COYUNTURA · La recuperación económica sigue a buen ritmo

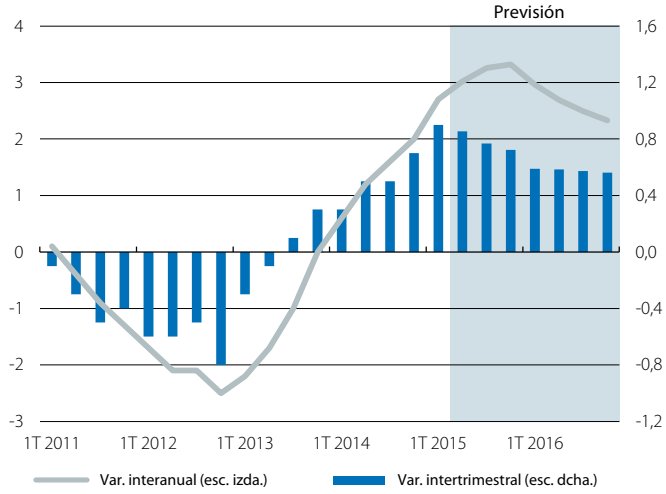
El dinamismo de la economía española se afianza, pero podría perder impulso en el segundo semestre. Tras el intenso avance del PIB registrado en el 1T, los indicadores de actividad de los últimos meses señalan que el crecimiento del PIB mantuvo un buen tono en el 2T. Ello nos lleva a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto del año 2015 en tres décimas, hasta el 3,1%. A partir del 3T, mantenemos un perfil de ligera desaceleración del crecimiento por el agotamiento progresivo de los factores de apoyo temporal de los que se está beneficiando la economía española, como la bajada del precio del petróleo y la depreciación del euro. Esta pauta de desaceleración gradual del ritmo de crecimiento del PIB continuará en 2016, año en el que prevemos un crecimiento del 2,6%.

El FMI mejora las perspectivas de crecimiento de España. En junio, el Fondo Monetario Internacional (FMI) aumentó de forma notable su previsión de crecimiento para la economía española respecto a sus cálculos de hace solo dos meses. Concretamente, la subió seis décimas para 2015, hasta el 3,1%, y cinco décimas para 2016, hasta el 2,5%. La institución, en su informe de conclusiones tras su visita anual al país, recomienda continuar con la agenda reformista para apuntalar la capacidad de crecimiento a medio y largo plazo. En cuanto al mercado de trabajo, insiste en la necesidad de reducir la dualidad laboral y de impulsar la creación de empleo, vinculando, por ejemplo, los incrementos salariales a las condiciones específicas de la empresa. También pide tomar medidas para fomentar el crecimiento de las pymes, como acelerar la implementación del mercado único, eliminar regulaciones que limitan el crecimiento del tamaño empresarial y fomentar las fuentes de financiación alternativas. En cuanto a los ajustes macroeconómicos todavía pendientes de ultimar, el FMI pide no desistir en los esfuerzos de consolidación fiscal, reforzar la solvencia del sector bancario y reducir el endeudamiento privado.

La inversión empresarial y el consumo privado se perfilan como los motores de crecimiento del 2T. Por lo que respecta a los indicadores de oferta, tanto el índice PMI de manufacturas como el de servicios siguen en niveles compatibles con una ligera aceleración del ritmo de avance de la inversión en bienes de equipo en el 2T. Así, el índice PMI de manufacturas subió hasta los 55,8 puntos en mayo, impulsado por el aumento de los nuevos pedidos domésticos y externos, en especial los provenientes de la eurozona. El PMI del sector servicios corrigió parte de la intensa subida del mes anterior, pero siguió en cotas muy elevadas (58,4 puntos). Otros indicadores también depararon buenas noticias para la inversión. Destaca positivamente la buena marcha de la producción industrial, cuyo crecimiento promedio de los últimos tres meses fue del 2,3% interanual, por encima del registrado en la etapa anterior a la crisis, entre 2000 y 2007, del 1,6% interanual, en promedio. Por el lado de la demanda, el sólido avance de las ventas minoristas, con un crecimiento promedio de los últimos tres meses del 3,3% (frente al 2,8% registrado entre 2000 y 2007), sugiere que el gasto de las

PIB

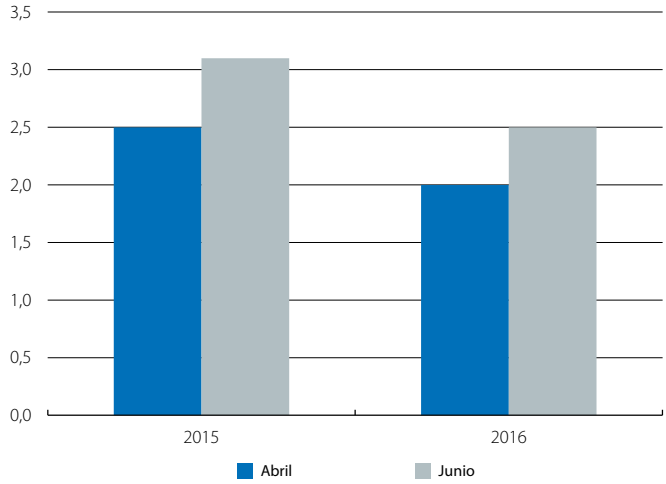
Variación interanual (%) *Variación intertrimestral (%)*



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

Previsión de crecimiento del PIB del FMI

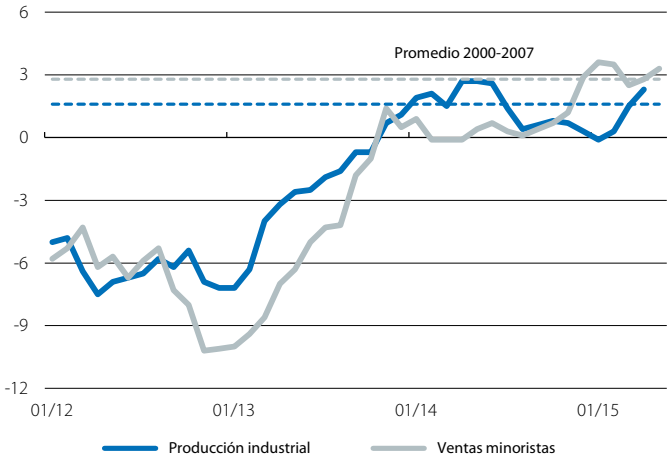
Variación interanual (%)



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

Indicadores de actividad y de consumo *

Variación interanual (%)



Nota: ** Media móvil de tres meses.*
Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del INE.*

familias creció con fuerza en el 2T, un crecimiento que, en gran medida, se sustenta en la creación de empleo.

El mercado laboral evoluciona favorablemente. En mayo, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 57.721 personas (en términos desestacionalizados), y ello aceleró la tasa de variación interanual hasta el 3,6%. El crecimiento de la afiliación es generalizado en todos los sectores de actividad, lo que confiere optimismo a que no será pasajero. Las expectativas de creación de empleo de la Comisión Europea también apuntan a que el mercado laboral no abandonará la senda de recuperación, aunque probablemente aminore un poco el intenso aumento del empleo registrado en la primera mitad del año. En concreto, dicho índice, que captura la voluntad de los empresarios de contratar en los próximos tres meses, fue algo inferior en el 2T respecto al 1T, especialmente en la industria.

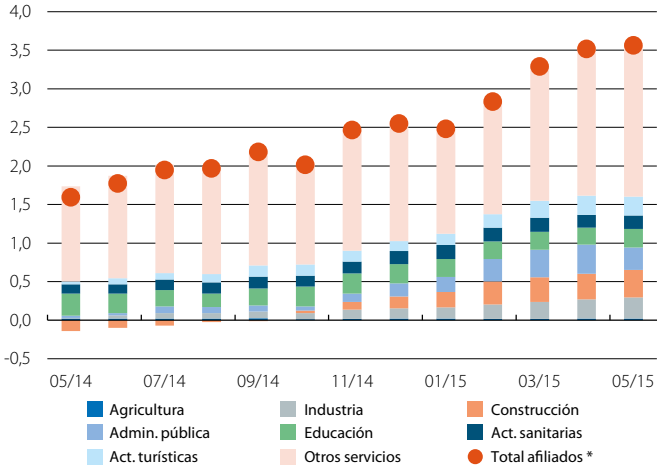
Las rentas salariales de los hogares se recuperan. La renta bruta disponible de los hogares creció un 2,5% interanual en el 1T (1,4% en el 4T), impulsada por el aumento de la remuneración total de los asalariados, lo que, a su vez, se explica tanto por el buen ritmo de creación de ocupación como por el incremento de la remuneración por asalariado. En concreto, los costes salariales por hora subieron un 0,8% intertrimestral en el 1T 2015 (0,1% en el 4T), un repunte que se debe, en gran parte, al impacto en ese trimestre de la devolución a los empleados públicos del 25% de la paga extra de 2012. De todos modos, de cara a los próximos meses, los salarios podrían experimentar aumentos algo superiores a los registrados en los últimos tres años. Así, en mayo, los salarios pactados en convenio subieron un 0,7% (0,6% en el 1T). Además, el acuerdo salarial firmado este mes entre la patronal y los sindicatos establece recomendaciones de incrementos salariales de hasta el 1,0% en 2015 y el 1,5% en 2016. El pacto también establece una cláusula de garantía que se aplicará al término de 2016 en el caso de que, en el conjunto de 2015 y 2016, la inflación supere el incremento pactado, esto es, sea mayor del 2,5%. Se constata, por tanto, un cierto cambio de tendencia en la evolución de los salarios, que debería seguir siendo muy moderada a fin de no poner en peligro las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años.

La inflación vuelve al terreno positivo. La mejora de la demanda interna se está trasladando, poco a poco y como estaba previsto, a incrementos de los precios. En concreto, el IPC registró una variación del 0,1% interanual en junio, lo que supone un aumento de tres décimas respecto a la tasa del mes anterior. Asimismo, destaca la subida de la inflación subyacente, más estrechamente ligada al comportamiento del consumo, que en mayo aumentó dos décimas, hasta el 0,5% interanual.

El mercado inmobiliario muestra signos de recuperación, algo que se observa, sobre todo, en el ámbito de la demanda: la compraventa de viviendas avanzó en abril un 9,8% interanual (según el acumulado de 12 meses). Este avance se apoya en la mejora del mercado laboral y de las condiciones financieras, que está facilitando el crecimiento de la nueva concesión de crédito a hogares para la compra de vivienda (entre enero y abril, el número de créditos concedidos aumentó un 15,2% respecto a los mismos cuatro meses del año anterior). Mientras la demanda gana tracción, la actividad en la construcción se mantiene más rezaga-

Afiliados a la Seguridad Social

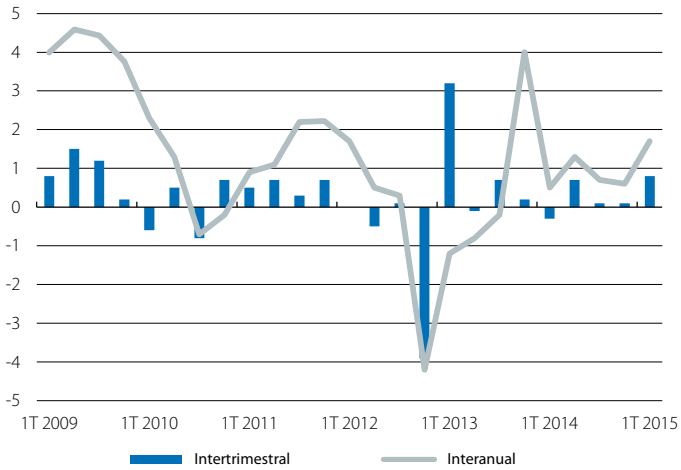
Contribución de los sectores a la variación interanual (p. p.)



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

*Costes salariales por hora **

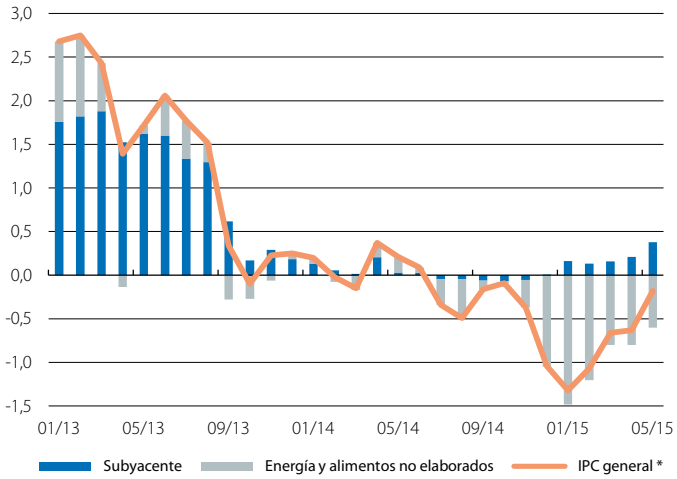
Variación (%)



Nota: ** Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.*
Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del INE.*

IPC

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

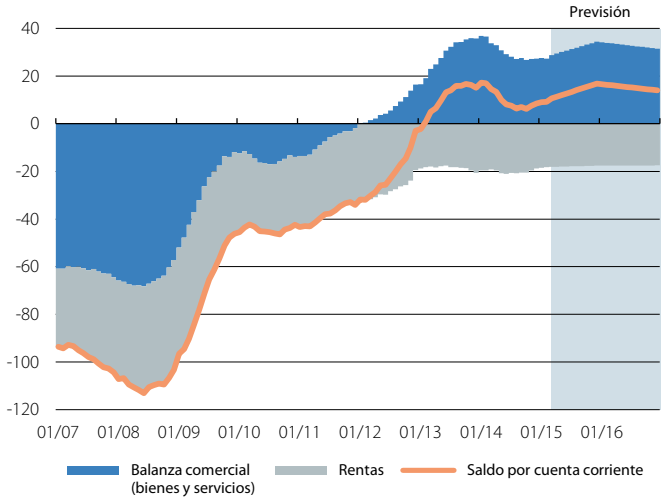
da, debido al elevado nivel de *stock* de viviendas vacías por vender. Por otra parte, la caída de precios de la vivienda parece haber tocado fondo. Así, el precio de tasación se contrajo un 0,4% intertrimestral en el 1T (–0,1% interanual). Si bien el dato es poco halagüeño, dos factores apuntan a que el ajuste de precios prácticamente ha llegado a su fin. Primero, la contracción del 1T compensó el sorprendente crecimiento registrado en el 4T 2014 (del 0,5% intertrimestral). Segundo, las ratios de esfuerzo de los hogares para acceder a la compra de una vivienda se sitúan ya en cotas sostenibles. Por tanto, es poco probable que el precio de la vivienda sufra fuertes caídas durante los próximos meses.

El superávit por cuenta corriente sigue acrecentándose y se sitúa en el 1,0% del PIB en abril. Por lo que respecta a los bienes, las exportaciones crecieron un robusto 7,4% interanual en el acumulado de febrero a abril, favorecidas por la demanda procedente de la eurozona y del resto de la Unión Europea. Las importaciones avanzaron un 5,7% interanual, pero la cifra habría sido muy superior de no haber sido por el desplome del precio del crudo, que está comportando un importante ahorro en la factura importadora. El componente de los servicios sigue siendo de gran apoyo a la balanza comercial, gracias al excelente comportamiento del turismo. Así, España recibió 6,5 millones de turistas extranjeros en mayo, lo que supone un aumento del 6,8% con respecto al mismo periodo del año pasado. En 2015 se espera batir una nueva marca anual, por encima de los 65 millones de 2014. Estos buenos datos, y las perspectivas de que esta tendencia se afiance en lo que queda de año, nos llevan a mejorar la previsión del saldo corriente hasta el 1,5% del PIB. En 2016, prevemos que el saldo corriente descenderá hasta el 1,2% del PIB al deshacerse el impacto positivo de la caída del precio del petróleo, lo que encarecerá de nuevo las importaciones.

La concesión de crédito a la economía real aumenta considerablemente. Las cifras de nueva concesión de crédito muestran una clara tendencia ascendente, sobre todo en lo que respecta al crédito a las pymes. Además, según estimaciones del Banco de España, la probabilidad de las empresas de obtener crédito se ha incrementado en los dos últimos años. Asimismo, se observa que esta probabilidad es significativamente mayor entre las empresas que tienen una mejor situación financiera, algo que era menos evidente hace unos años. También se advierte una disminución continuada de la tasa de morosidad del sistema bancario. Esta se situó en el 12,0% en abril, una décima menos que el mes anterior, gracias, en buena medida, al marcado descenso del crédito dudoso (–15,8% interanual). Prevemos que el saldo de crédito dudoso seguirá disminuyendo en los próximos meses, lo que, combinado con una caída moderada del saldo vivo de crédito, ayudará a reducir aún más la tasa de morosidad. Además de la mejora de los indicadores del sector bancario, este mes ha habido también avances en la construcción de los pilares que deben sustentarlo. En concreto, se ha aprobado la Ley 11/2015 de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, que establece las responsabilidades, instrumentos y poderes que permiten que las autoridades españolas puedan resolver situaciones de bancos en dificultades de capital de una manera ordenada, mediante la protección de las funciones críticas. En concreto, el Banco de España será responsable del desarrollo del plan de resolución y el FROB, como organismo independiente, se encargará de la fase de ejecución de dicho plan.

Saldo corriente

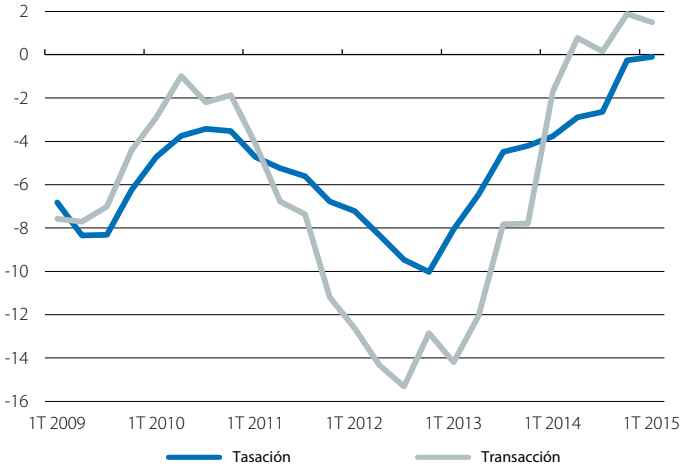
Datos acumulados de 12 meses (millones de euros)



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

Precio de la vivienda

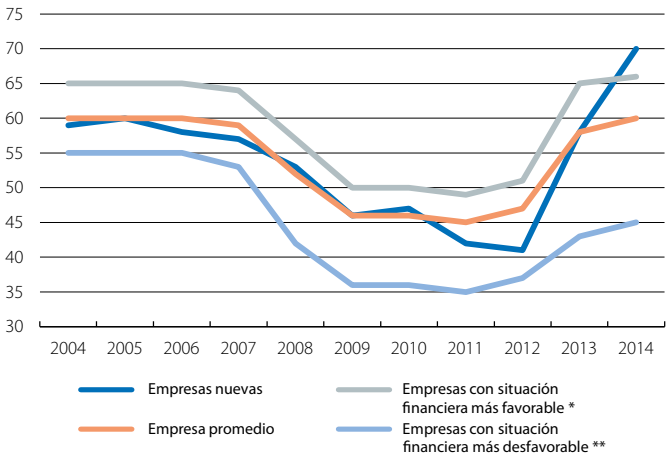
Variación interanual (%)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento (tasación) y del INE (transacción).*

Probabilidad de obtener crédito por tipo de empresa

(%)



Notas: ** Percentil 10 en carga financiera y endeudamiento.*
*** Percentil 90 en carga financiera y endeudamiento.*
Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.*