ECONOMÍA ESPAÑOLA MO 4

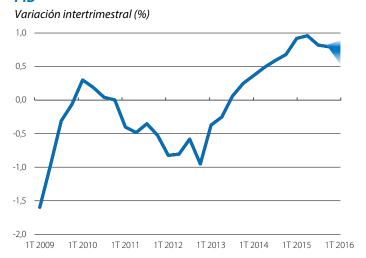
# COYUNTURA · España: de la recuperación a la expansión

El crecimiento económico va madurando, con registros que, en los próximos trimestres, serán ligeramente inferiores a los observados durante el último año, pero que se sustentarán en un avance más equilibrado de la actividad económica. Esta evolución del cambio de patrón ya se empieza a dibujar en los datos del 1T 2016. Según el modelo de previsión de CaixaBank Research, la tasa de crecimiento intertrimestral se situó en el 0,7% en el 1T 2016, solo 1 décima por debajo de la tasa registrada en el 4T 2015. La demanda interna sigue liderando el grueso del crecimiento, impulsada por el consumo de los hogares y por la inversión, pero el sector exterior poco a poco vuelve a ganar protagonismo. También destaca el hecho de que esta ralentización responda a una desaparición gradual y esperada de los efectos de cola que impulsaron el crecimiento durante 2015, como la caída del precio del petróleo o la depreciación del euro. Una desaceleración, por tanto, que entra dentro del quion previsto, a pesar del reciente episodio de turbulencias financieras que se produjo en los primeros compases del año y, a nivel interno, de la falta de acuerdo para la formación de gobierno.

Los indicadores de actividad se consolidan en niveles propios de una fase avanzada del ciclo. Destacan especialmente los índices PMI, tanto del sector servicios como de las manufacturas. Ambos se mantienen desde hace meses en cotas claramente superiores a los 50 puntos, umbral a partir del cual se suelen observar tasas de crecimiento positivas. De todas formas, han descendido ligeramente en los últimos dos meses, un movimiento que está en consonancia con una desaceleración paulatina y esperada del ritmo de crecimiento. Este patrón también se observa en el índice de producción industrial, que descendió en enero hasta el 3,2%, tras mantenerse en cotas cercanas al 4,0% durante el segundo semestre de 2015. Otro indicador que refleja cómo, poco a poco, la economía española se adentra en una fase más madura del ciclo económico es la utilización de la capacidad productiva, que se sitúo en el 77,8% en el 4T 2015, un registro similar al valor promedio registrado entre los años 2000 y 2008.

El sector inmobiliario recupera protagonismo y empieza a normalizar su situación. Todos los indicadores referentes al sector inmobiliario presentan una marcada tendencia al alza, tanto los de actividad como los de precios. Despunta el fuerte avance de los visados de obra nueva, que en diciembre se situaron cerca de los 50.000 en términos acumulados de 12 meses. Aunque esta cifra supone un avance del 43% en términos de variación interanual, es preciso remarcar que el nivel es todavía muy bajo, especialmente si se compara con los registros que se alcanzaron antes de la recesión. Los indicadores de precios y de demanda también presentan notables avances. Las compraventas aumentaron un 9,8% en enero (acumulado de 12 meses) y el número de hipotecas sobre viviendas, un 10,6% en el mis-

#### PIB



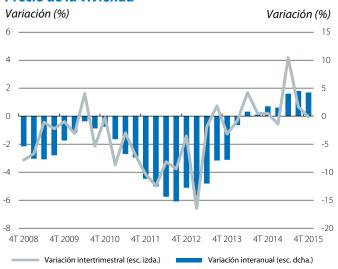
**Nota:** Intervalo de confianza al 90%. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

# Indicadores de actividad



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit

## Precio de la vivienda



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE

ABRIL 2016 CaixaBank Research

mo mes. Por su parte, el índice de precios del INE avanzó un 4,2% interanual en el 4T 2015 y todo apunta a que esta tendencia cogerá fuerza en 2016 (véase el Focus «¿Qué nos dice el precio del suelo sobre la futura evolución del precio de la vivienda?» para un análisis más detallado del crecimiento del precio de la vivienda previsto para los próximos años).

La demanda interna afloja, pero mantiene tasas de crecimiento elevadas. El fuerte empuje de la demanda, y en especial del consumo de los hogares, es resultado tanto de la mejora de la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía como de la mejora del mercado laboral. Respecto al primer factor, destaca la evolución reciente de la confianza del consumidor, que se mantiene en cotas elevadas a pesar de que en los dos primeros meses del año descendiera ligeramente. Además, es preciso tener en cuenta que el registro anotado en el mes de diciembre fue un máximo histórico. Las ventas de vehículos y las ventas de las grandes empresas también son un buen reflejo del vigor del consumo de los hogares. Concretamente, el crecimiento interanual de las ventas de vehículos se situó en el 15,1% en febrero (el promedio de los últimos tres meses), y las ventas de las grandes empresas, en el 3,2% en enero. En ambos casos, se trata de registros ligeramente inferiores a los del segundo semestre de 2015, pero que se mantienen en cotas compatibles con un notable avance del consumo de los hogares.

La sólida recuperación del mercado laboral seguirá actuando como sostén de la demanda interna. El apoyo del mercado laboral a la recuperación de la demanda se debe, sobre todo, a la buena marcha de la creación de empleo. En los últimos dos años se han creado cerca de un millón de puestos de trabajo o, lo que es lo mismo, la tasa de crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social ha sido del 2,4% en promedio. En el mes de febrero esta tasa se situó en el 3,0%, un ritmo que probablemente descenderá en los próximos meses hasta el 2,0% en diciembre, pero ello no evitará que el año cierre con una creación de puestos de trabajo que se volverá a situar por encima de los 400.000. En parte, la sólida recuperación del mercado laboral se debe a la moderación salarial, que ha permitido a las empresas españolas ganar competitividad. En este sentido, puede sorprender el repunte que se observó en el crecimiento interanual de los costes salariales en el 4T 2015, que alcanzó el 0,9% (0,1% en el 3T). No obstante, es importante señalar que, en gran medida, fue consecuencia de la devolución del 25% de la paga extra a los empleados públicos, y no de un cambio en las tendencias salariales de fondo.

El consumo de los hogares también cuenta con el apoyo del bajo precio del petróleo. El componente energético tiene un peso del 11,4% en la cesta de bienes de consumo de los hogares españoles, motivo por el cual la caída del precio del petróleo tiene un impacto directo sobre su capacidad de compra. A pesar de que, en conjunto, el precio de los bienes no energéticos (la inflación subyacente) presenta una tasa de crecimiento que se mantiene cercana al 1,0% desde hace dos trimestres, la fuerte caída del precio del petróleo está hacien-

# Confianza del consumidor

# Promedio trimestral



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

# Coste salarial por hora \*

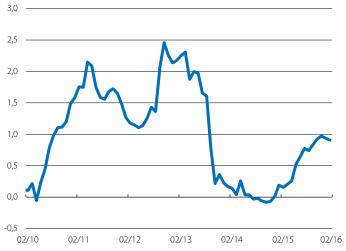
#### Variación (%)



**Nota:** \* Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (ICLA).

#### **IPC** subvacente

#### Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE

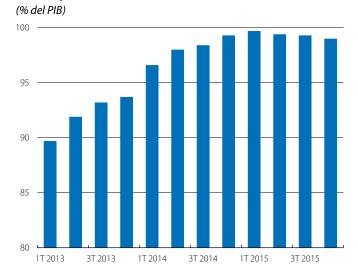
**ABRIL 2016** CaixaBank Research do que el IPC general presente una tasa de variación interanual negativa. Concretamente, en marzo esta se mantuvo en el –0,8%. En los próximos meses la tasa de inflación general se mantendrá en terreno negativo, lo cual refleja la debilidad del precio del petróleo, pero en la segunda mitad del año iniciará una rápida tendencia alcista que la situará por encima del 2% en el 1T 2017.

# La política fiscal expansiva, clave para el crecimiento de la demanda interna en 2015, difícilmente se podrá mantener. El déficit público con el que se cerró 2015 fue superior al objetivo que se había acordado con Bruselas. Concretamente, se situó en el 5,2% del PIB, 1,0 p. p. por encima del hito. Es importante señalar que la desviación se produjo en un año en el que el crecimiento fue claramente superior al previsto cuando se aprobaron los presupuestos, un hecho que contrasta con las desviaciones que tuvieron lugar en los años más duros de la crisis económica y financiera, y que muy probablemente no pasará por alto a la Comisión Europea. De hecho, el fuerte crecimiento de la actividad económica en 2015 habría conducido el déficit público cerca del objetivo acordado con Bruselas si la política fiscal hubiera sido neutra, por lo que se puede considerar que el pasado año la política fiscal fue claramente expansiva. Esta es una baza con la que la economía española no podrá contar en los próximos años si quiere que la deuda pública inicie una senda marcadamente descendente.

El sector exterior, un factor de fondo que no ha dejado de apoyar el crecimiento. Aunque, en términos netos, la aportación del sector exterior al crecimiento fue negativa en 2015, las exportaciones mantuvieron un ritmo de avance muy notable. Concretamente, las exportaciones de bienes y servicios reales crecieron un 5,4% en el conjunto del año. Esta cifra es especialmente destacable cuando se tiene en cuenta que el comercio mundial se desaceleró y que el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales, los países europeos, fue ligeramente inferior al previsto. En 2016, las tendencias fundamentales prevalecen. En particular, las exportaciones nominales de mercancías crecieron un 5,0% interanual en enero (en el acumulado de tres meses), impulsadas en buena parte por la creciente demanda de la eurozona. Sin embargo, el fuerte aumento de las importaciones, que avanzaron un 4,7% en ese mismo mes, hará que en términos netos la aportación del sector exterior siga siendo discreta.

La mejora del ciclo económico también tiene su reflejo en la evolución del crédito, como muestra el descenso de la tasa de morosidad que se ha registrado durante el último año, de 2,4 p. p. hasta situarse en el 10,1%. Ello se explica, sobre todo, por el notable retroceso de la morosidad del crédito promotor, de 8,7 p. p., y a la construcción, de 2,6 p. p., aunque la reducción ha sido generalizada. La mejora de la actividad económica, junto con los bajos tipos de interés, ayudarán a que la morosidad siga reduciéndose en los próximos meses, un factor clave para que el crecimiento del crédito se afiance.

# Deuda pública



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

## Comercio exterior de bienes \*

Variación interanual del acumulado de 3 meses (%)



Nota: \* Datos nominales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

# Crédito y morosidad en el 4T 2015

|                         | Saldo de crédito<br>(miles de millones<br>de euros) | Var. interanual<br>(%) | Tasa de<br>morosidad (%) |
|-------------------------|---|------------------------|--------------------------|
| Hogares (vivienda)      | 552   | -4,8                   | 4,9                      |
| Hogares (consumo)       | 112   | 1,3                    | 9,1                      |
| Actividades productivas | 644   | -4,4                   | 14,6                     |
| Construcción            | 44  | -11,7                  | 30                       |
| Promotor                | 135   | -10,1                  | 27,5                     |
| Servicios               | 337   | -2,2                   | 8,9                      |
| Industria               | 110   | -1,6                   | 10,9                     |
| Agricultura             | 18  | 2,3                    | 10,1                     |
| Total *                 | 1.308   | -4,1                   | 10,1                     |

**Nota:** \* El saldo total no incluye el crédito a las ISFLSH ni el crédito no clasificado.

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