

ACTIVIDAD

España: la recuperación económica continuó en el 1T16, a pesar de la incertidumbre

Unidad de España

La actividad y el empleo mantuvieron el ritmo de avance al arranque de 2016

La tendencia de las variables observadas indica que **la recuperación de la economía española se prolongó durante el arranque de 2016**. Con cerca del 90% de la información disponible para el 1T16, el modelo MICA-BBVA¹ estima un **crecimiento trimestral del PIB (t/t) del 0,8%** que, de confirmarse, supondrá una estabilización del ritmo de expansión, en línea con el escenario de BBVA-Research².

El crecimiento de la demanda continuó apoyándose durante el primer trimestre en factores tanto externos como internos. Entre los primeros, sobresalieron **los bajos precios del petróleo y, sobre todo, la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE)**.³

Respecto a los elementos internos, los datos del cierre de 2015 indican que el **tono de la política fiscal podría estar siendo más expansivo** que lo esperado a comienzos del año. Además, los indicadores parciales de coyuntura sugieren que, si bien se observa una desaceleración en algunas partidas de la demanda doméstica, **el crecimiento agregado de la actividad y el empleo no fue afectado, al menos de momento, por el entorno de mayor incertidumbre**.

En resumen, **los datos de actividad confirman que la recuperación sigue en marcha y, por el momento, se mantiene invariable el escenario macroeconómico de BBVA-Research**. La economía española continuará creciendo durante los próximos trimestres, hasta alcanzar un ritmo medio anual del 2,7% tanto en 2016 como en 2017.

No obstante, los riesgos que penden sobre el escenario se mantienen e, incluso, algunos se han incrementado. Así, **la incertidumbre sobre la política económica en España se mantiene elevada y, por tanto, podría tener un impacto sobre la actividad en los próximos trimestres**⁴. Por otro lado, **la desviación del déficit público respecto a los compromisos pactados para 2015 ha excedido las expectativas** y, en ausencia de medidas, eleva nuevamente la probabilidad de incumplimiento para los dos próximos años.

La demanda privada continuó creciendo en el primer trimestre de 2016, pero sus componentes lo hacen a distintas velocidades

Para el primer trimestre de 2016, la información disponible sugiere **una composición del crecimiento similar a la observada en el último trimestre de 2015**, marcada por la contribución positiva tanto de la demanda doméstica como de la demanda externa neta⁵.

Por el lado de la demanda doméstica privada, los indicadores de gasto en consumo y expectativas de los hogares (matriculaciones de turismos, comercio al por menor y confianza de los consumidores), junto con la

1: 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/zeJm7g>

2: La descripción del escenario económico de BBVA Research para el bienio 2016-2017 se encuentra en la sección 3 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/h6bA7l>

3: Para más detalles véase el Observatorio BCE de BBVA Research publicado el 10 de marzo de 2016. Disponible <https://goo.gl/4fMqvj>

4: Véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2016

5: La evaluación detallada de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral del 4T15 se encuentra disponible en: <https://goo.gl/6Uq33Y>

evolución del mercado laboral, sugieren que **el consumo privado podría haber continuado liderando la recuperación**, con un crecimiento similar o, a lo sumo, marginalmente inferior que el observado al cierre de 2015. Por su parte, la moderación de la confianza industrial, junto con el menor crecimiento de la producción y los flujos comerciales de bienes de equipo adelantan **una nueva desaceleración de la inversión en maquinaria y equipo**, que podría ser incluso más pronunciada que la que cabía esperar a principios del trimestre. Por el contrario, los últimos datos publicados de ventas residenciales e iniciación de viviendas sugieren que **la recuperación del sector inmobiliario, aún modesta**, continuó en los primeros compases de 2016.

En lo que respecta a la demanda exterior, los indicadores de expectativas (cartera de exportaciones de la industria) y de gasto (balanza comercial y ventas exteriores de grandes empresas) apuntan a un **crecimiento moderado de las exportaciones de bienes**, tras el retroceso marginal observado en el 4T15 (-0,2% t/t). En cuanto a las **exportaciones de servicios**, las variables relacionadas con el turismo exterior (entradas y gasto de turistas extranjeros) sugieren tasas de crecimiento similares a las observadas durante el primer semestre de 2015, lo que implica **una desaceleración respecto al fuerte incremento observado en 4T15**.

La desviación del déficit público en 2015 fue superior a la esperada y confirma el tono expansivo de la política fiscal

El desequilibrio en las cuentas del conjunto de administraciones públicas al cierre de 2015 se redujo en 0,9pp hasta el 5,0% del PIB, dos décimas peor que lo previsto (BBVA Research: 4,8%) y un punto por encima del objetivo comprometido con la Unión Europea (4,2%). Según las estimaciones de BBVA Research, la recuperación del ciclo económico, la caída del gasto en intereses de la deuda y las menores prestaciones sociales por desempleo habrían contribuido en 1,9 pp del PIB a la reducción del déficit. En contrapartida, **el dato al cierre de 2015 supone un deterioro del déficit ajustado de ciclo de 0,9 pp del PIB**, que se debió, principalmente, a las políticas discrecionales acometidas a lo largo de 2015⁶. Por administraciones públicas, la desviación respecto al objetivo presupuestario se explica por el déficit observado tanto entre las comunidades autónomas, como en la Seguridad Social (1,0 pp y 0,3 pp por encima del objetivo respectivamente).

En lo que respecta al arranque de 2016, los datos de ejecución presupuestaria de enero señalan que el déficit público (excluidas las corporaciones locales) se habría situado en torno al 0,6% del PIB, en línea con el registrado el año anterior. Igualmente, el Estado registró hasta febrero de 2016 un déficit acumulado de -1,2% del PIB, similar al observado en el mismo mes del año anterior. Por la vertiente del gasto, las estimaciones de BBVA Research indican que el consumo público real continuó creciendo en 1T16 a un ritmo similar al observado durante el segundo semestre de 2015 (0,5% t/t en promedio).

La recuperación del mercado laboral ganó tracción durante el primer trimestre del 2016

Según las estimaciones de BBVA Research⁷ **el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó el 0,8% t/t CVEC**, lo que supone una aceleración de una décima respecto a lo observado en el 4T15. Así, el 1T16 supuso el décimo trimestre consecutivo de incremento no estacional de la afiliación. Por su parte, **la**

6: Entre las medidas discrecionales adoptadas en 2015 destacan la rebaja del IRPF y la devolución de la paga extraordinaria retirada a los funcionarios en 2012. Por otro lado, las operaciones no recurrentes ascendieron en 2015 a 0,3pp del PIB. y, según lo presentado por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, se corresponden con gastos de capital asociados a contratos de colaboración público-privada, ejecución de avales, etc. (2.337 millones de euros); y a gastos corrientes por la compra de las vacunas para la Hepatitis C (1.094 millones).

7: 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.

contratación creció el 2,0% t/t CVEC, lo que supone una ligera desaceleración, a pesar del repunte de la indefinida (4,3% t/t).

Por otro lado, las estimaciones de BBVA Research indican que **la disminución del desempleo registrado se acentuó** seis décimas en el conjunto del trimestre hasta el -2,4% t/t CVEC. Así, tras la desaceleración observada en el segundo semestre de 2015 (-1,8% t/t CVEC en promedio) el ritmo de mejora volvió a situarse en torno al registrado durante el primer semestre de ese año (-2,4% t/t CVEC en promedio).

Los precios generales de consumo se mantienen en terreno negativo, pero la inflación subyacente mantiene la tendencia positiva

El indicador adelantado señaló que la caída de los precios de consumo se estabilizó en marzo (-0,8% a/a). Según las estimaciones de BBVA Research, la presión a la baja en los precios sigue proviniendo del componente energético, **mientras que la inflación subyacente podría incluso haber aumentado hasta el entorno del 1,1% a/a durante el pasado mes.**

Con todo, la mejora de la inflación tendencial en la economía española sigue produciéndose en un contexto de recuperación de la competitividad-precio, en el que el diferencial en la variación de precios respecto a la zona euro se modera, pero sigue siendo favorable a España. Así, las medidas de inflación tendencial muestran repuntes en los precios que se sitúan en torno al 0,7% en Europa y al 0,4% en España⁸.

La economía española amplió su capacidad de financiación en 2015

Por cuarto ejercicio consecutivo, la economía española mostró registros positivos en las cuentas no financieras de los sectores institucionales. En particular, el mayor crecimiento de la tasa de ahorro de la economía (de 1,4 pp hasta el 22,1% del PIB) que de la de inversión (de 0,8 pp hasta el 20,6% del PIB) se tradujo en un **incremento la capacidad de financiación hasta el 2,1% del PIB** (0,6 pp más que en 2014). Dentro del sector privado, destaca el comportamiento de las sociedades no financieras que, al aumentar su ahorro como consecuencia de la mejora en el excedente bruto de explotación, lograron incrementar su capacidad de financiación en 2015. En cambio, los hogares y las instituciones financieras vieron ligeramente reducida su capacidad de financiación al cierre del último año, en el primer caso debido a un incremento mayor del consumo que de la renta bruta disponible y, en el segundo, explicada por la caída de la renta bruta disponible del sector. Por su parte, la necesidad de financiación de las AA. PP. se redujo hasta el 5,0% del PIB.

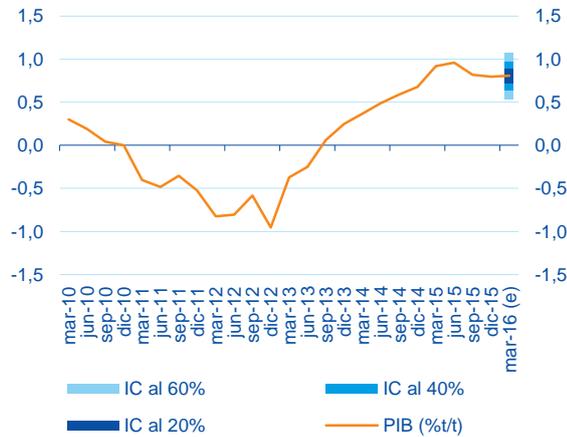
Para el primer mes de 2016 los datos de la balanza de pagos muestran un incremento de la financiación externa, registrando una entrada neta de capitales de 9.310 millones de euros (15.978 millones excluido el Banco de España). De esta forma, los flujos de inversión externa no parecen haberse deteriorado, al menos de momento, como consecuencia del contexto de mayor incertidumbre. Desde el punto de vista no financiero, la balanza por cuenta corriente registró en el acumulado a 12 meses un **superávit de 14,909 millones de euros, ligeramente por debajo que el observado al cierre de 2015.**

Hacia adelante, se espera que la economía española siga exhibiendo capacidad de financiación respecto al resto del mundo, dado su ajuste estructural⁹, el crecimiento de las exportaciones, las favorables condiciones de financiación y el abaratamiento acumulado del petróleo.

8: 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/j0rIT8>

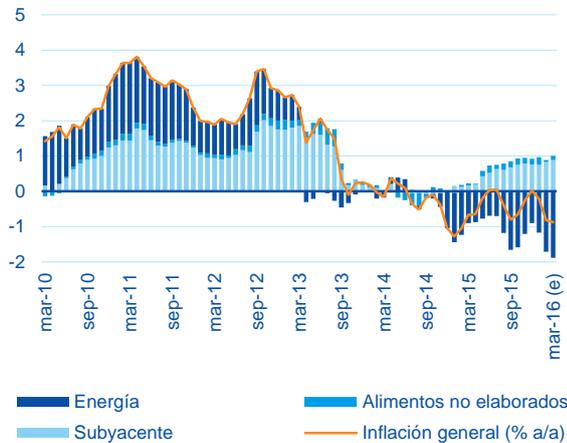
9: El proceso de corrección de las necesidades de financiación de la economía española se corresponde, principalmente, con la mejora del componente estructural. Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la balanza por cuenta corriente en España, véase el Observatorio Económico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

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



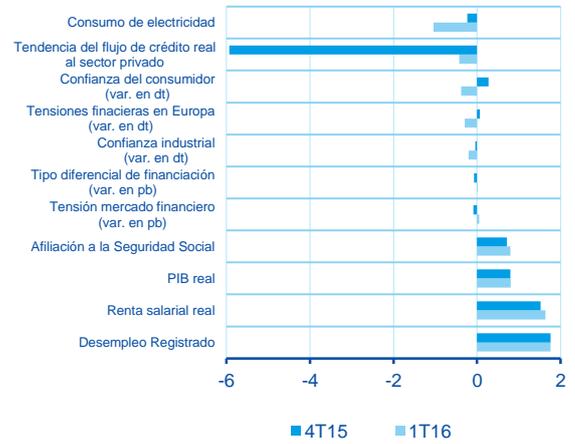
(e): estimación.
Fuente: BBVA Research

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



(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)



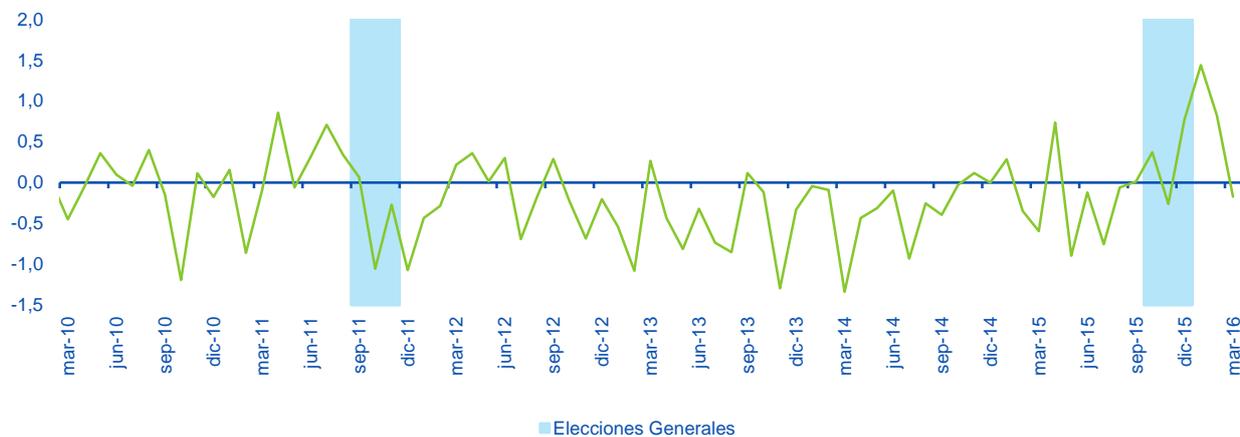
Datos publicados hasta marzo y previsiones del modelo MICA-BBVA.
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Gráfico 5
España: índice de incertidumbre sobre la política económica
(componente idiosincrático en desviaciones típicas)



Fuente: BBVA Research a partir de Baker et al (2015)

Cuadro 1

Resumen de publicaciones Flash España desde la publicación del observatorio económico de marzo de 2016

Nombre del Flash	Fecha	Resumen	Enlace
Tímido aumento de las ventas minoristas en el inicio de 2016	10.03.2016	Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio al por menor crecieron en enero por segundo mes consecutivo, aunque menos de lo esperado. Todos los productos, excepto el combustible, contribuyeron al incremento de la facturación.	PDF
La inflación general volvió caer en febrero, pero la subyacente aumentó	11.03.2016	En febrero la inflación aumentó, pero la general intensificó su caída como consecuencia de los menores precios de la energía de los alimentos. Hacía delante, prevemos que se mantenga la tendencia positiva en el componente subyacente, pero la presión a la baja en el precio de las materias primas augura nuevas caídas de los precios generales.	PDF
Compraventa de viviendas enero 2016: el año empieza con crecimiento	15.03.2016	En enero de 2016 se firmó la venta de 27.568 viviendas según el Consejo General del Notariado. Tras corregir la serie de las variaciones estacionales, las ventas crecieron el 20,4%, por encima de lo esperado, lo que se traduce en un crecimiento interanual del 26,6%	PDF
Deuda pública en el 99% del PIB a cierre de 2015	15.03.2016	Durante 2015 la deuda de las administraciones públicas españolas descendió tres décimas, y se situó en el 99% del PIB. Dicho descenso se debió fundamentalmente a que el PIB nominal creció más rápido que la deuda.	PDF
La balanza comercial comienza el año con señales ligeramente positivas	21.03.2016	Los flujos comerciales de bienes aumentaron en términos reales en enero, compensando la atonía observada al cierre de 2015. Con todo, el déficit acumulado en los últimos 12 meses en la balanza comercial se redujo marginalmente, a pesar de la fuerte mejora del saldo energético.	PDF
Marzo cierra un primer trimestre marcado por la moderación de la confianza	30.03.2016	A pesar de las señales mixtas en marzo, la confianza de los hogares y de la industria disminuyó ligeramente durante el primer trimestre (-2,1 y -4,1 puntos en promedio). Con todo, los niveles de confianza continúan superando los niveles pre crisis, lo que refuerza el diagnóstico de BBVA Research, que indica que el crecimiento económico prosiguió al arranque de 2016.	PDF
Contabilidad Regional de 2015 muestra un crecimiento más homogéneo de lo esperado	30.03.2016	El crecimiento regional del PIB de 2015 publicado por el INE está en línea con el escenario de BBVA Research. La actividad se aceleró en todas las comunidades, observándose un crecimiento superior a la media en la cuenca mediterránea y en Madrid e inferior en el noroeste	PDF
La estimación avance señala una estabilización de caída del IPC en marzo	31.03.2016	El indicador adelantado del IPC señala que, mejorando las expectativas, los precios generales al consumo cayeron en marzo el -0,8% a/a, igual en que febrero. Nuestras estimaciones sugieren que la que la inflación subyacente podría haber aumentado hasta el 1,1% a/a, mientras que la energía sigue presionando a la a la baja a los precios.	PDF
Las ventas minoristas crecieron en febrero por tercer mes consecutivo	31.03.2016	Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio al por menor aumentaron en febrero el 0,2% respecto enero, ligeramente más de lo previsto, impulsadas por el repunte de la facturación en las estaciones de servicio. Las ventas podrían incrementarse el 0,6% t/t en el 1T16, 3 décimas menos que en el trimestre precedente.	PDF
Visados vivienda enero 2016: buen comienzo de año	31.03.2016	En enero se firmaron 4.774 visados de vivienda de obra nueva, el 10,1% más que en el mes anterior, lo que supone un comienzo de año mejor al esperado. Por su parte, las obras de rehabilitación empezaron el año con una contracción del 3,4% respecto al último mes de 2015	PDF
La balanza de pagos muestra un aumento de la financiación externa en enero	31.03.2016	La balanza de pagos arroja un déficit mensual de 1,200 millones de euros al arranque de 2016, superior al observado hace un año (285 millones). Los flujos de inversión se saldaron con una entrada neta de capitales de 9.310 millones de euros (15.978 millones excluido el Banco de España). En el acumulado anual, la balanza por cuenta corriente sigue siendo superavitaria.	PDF
Mejora de la capacidad de financiación en 2015	31.03.2016	En 2015 mejoró la capacidad de la economía, hasta el 2,1% del PIB, gracias a una mayor recuperación del ahorro que de la inversión. Por agentes, destacó el incremento del ahorro de las empresas que mejoraron su capacidad de financiación y el aumento del consumo de los hogares que dio lugar a un deterioro de su saldo. Las AA. PP. redujeron su déficit 7 décimas hasta el 5,2%	PDF
El déficit público de 2015 se elevó hasta el 5,2% del PIB	01.04.2016	El déficit público de 2015 fue del 5,2% del PIB, mejorando en 7 décimas el de 2014, pero con una desviación de casi un punto porcentual respecto al objetivo de estabilidad (-4,2%). El mayor incumplimiento se observó en comunidades autónomas y Seguridad Social	PDF
La caída de las ventas de turismos en marzo deslució un trimestre positivo	01.04.2016	Cuando se corrigen los datos brutos de la estacionalidad propia del mes, las estimaciones de BBVA Research indican que las matriculaciones de turismos se redujeron el 9% mensual en marzo, más de lo previsto. Con todo, el primer trimestre de 2016 se cierra con un aumento de las ventas del 3,6% trimestral, 5 décimas más que en el 4T15.	PDF
El buen dato de marzo apuntala el balance positivo del mercado laboral en 1T16	04.04.2016	En línea con las expectativas, la afiliación creció en marzo en 53 mil personas descontada la estacionalidad y el calendario, mientras que el desempleo se redujo en 41 mil. En el conjunto del trimestre, el número de afiliados aumentó el 0,8% t/t y el paro disminuyó el 2,4%, lo que implica un mayor dinamismo del mercado de trabajo respecto al 4T15.	PDF
La producción industrial no cumplió las expectativas de mejora en febrero	07.04.2016	La producción industrial (IPI) registró en febrero la segunda caída marginal consecutiva (-0,2% m/m CVEC), lo que supone un comportamiento algo peor que el esperado. La mayor parte de componentes del IPI evolucionaron negativamente, destacando el energético (-1,1% m/m CVEC), que consolidó la tendencia negativa observada desde el segundo semestre de 2015.	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.