

COYUNTURA · La recuperación sigue siendo robusta, pero afloja el paso

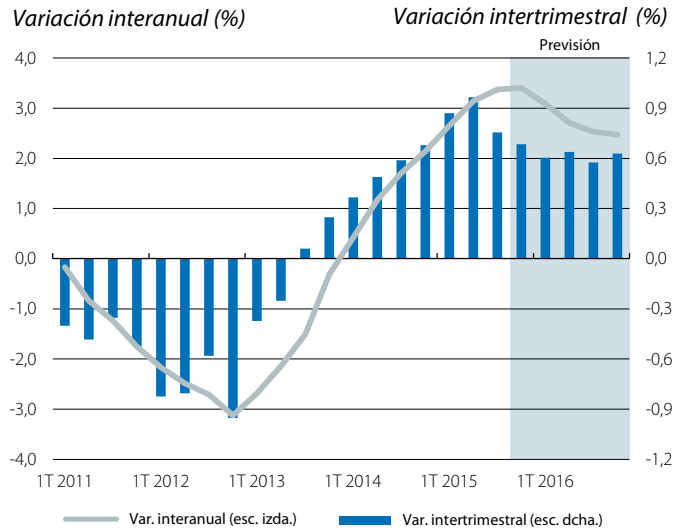
La economía española entra en una senda de expansión más contenida, tras un primer semestre de crecimiento dinámico. El ritmo de avance del PIB se situó en el 0,8% intertrimestral en el 3T (en el 2T fue del 1,0%). Esta ligera desaceleración, acorde con lo previsto, se debe a cierto agotamiento de los factores de apoyo temporal que han avivado la recuperación. A falta del detalle por componentes, los indicadores adelantados apuntan a que la demanda interna siguió siendo el principal motor de crecimiento, aunque el consumo privado podría haber perdido algo de fuerza a causa del menor dinamismo del mercado laboral. De todos modos, la buena evolución 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.

Las buenas perspectivas han llevado a la agencia crediticia S&P a mejorar el rating de España. También han contribuido la valoración positiva de las reformas estructurales llevadas a cabo en los últimos años, la mejora registrada de la competitividad y la evolución favorable de la consolidación fiscal. No obstante, cabe recordar que aún persisten posibles desencadenantes de una rebaja, como puede ser la elevada deuda, sobre todo si acaba sobrepasando el 100% del PIB. Esta circunstancia recuerda la importancia de que el Gobierno no relaje el proceso de reducción del déficit fiscal.

Los indicadores de actividad pierden fuelle en el 3T, pero siguen en niveles considerables. Por el lado de la oferta, la producción industrial creció un 2,4% interanual en agosto, un ritmo de avance brioso, pero inferior al del trimestre precedente (3,5%). De forma similar, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto retrocedió hasta los 57,2 puntos en el promedio del 3T, también ligeramente por debajo del promedio del 2T (57,7 puntos). Este retroceso fue más marcado en el sector manufacturero que en el de servicios. Los indicadores de demanda muestran cierto agotamiento del consumo privado: la confianza del consumidor del 3T (-1,3) fue inferior a la del 2T (1,6), pero sobrepasa con creces el promedio histórico (-13,6), por lo que se espera que el consumo siga siendo un puntal del crecimiento.

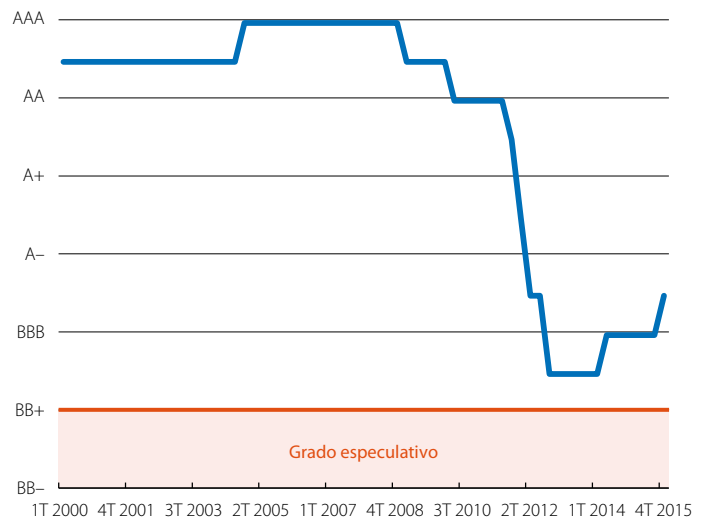
Avance robusto del empleo en el 3T, a pesar de haber desacelerado respecto al 2T (pasó del 1,0% intertrimestral al 0,6%, en términos desestacionalizados). En tasa interanual, el aumento fue del 3,1%, ligeramente por encima del registrado en el 2T. Aunque en el 3T la mejora se concentró en los servicios, en lo que va de año la creación neta de empleo se ha consolidado en todos los sectores. De mantenerse esta misma tónica, el aumento de puestos de trabajo podría superar el medio millón en 2015. Sin embargo, el perfil de los nuevos empleos, en gran parte temporales, sugiere que, probable-

PIB



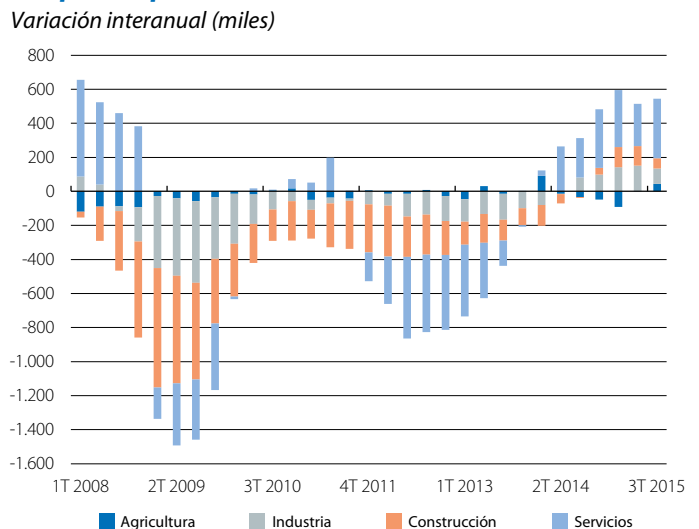
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Calificación crediticia de la agencia S&P



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Ocupación por sectores



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

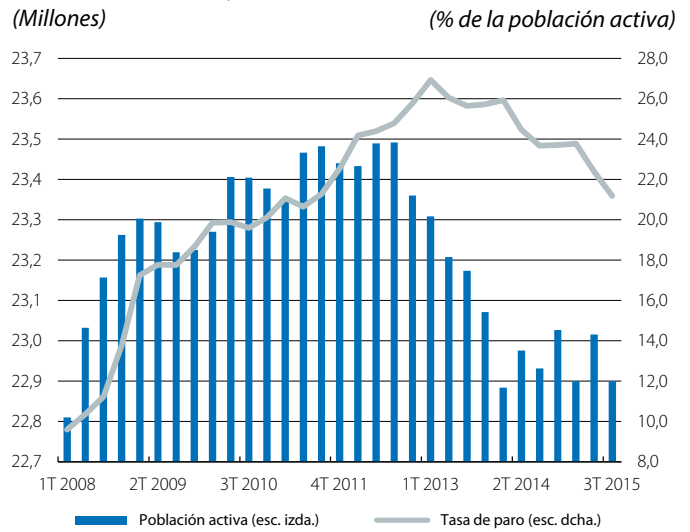
mente, las ganancias de productividad del trabajo hayan sido limitadas. En concreto, por tipo de contrato, en el 3T la tasa de crecimiento interanual de los asalariados con contrato indefinido se estabilizó en el 1,6%, mientras que la correspondiente a la contratación temporal se incrementó hasta el 10,1%. Con esta evolución, la ratio de temporalidad aumentó en el último año en 1,6 p. p., hasta el 26,2%.

La tasa de paro se redujo en 1,2 p. p. en el 3T, hasta el 21,2%, gracias al aumento del empleo, pero apoyada también por una caída imprevista de la población activa (de 116.000 personas). Esta disminución del total de activos, que interrumpe la senda de crecimiento registrada en el primer semestre del año, ha sorprendido en un entorno de recuperación económica. Además, cabe tener en cuenta que la caída no fue consecuencia de un incremento de las jubilaciones, puesto que la mayor parte del descenso tuvo lugar en el grupo de edad comprendido entre los 26 y los 55 años.

La creación de empleo impulsa la riqueza financiera neta de las familias. En el 2T, esta creció el 6,8% interanual y alcanzó un total de 1,26 billones de euros (acercándose a los niveles del 2000). Por un lado, el incremento del número de ocupados permitió aumentar la masa salarial, que constituye las rentas más importantes que reciben los hogares. Las familias se valieron de esta mayor renta para adquirir activos financieros (sobre todo acciones y fondos de inversión). Esta circunstancia, junto con la revalorización de las acciones en ese periodo, se tradujo en un aumento considerable del valor de los activos financieros y, en consecuencia, de la riqueza neta. En menor medida, los hogares también usaron la mejora de la renta para disminuir su deuda hipotecaria, por lo que los pasivos financieros a largo plazo continuaron reduciéndose (para una discusión más detallada sobre este tema, véase el Focus «Perspectivas sobre el consumo y el ahorro familiar» en este mismo informe).

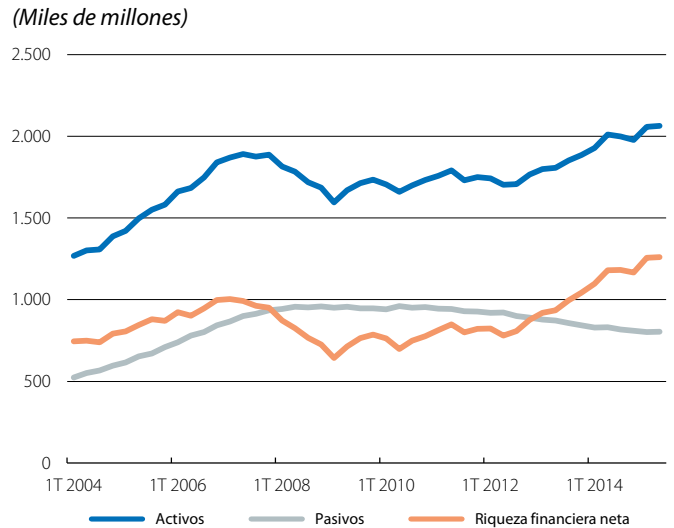
La inflación frena su descenso. El IPC se contrajo un 0,7% en octubre, 2 décimas menos que en septiembre. Se espera que el avance se deba al comportamiento de los carburantes y los lubricantes, cuyos precios habrían caído menos que en 2014. Se prevé que la inflación subyacente, ajena a las fluctuaciones de la energía y de los alimentos frescos, haya avanzado ligeramente. Tras conocer estos datos, se mantienen equilibrados los riesgos sobre la previsión de la inflación para el conjunto de 2015 (del -0,4% la general y del 0,6% la subyacente). A juzgar por el componente no energético de los precios industriales, que sirve, hasta cierto punto, para aproximar la evolución del IPC en los próximos meses, la inflación se seguirá recuperando, pero de forma gradual. Concretamente, en septiembre este indicador redujo en 2 décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 0,4%, aunque se encuentra en cotas positivas desde febrero (se situó en el -0,4% en septiembre de 2014). Con todo, cabe señalar que, a finales de año, la tasa de inflación experimentará un incremento notable hasta situarse en niveles holgadamente positivos (0,9% en diciembre), al deshacerse el efecto eslabón de la intensa bajada del petróleo en este mismo mes de 2014.

Población activa y tasa de paro



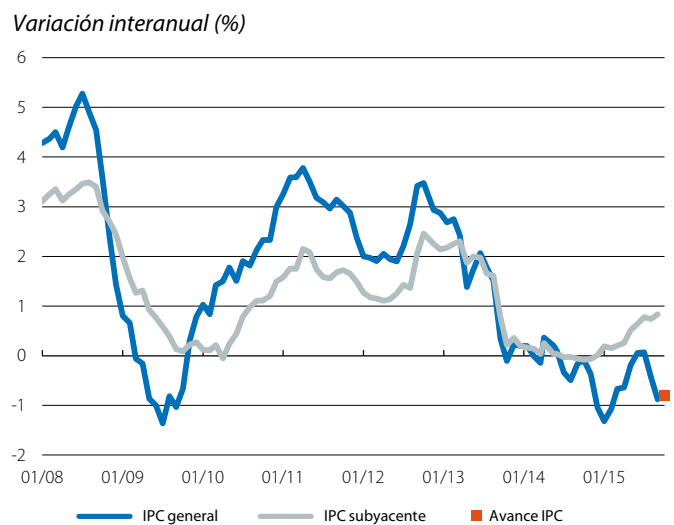
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

Riqueza financiera de los hogares



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

IPC



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

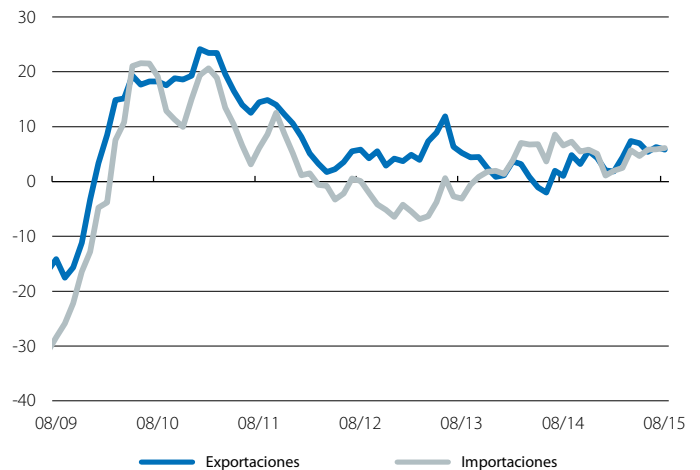
El sector exportador continúa dando buenas noticias. Las exportaciones crecieron un 5,8% interanual en agosto para el acumulado de los últimos tres meses, a pesar incluso de que el dato más reciente, correspondiente al mes de agosto, fue algo más débil de lo esperado como consecuencia de la fuerte contribución negativa al avance exportador del sector de productos energéticos. El fuerte tirón que experimentó la demanda de pedidos industriales procedente de la eurozona en agosto apunta a que el crecimiento de las ventas al exterior podría seguir siendo importante. Por otro lado, el turismo siguió teniendo un comportamiento excepcional en septiembre. Llegaron a España 7,2 millones de turistas internacionales, un 2,2% más que en septiembre de 2014. Esta buena marcha del sector exterior debería continuar, facilitada por la previsible depreciación del euro después de que el BCE comunicara su disposición a hacer uso, en caso necesario, de la flexibilidad que ofrece el programa actual de compra de activos en lo que respecta a su tamaño, composición o duración.

La recuperación del mercado inmobiliario, cada vez más evidente. Según datos del Ministerio de Fomento, en 2014 se iniciaron 35.790 viviendas, lo que supuso un crecimiento del 0,1% respecto al año anterior, el primer avance desde el inicio de la crisis. Aun así, esta mejoría todavía no se observa en el número de viviendas terminadas, que sigue en contracción (en junio cayeron un 25% interanual acumulado de 12 meses). Este factor, junto con el repunte de las compraventas (en agosto avanzaron un 12,8% interanual acumulado de 12 meses), está permitiendo que el exceso de stock de viviendas vacías por vender siga reduciéndose de manera paulatina (véase el Focus «La recuperación de la demanda inmobiliaria despierta la actividad en la construcción» en este mismo informe). La evolución de las hipotecas es otra muestra de que la recuperación del sector inmobiliario se está consolidando. Así, el número de hipotecas sobre viviendas inscritas en los registros de la propiedad fue en agosto un 25,8% superior al dato del mismo mes de 2014, aunque sigue en niveles bajos (19.272 frente a las 90.763 de agosto de 2007).

Importante ajuste del déficit, aunque insuficiente para alcanzar el objetivo. El déficit del Estado se situó en el 2,4% del PIB en septiembre (frente al 3,1% en el mismo mes de 2014). Ello se debe, en gran parte, a los mayores ingresos tributarios y, en menor medida, a la contracción del gasto. Por su parte, el déficit de las comunidades autónomas, del 0,7% en agosto, también fue inferior al registrado en 2014. A pesar de la mejora del déficit de los distintos entes del sector público, el ritmo de ajuste podría resultar insuficiente para alcanzar el objetivo acordado con Bruselas. A modo ilustrativo, si en el segundo semestre de 2015 el déficit público se redujera al mismo ritmo que en el segundo semestre de 2014, se cerraría el ejercicio en el 4,7% (frente al objetivo del 4,2%). En este contexto, la Comisión Europea ha alertado de los riesgos de desviación y ha criticado la falta de medidas estructurales en los Presupuestos Generales de 2016. Además, la revisión a la baja de la serie histórica del PIB y el limitado avance del deflactor del PIB añaden factores de riesgo adicional sobre su cumplimiento.

Comercio exterior de bienes *

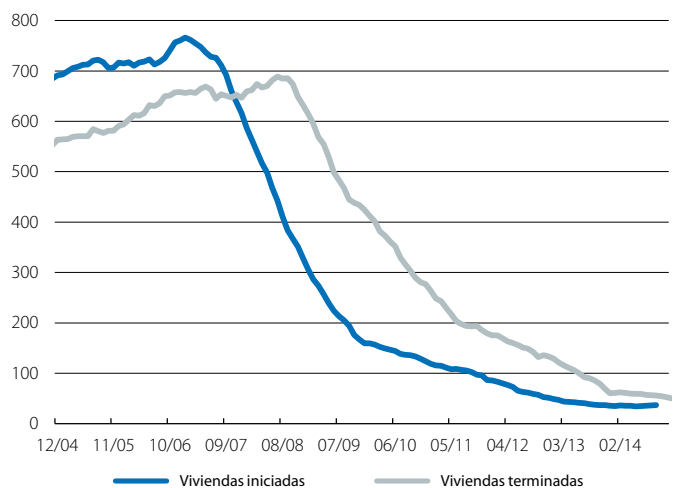
Variación interanual del acumulado de 3 meses (%)



Nota: * Datos nominales.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas.

Viviendas iniciadas y terminadas

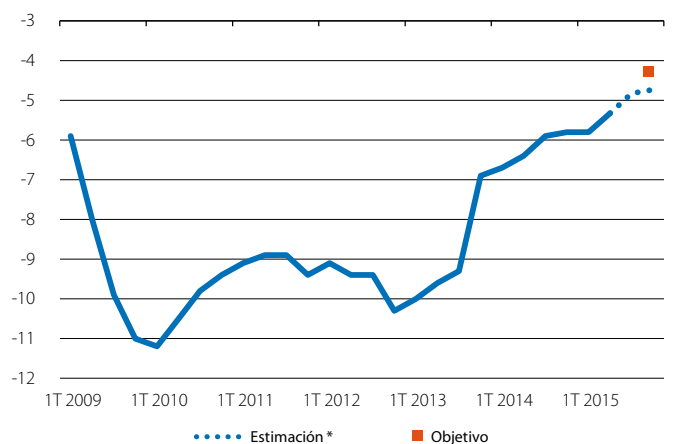
Datos acumulados de 12 meses (miles de viviendas)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento.

Déficit público

Datos acumulados de cuatro trimestres (% del PIB)



Nota: * Evolución del déficit previsto si el ajuste en el segundo semestre de 2015 es el mismo que el experimentado en el segundo semestre de 2014.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.