

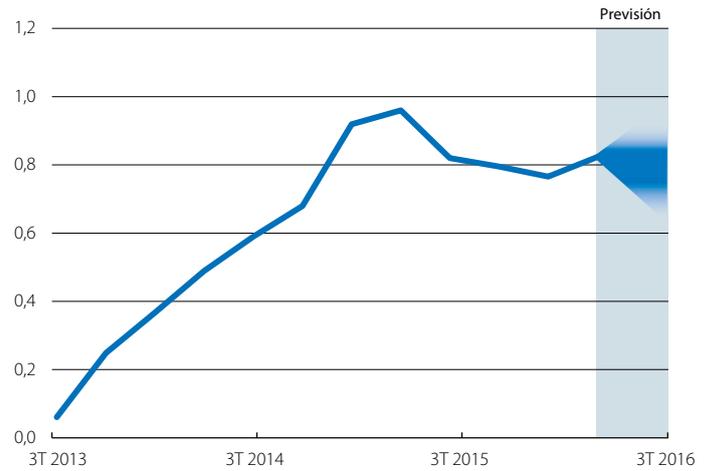
## COYUNTURA · La economía sigue avanzando a buen ritmo

**El ritmo de crecimiento se mantuvo elevado en el 3T.** Aunque la información disponible todavía es incompleta, los indicadores de actividad de alta frecuencia apuntan a que el ritmo de expansión se mantuvo muy vigoroso entre julio y septiembre. En concreto, el modelo de previsión del PIB de CaixaBank Research sitúa el crecimiento intertrimestral en el 0,8%, un registro similar al de los últimos cuatro trimestres. El buen desempeño de la actividad en lo que va de año, mejor de lo previsto, ha llevado a muchos analistas a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2016 (en CaixaBank Research mantenemos la previsión en el 3,1%, puesto que ya la mejoramos el mes pasado). La previsión para 2017, sin embargo, no ha sido revisada y se sitúa en un rango considerablemente inferior al de 2016, entre el 2,1% y el 2,5% (previsión CaixaBank Research del 2,4%). Ello implica que en el tramo final de este año y, sobre todo, en el próximo, se espera una desaceleración de la actividad, con tasas de crecimiento del PIB en torno al 0,6% intertrimestral.

**Por el lado de la oferta, el sector servicios se afianza como el principal motor de la recuperación.** Desde que se inició la mejoría en el 3T 2013, el sector de actividad que ha liderado la recuperación por el lado de la oferta es el de los servicios de mercado (sector servicios, excluyendo Administración pública, sanidad y educación). Y esta pujanza, de momento, no pierde fuerza. Así lo muestra el índice de la cifra de negocios del sector servicios, que avanzó un notable 4,4% interanual en julio. En cambio, los signos de ralentización de la industria son cada vez más fehacientes: en julio, el índice de la cifra de negocios industrial aceleró su caída al -2,8% interanual y la entrada de pedidos a la industria anotó un -8,0%. De todos modos, estas cifras negativas quedan matizadas por dos aspectos relevantes. En primer lugar, el retroceso de la industria se explica, en buena parte, por el sector energético: la cifra de negocios industrial sin energía avanzó un 0,5% interanual en julio. En segundo lugar, la caída de los precios industriales también está afectando negativamente a la facturación del sector. Si se analizan indicadores basados en volumen (en lugar de valor), como el índice de producción industrial, y se excluyen las divisiones relacionadas con la energía (como, por ejemplo, «Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado»), el panorama es más alentador: en julio la tasa de variación interanual se situó en el 1,4%. En positivo, destaca la fabricación de automóviles, con un crecimiento acumulado de la producción del 30% entre enero de 2013 y julio de 2016.

**Por el lado de la demanda, la contribución del sector exterior gana protagonismo.** La actualización de la serie contable del PIB que anualmente realiza el INE desveló que la demanda interna tuvo una menor contribución al crecimiento del PIB en 2015 (3,4 p. p. frente a 3,8 p. p. estimado anteriormente). Sin embargo, ello fue compensado por una menor contribución

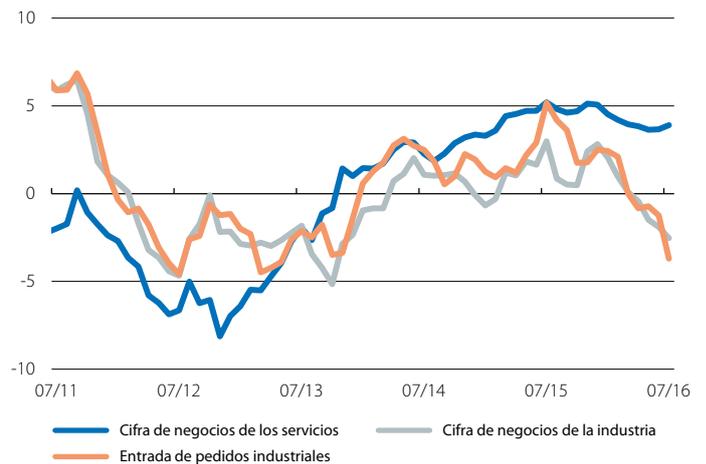
### PIB Variación intertrimestral (%)



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

### Indicadores de actividad \*

Variación interanual de la media móvil de 3 meses (%)



**Nota:** \* Series desestacionalizadas.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### Actualización de la serie contable del PIB (2015)

Variación interanual (%)

	Serie antigua	Serie revisada	Diferencia	
<b>PIB real</b>	3,2	3,2	0,0	=
<b>Demanda interna (contr. Δ PIB)</b>	3,8	3,4	-0,4	▼
Consumo de los hogares	3,1	2,9	-0,2	▼
Consumo de las AA. PP.	2,7	2,0	-0,7	▼
Formación bruta de capital fijo	6,4	6,0	-0,4	▼
<b>Demanda externa (contr. Δ PIB)</b>	-0,6	-0,1	0,5	▲
Exportación de bienes y servicios	5,4	4,9	-0,5	▼
Importación de bienes y servicios	7,5	5,6	-0,9	▼
<b>PIB nominal</b>	3,8	3,7	-0,1	▼
<b>Deflactor</b>	0,6	0,5	-0,1	▼
<b>PIB nominal (millones de euros)</b>	1.081.190	1.075.639	-5.551	▼

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

negativa de la demanda externa (-0,1 p. p. frente a -0,6 p. p. anterior). La mejor evolución del sector exterior refuerza la idea de que se está produciendo un cambio hacia un modelo de crecimiento más sostenible, que se basa en la mayor capacidad exportadora del tejido empresarial español y en una menor dependencia de las importaciones. Esta tendencia se mantuvo en los dos primeros trimestres de 2016: el excelente desempeño de las exportaciones (y el avance más contenido de las importaciones) hizo que la demanda externa contribuyera positivamente al crecimiento del PIB en términos interanuales.

**La caída puntual de las exportaciones de bienes en julio, de momento, no preocupa.** El retroceso (-9,1% interanual) se explica, en gran medida, por un efecto de calendario, por lo que se espera que en agosto se compense gran parte de este mal dato. Más preocupante es la ralentización del comercio global y el impacto que pueda surtir sobre el sector exportador español, que de momento se muestra muy resistente. Por su parte, el mayor retroceso de las importaciones en julio (-12% interanual) ayudó a mejorar el déficit comercial, que se situó en los 8.436 millones de euros en el acumulado de enero a julio (comparado con un déficit de 12.876 millones en el mismo periodo de 2015).

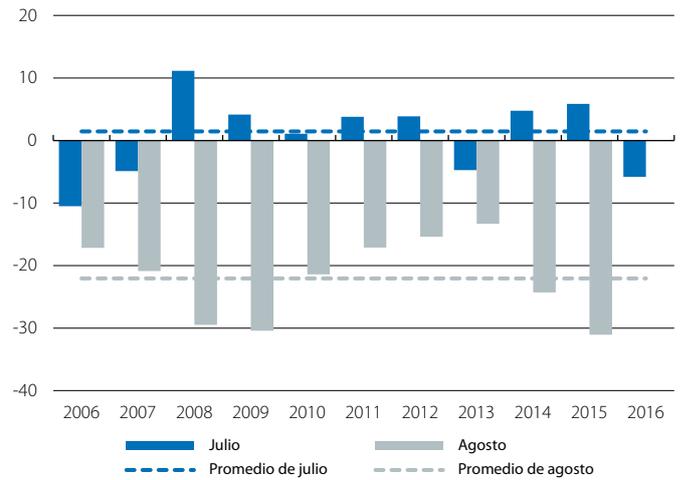
**La recuperación del mercado laboral continúa a buen ritmo.** El número de afiliados a la Seguridad Social descendió en 144.997 personas en agosto, un retroceso estacional muy similar al que suele experimentar la afiliación en los meses de agosto de cada año. Gran parte del descenso se concentró en sectores que habitualmente se detienen en el periodo vacacional y que reanudan su actividad en septiembre, como la educación (-58.052) o la construcción (-12.011). Así, la tasa de variación interanual se mantiene en un elevado 3,0% (3,1% en julio). Además, la importante mejora de las expectativas de creación de empleo en septiembre, tanto en los servicios como en el comercio minorista, hace prever que la ocupación siga evolucionando favorablemente en el tramo final del año.

**Continúa la moderación de los costes laborales.** Un factor que posiblemente esté contribuyendo al dinamismo de la creación de empleo es la contención del coste laboral por trabajador, que sigue prácticamente estancado. Según la Encuesta trimestral de coste laboral en el 2T 2016, este se situó en los 2.589 euros por trabajador y mes, lo que representa una tasa de variación interanual del -0,1%. En un contexto de baja inflación (0,3% en septiembre) y paro elevado (20,0% en el 2T), es de esperar que la moderación salarial continúe y que la mejora de la renta disponible de las familias siga proviniendo de un número de ocupados cada vez mayor.

**El fuerte aumento del consumo mantiene el ahorro en tasas moderadas.** La buena evolución del mercado de trabajo tiene su reflejo en las rentas salariales, que crecieron un 3,9% interanual en el 2T, y compensaron el descenso de las rentas no salariales (-4,3% interanual), pero no evitaron que la renta bruta disponible de los hogares (la suma de las rentas salariales y las no salariales) se desacelerara hasta el 1,7% interanual. El menor

**Exportaciones de bienes**

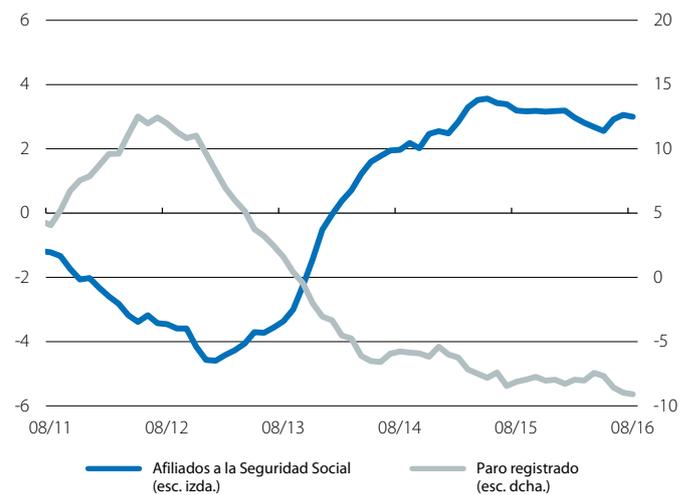
Variación intermensual en julio y agosto de cada año (%)



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

**Afiliados a la Seguridad Social y paro registrado**

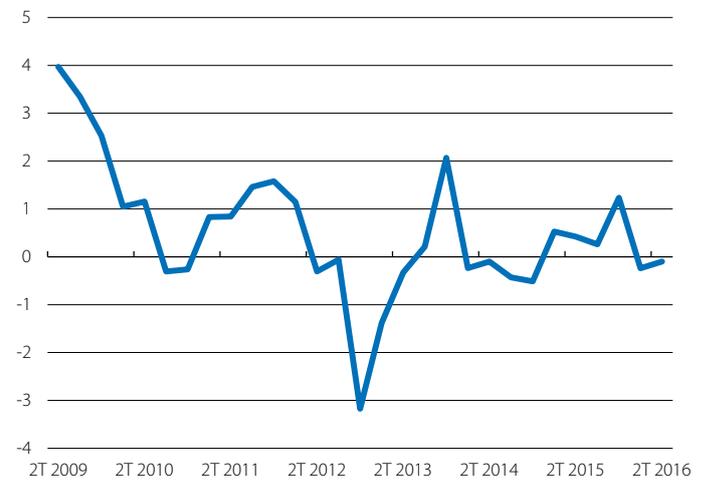
Variación interanual (%)



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

**Coste laboral por trabajador**

Variación interanual (%)



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

crecimiento de la renta disponible y el fuerte impulso del consumo privado en el 2T (2,9% interanual en términos nominales) hicieron que la tasa de ahorro se situara en el 8,3% de la renta bruta disponible de los hogares, 1 p. p. por debajo del registro del 2T 2015.

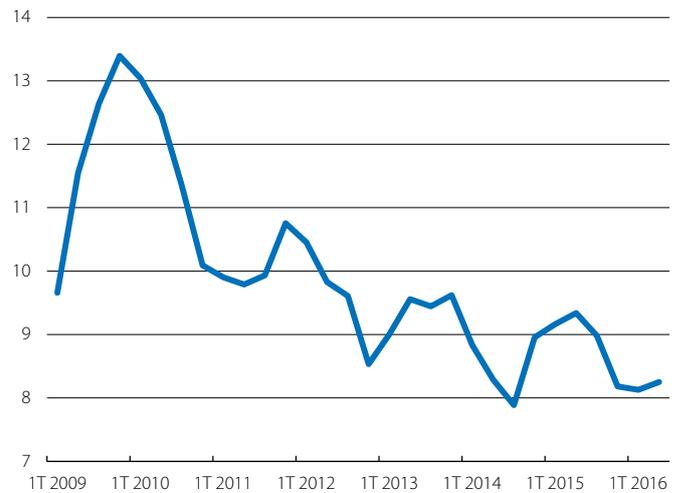
**El precio de la vivienda mantuvo el tono expansivo en el 2T 2016.** El índice basado en las compraventas creció un 1,8% intertrimestral (3,9% interanual) y el precio de tasación, un 0,9% intertrimestral (2,0% interanual). Las compraventas también evolucionan favorablemente (13,5% interanual en julio). De cara a los próximos trimestres, se espera que la tendencia alcista de los precios continúe gracias al impulso de la demanda de vivienda, un nivel de actividad en el sector de la construcción todavía muy bajo, y a la escasez de vivienda por vender en determinadas zonas *prime* (por ejemplo, en las grandes ciudades). Así lo anticipa el fuerte incremento del precio del suelo, del 6,6% interanual en el 2T, que suele adelantar unos trimestres la evolución futura del precio de la vivienda.

**El crecimiento del crédito bancario sigue apoyando la recuperación.** La relajación de las condiciones financieras también desempeña un papel importante en la recuperación del sector inmobiliario. En julio, la concesión de hipotecas para la compra de viviendas avanzó un 27% interanual (acumulado de 12 meses), lo que supone un apoyo fundamental para la demanda. De todos modos, el saldo vivo de crédito hipotecario todavía sigue retrocediendo (-3,6% interanual). Por su parte, el saldo vivo de crédito al consumo sigue avanzando a buen ritmo (4,5% interanual). En cuanto al crédito a sociedades no financieras, el desglose del crédito bancario del 2T 2016 por segmentos muestra una moderación de la caída del crédito a los sectores productivos, aunque el crédito promotor y el del sector de la construcción todavía retrocedieron a tasas elevadas. Por su parte, la tasa de morosidad se mantuvo en el 9,4% en julio, pero destaca la reducción de la tasa de morosidad del crédito promotor en el último año.

**El ajuste de las cuentas públicas sigue siendo la asignatura pendiente.** En julio, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas, excluyendo las corporaciones locales, se situó en el 3,1% del PIB (sin contabilizar las pérdidas por la ayuda financiera, del 0,2% del PIB). Esa cifra iguala el registro de julio de 2015 y, por tanto, muestra la falta de ajuste en las cuentas públicas en lo que va de año. Cabe señalar que las medidas anunciadas por el Gobierno (aumento de los pagos a cuenta del impuesto de sociedades) deberían corregir esta tendencia en el tramo final del año. De todas formas, las dudas sobre la capacidad de cumplir con los objetivos de consolidación fiscal a medio plazo se mantienen, lo que hace a la economía española más sensible a eventuales cambios de sentimiento inversor internacional. Este es un aspecto de máxima relevancia dado el elevado nivel en el que se encuentra la deuda pública. Concretamente, en el 2T 2016 alcanzó el 100,5% del PIB, una cifra que queda lejos de las previsiones remitidas a Bruselas dentro del Programa de Estabilidad 2016-2019, donde se preveía que la deuda cerraría este ejercicio en el 99,1% del PIB.

### Tasa de ahorro

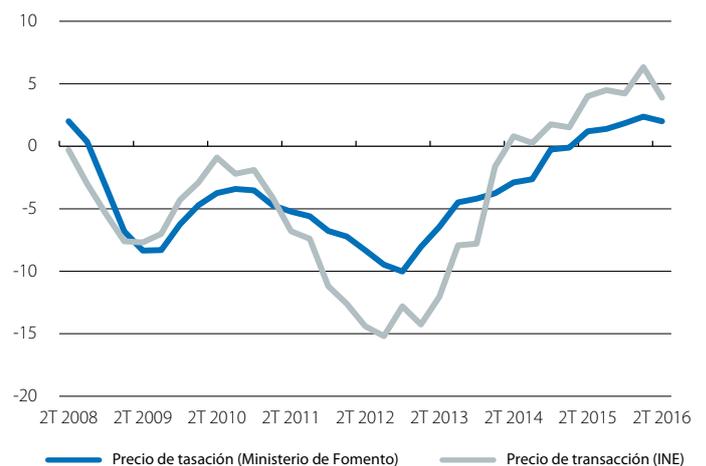
(% de la renta bruta disponible)



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

### Precio de la vivienda

Variación interanual (%)



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

### Crédito y morosidad (2T 2016)

	Saldo (miles de millones de euros)	Variación interanual (%)	Tasa de morosidad (%)
<b>Hogares (vivienda)</b>	544	-3,6	4,7
<b>Hogares (consumo)</b>	121	4,5	8,1
<b>Actividades productivas</b>	614	-7,2	14
Construcción	42	-9,8	29,6
Promotor	125	-9,8	26,9
Servicios	319	-8,7	8,7
Industria	110	-0,2	9,5
Agricultura	19	6,3	9,1
<b>Total *</b>	<b>1.279</b>	<b>-4,6</b>	<b>9,4</b>

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

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