

## ACTIVIDAD

## España: crecimiento elevado en 2T16, pero con señales de desaceleración

Unidad de España

### Actividad en aumento y en línea con las expectativas

La tendencia de las variables observadas indica que **la recuperación de la economía española continúa al cierre del primer semestre**. Con cerca del 50% de la información disponible para el 2T16, el modelo MICA-BBVA<sup>1</sup> estima un **crecimiento trimestral del PIB (t/t) del 0,7%**, marginalmente inferior al observado en 1T16 (0,8% t/t en 1T16).

**Los datos conocidos hasta el momento son consistentes con la valoración de BBVA Research sobre el escenario macroeconómico<sup>2</sup>**. La economía española continuará creciendo, hasta alcanzar un ritmo medio anual cercano al 2,7% tanto en 2016 como en 2017. No obstante, estas estimaciones pueden variar marginalmente por la mayor fortaleza que muestran algunos indicadores de demanda, particularmente el consumo privado (sesgos al alza), o por la persistencia de algunos de los riesgos, domésticos y externos (sesgos a la baja).

En el ámbito interno, las estimaciones de BBVA Research sugieren **que la incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada. La incertidumbre observada entre enero y mayo podría restar 0,3pp en 2016 y 0,6pp en 2017 al crecimiento del PIB<sup>3</sup>**. Por otro lado, los datos de ejecución presupuestaria conocidos hasta la fecha indican que, a espera del impacto que puedan tener las medidas anunciadas, **la probabilidad de que el conjunto de las AA.PP. no cumpla con los nuevos objetivos presupuestarios propuestos es significativa, salvo que se produzca un importante ajuste en lo que resta de año**.

A nivel externo, **los riesgos asociados a la fragilidad de la recuperación global y, en particular, a la desaceleración de las economías emergentes se mantienen**, lo que no permite descartar que la atonía que mostraron las exportaciones al cierre de 2015 y al arranque de 2016 se prolongue.

### La demanda privada continúa liderando la recuperación mientras que las exportaciones muestran signos de debilidad

**En el primer trimestre de 2016, el soporte de la actividad continuó situándose en la demanda interna**, con una contribución al crecimiento ligeramente superior a la esperada (1,0 pp t/t) y a la registrada al cierre de 2015 (0,6 pp t/t)<sup>4</sup>. En particular, destacó el avance del consumo de los hogares (0,9% t/t; BBVA Research: 0,7% t/t), de la inversión en maquinaria y equipo (1,3% t/t; BBVA Research: 1,2% t/t) y de la construcción residencial, que creció a un ritmo superior al previsto (1,2% t/t; BBVA Research: 0,8% t/t).

**En lo que atañe a las ventas al exterior, la sorpresa a la baja fue generalizada**. Se registraron valores negativos en el caso de las exportaciones de servicios (-1,7% t/t) y se prolongó la atonía en el de las de bienes (0,0% t/t). La caída inesperada de las exportaciones totales (-0,5% t/t) junto al avance modesto de

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 segundo trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/h6bA7l>

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

4: La evaluación detallada de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral del 1T16 se encuentra disponible en: <https://goo.gl/5Z6Tu2>

las importaciones (0,3% t/t), se tradujo en un **aporte negativo de la demanda externa neta al crecimiento del PIB en 1T16** (-0,3 pp t/t; BBVA Research: 0,1% t/t).

**Para el segundo trimestre de 2016, la información disponible sugiere que la composición del crecimiento no variará significativamente** respecto a lo observado en los primeros meses de 2016. En lo que respecta a la demanda doméstica privada, los indicadores parciales de coyuntura (matriculaciones de turismo, confianza y registros del mercado laboral) confirman que **el consumo continuará liderando la recuperación, creciendo a tasas similares a las observadas a comienzos de año** y, por tanto, por encima de lo esperado al arranque del trimestre. Por su parte, la confianza industrial, los PMI de manufacturas y la producción industrial sugieren que la **desaceleración de la inversión en maquinaria y equipo se prolongará en el 2T16, aunque continuará en valores positivos**. Por último, los indicadores de inversión residencial continúan dando señales de recuperación del sector, que volvería a registrar tasas de crecimiento similares a las de la segunda mitad de 2015, luego del buen dato del primer trimestre.

**En cuanto a la demanda exterior, los datos de expectativas (cartera de exportaciones de la industria) y gasto (ventas exteriores de bienes y servicios de grandes empresas) arrojan señales mixtas.** Aunque el escenario más probable apunta a una recuperación exportadora tras la caída en 1T16, no se puede descartar una prolongación de la atonía en las ventas al exterior, en particular de las de bienes. En contrapartida, los registros de entrada en frontera y gasto de turistas extranjeros permiten anticipar una aceleración de las exportaciones de servicios turísticos en 2T16 que, de confirmarse, podrían alcanzar nuevos records a lo largo de 2016.

## Las principales partidas de la demanda pública crecen, en línea con un tono ligeramente expansivo de la política fiscal

El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del **1T16 reveló un ritmo de crecimiento de la demanda pública por encima del esperado**. Así, tras haber crecido en torno al 0,5% t/t durante el 2S15, **el consumo real de las administraciones públicas (AA. PP.) se aceleró** hasta el 0,8% t/t en el primer trimestre del año. En contrapartida, **la inversión en construcción no residencial, que incluye a la obra pública, prolongó la tendencia de desaceleración verificada desde el 2T15**. De hecho, en el 1T16 se registró la primera tasa de crecimiento negativa en 9 trimestres (-1,2% t/t).

**Esta evolución de la demanda pública se enmarca en un contexto ligeramente expansivo de la política fiscal**, en el que el ajuste del déficit público continúa recayendo en la recuperación cíclica y los bajos tipos de interés. Al respecto, los datos de ejecución presupuestaria hasta marzo señalan que el déficit de las AA. PP. (excluidas las corporaciones locales) se situó en torno al 0,8% del PIB, igualando el nivel alcanzado un año atrás. Asimismo, los datos de abril señalan que el Estado registró un déficit del 1,2% del PIB, sin mostrar variación respecto al déficit observado hasta el mismo mes de 2016. De esta forma, **se mantiene elevada la probabilidad de un nuevo incumplimiento de los objetivos presupuestarios en el presente año**.

## La recuperación del mercado de trabajo se ralentiza marginalmente

**La afiliación a la Seguridad Social cumplió las expectativas de crecimiento en mayo** (40 mil m/m CVEC<sup>5</sup> según las estimaciones de BBVA Research). Si esta tendencia se prolonga durante el mes en curso, el número de afiliaciones podría aumentar el 0,7% t/t CVEC en el 2T16 lo que, en todo caso, implicaría una **desaceleración marginal del ritmo de creación de empleo** (0,8% en 1T16). En sintonía con lo anterior, **el paro mantuvo su trayectoria descendente el mes pasado** (-40 mil personas CVEC según las estimaciones

5: 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.

de BBVA Research) y, de continuar en junio, dará lugar a una **caída del desempleo registrado ligeramente menor** que la observada al arranque del año (-2,2% t/t CVEC frente al -2,3% en 1T16).

## La inflación subyacente se mantiene positiva

**El indicador adelantado señaló que los precios de consumo continuaron cayendo en mayo** (-1,0% a/a), aunque a un ritmo ligeramente menor que en el mes anterior (-1,1% a/a). Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren que la energía es el único componente que contribuye negativamente a la inflación, mientras que **la inflación subyacente se mantiene positiva (en torno al 0,7%)**.

**Con todo, esta evolución de los precios al consumo sigue teniendo lugar en un entorno de inflación baja y estable en Europa y, en consecuencia, limita las ganancias de competitividad-precio de la economía española.** Así, aunque se mantiene favorable, el diferencial de inflación tendencial respecto a la zona del euro se ha reducido 0,4pp durante el último año hasta los -0,2pp en abril<sup>6</sup>.

## La economía española redujo su capacidad de financiación en 1T16

**Al cierre del primer trimestre de 2016 la balanza de pagos alcanzó un superávit anual acumulado de 21.118 millones de euros.** Como porcentaje del PIB, esto implica un aumento significativo respecto al registrado hace un año (de 0,5pp hasta el 1,9% del PIB) que se sustenta, principalmente, en el buen desempeño de la balanza por cuenta corriente. En dicho caso, el superávit acumulado a 12 meses alcanzó los 15.452 millones de euros en marzo (1,4% del PIB, 0,3pp más que el acumulado en 1T15).

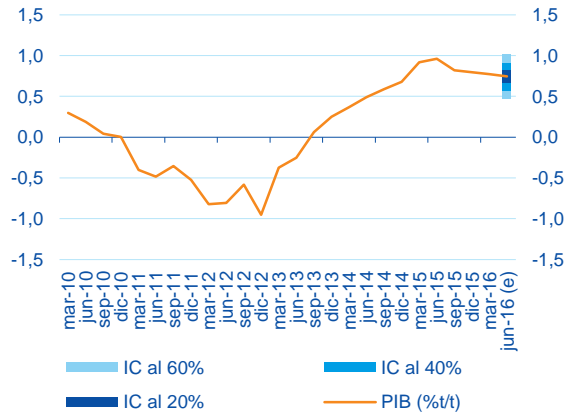
Desde el punto de vista de la cuenta financiera, en el acumulado a 12 meses, la economía española moderó su capacidad de financiación respecto al observado al cierre de 2015, alcanzando los 18,7 miles de millones de euros (51,4 miles de millones cuando se excluye al Banco de España). En concreto, la entrada de capital no residente fue de 24,6 miles de millones de euros en 1T16, muy por debajo de la inversión de los residentes fuera del territorio nacional, que acumuló los 77,8 miles de millones de euros en el mismo período de tiempo.

Hacia adelante, se espera que la economía española siga exhibiendo capacidad de financiación respecto al resto del mundo, dado su ajuste estructural<sup>7</sup>, la recuperación prevista de las exportaciones, las favorables condiciones de financiación y el abaratamiento acumulado del petróleo.

6: 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>

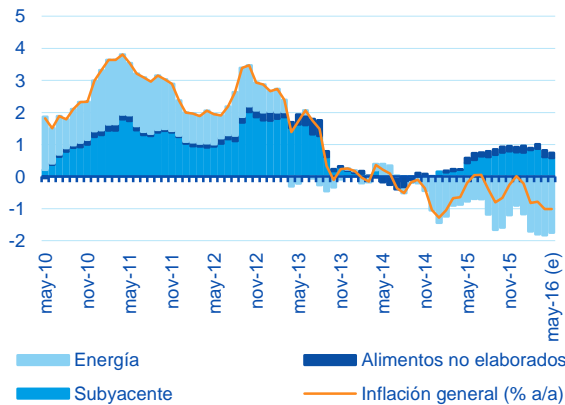
7: El proceso de corrección de las necesidades de financiación de la economía española se corresponde, principalmente, con la mejora del componente estructural. Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la balanza por cuenta corriente en España, véase el Observatorio Económico 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)



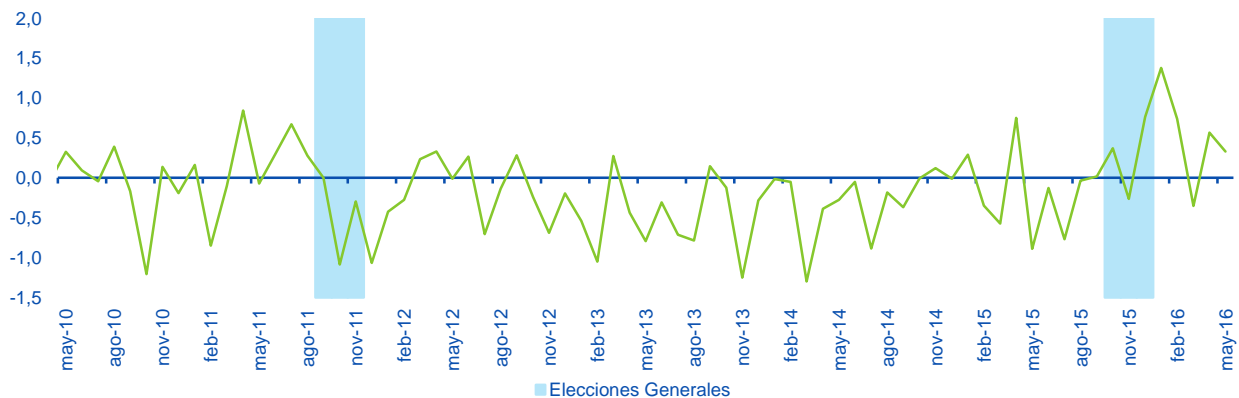
(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research

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



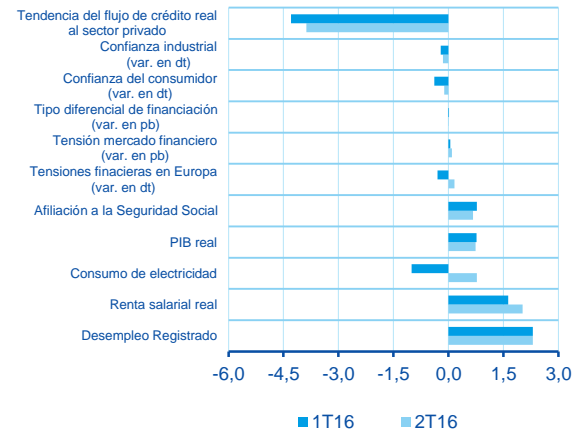
(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research

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



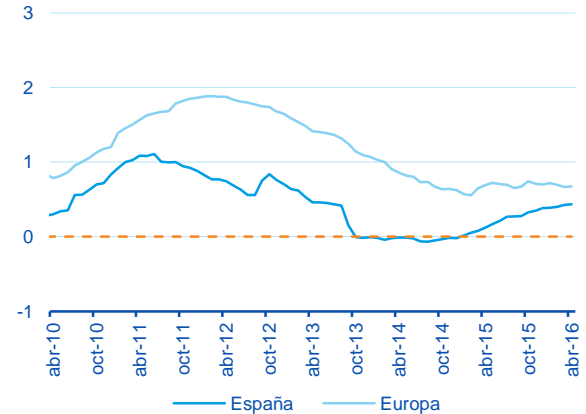
Fuente: BBVA Research a partir de Baker et al (2015)

**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 junio 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

Cuadro 1

## Resumen de publicaciones Flash España desde la publicación de Situación España del segundo trimestre de 2016

Nombre del Flash	Fecha	Resumen	Enlace
<b>La menor inflación subyacente agudiza la caída de la general en abril</b>	13.05.2016	En abril la inflación acentuó su ritmo de caída hasta el -1,1% a/a, ya que el aumento de la subyacente se moderó hasta el 0,7% a/a y la energía continuó presionando a la baja con fuerza (-15,1% a/a). Hacia delante, prevemos que se mantenga la tendencia positiva en el componente subyacente, y que la presión en el precio de las materias primas remita progresivamente	<a href="#">PDF</a>
<b>Compraventa de viviendas marzo 2016: concluye un trimestre que fue de más a menos</b>	17.05.2016	En marzo de 2016 se vendieron 38.352 viviendas según el Consejo General del Notariado, el 11,2% menos que en febrero, tras corregir las variaciones estacionales. Con ello concluye un trimestre en el que el comportamiento de las ventas fue de más a menos. Pese a todo, en el primer trimestre las ventas crecieron a una tasa trimestral del 8,5%.	<a href="#">PDF</a>
<b>Los flujos comerciales aumentaron en 1T16, a pesar de la volatilidad mensual</b>	20.05.2016	BBVA Research estima que, en términos desestacionalizados, tanto las exportaciones como las importaciones reales de bienes aumentaron en 1T16 (0,6% y 1,4% t/t, respectivamente). La mejora en el saldo de la factura energética en marzo se tradujo en un menor déficit de la balanza comercial (23.514 millones de euros en el acumulado a 12 meses).	<a href="#">PDF</a>
<b>La Contabilidad Nacional corrobora la estabilización del crecimiento en 1T16</b>	26.05.2016	Tal y como se adelantó en el último número de la revista Situación España, el avance de la economía española se mantuvo en el 0,8% t/t durante el 1T16, a pesar de la incertidumbre. Mientras que la demanda interna continuó siendo el motor del crecimiento del PIB (1,05pp t/t), la demanda externa neta restó dinamismo a la actividad (-0,28 pp t/t).	<a href="#">PDF</a>
<b>Las ventas al por menor siguieron aumentando en abril, pero menos de lo previsto</b>	27.05.2016	Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, la facturación del comercio al por menor creció en abril el 0,6% respecto a marzo, menos de lo esperado. La caída de las ventas de carburante y de equipamiento del hogar limitó el incremento del gasto en alimentos y en bienes de equipo personal.	<a href="#">PDF</a>
<b>La estimación avance señala una moderación en la caída del IPC en mayo</b>	30.05.2016	El indicador adelantado del IPC señala que los precios generales al consumo cayeron en mayo el -1,0% a/a, una décima menos que lo esperado y que la caída en abril. Nuestras previsiones sugieren que la inflación subyacente se habría mantenido estable en el 0,7% a/a, mientras que la energía es el único componente que contribuye negativamente	<a href="#">PDF</a>
<b>Visados vivienda marzo 2016: crecimiento que pone fin a un trimestre positivo</b>	30.05.2016	En marzo se firman 6.176 visados de vivienda de obra nueva, el 9,4% más que en el mes anterior. Se trata de un dato mejor al esperado que pone fin a un trimestre positivo para la iniciación de viviendas. Por su parte, las obras de rehabilitación retroceden en marzo y arrastran al trimestre a un descenso del 1,5% trimestral.	<a href="#">PDF</a>
<b>La confianza de los agentes vuelve a mostrar señales mixtas en mayo</b>	30.05.2016	En mayo se observaron movimientos opuestos en los indicadores de confianza. La de los consumidores aumentó (1,3 puntos) por las mejores expectativas sobre la situación económica y el desempleo. La industrial disminuyó (2,0 puntos) debido, principalmente, a las perspectivas menos positivas sobre la producción. Con todo, la confianza sigue por encima de los niveles precrisis	<a href="#">PDF</a>
<b>El superávit de marzo consolida la tendencia favorable de la balanza de pagos</b>	31.05.2016	La balanza de pagos registró en marzo un superávit de 1.144 millones de euros (369 millones menos que en el mismo mes de 2015) que se explica fundamentalmente por el saldo positivo de la balanza de cuenta corriente (836 millones de euros). Los flujos de inversión se saldaron con una entrada neta de capitales de 601 millones de euros.	<a href="#">PDF</a>
<b>Déficit público del 0,8% de PIB en marzo</b>	01.06.2016	El déficit público (excluidas las corporaciones locales) se sitúa en el 0,8% del PIB en marzo, igualando el nivel alcanzado un año atrás. La administración central mejora su registro de 2015, mientras que la Seguridad Social minoró su superávit. Las comunidades autónomas mantienen el déficit en torno al 0,1% del PIB.	<a href="#">PDF</a>
<b>El canal profesional sostuvo las matriculaciones de turismos en mayo</b>	01.06.2016	Cuando se corrigen los datos brutos de la estacionalidad propia del mes, las estimaciones de BBVA Research indican que las matriculaciones de turismos se estabilizaron en mayo, en línea con lo esperado. Las ventas a empresas y alquiladoras, que aumentaron el 7% respecto a abril, compensaron el retroceso de la demanda de particulares.	<a href="#">PDF</a>
<b>La afiliación vuelve a crecer y el desempleo se sitúa por debajo de los 4 millones</b>	02.06.2016	Los registros del mercado laboral mantuvieron la tendencia de mejora en mayo, en línea con lo esperado. Descontada la estacionalidad, la afiliación creció en torno a 40 mil personas, el mismo número en el que se redujo el desempleo registrado. El aumento de la ocupación sigue apoyándose en el sector servicios.	<a href="#">PDF</a>
<b>La producción industrial se estancó en abril, pero no en todos sus componentes</b>	07.06.2016	En línea con lo esperado, la producción industrial registró un crecimiento nulo en abril tras la corrección positiva de marzo (1,3% m/m CVEC). Sin embargo, los componentes de la producción continúan arrojando señales mixtas, destacando positivamente la de bienes de equipo (1,7% m/m CVEC) y, en sentido contrario, la de bienes de consumo duradero (-1,7% m/m CVEC).	<a href="#">PDF</a>

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.