

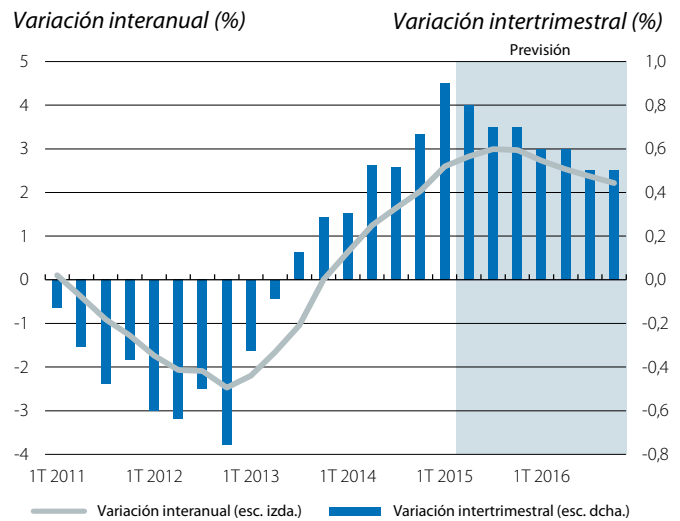
COYUNTURA · El crecimiento se acelera con el apoyo del consumo

El ritmo de crecimiento de la economía española se acelera hasta el 0,9% intertrimestral en el 1T, dos décimas más que nuestra previsión y que el registro del 4T 2014. A falta del detalle por componentes, los indicadores adelantados de actividad apuntan a un gran dinamismo de la demanda interna, sobre todo del consumo privado y de la inversión empresarial, mientras que la demanda externa habría tenido una contribución ligeramente negativa, debido a la fortaleza de las importaciones no energéticas. Los indicadores de actividad, que ya señalaban una aceleración del ritmo de crecimiento en el 1T 2015, muestran que la recuperación está siendo más robusta de lo previsto. Esto nos lleva a revisar al alza las previsiones de crecimiento hasta el 2,8% para 2015 y hasta el 2,5% para 2016 (tres y dos décimas más, respectivamente), apoyándonos principalmente en una mejor evolución del consumo privado, que refleja la buena marcha del mercado laboral y el ahorro derivado del bajo precio del petróleo. Por otra parte, esperamos que las contribuciones de la demanda externa al crecimiento sigan siendo ligeramente negativas durante 2015, a causa del incremento de las importaciones por el aumento del consumo, y que pasen a ser positivas en 2016, cuando la depreciación del euro tenga su máximo efecto.

Mejoras generalizadas de las perspectivas de crecimiento para 2015. Los buenos datos registrados durante los últimos meses pronostican un crecimiento robusto para el conjunto de 2015. En este sentido, los principales organismos nacionales e internacionales han mejorado las previsiones de crecimiento de la economía española para este año. En abril, fue el turno del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Gobierno, que mejoraron sus previsiones en 0,8 p. p. y 0,9 p. p., respectivamente. El crecimiento anual previsto para 2015 se sitúa en un intervalo entre el 2,5% (previsión de Consensus Economics y del FMI) y el 3,0% (previsión de Funcas). Dentro de este intervalo quedan también las previsiones del Banco de España y de "la Caixa" Research (2,8%). El toque de alerta proviene de las previsiones a medio plazo, que muestran una clara desaceleración del ritmo de crecimiento a medida que el efecto de los apoyos temporales (el bajo precio del crudo y la depreciación del euro) se vaya diluyendo. En este sentido, el FMI recuerda, en su informe de primavera, la necesidad de seguir llevando a cabo reformas e incentivar la inversión para apuntalar el crecimiento potencial a medio plazo.

La demanda interna se postula como el motor del crecimiento. Los indicadores de demanda muestran el buen tono del consumo interno en el 1T. Las ventas minoristas aumentaron un robusto 2,7% interanual en marzo, y las ventas de las grandes empresas registraron un incremento del 5,7% interanual en febrero, apoyadas por el dinamismo del mercado interior. Esta buena evolución está teniendo continuidad en el 2T: la confianza del consumidor subió de nuevo en abril hasta situarse en los 3,6 puntos, un nivel similar a los del año 2000 (con un promedio histórico de -12,9 puntos). Los consumidores españoles empie-

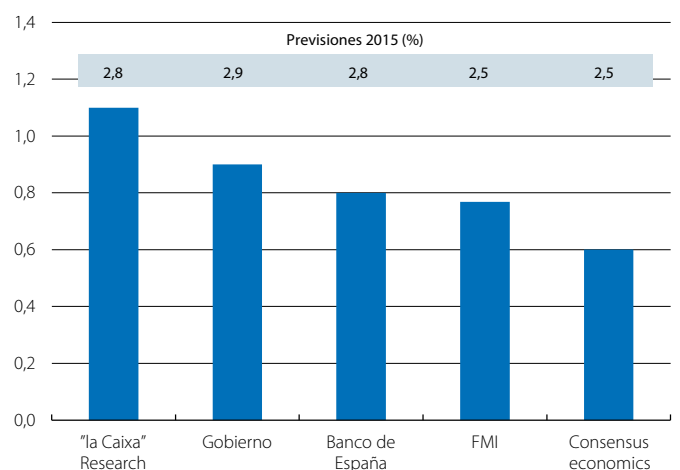
PIB



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

Revisión de las previsiones de crecimiento para 2015

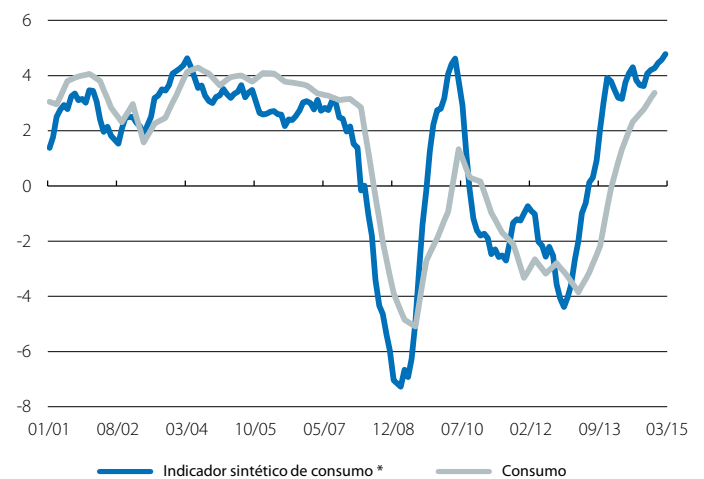
Variación respecto a las previsiones de otoño (p. p.)



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

Indicadores de demanda: consumo

Variación interanual (%)



Nota: * Variación interanual de la media móvil de 3 meses.

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

zan a notar la mejoría económica, que, de la mano del ahorro favorecido por la caída del precio del petróleo, la baja inflación y la mejora del mercado laboral los estimula a aumentar el consumo y a realizar las compras postpuestas durante los peores años de la recesión. Los datos positivos se reflejan en el indicador sintético de consumo, compuesto por varios indicadores de demanda, que muestra una clara tendencia alcista y erige el consumo privado en pilar del crecimiento en 2015.

La inflación repunta aunque se mantiene en terreno negativo. La inflación aumentó por tercer mes consecutivo en abril; concretamente, una décima, hasta el -0,6%, impulsada por la subida de los precios de la electricidad. Esperamos que esta tendencia ascendente se consolide en los próximos meses y que la inflación vuelva a situarse en terreno positivo en la segunda mitad del año.

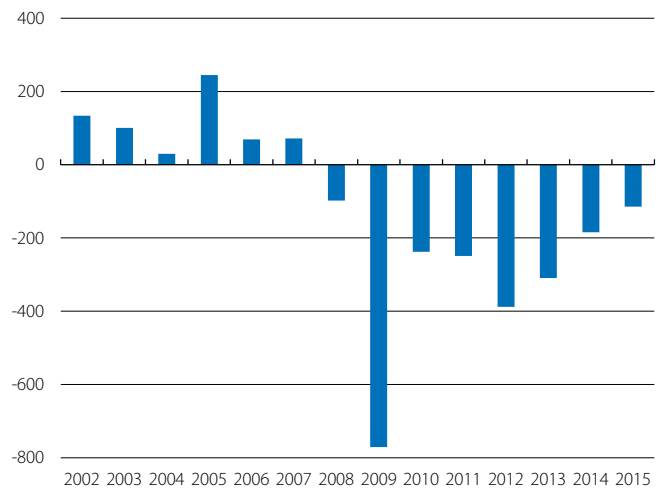
Los buenos datos de actividad refuerzan el mercado laboral. La encuesta de población activa (EPA) registró la menor caída del empleo en un primer trimestre desde 2008. Durante los tres primeros meses del año, el empleo descendió en 114.300 personas (184.600 en el 1T 2014), lo que sitúa la tasa de variación interanual de la ocupación en el 3,0% (2,5% en el 4T). El mercado laboral español se caracteriza por una elevada estacionalidad a causa de la importancia del sector turístico, por lo que los primeros trimestres son históricamente flojos como consecuencia del fin de las campañas turísticas del verano y la Navidad, en el 3T y en el 4T. Así, si se elimina el efecto estacional, la ocupación creció un 0,4% intertrimestral. La misma tendencia se observa en la cifra de afiliados a la Seguridad Social, cuya tasa de variación interanual se aceleró en cinco décimas en marzo, hasta el 3,3%, con lo que acumula 20 meses seguidos de aumentos.

La tasa de paro repunta ligeramente. A pesar de la destrucción de empleo acaecida en el 1T, la tasa de paro aumentó solo en una décima, hasta el 23,8%, debido a la caída de la población activa en ese trimestre. Sin embargo, en términos anuales, la población activa repuntó por primera vez desde 2012, concretamente, un 0,1% interanual, lo que supone un incremento de 15.500 personas. En los próximos meses la población activa podría seguir creciendo a medida que se afiance la recuperación de la economía y se diluya el efecto desánimo que ha acechado el mercado laboral durante los últimos años. Ello limitará el descenso de la tasa de paro, que situamos en el 21,7% en el último trimestre del año. No obstante, a más largo plazo la población activa tenderá a reducirse debido al envejecimiento de la población.

El mercado inmobiliario da señales de mejora. El empleo en la construcción creció un 12,6% interanual en el 1T (30.000 personas), lo que significa que el sector aportó una cuarta parte del incremento del empleo total en ese trimestre. Este cambio de tendencia también se hace patente en los indicadores de oferta y de demanda del sector inmobiliario. Por el lado de la oferta, los visados de obra nueva aumentaron en enero un 7,0% (acumulado de 12 meses). Por el lado de la demanda, la compraventa de viviendas aumentó en febrero un 11,2% (acumulado de 12 meses). Todo ello indica que el ajuste del sector ha llegado a su fin y anticipa un buen 2015.

Ocupación en el 1T

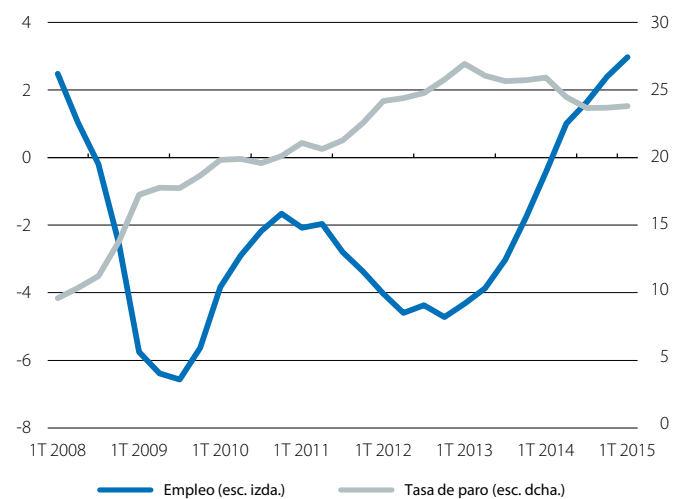
Variación intertrimestral (miles)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la EPA (INE).

Empleo y tasa de paro

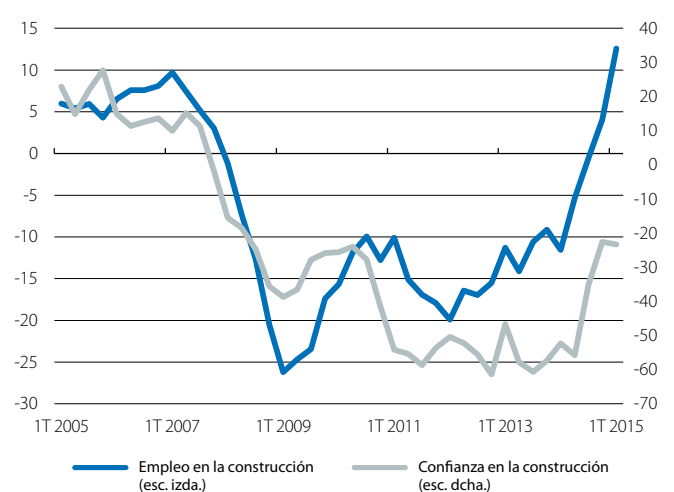
Variación interanual (%) (% de la población activa)



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

Empleo y confianza en el sector de la construcción

Variación interanual (%) Nivel



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

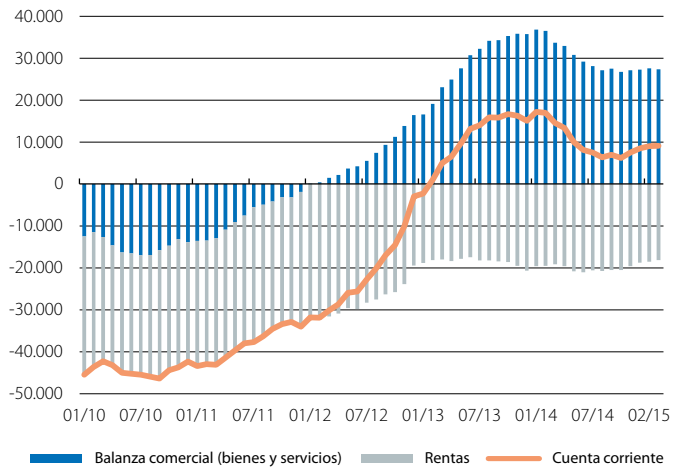
2014 cerró con un superávit por cuenta corriente superior al esperado. Los datos definitivos del Banco de España para el 2014 sorprendieron al alza y situaron el superávit por cuenta corriente en 8.490 millones de euros (0,8% del PIB); esta cifra supone una revisión al alza de unos 7.000 millones de euros respecto a la primera estimación del saldo (1.200 millones de euros). Lo que motiva principalmente la revisión es el saldo de rentas primarias y secundarias, que cerró con más ingresos y menos gastos de los estimados inicialmente, y acabó el año en el -1,8% del PIB (la primera estimación fue del -2,3%). Con todo, la nueva cifra del saldo de la cuenta corriente sigue siendo inferior a la registrada en 2013 (del 1,5% del PIB) a causa del empeoramiento del déficit comercial de bienes. Para el año 2015, esperamos que la depreciación del euro y la caída del precio del petróleo apoyen el saldo comercial, que en febrero se situó en el 0,9% del PIB, según los datos acumulados de 12 meses. Por su parte, el turismo sigue reportando buenas cifras. En marzo, el número de turistas acumulado de 12 meses registró un aumento del 6,7% interanual y superó los 65,5 millones.

La recuperación estimula el crédito. La recuperación de la economía impulsa tanto la demanda como la oferta de crédito al sector privado. En este sentido, la nueva concesión de créditos a los hogares para el consumo aumentó en febrero un 17% interanual y se situó en los 3.000 millones de euros (34.000 millones, acumulado de 12 meses, un 16% más que el mismo periodo del año anterior). El crédito a hogares para la vivienda también registra una evolución similar, con un crecimiento del 18% interanual (21%, acumulado de 12 meses). Asimismo, la nueva concesión de crédito a pymes, también según el acumulado de 12 meses, se acelera una décima hasta el 8,9% interanual. A los buenos datos de los últimos meses se suma la mejora de las condiciones de financiación desde el inicio del programa de expansión cuantitativa del BCE. Así pues, todo parece indicar que el crédito seguirá el camino de la recuperación y proporcionará recursos extra a los hogares y a las empresas, lo que incentivará el consumo y la inversión y, a su vez, acabará de afianzar el buen tono de la economía española.

El Gobierno publicó el Programa de Estabilidad 2015-2018 con mejoras sustanciales en el cuadro macroeconómico. Según este, el PIB crecerá un 2,9% en 2015 y en 2016, y alcanzará un 3,0% en los dos años siguientes, unas previsiones en línea con las de "la Caixa" Research para 2015, pero bastante más optimistas para los años siguientes. La aceleración del crecimiento, junto con el repunte de la inflación y la mejora del mercado laboral, contribuirán al cumplimiento del objetivo de déficit en los próximos años (del -4,2% del PIB en 2015) y prácticamente alcanzarán el equilibrio presupuestario en 2018 (-0,3%). Respecto al programa presentado hace un año, destaca la ligera relajación del déficit para 2017 en las comunidades autónomas y en la Seguridad Social, lo que supone un aumento de 0,3 p. p., hasta el -1,4% del PIB. Asimismo, el Gobierno también presentó el nuevo Programa Nacional de Reformas, que recoge reformas estructurales a nivel europeo para el fomento de la inversión, el crecimiento y el empleo, así como medidas a nivel nacional, la mayoría de ellas ya aprobadas pero pendientes de implementación.

Cuenta corriente

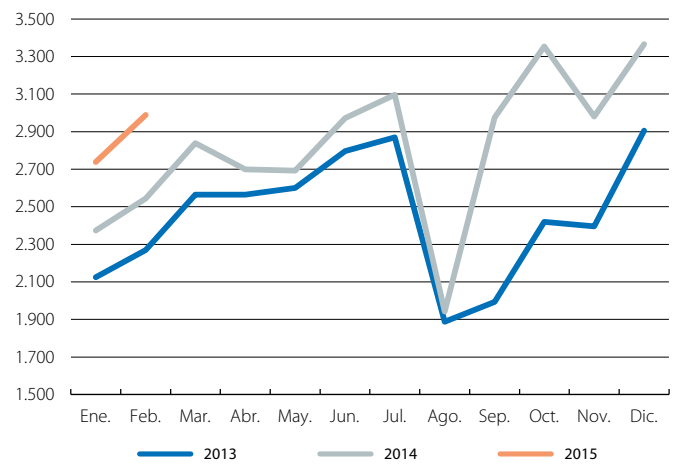
Datos acumulados de 12 meses (millones de euros)



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

Concesión de crédito nuevo para el consumo de los hogares

(Millones de euros)



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

Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las administraciones públicas *

(% del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018
Administración central	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1	-0,2
Seguridad Social	-1,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1
Comunidades autónomas	-1,7	-0,7	-0,3	-0,1	0,0
Corporaciones locales	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	-5,7	-4,2	-2,8	-1,4	-0,3

Nota: * No incluye los gastos derivados de las pérdidas del sector bancario, del 0,1% del PIB en 2014. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.