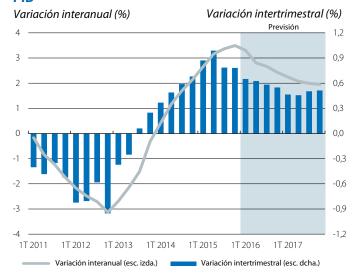
COYUNTURA · Crecimiento robusto sin presiones inflacionistas

De acuerdo con lo esperado, el PIB creció un 0,8% intertrimestral en el 4T, de manera que el cómputo anual se situó en el 3,2%. El dinamismo de los indicadores de consumo apunta a que la demanda interna siguió siendo el principal motor de crecimiento, apoyada por la mejora del mercado laboral. En cambio, tal y como ha venido ocurriendo desde que se inició la recuperación en 2013, la demanda externa muy probablemente restó al crecimiento: a pesar del buen comportamiento de las exportaciones, la pujanza de la demanda interna presiona las importaciones al alza.

De cara a 2016, las perspectivas son positivas, aunque presentan considerables riesgos a la baja. Según nuestras estimaciones, la economía española crecerá un 2,8% anual, 1 décima por encima de lo contemplado hace un mes, a causa de la rebaja de nuestra previsión del precio del petróleo. La buena marcha prevista de la actividad económica se sustenta en el hecho de que los factores que apoyaron el crecimiento en 2015 (los bajos precios del petróleo, la rebaja impositiva, la política monetaria expansiva y la depreciación del euro) tienen visos de continuar este año, aunque sea en menor medida, por lo cual seguirán impulsando el consumo y la inversión. Los indicadores de actividad y de confianza apuntan a un buen inicio de año y, por tanto, respaldan este ajuste de previsiones al alza. No obstante, la incertidumbre política y un entorno externo menos favorable incrementan los riesgos a la baja sobre nuestro escenario central de previsiones. Así, por ejemplo, el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea sugiere que la confianza de los agentes siguió en cotas elevadas en enero, aunque con una ligera corrección a la baja. Concretamente, dicho índice se situó en los 107,6 puntos ese mes, un registro algo inferior al del 4T 2015, pero muy por encima de los 100 puntos que marcan el promedio histórico. Esta visión algo menos optimista de los indicadores de sentimiento podría reflejar una mayor inquietud, a causa de las turbulencias financieras internacionales y de la situación política actual. Si esta incertidumbre se prolongara en el tiempo, podría acabar teniendo un efecto negativo sobre la marcha de la economía. No hay que olvidar que, a pesar del notable avance en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, la economía española sigue siendo muy vulnerable a los cambios de sentimiento de los inversores internacionales debido a su elevada posición deudora internacional y al desequilibrio todavía existente en las cuentas públicas (véase el Focus «El déficit público: un aiuste insuficiente» en este Informe Mensual). En este sentido, el informe sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de la Comisión Europea ha señalado que el alto nivel de deuda pública española es una de las principales fuentes de debilidad de su economía, sobre todo a medio plazo.

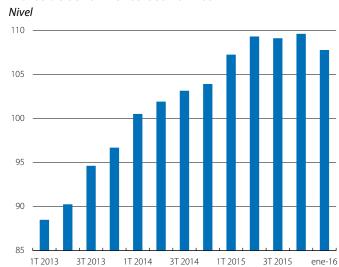
Por el momento, la recuperación mantiene la intensidad. A pesar del incremento de la inestabilidad, los indicadores de

PIB



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

Índice de sentimiento económico



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

Grado de utilización de la capacidad productiva en la industria



Nota: * Promedio histórico desde 1980.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía y Competitividad

FEBRERO 2016 CaixaBank Research

oferta y demanda siguen sorprendiendo al alza. Por lo que respecta a la oferta, el índice de producción industrial creció un 4,2% interanual en noviembre, una cifra que está en consonancia con el avance robusto del 4T. Asimismo, los índices de sentimiento empresarial (PMI), tanto el de manufacturas como el de servicios, cerraron 2015 significativamente por encima del límite de los 50 puntos que delimita la zona expansiva. La misma lectura de solidez se desprende de la tendencia de creciente utilización de la capacidad productiva de la industria, que alcanzó su promedio histórico en el 4T. En cuanto a la demanda, destaca el avance vigoroso de las distintas variables de consumo, puesto que todas ellas siguen una senda creciente y en valores por encima de su promedio histórico. Así, por ejemplo, las ventas de automóviles registraron en diciembre una fuerte tasa de aumento interanual, del 16,6% (datos acumulados de tres meses).

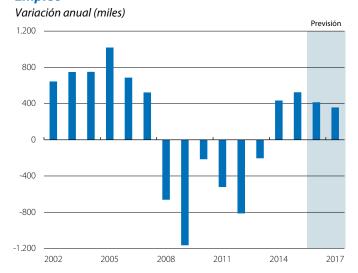
La creación de empleo fue enérgica en el 4T, con una variación trimestral del 0,7% (respecto al 0,6% en el 3T) en términos desestacionalizados, lo que permitió que 2015 finalizara con 525.100 puestos de trabajo más (un 3,0% anual), por encima de los 433.900 creados en 2014. El aumento del empleo en el 4T y la imprevista caída de la población activa han conllevado una reducción de la tasa de paro de 3 décimas, hasta el 20,9%.

El sector privado lideró la creación de empleo en 2015 y contribuyó a que la tasa no bajara del 3,0% durante la segunda mitad del año, una cota claramente superior a la que se esperaba hace unos meses. Tras el *boom* de creación de empleo durante los primeros meses de 2015, en gran parte, gracias al impacto temporal del sector público, se preveía una desaceleración que finalmente no se produjo porque la ocupación en el sector privado tomó las riendas y aumentó vigorosamente. Por sectores, el grueso de la recuperación en el conjunto del año se concentró en los servicios, con 421.500 empleos más. A lo largo del año, la industria y la construcción tuvieron un papel relevante, pero perdieron fuelle en el 4T.

El aumento del empleo mejora la renta bruta disponible de los hogares. En el 3T 2015, la renta bruta disponible (RBD) de los hogares avanzó un 2,1% interanual (acumulado de cuatro trimestres) impulsada por la remuneración de los asalariados, lo que se explica por el incremento de la ocupación, ya que los salarios se mantuvieron contenidos, y también por el aumento del excedente bruto de explotación de los autónomos. Sin duda, la mayor RBD favoreció el consumo, que, como acabó creciendo a un ritmo más elevado, conllevó un descenso de la tasa de ahorro. Concretamente, se redujo 5 décimas en el 3T, hasta el 9,2% de la RBD. En los próximos meses, y de forma temporal mientras se afianza la recuperación, prevemos que la tasa de ahorro se sitúe por debajo de su promedio histórico, del 9,8%, debido a un incremento del consumo superior al avance de la RBD.

En este contexto favorable, la demanda de crédito sigue al alza. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en España del 4T, los criterios de aprobación de préstamos no registraron

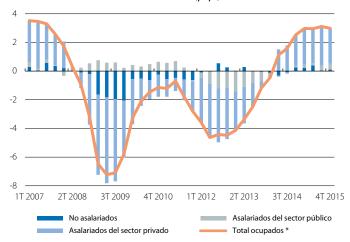
Empleo



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

Ocupación por empleador

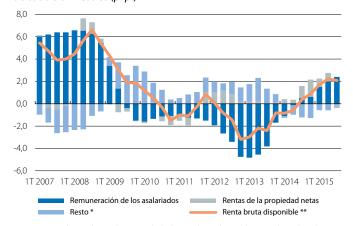
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: * Variación interanual. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE (EPA).

Renta bruta disponible

Contribución al crecimiento interanual del acumulado de cuatro trimestres (p. p.)



Notas: * Resto de partidas usadas para calcular la renta bruta disponible, como el excedente bruto de explotación, las cotizaciones sociales, etc. ** Variación interanual. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

FEBRERO 2016 CaixaBank Research

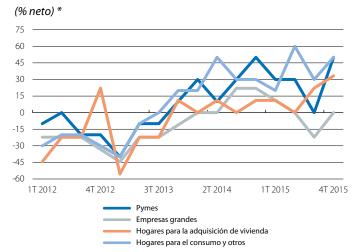
cambios y las solicitudes de financiación se incrementaron, en general, en todas las modalidades de préstamos. Asimismo, las perspectivas de las instituciones entrevistadas son que las peticiones de préstamos sigan al alza en el 1T 2016. Por otro lado, a juzgar por la continuada reducción de la tasa de morosidad del sector bancario (en noviembre bajó 3 décimas, hasta el 10,3%, 2,4 p. p. por debajo del registro de un año atrás), los balances bancarios están cada vez más saneados, lo que podría favorecer una mayor oferta de crédito (véase el Focus «El sector bancario español, listo para apoyar la recuperación» en este Informe Mensual). En este sentido, en el informe de seguimiento del programa de asistencia financiera a España, la Comisión Europea valora positivamente las medidas tomadas entre 2012 y 2014, porque considera que contribuyeron a mejorar la capacidad de resistencia de los bancos, un factor clave para que haya disponibilidad de crédito.

La senda de recuperación del mercado inmobiliario se mantiene, apoyada por el fuerte incremento de la demanda de crédito para la adquisición de vivienda. Una muestra de ello es la evolución de las compraventas de viviendas, que aumentaron en noviembre hasta el 11,7% interanual (en el acumulado de 12 meses). Aun así, las divergencias regionales y el exceso de oferta hacen prever una evolución dispar de los precios.

La inflación sorprende y retrocede 3 décimas en enero, hasta el -0,3%, mientras que preveíamos una ligera subida. Esta caída inesperada se debe principalmente al descenso de los precios de la electricidad y de la energía. Con el fin de incorporar unos precios del petróleo más bajos de lo que se contemplaba hace unas semanas y este imprevisto retroceso del dato de enero, llevamos a cabo una importante reducción de la previsión de inflación para este año. En concreto, esperamos que, en 2016, la inflación se sitúe en el 0,5% en promedio (frente al -0,5% en 2014). La evolución de la inflación en enero fue muy desigual entre España y la eurozona, ya que, mientras que en la primera se situó en cotas negativas, en la segunda se recuperó 2 décimas, hasta el 0,4%. De seguir así, este diferencial de inflación podría ayudar a la economía española a seguir recuperando competitividad con respecto a la eurozona, e impulsar de esta forma las ventas hacia este socio comercial.

La rebaja del precio del petróleo favorecerá el saldo por cuenta corriente en 2016. Además del abaratamiento de la energía, la balanza comercial, tanto de bienes como de servicios, también apoyará la evolución del saldo por cuenta corriente. Así, en noviembre, se registró un repunte notable del comercio exterior: la demanda interna impulsó un fuerte incremento de las importaciones de bienes, del 2,7% en el acumulado de tres meses, aunque las exportaciones aumentaron más, un 2,8% interanual, gracias al excepcional comportamiento de las exportaciones no energéticas, que contribuyeron en 5 p. p. al avance total. Por otro lado, el excelente comportamiento del sector turístico contribuyó muy positivamente a la buena evolución de la balanza de servicios. La cifra récord de 68,1 millones de turistas que llegaron a España en 2015, un 4,9% más que en 2014, refuerzan esta visión.

Demanda de crédito



Nota: * Porcentaje de entidades que señalan un aumento de la demanda menos el porcentaje de las que señalan una disminución (en los últimos tres meses). **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

IPC

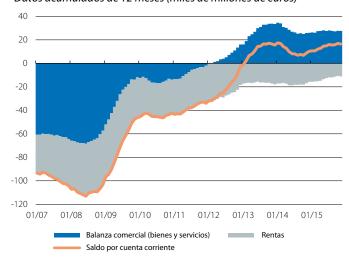
Variación interanual (%)



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

Saldo corriente

Datos acumulados de 12 meses (miles de millones de euros)



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

FEBRERO 2016 CaixaBank Research