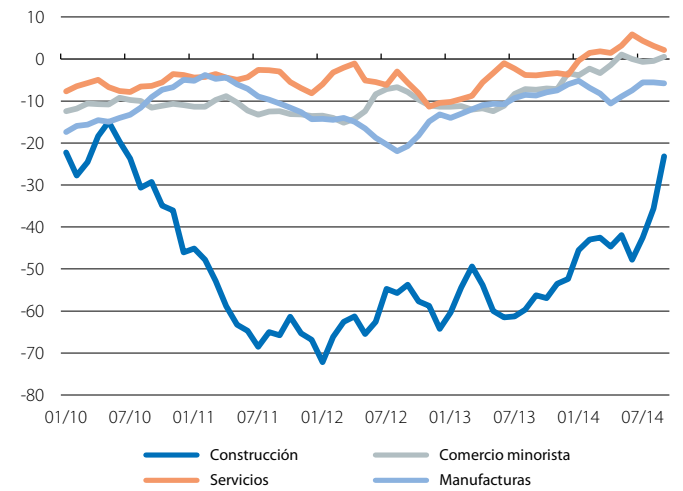
La caída de los precios se modera. La tasa de inflación de octubre se situó en el -0,1%, una décima por encima del registro del mes anterior. Este aumento se explica, en parte, por el incremento del precio de los alimentos. Aunque llevamos cuatro meses con la inflación en terreno negativo, ya se empieza a observar un tímido cambio de tendencia, apoyado por la recuperación de la demanda interna y la depreciación del euro. Así, en el contexto de recuperación paulatina, esperamos que el riesgo de deflación quede progresivamente superado.

El turismo cerrará otro año de récord. Por primera vez, el número de turistas de septiembre superó los siete millones, lo que supone un aumento del 8,1% interanual, y hace prever un 2014 con cifras récord. El excelente comportamiento del sector turístico contrasta con la evolución de las exportaciones de bienes, que retrocedieron un 5,1% interanual en agosto. Esta caída, aunque significativa, puede explicarse, en parte, por la volatilidad de la propia serie. El promedio de los últimos tres meses, que muestra la tendencia de fondo, es algo más favorable pero sigue siendo inferior a las importaciones. Estos datos se reflejan en el saldo de la cuenta corriente, que acumula un déficit de 4.600 millones entre enero y agosto, comparado con el superávit de 8.700 millones del mismo periodo de 2013. Esperamos que esta tendencia cambie de sentido en los próximos meses, de modo que la demanda externa también vuelva a contribuir al crecimiento del PIB. Por un lado, la mejora de la demanda global debería relanzar las exportaciones. Por otro lado, el crecimiento de la demanda interna, y de las importaciones, se moderará. Sin embargo, contemplamos riesgos de desviación a la baja por la incertidumbre que rodea a estos factores. Lo que parece claro es que difícilmente el saldo por cuenta corriente pueda repetir el registro de 2013 (0,8% del PIB).

El consumo privado sigue espoleando el crecimiento. El fuerte incremento de las ventas minoristas en septiembre (1,1% interanual en la serie corregida por efectos estacionales y de calendario) anticipa el buen comportamiento del consumo privado en el 3T. Al igual que ocurrió en el 2T, el consumo doméstico habría sido el motor del crecimiento y estaría sustentado

Expectativas de creación de empleo

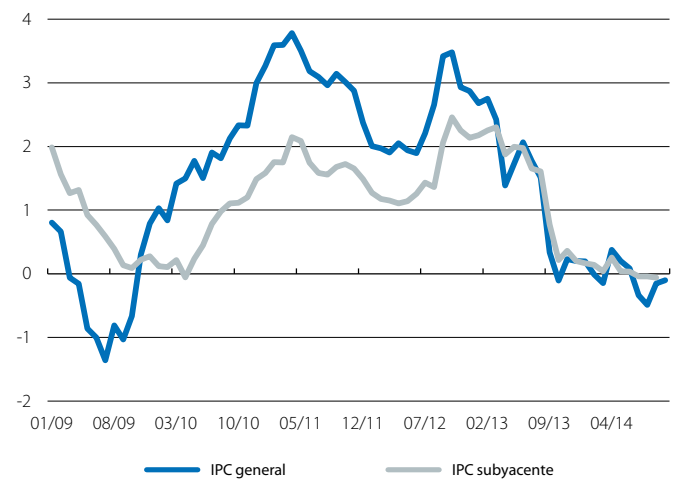
Media móvil de tres meses (índice)



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

IPC

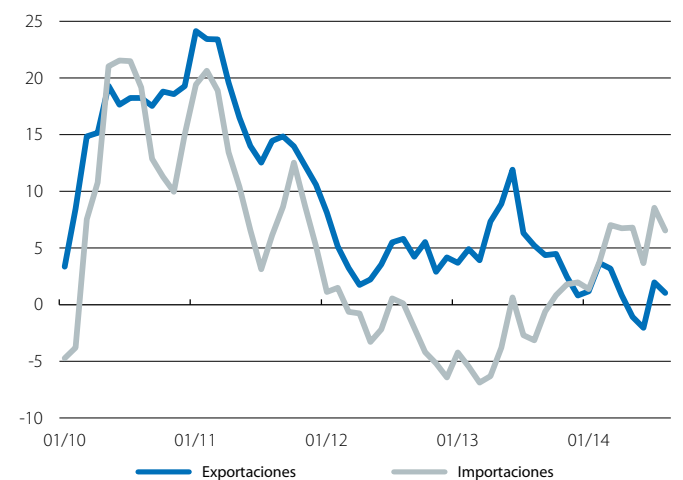
Variación interanual (%)



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

Comercio exterior de bienes

Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



Datos: Datos nominales.

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

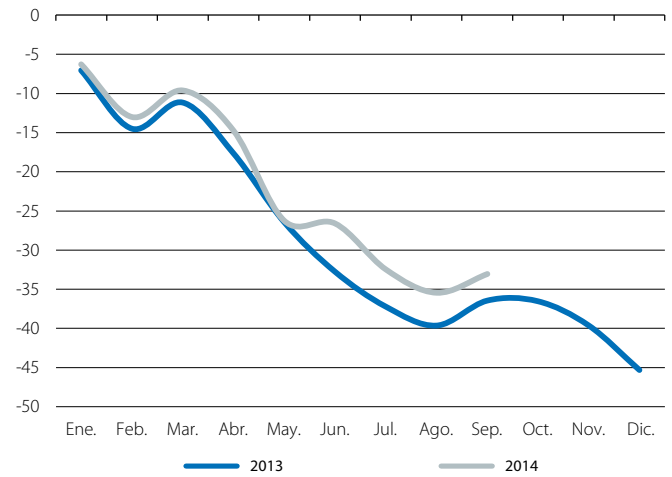
tanto en la mejora del mercado de trabajo como en la reducción de la tasa de ahorro. En el 2T, según los últimos datos disponibles, la tasa de ahorro de los hogares descendió hasta el 9,1% de su renta bruta disponible, en un contexto en el que la renta bruta disponible todavía seguía cayendo (-0,2% intertrimestral). De cara a los próximos trimestres, el recorrido a la baja de la tasa de ahorro es limitado, por lo que nuevos avances del consumo deberían sustentarse en aumentos de la renta bruta disponible. Los activos financieros de las familias, que alcanzaron niveles máximos en el 2T, también suponen un importante apoyo al consumo a medio plazo.

La mejora de la actividad contribuye a la consolidación fiscal. La mayor recaudación impositiva permitió al Estado reducir el déficit hasta los 33.052 millones de euros en septiembre (3,1% del PIB), lo que supone un 9,3% menos que en 2013. El saldo fiscal del resto de administraciones sigue la misma tónica, con excepción de las comunidades autónomas, que con los últimos datos de agosto ya alcanzaron el objetivo de déficit para el conjunto de 2014 (1,0%). Ello nos lleva a mantener la perspectiva de una ligera desviación del cumplimiento de los objetivos de déficit de este año.

El sector bancario, tras mostrar su capacidad de resistencia en las pruebas del BCE, está empezando a dar crédito nuevo. Tras el profundo proceso de reestructuración del sector bancario español de los últimos años, los resultados del test de estrés europeo mostraron que todas las entidades españolas tienen una solvencia suficiente para hacer frente a un escenario adverso, en el que el PIB de la eurozona en 2016 sería un 6,6% inferior al del escenario base. Solamente una entidad española no superaba la prueba a 31 de diciembre de 2013, pero con las emisiones realizadas en 2014 ya se han cubierto las necesidades de capital detectadas. Estos resultados demuestran la solvencia del sector, que ya está preparado para volver a dar crédito a la economía real. Los datos sobre la concesión de crédito nuevo así lo demuestran. Entre enero y septiembre, el crédito nuevo para la adquisición de viviendas sumó 18.892 millones de euros, un 18,9% más que en 2013. La nueva concesión de crédito a hogares para el consumo y otros fines también mostró una buena evolución, con 24.137 millones de euros concedidos entre enero y septiembre, un 11,4% más que en el mismo periodo de 2013. El nuevo crédito a pymes también aumentó (105.074 millones de euros, un 7,4% más que en 2013), pero la nueva concesión a grandes empresas todavía sigue lejos de los niveles de 2013, en parte porque estas empresas prefieren otras formas de financiación. Estas cifras del crédito nuevo contrastan con la sustancial caída que todavía experimenta el saldo vivo de crédito, que presenta una variación interanual del -8,0% en septiembre, algo inferior al mes precedente (-8,3% en agosto). El volumen de crédito total aún tardará en estabilizarse, pues el proceso de desapalancamiento de empresas y hogares, que se encuentra bien avanzado en algunos segmentos, todavía no se ha completado.

Saldo del Estado

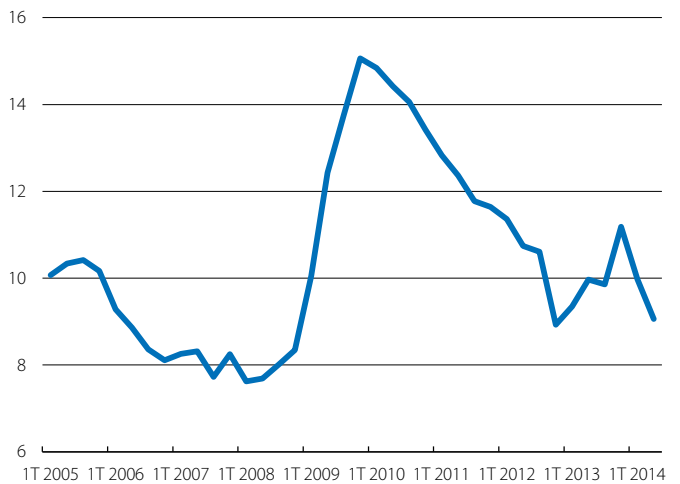
Datos acumulados en lo que va de año (miles de millones de euros)



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

España: tasa de ahorro de los hogares

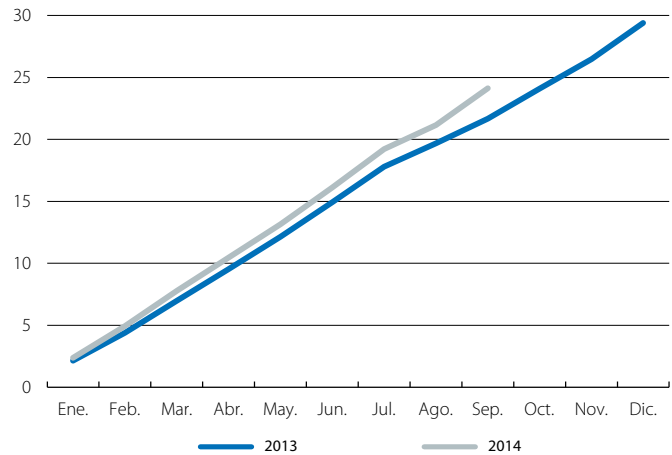
(% de la renta bruta disponible)



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

Nueva concesión de crédito a los hogares para el consumo y otros fines

Datos acumulados en lo que va de año (miles de millones de euros)



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