

## COYUNTURA · Crecimiento con inflación contenida

La economía española resiste el temporal de otoño. Si bien el proceso de recuperación prosigue de forma muy lenta en la mayoría de países europeos, la economía española sigue destacando con un ritmo de crecimiento que se mantiene en cotas claramente superiores. En efecto, el PIB aumentó un 0,5% intertrimestral en el 3T, el mismo avance que en el 2T y superior al 0,3% registrado en el 1T. Con este se encadenan cinco trimestres consecutivos de crecimiento positivo, y la tasa de crecimiento interanual ya se sitúa en el 1,6%. En los próximos trimestres esperamos que el proceso de recuperación se vea reforzado por dos factores de apoyo: la reducción del precio del petróleo (véase el Focus «Sobre el impacto de la caída del precio del petróleo en el saldo corriente» en este mismo Informe) y la depreciación del euro. Asimismo, la Comisión Europea apunta que podríamos asistir a un cierto apoyo proveniente de una moderada relajación fiscal. Ello nos lleva a revisar al alza la previsión de crecimiento para 2015 hasta el 1,9% (anterior: 1,7%). Para 2016 esperamos un crecimiento del 2,0%. Esta mejora de las previsiones para la economía española también se observa entre los organismos internacionales, como la OCDE, que en su informe de noviembre mejora el pronóstico en tres décimas para 2014, hasta el 1,3%, y en dos décimas para 2015, hasta el 1,7%.

La recuperación prosigue de la mano de la demanda interna. La demanda interna contribuyó 0,8 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, gracias al incremento del consumo privado, que sigue sorprendiendo al alza (0,8% intertrimestral), y al avance de la inversión, sobre todo en equipo pero también en construcción. El otro componente de la demanda interna, el consumo público, sigue contenido debido al proceso de ajuste de las cuentas públicas. Esperamos que en los próximos trimestres el consumo de los hogares modere su ritmo de avance y registre tasas más en línea con la evolución de su renta bruta disponible. De hecho, algunos indicadores de consumo del 4T apuntan en esta dirección: las ventas minoristas retrocedieron un 0,8% en octubre y la confianza de los consumidores descendió en noviembre hasta los -11,8 puntos, un nivel similar al del 1T. Sin embargo, otros indicadores, como las ventas de automóviles, no muestran signos de fatiga.

El sector exterior muestra signos de mejora tras un primer semestre muy débil. A pesar de que la demanda externa restó 0,3 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, es importante destacar el buen dato de exportaciones, que crecieron un 3,5% en el 3T. Sin embargo, el fuerte crecimiento de las importaciones (4,7% intertrimestral) hizo que el saldo por cuenta corriente siguiera deteriorándose: en septiembre registró un superávit de 1.673 millones de euros (acumulado de 12 meses), una cifra que contrasta con el superávit de 15.840 millones de euros del año anterior. Con todo, el buen comportamiento del turismo, que sigue marcando récords históricos,

### Desglose del PIB y previsiones

Variación intertrimestral (%)

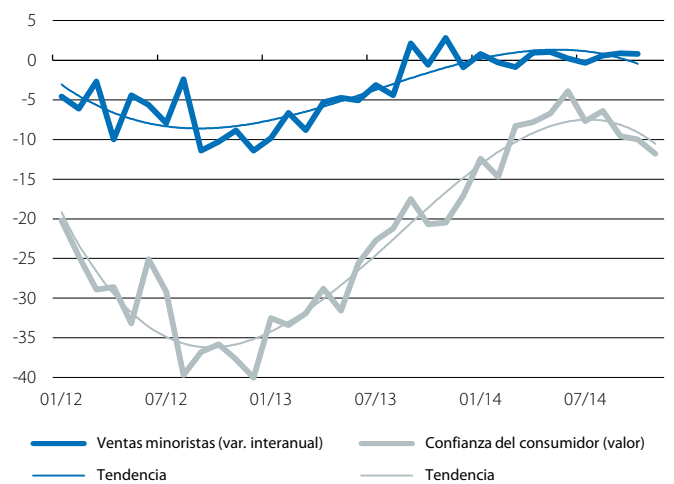
	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015
Consumo privado	0,6	0,9	0,8	0,5	0,4	0,4
Consumo público	1,1	0,1	0,1	-0,5	0,1	-0,2
Inversión	0,1	1,7	1,0	1,0	1,2	1,4
Inversión en equipo	2,0	3,8	1,7	1,9	2,0	2,2
Inversión en construcción	-1,7	0,6	0,6	0,4	0,6	0,8
Exportaciones	0,0	1,3	3,5	1,3	1,2	1,1
Importaciones	0,5	2,6	4,7	1,2	1,2	0,9
<b>PIB</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>

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

Previsión

### Indicadores de demanda

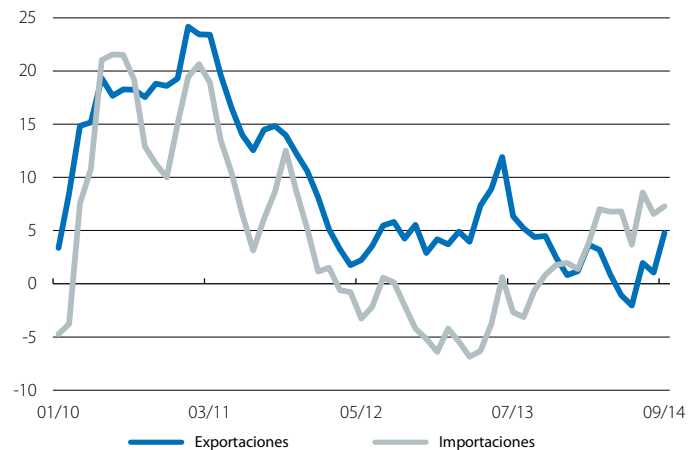
Variación interanual (%) y valor



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

### 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.

y la tendencia más favorable de las exportaciones de bienes hacen prever una ligera mejora del saldo de cara a 2015.

**Los indicadores de oferta del 4T siguen mejorando.** El índice PMI de servicios avanzó una décima en octubre hasta los 55,9 puntos, mientras que su homólogo en manufacturas mantuvo el nivel de 52,6 puntos. Ambos, por tanto, se mantienen por encima del registro de 50 puntos que delimita la zona de expansión. Los nuevos pedidos son el principal motor de crecimiento en ambos sectores: aunque se observa cierta ralentización de los provenientes de la eurozona, se ve compensada por el mayor crecimiento de los pedidos internos. La producción industrial avanzó un 1,1% interanual en septiembre, impulsada por los bienes de equipo. Además, el índice de confianza en la industria anotó su nivel más alto desde enero de 2008. La buena marcha del sector industrial hace prever que la inversión en equipo tendrá una buena evolución en el 4T.

**El mercado laboral sigue deparando buenas noticias.** Según los datos de contabilidad nacional del 3T, el empleo creció por tercer trimestre consecutivo, en concreto un 0,5% intertrimestral (0,7% en el 2T y 0,2% en el 1T). Todas las ramas de actividad crearon ocupación excepto las actividades financieras y los seguros, todavía en proceso de ajuste, y la agricultura, un sector muy volátil. La construcción, otra rama muy aquejada por la crisis, lleva dos trimestres creando empleo, lo que manifiesta que su proceso de redimensionamiento está cerca de finalizar. La cifra de afiliados a la Seguridad Social de octubre apunta a que la senda de mejora del mercado laboral prosigue en el 4T.

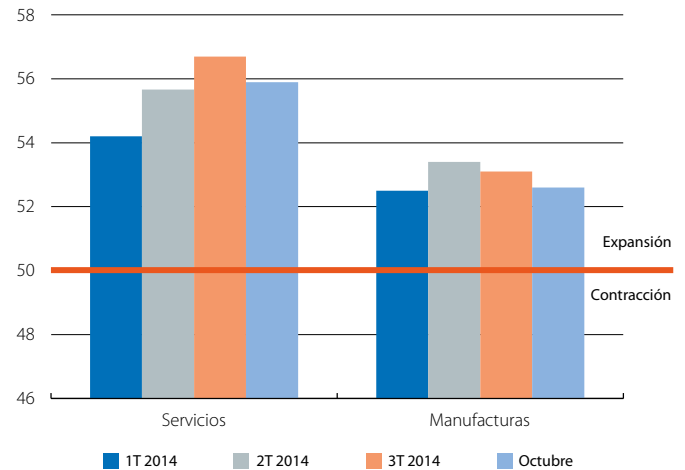
**La contención salarial apoya las mejoras de competitividad.** En el 3T, la remuneración por asalariado cayó un 0,5% intertrimestral, lo que permitió reducir los costes laborales unitarios (-0,5% intertrimestral). A juzgar por los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos, estables en el 0,6% interanual entre enero y octubre, la moderación salarial se mantiene. Mientras la productividad no crezca significativamente, la contención salarial resulta imprescindible para continuar ganando competitividad.

**La energía presiona a la baja los precios.** En noviembre la inflación se redujo tres décimas, hasta el -0,4%. Casi la totalidad de este descenso se explica por la caída del precio de los productos energéticos (tanto el petróleo como la electricidad). Aunque la inflación lleva cinco meses en terreno negativo, esperamos que siga una suave tendencia al alza, apoyada por la recuperación de la demanda interna y la depreciación del euro. Además, esperamos que de cara al próximo año el precio del petróleo, que ya se encuentra en cotas mínimas, deje de ejercer presiones a la baja. Así, prevemos una inflación del -0,1% para el conjunto de 2014, que se incrementaría al 0,9% en 2015 y el 1,5% en 2016.

**La Comisión Europea alerta de un posible incumplimiento del objetivo de déficit en 2015.** Los últimos datos de ejecución presupuestaria para 2014 muestran que para el conjunto de las AA. PP. el déficit público es del 3,9% (objetivo: 5,5%). Las CC. AA.

**Indicadores de actividad**

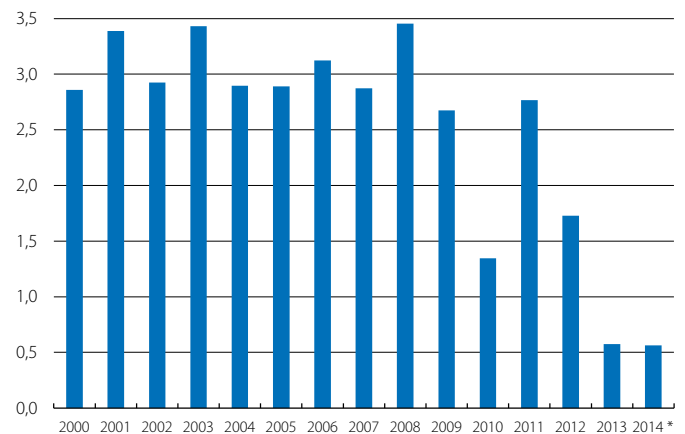
Índice PMI (valor)



*Nota:* Valores superiores a 50 puntos suelen ir relacionados con tasas de crecimiento positivo del PIB.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit.

**Salarios pactados en los convenios colectivos**

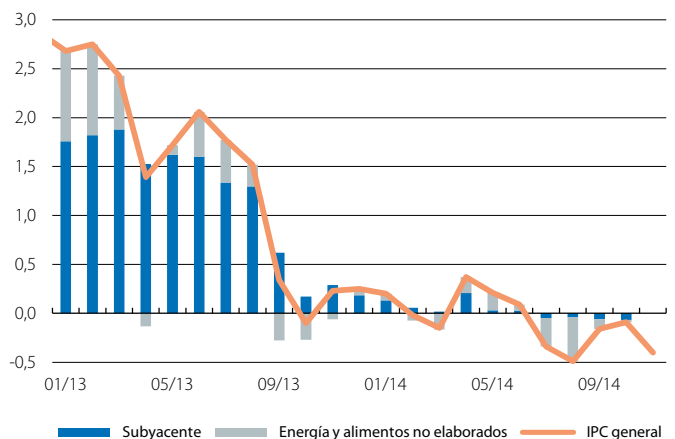
Variación media (%)



*Nota:* \* Promedio de enero a octubre.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

**Contribución a la inflación por componentes**

(p. p.)



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

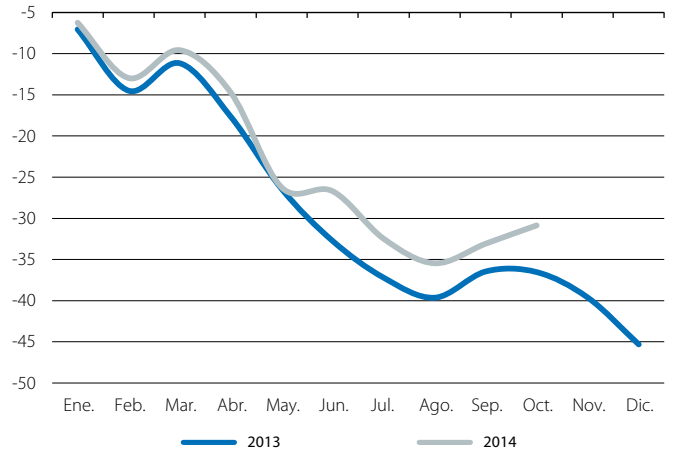
en septiembre ya se desviaban una décima respecto a su objetivo del 1% para el conjunto del año. En cambio, el Estado y la Seguridad Social todavía mantienen cierto margen respecto a su objetivo de déficit y las corporaciones locales podrían volver a anotar un superávit como ya ocurrió en 2013. Situamos nuestra previsión de déficit para 2014 en el 5,7%. De cara a 2015, la CE, en su informe de opinión sobre los Presupuestos Generales del Estado para 2015, considera que el cumplimiento del objetivo de déficit está en peligro por la incertidumbre sobre la reducción esperada del gasto así como los efectos de la reforma fiscal, y por ello recomienda que se adopten más medidas. La CE sitúa su previsión de déficit para 2015 en el 4,6% concretamente, una décima por encima de la nuestra y cuatro por encima del objetivo.

**El mercado inmobiliario muestra signos de estabilización.** El precio de la vivienda cayó un 0,2% intertrimestral en el 3T (0,0% en el 2T) con lo que la tasa interanual se situó en el -2,6%, el menor ritmo de contracción desde 2008. En los próximos trimestres esperamos que los precios se mantengan estables, quizás con ligeros movimientos erráticos al alza o a la baja propios de un momento de cambio de tendencia, pero que poco a poco irán retomando el rumbo ascendente. Con todo, el mercado inmobiliario cuenta todavía con un elevado stock de viviendas por vender y, además, muchos hogares todavía se están desapalancando, factores que limitarán el recorrido al alza de los precios. Por el lado de la demanda, el crecimiento de las compraventas de viviendas en septiembre (13,7% interanual) apunta a que se podría cerrar el año con un número de transacciones ligeramente superior a las 300.000, lo que ofrece cierto optimismo sobre la recuperación de una actividad que se encuentra en niveles mínimos. Otra nota positiva la aporta el crecimiento de la inversión residencial, que en el 3T aumentó por primera vez desde el 2T 2007.

**El Mecanismo Único de Supervisión (MUS) empieza a supervisar las entidades bancarias españolas de mayor tamaño,** que representan el 90% de los activos del sector. Las entidades más pequeñas siguen bajo la supervisión del Banco de España, pero con la tutela del BCE. Para estas entidades financieras de menor tamaño, el pasado 28 de noviembre el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley de Resolución Bancaria que establece los mecanismos de actuación temprana y la resolución definitiva, así como el marco de actuación de las autoridades competentes. Mientras se sigue avanzando en la creación de la unión bancaria, los datos del sector bancario muestran signos de mejora. Por un lado, la tasa de morosidad, que todavía se encuentra en niveles muy elevados respecto al promedio histórico, registró el mayor descenso en lo que va de año y se situó en el 13,0% en septiembre. Por otro lado, se modera el ritmo de caída del saldo de crédito respecto a meses anteriores (-7,9% en octubre frente a -8,1% en septiembre).

**Saldo del Estado**

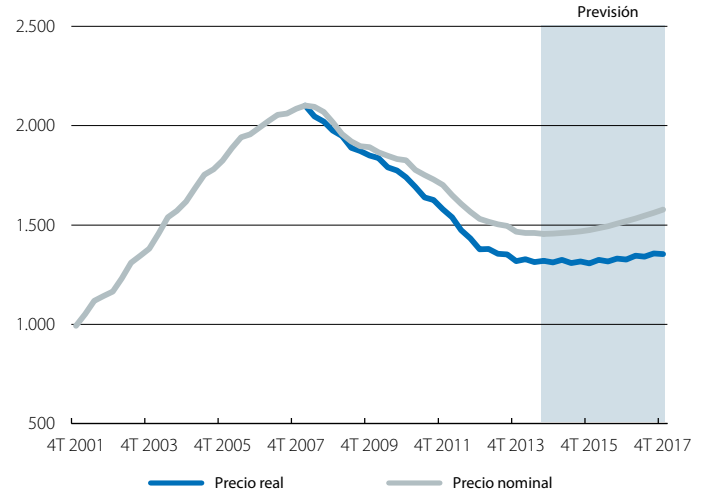
Datos acumulados en lo que va de año (miles de millones de euros)



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

**Precio de la vivienda**

(Euros/m<sup>2</sup>)



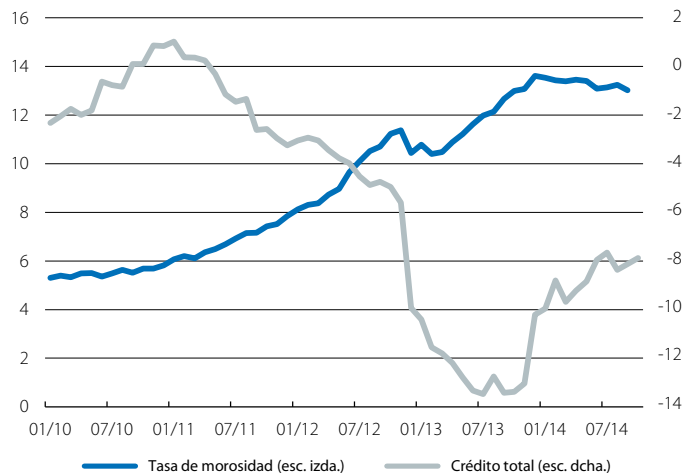
Nota: Precio real es igual al nominal deflactado por el IPC.

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

**Tasa de morosidad y crédito bancario**

Dudosos sobre crédito total (%)

Variación interanual (%)



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