

ACTIVIDAD

España: la recuperación se desacelera en el tercer trimestre

Unidad de España

La economía crece a un menor ritmo que durante el primer semestre del año

La tendencia de las variables observadas a la fecha de cierre de este informe indica que **la economía española se desaceleró durante el tercer trimestre de 2015**. Con cerca del 90% de la información para el 3T15, el modelo MICA-BBVA¹ estima que **el crecimiento trimestral del PIB (t/t) se habría situado cerca del 0,7%**². Este incremento trimestral implica que la **economía habría crecido entre el 2,5% y el 3,0% en tasa anual, frente al 4% del trimestre anterior**, lo que confirmaría la ralentización económica adelantada en la revista [Situación España correspondiente al tercer trimestre de 2015](#).

El menor crecimiento de la actividad se habría visto acompañado por una notable disminución en el ritmo de creación de empleo lo que, previsiblemente, habría dado lugar a un aumento de la productividad del factor trabajo. A este respecto, y aunque para conocer exactamente el avance de la productividad debemos esperar a conocer la evolución del empleo equivalente a tiempo completo de la Contabilidad Nacional, la comparación con el tercer trimestre de 2014 es ilustrativa. Entonces tanto el PIB como la afiliación a la Seguridad Social experimentaron un crecimiento trimestral del 0,5%, mientras que en el tercer trimestre de 2015 la afiliación ha crecido sólo un 0,3% respecto al trimestre anterior, claramente por debajo de la estimación de crecimiento del PIB.

La desaceleración de la demanda se puede explicar en parte por el agotamiento del impulso de algunos factores (tipo de cambio, política fiscal) **y a un entorno exterior menos favorable**. A este último respecto, destaca la moderación del crecimiento global (principalmente en China), el consiguiente retraso en la normalización de la política monetaria en varias economías (especialmente, en EE. UU.) y el aumento de la volatilidad en los mercados financieros y de materias primas³.

Con todo, **sigue habiendo elementos que favorecen al crecimiento**. A nivel externo, sobresalen la política monetaria expansiva del BCE y el bajo precio del petróleo. A nivel doméstico, el avance realizado en la corrección de los desequilibrios internos y las reformas llevadas a cabo continuará estimulando la recuperación en el medio y largo plazo. Así, **se mantiene la valoración sobre la evolución de la actividad contemplada en el escenario central de BBVA Research para el bienio 2015-2016 (3,2% en 2015 y 2,7% en 2016)**, si bien el sesgo sobre estas previsiones es a la baja.

La recuperación de la demanda privada continúa, pero modera su velocidad

El segundo trimestre del año se caracterizó por una expansión robusta de la demanda doméstica, tanto privada como pública, y un retroceso marginal de la externa neta a pesar del repunte de las exportaciones⁴. **La información disponible para el 3T15 sugiere que, aunque la mayor parte de los componentes de la**

1: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <http://goo.gl/DcmON6>

2: Esta estimación no tiene en cuenta los resultados de la revisión de la Contabilidad Nacional Anual (CNAN), publicada recientemente por el Instituto Nacional de Estadística ya que las series con frecuencia trimestral consistentes con los datos anuales publicados no estarán disponibles hasta finales de noviembre. Para más información véase: <http://www.ine.es/prensa/np926.pdf>

3: Para más detalles sobre los potenciales canales de transmisión de shocks de actividad en China y Grecia, véase el Observatorio Económico de España de septiembre de 2015, disponible en: <https://goo.gl/qJgDn4>

4: La evaluación detallada de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral del 2T15 se encuentra disponible en: <https://goo.gl/nAf45h>

demanda habrían registrado un menor crecimiento que en 2T15, la composición del gasto podría haber sido relativamente similar.

En lo que respecta a la demanda doméstica privada, los indicadores parciales de coyuntura (matriculaciones, comercio al por menor, confianza de los agentes, PMIs y registros del mercado laboral) sugieren que **el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo podrían haberse mantenido a la cabeza del crecimiento, si bien con tasas inferiores** a las observadas en el primer semestre del año. Por su parte, la mejora de los determinantes sigue afianzando el cambio de ciclo tanto de la oferta como de la demanda residencial, de forma que **la inversión en construcción y en vivienda habría continuado creciendo al arranque del segundo semestre**⁵.

Por el lado de la demanda externa, las variables de gasto (balanza comercial y ventas exteriores de grandes empresas) y expectativas (cartera de pedidos) indican que **las exportaciones no turísticas continuaron expandiéndose**, a pesar de que el deterioro del entorno global apunta a una pérdida gradual de dinamismo a lo largo del trimestre. Por el contrario la tendencia de los indicadores vinculados al **consumo de no residentes en el territorio nacional** (entradas de turistas extranjeros, pernoctaciones hoteleras y gasto turístico) **confirma un comportamiento positivo durante todo el periodo estival**.

Las cuentas públicas exhiben una mejora insuficiente de cara al cumplimiento de los objetivos presupuestarios

Los datos disponibles al arranque del segundo semestre corroboran la desaceleración de **la demanda pública en un contexto todavía ligeramente expansivo de la política fiscal**. Así, la **reducción del déficit público** sigue basándose en la mejora cíclica de los ingresos y de algunas partidas del gasto (tales como las prestaciones por desempleo y gasto en intereses), pero hasta el momento parece **escasa de cara al cumplimiento de los objetivos presupuestarios**, de no intensificarse en los próximos meses. Al respecto, los datos de ejecución presupuestaria hasta julio señalan que el déficit de las AA. PP. (excluidas las corporaciones locales) se habría situado en torno al 3,1% del PIB, 0,6pp menos que el registrado hasta julio de 2014. Por su parte, los datos de agosto señalan que el Estado registró un déficit del 2,5% del PIB, casi 0,8pp por debajo del observado un año atrás.

El mercado laboral perdió dinamismo durante el tercer trimestre

Los registros del mercado de trabajo sorprendieron positivamente en septiembre lo que, sin embargo, no compensó el arranque decepcionante del trimestre. Según las estimaciones de BBVA Research⁶, el número de afiliados a la Seguridad Social creció el 0,3% t/t CVEC en el 3T15, lo que supone una desaceleración de ocho décimas respecto a lo observado en el 2T15. La contratación se atenuó en seis décimas entre julio y septiembre (hasta el 1,1% t/t CVEC), a pesar del repunte de los contratos indefinidos (3,2% t/t). Finalmente, la reducción del desempleo registrado también se ralentizó en el conjunto del trimestre, hasta el -1,7% t/t CVEC (-2,6% t/t CVEC en 2T15).

La energía empuja a los precios al consumo a terreno negativo, pero la inflación tendencial se mantiene positiva

El indicador adelantado señaló que los precios al consumo retrocedieron el -0,9% a/a en septiembre, encadenando dos meses en negativo. Según el avance del INE la caída de los precios se debe a la bajada de los precios de la energía derivada, principalmente, de la corrección a la baja en la cotización del precio

5: Un análisis detallado de la coyuntura inmobiliaria se encuentra en el Flash Inmobiliario España del 2 de octubre de 2015. Disponible en <https://goo.gl/HgVIGd>

6: La corrección de variaciones estacionales y calendario (CVEC), implementada por BBVA Research, se basa en métodos estadísticos de series temporales univariantes. En consecuencia, las estimaciones de las series CVEC están sujetas a incertidumbre, pueden diferir de las estimadas por otros organismos y ser modificadas a posteriori sin previo aviso.

del petróleo. Por su parte, **la inflación subyacente se situó en el 0,7% a/a en agosto y, según las estimaciones de BBVA Research, podría haber repetido esa cota en septiembre.**

Con todo, la estabilización de la inflación tendencial en la economía española sigue produciéndose en un entorno de recuperación de la competitividad-precio, en el que el diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantiene favorable a España. Así, las medidas de inflación tendencial muestran repuntes en los precios que se acercan al 0,8% en Europa y el 0,4% España⁷.

La economía española sigue ampliando su capacidad de financiación

Al cierre del primer semestre del año, **la capacidad de financiación de la economía española se situó en el 2,0% del PIB en acumulado anual, 0,3pp más que en el 1T15**. Este incremento respondió a un mejor comportamiento del ahorro de la economía que, en acumulado anual, se elevó hasta el 21,6% del PIB, mientras que la tasa de inversión se situó en el 20,2% del PIB. Por agentes, el sector privado registró una capacidad de financiación del 7,4% del PIB mientras que las administraciones públicas cerraron el segundo trimestre con un déficit del 5,4% en acumulado anual⁸.

De cara al tercer trimestre, **los datos de la balanza de pagos señalan que el superávit anual por cuenta corriente ascendió a 16,185 millones hasta julio**, cifra que mejora los resultados observados tanto en el mes anterior (14.984 millones) como en el cierre de 2014 (10.237 millones). Hacia adelante, las estimaciones de BBVA Research sugieren que **la economía española debería continuar exhibiendo capacidad de financiación respecto al resto del mundo durante el bienio 2015-2016**, apoyada en el ajuste estructural⁹, la consolidación fiscal, la mejora gradual de las exportaciones, las expectativas de reducción de los tipos de interés y el ahorro resultante de la caída del precio del petróleo¹⁰.

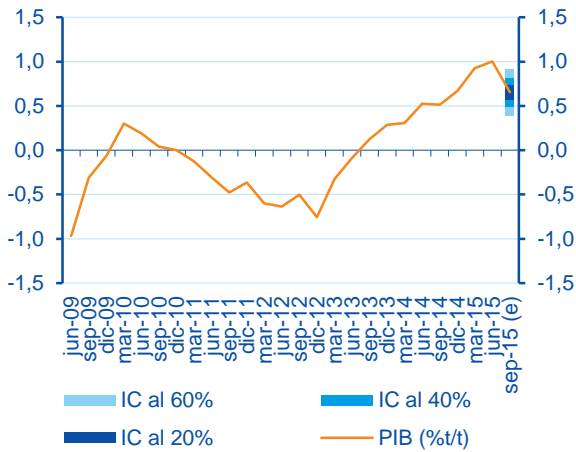
7: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/j0r1T8>

8: Las cifras para las administraciones públicas excluyen las ayudas al sector financiero, por valor de por valor de 1.191 millones de euros en 2014 y 71 millones hasta el segundo trimestre de 2015.

9: El proceso de corrección de las necesidades de financiación de la economía española se corresponde, principalmente, con la mejora del componente estructural. Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la balanza por cuenta corriente en España, véase el Observatorio Económico titulado: "Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España", disponible en: <http://goo.gl/qF1qz6>

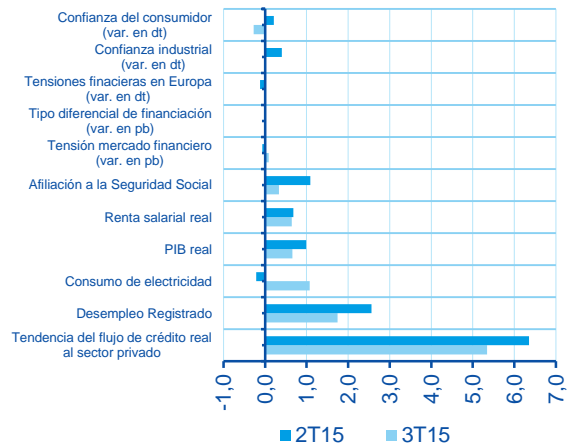
10: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la caída del precio del petróleo en 2015 mejorará el saldo por cuenta corriente en 1,0 pp del PIB.

Gráfico 1
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (% t/t)



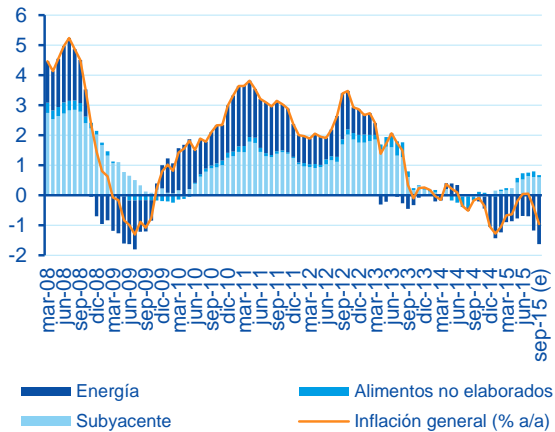
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
España: evolución del PIB y de los principales indicadores del modelo MICA-BBVA (+) mejora / (-) deterioro en pp salvo indicación contraria (datos CVEC)



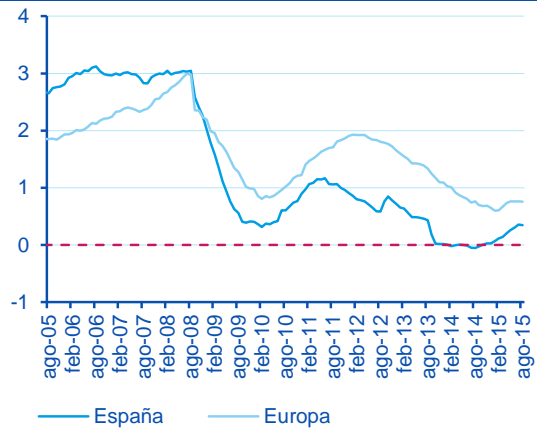
Datos publicados hasta el 8 de octubre de 2015 y previsiones del modelo MICA-BBVA.
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Gráfico 3
España: contribución al crecimiento del IPC (pp a/a)



(e): estimación
Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
España y UEM: inflación tendencial (método de medias podadas, % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Cuadro 2

Resumen de publicaciones Flash España desde la publicación del observatorio económico de agosto de 2015

Nombre del Flash	Fecha	Resumen	Enlace
La producción industrial (IPI) se mantiene al alza en julio	10.09.2015	La producción industrial (IPI) encadenó ocho meses al alza hasta julio, que consolidan la tendencia positiva observada desde finales de 2014. Sin embargo, la mejora en la actividad en ese mes no fue generalizada, y estuvo fuertemente condicionada por la energía	PDF
La energía lleva la inflación a tasas negativas en agosto	11.09.2015	La inflación general volvió a terreno negativo debido a la fuerte caída en los precios energéticos. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo prácticamente estable. Hacía delante, esperamos que se consolide la tendencia positiva en el componente subyacente, aunque no se puede descartar alguna caída marginal y transitoria de los precios generales en el corto plazo	PDF
Compraventa viviendas julio de 2015: ajuste en tendencia de crecimiento	15.09.2015	En julio de 2015 se vendieron 39.105 viviendas, según los datos del Consejo General del Notariado, lo que supone un ajuste del entorno al 1,0% respecto al mes de junio. Aun así, la tendencia sigue siendo de crecimiento	PDF
La balanza comercial de julio mejora las expectativas al arranque del 3T15	21.09.2015	Tanto las exportaciones reales de bienes como las importaciones sorprendieron al alza en julio. El déficit de la balanza comercial se redujo aliviado principalmente por la reducción de la factura energética	PDF
Los depósitos de hogares y empresas caen en agosto, en línea con lo previsto	28.09.2015	Los últimos datos de depósitos publicados por el Banco de España muestran una caída de los depósitos de hogares y empresas (-2,6 miles de millones (bn) de €) que se reduce a -0,6bn € corrigiendo el efecto estacional.	PDF
El avance del IPC confirma la caída esperada de los precios en septiembre	29.09.2015	El indicador adelantado del IPC señala un descenso de los precios generales en septiembre debido a la presión a la baja en los precios de la energía, en línea con lo esperado. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente podría haberse mantenido estable, en torno al 0,7% a/a.	PDF
Las ventas en estaciones de servicio sostienen al comercio minorista en agosto	29.09.2015	Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio al por menor se mantuvieron estables en agosto. El aumento de la facturación de las estaciones de servicio compensó la atonía de los restantes grupos.	PDF
Visados vivienda junio y julio 2015: dos meses de estabilidad	29.09.2015	En junio y julio se firmaron 4.540 y 5.198 visados de vivienda de obra nueva, respectivamente. En ambos meses la tasa de crecimiento intermensual permaneció prácticamente estable, en línea con lo previsto. Aun así, la iniciación de viviendas muestra una tendencia creciente y en los siete primeros meses creció el 28% interanual. Sin grandes cambios en la rehabilitación.	PDF
La confianza interrumpe su avance en el 3T15	29.09.2015	A pesar de que las expectativas de los agentes siguen siendo positivas, tanto la confianza del consumidor como industrial interrumpieron en el 3T15 su tendencia al alza. Así, los datos conocidos hoy refuerzan el diagnóstico de BBVA Research, que indica que el ritmo de crecimiento se está desacelerando durante el segundo semestre del año.	PDF
AA. PP.: mejora insuficiente de las cuentas públicas	29.09.2015	El déficit de las AA. PP. (excluidas las corporaciones locales) se situó en torno al 3,1% del PIB, mejorando el nivel alcanzado un año atrás. Pese a ello, el ritmo de ajuste no parece suficiente, y se eleva la probabilidad de incumplimiento del objetivo de final de año.	PDF
El saldo de la balanza de pagos continúa siendo favorable al inicio del 2S15	30.09.2015	La balanza de pagos registró un aumento del superávit por cuenta corriente hasta los 16.185 millones de euros en acumulado anual hasta julio. Tanto la balanza de bienes y servicios como la de rentas mantuvieron la tendencia positiva. Igualmente, la inversión hacia y desde el exterior siguió aumentando	PDF
Nueva mejora de la capacidad de financiación en el 2T15	30.09.2015	La tasa de inversión recupera dinamismo y absorbe parte del aumento de la tasa de ahorro. La capacidad de financiación de la economía española mejoró respecto al trimestre anterior. Por sectores, el ajuste del déficit de las AA. PP. compensó el ligero deterioro observado en hogares y empresas	PDF
Las matriculaciones de turismos cierran al alza el 3T15	1.10.2015	Cuando se corrigen los datos brutos de la estacionalidad propia del mes, las estimaciones de BBVA Research indican que las matriculaciones de turismos continuaron creciendo en septiembre apoyadas en el canal profesional. El 3T15 se saldó con un ligero aumento de las ventas.	PDF
Registros laborales de sep-15: Cierre positivo de un trimestre menos dinámico	02.10.2015	La evolución favorable de los registros del mercado de trabajo en septiembre no compensó el arranque decepcionante del trimestre. Las estimaciones de BBVA Research indican que tanto el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social y la contratación como la reducción del desempleo se ralentizaron en el conjunto del 3T15.	PDF
El verano le sienta bien al inmobiliario	02.10.2015	La venta de viviendas continuó expandiéndose en los meses de estío, apoyándose en el fuerte impulso de la financiación hipotecaria. Como consecuencia, los precios residenciales ya muestran revalorizaciones positivas prácticamente en todas las CC.AA., tanto en vivienda nueva como en usada. Por su parte, la actividad constructora permaneció estancada en el inicio del verano.	PDF
La producción industrial (IPI) registró en agosto la primera caída en 2015	07.10.2015	Tras nueve meses de crecimiento ininterrumpido, la producción industrial (IPI) cayó en más de lo que se esperaba en agosto. Sin embargo, el retroceso en la actividad en ese mes no fue generalizado, y estuvo fuertemente influido por la energía.	PDF

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.