

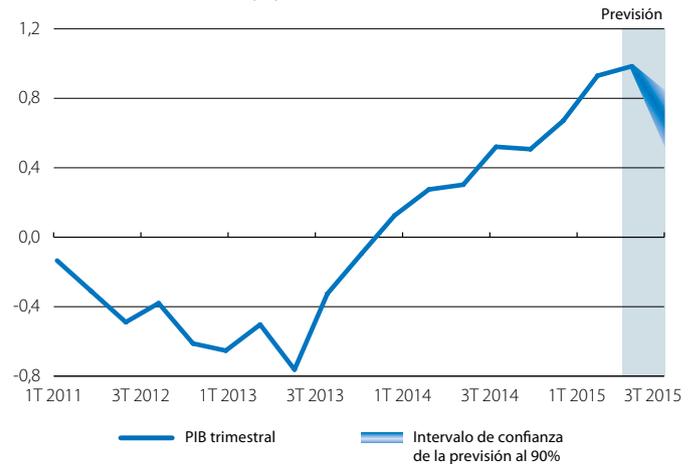
## COYUNTURA · La recuperación prosigue, aunque aminora el ritmo de avance

El indicador de actividad de CaixaBank Research estima que el ritmo de crecimiento se desaceleró ligeramente en el 3T. El crecimiento del PIB ha sido particularmente vigoroso en los dos primeros trimestres del año gracias a factores de apoyo temporal, como la depreciación del euro, la relajación de la política fiscal y, en especial, el abaratamiento del petróleo, que han beneficiado de forma notable la economía española. Era de esperar que, a medida que el impacto de estos apoyos ha ido perdiendo fuerza, el ritmo de avance fuera algo menos dinámico. Así lo refleja el indicador de actividad de CaixaBank Research, que sitúa el crecimiento del PIB en el 3T en consonancia con la previsión del Banco de España (0,8% intertrimestral), un registro ligeramente por debajo del 2T (1,0% intertrimestral). De todos modos, la recuperación de elementos de fondo, como la reactivación del crédito o la recuperación del sector inmobiliario, hace prever que el crecimiento se mantendrá por encima del 2% a medio plazo. Además, esperamos que el perfil de desaceleración sea más moderado que el que manejábamos antes del verano, gracias al efecto positivo del nuevo descenso del precio del petróleo. Así, revisamos al alza el crecimiento esperado en 2016, del 2,6% al 2,7% (y mantenemos sin cambios la previsión para 2015 en el 3,1%). Con todo, los riesgos que rodean estas previsiones están ligeramente sesgados a la baja en vista de algunos acontecimientos recientes. En clave interna, la prima de riesgo de España ha aumentado desde mediados de julio y ya supera a la de Italia. Dada la ausencia de novedades económicas de fondo, el aumento se atribuye a la incertidumbre que despiertan las citas electorales del tramo final de 2015. El entorno externo también podría ser algo menos favorable a causa de una ralentización de las economías emergentes más acusada de lo previsto y del impacto que pueda tener en la recuperación de la eurozona.

**La recuperación del mercado laboral continúa, pero pierde algo de fuelle.** En consonancia con la suave desaceleración de la actividad, el número de afiliados a la Seguridad Social en términos desestacionalizados cayó levemente en el mes de agosto (-13.980), tras un mes de julio con unos datos algo flojos (10.500) en relación con el promedio registrado entre enero y junio (57.311). Gran parte del descenso de los meses estivales se explica por una menor contribución de la Administración pública, después de los fuertes incrementos que registró en el primer semestre. En consecuencia, la tasa de variación interanual se desaceleró hasta el 3,2% en agosto, una cota todavía elevada. Además, el dinamismo que muestran las ramas de actividad relacionadas con la economía de mercado, junto con la importante mejora de las expectativas de creación de empleo en septiembre, tanto en los servicios como en la industria, hacen prever que el mercado laboral seguirá evolucionando favorablemente en el tramo final del año.

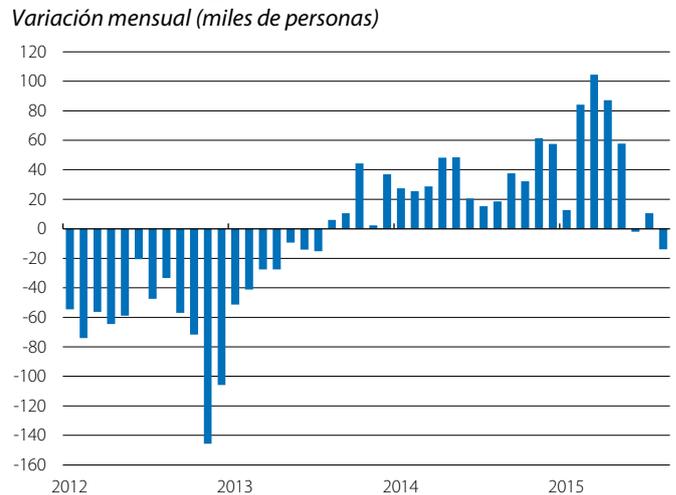
**La capacidad de ahorro de los hogares poco a poco se restaura.** El fuerte incremento del consumo privado en el 2T (3,5%

### Indicador avanzado del PIB de CaixaBank Research Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research.

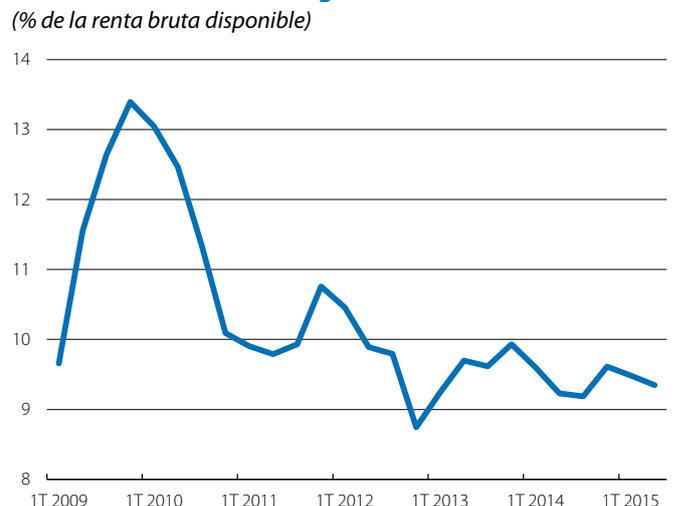
### Afiliados a la Seguridad Social Variación mensual (miles de personas)



Nota: Serie desestacionalizada.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

### Tasa de ahorro de los hogares (% de la renta bruta disponible)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

interanual) fue compatible con un aumento del ahorro bruto de los hogares (3,2% interanual), con lo que la tasa de ahorro se mantuvo prácticamente estable en el 9,3% de la renta bruta disponible. Detrás de esta dinámica, que permite que los hogares aumenten el consumo sin mermar su capacidad de ahorro, se encuentra la mejora de las rentas salariales (2,9% interanual), que, a su vez, se apoya en la recuperación del mercado laboral. Adicionalmente, el descenso del precio del petróleo está teniendo un papel importante en mantener el poder adquisitivo de los hogares en un contexto de contención salarial, ya que la factura energética se ha reducido sustancialmente y la inflación se sitúa en cotas muy bajas.

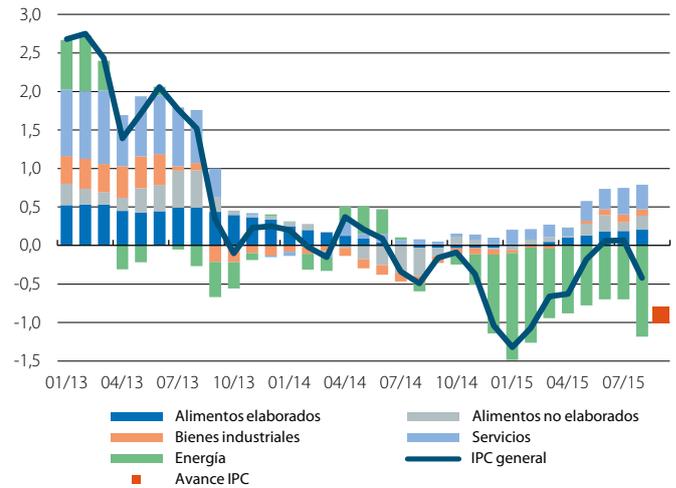
**El escenario más bajista del petróleo comporta una importante revisión a la baja de la inflación.** En septiembre, la inflación se desplomó hasta el -0,9%, lo que supone una reducción de 5 décimas respecto a la inflación del mes anterior y se explica fundamentalmente por la caída del precio de los carburantes y la electricidad. Por su parte, la inflación subyacente retrocedió 1 décima en agosto (del 0,8% al 0,7%) a causa, sobre todo, del descenso del precio del transporte, muy ligado a la evolución del precio del petróleo. El nuevo escenario del precio del crudo nos ha obligado a revisar sustancialmente a la baja las previsiones de inflación, tanto para este año como para el próximo.

**El saldo exterior se beneficia de la caída del precio del crudo.** Las exportaciones de bienes aumentaron un 5,5% en el acumulado de enero a julio con respecto al mismo periodo de 2014, aupadas por el sector del automóvil. También el sector turístico sigue deparando buenas noticias: en lo que va de año llegaron a España 47,2 millones de turistas internacionales, 1,8 millones más que en 2014. La fuerte caída del turismo procedente de Rusia se ha compensado con creces con el significativo aumento del número de turistas procedentes de Francia, EE. UU. y Asia. Por su parte, el crecimiento de las importaciones de bienes se mantiene contenido (4,5% en el acumulado de enero a julio) en gran parte gracias a la reducción de las importaciones energéticas (-28,4% en el acumulado de enero a julio). La rebaja del precio del petróleo ayudará a que, por tercer año consecutivo, se cierre el ejercicio con un superávit por cuenta corriente, que prevemos que se sitúe alrededor del 1,7% del PIB. Esta es una cuestión de vital importancia para lograr reducir el elevado nivel de endeudamiento externo de la economía española. Los datos más recientes, correspondientes al 2T, muestran que la posición inversora internacional neta se situó en el 91,1% del PIB, 4,9 p. p. menos que en el 2T 2014, pero todavía muy por encima del umbral del 35% que marca la Comisión Europea como un nivel sostenible.

**Las cuentas públicas mejoran gracias al incremento de los ingresos tributarios en un entorno económico favorable.** El déficit de las AA. PP. (excluidas las corporaciones locales) acumulado hasta julio fue del 3,3% del PIB, 5 décimas por debajo del valor registrado en 2014, aunque seguramente el ajuste que se está llevando a cabo será insuficiente para conseguir el objetivo de final de año. Esta mejora se sustenta en el notable incremento de los ingresos tributarios (+4,2% entre enero y julio), y no tanto en la reducción del gasto total, más bien moderada, puesto que la caída del gasto en intereses (-1,1%) y prestaciones por desempleo (-17,6%) se compensó casi totalmente con el

**IPC**

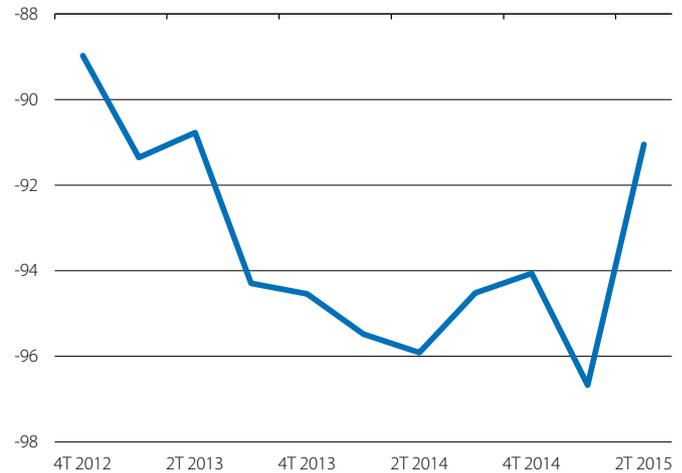
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**Posición de inversión internacional neta**

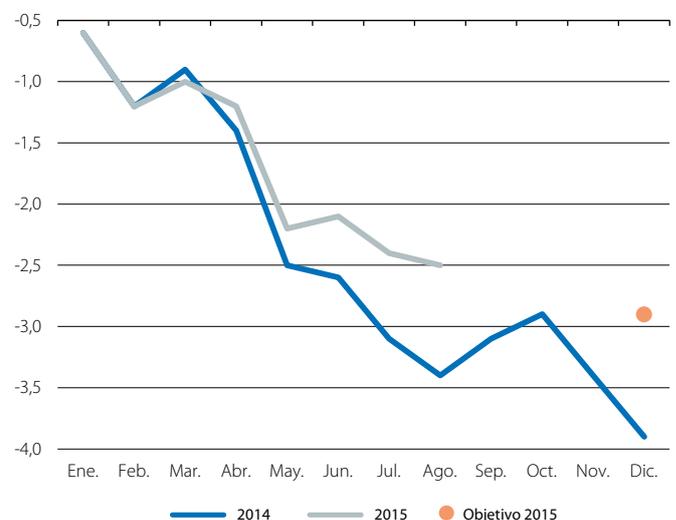
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

**Ejecución presupuestaria del Estado**

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la IGAE.

aumento en otras partidas como la remuneración de los asalariados (+2,0%) y del gasto en pensiones (+3,8%). Así pues, parece que se está usando el margen que ofrece la mejora económica para incrementar el gasto discrecional (véase el Focus «PGE 2016: del ajuste estructural al cíclico» en este mismo informe). Por administraciones, tanto el Estado como las CC. AA. mejoran sus registros del año anterior, mientras que el déficit de la Seguridad Social vuelve a deteriorarse. En relación con este último aspecto, el Gobierno ha planteado la posibilidad de que algunas pensiones (viudedad y orfandad) que actualmente se financian como contributivas pasen al ámbito no contributivo y se financien vía presupuestos.

**La recuperación del mercado inmobiliario gana intensidad.**

Tras ocho años en contracción, el precio de tasación de la vivienda volvió a crecer en el 2T (1,2% interanual). Asimismo, el índice de precios de la vivienda que elabora el INE basándose en datos de transacción registró un notable avance en el 2T (4,0% interanual). Este dinamismo de los precios fue algo superior al esperado y denota que, tras años con un nivel muy bajo de actividad en el sector de la construcción, la disponibilidad de viviendas por vender en algunas zonas podría empezar a escasear a pesar de que, en agregado, el stock de viviendas vacías es todavía muy elevado. La relajación de las condiciones financieras también desempeña un papel importante en la recuperación del sector. En julio, la concesión de hipotecas para la compra de viviendas avanzó un 22,7% interanual, lo que supone un apoyo fundamental para la demanda (las compraventas de viviendas en el acumulado de 12 meses crecieron un 10,9% interanual en el mismo mes).

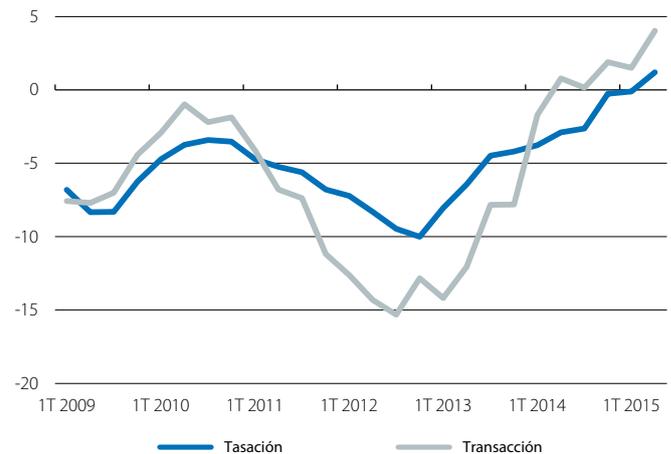
**El crédito se suma a la recuperación.** En julio, el ritmo de caída del crédito total se redujo hasta el -5,4% interanual, lo que señala que el ajuste del saldo vivo de crédito está cada vez más cerca de finalizar. Algunos segmentos ya anotaron tasas de crecimiento interanual positivas en el 2T, como el crédito al sector servicios y a la agricultura. En cambio, el saldo vivo del crédito a promotores y a la construcción, precisamente los segmentos en los que se concentran la mayor parte de activos dudosos, todavía se contrae a tasas de dos dígitos. En cuanto a los depósitos, en julio se mantuvo la tónica de los últimos meses, con un fuerte traspaso de plazo a vista y una ligera reducción del saldo total por el incremento de las suscripciones de fondos, que se espera que se modere debido al incremento de la volatilidad en los mercados financieros en las últimas semanas.

**La revisión de la serie contable del PIB revela una mayor profundidad de la recesión.**

Según los nuevos datos publicados por el INE, el PIB cayó un 3,9% acumulado entre 2011 y 2014, y no un 2,5% como se había estimado anteriormente. La cifra de crecimiento de 2014 no se alteró y sigue en el 1,4%, pero la composición es muy distinta: la menor contribución de la demanda interna (de 1,6 p. p. frente a los 2,2 p. p. anteriores) se compensó con una menor contribución negativa de la demanda externa (de -0,2 p. p. frente a los -0,8 p. p. anteriores). En cambio, el PIB se revisó sustancialmente a la baja en 2011, 2012 y 2013, como consecuencia de una mayor caída del consumo privado, fundamentalmente. Si comparamos el nivel de 2014 con el máximo alcanzado antes de la crisis en 2008, el PIB se encuentra un 7,3% por debajo (en lugar del 6% estimado anteriormente), y el consumo privado, un 11,0% (en lugar del 8,2%).

**Precio de la vivienda**

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento (tasación) y del INE (transacción).

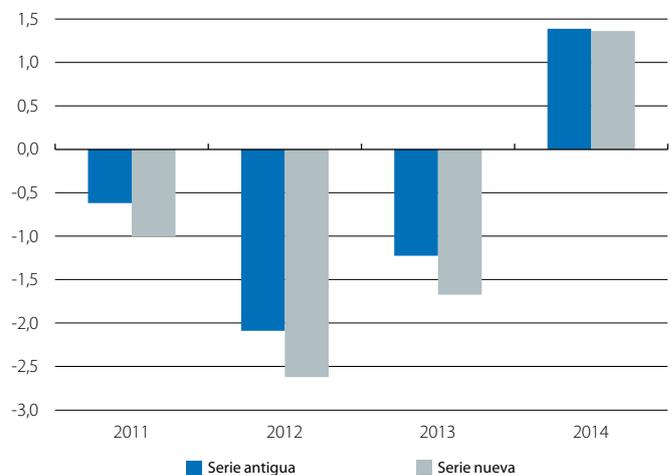
**Crédito y morosidad en el 2T 2015**

	Saldo (miles de millones de euros)	Var. interanual (%)	Tasa morosidad (%)
Hogares (vivienda)	564	-5,3	5,3
Hogares (consumo)	116	-1,9	9,6
Actividades productivas	661	-4,6	16,2
Construcción	46	-16,9	29,8
Promotor	138	-14,2	32,1
Servicios	349	0,1	9,8
Industria	110	-0,3	11,8
Agricultura	18	1,1	11,0
<b>Total *</b>	<b>1.341</b>	<b>-4,7</b>	<b>11,0</b>

Nota: \* El saldo total no incluye el crédito a ISFLSH ni el crédito no clasificado. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

**PIB**

Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.