

## ACTIVIDAD

# España: el crecimiento se mantiene elevado en 4T16, pero se desacelerará en 2017

Unidad de España

La tendencia de las variables observadas indica que **la recuperación de la economía española continúa al cierre del año**. Con cerca del 50% de la información disponible para el 4T16, el modelo MICA-BBVA<sup>1</sup> estima que el **avance trimestral del PIB (t/t) podría situarse en el 0,8%**, cifra similar a las registradas durante el último año y medio (véase el Gráfico 1). De cumplirse esta previsión, **2016 se cerraría con un crecimiento medio anual en torno al 3,3%** que, en línea con el escenario de BBVA Research, daría paso a una desaceleración de la actividad en 2017 (hasta el entorno del 2,5%)<sup>2</sup>.

## El gasto interno continúa sosteniendo el ritmo de crecimiento

**El tercer trimestre se caracterizó por una contribución positiva de la demanda doméstica al crecimiento de la economía española (0,6pp t/t)**. En particular destacó el avance del consumo de los hogares (0,6% t/t) y, sobre todo, del gasto público (1,0%). Por el contrario, las principales partidas de la inversión sorprendieron negativamente, destacando la desaceleración tanto del gasto en maquinaria y equipo (de 0,8pp hasta el 0,3% t/t) como la de la inversión en construcción no residencial (de 0,7pp hasta el 0,2pp).

**De cara al cuarto trimestre del año, la información disponible sugiere una composición algo más balanceada de la demanda doméstica**. Las señales que se extraen de los indicadores de gasto, expectativas, y mercado laboral apuntan a que el consumo privado crecerá entre el 0,5% t/t y el 0,8% t/t (véase el Gráfico 2). Asimismo, los datos de ejecución presupuestaria indican que el gasto en consumo final real de las administraciones públicas podría seguir incrementándose durante el 4T16 (en torno al 0,6% t/t). Por su parte, **se estima que el crecimiento de la inversión se mantendrá en tasas más moderadas que las registradas desde comienzos de 2014, aunque ligeramente superiores a las del trimestre precedente**. Los indicadores parciales de inversión en maquinaria y equipo señalan un avance cercano al 0,6% t/t (véase el Gráfico 3), mientras que los de inversión residencial anticipan un avance en torno al 0,7% t/t (véase el Gráfico 4).

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 revista Situación España del cuarto trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/imQcbo>

## Las exportaciones decepcionan en 3T16, pero repuntarían al cierre del año

En cuanto a la demanda exterior, **el tercer trimestre se vio marcado por un descenso generalizado de los flujos hacia y desde el exterior**. Por el lado de las exportaciones, destacó la sorpresa negativa de las de servicios turísticos (-0,5% t/t) y, sobretodo, de los no turísticos que registraron su primera caída intertrimestral desde 2T12 (-4,3% t/t). Igualmente, las ventas de bienes al exterior cayeron el 0,6% t/t, aunque se esperaba un estancamiento. A pesar de lo anterior, **la demanda externa neta contribuyó con 0,1pp al crecimiento trimestral del PIB, ya que el descenso de las importaciones (-1,8% t/t) superó con creces al de las exportaciones totales (-1,3% t/t)**.

No obstante, los indicadores disponibles señalan que **la caída de las exportaciones totales de 3T16 habría sido de carácter temporal y que las ventas de bienes al exterior crecerán en torno al 0,4% t/t en 4T16** (véase el Gráfico 6). Respecto a los servicios, la buena marcha del turismo exterior permite anticipar que el consumo de no residentes volverá a crecer en el último trimestre de 2016, aunque en forma más moderada que la registrada durante el último año y medio (0,5% t/t).

## El mercado laboral decepcionó en noviembre, pero no comprometerá la mejora de 4T16

**Tras el fuerte crecimiento registrado en octubre, la afiliación a la Seguridad Social sorprendió negativamente en noviembre**. Sin embargo, la volatilidad observada probablemente no empañe las cifras de 4T16 ya que, según las estimaciones de BBVA Research, en los dos primeros meses del trimestre ya se crearon más puestos de trabajo (130 mil CVEC) que los acumulados en todo el 3T16 (en torno a 105 miles)<sup>3</sup>. Así, se estima que el número de afiliaciones aumentará el 0,9% t/t CVEC en el último trimestre del año lo que, en todo caso, implicaría una **aceleración del empleo** (0,7% t/t CVEC en 3T16) (véase el Gráfico 6).

**Las cifras de desempleo también decepcionaron el mes pasado** (-7 mil personas CVEC según las estimaciones de BBVA Research), y revirtieron parcialmente los datos positivos de octubre. No obstante, si en diciembre se retoma el ritmo de mejora observado hasta el tercer trimestre, la **caída del desempleo registrado podría alcanzar el -1,9% t/t CVEC, cifra inferior** a la observada en 3T16 (-2,7% CVEC).

## Tanto la inflación general como la subyacente se mantienen estables

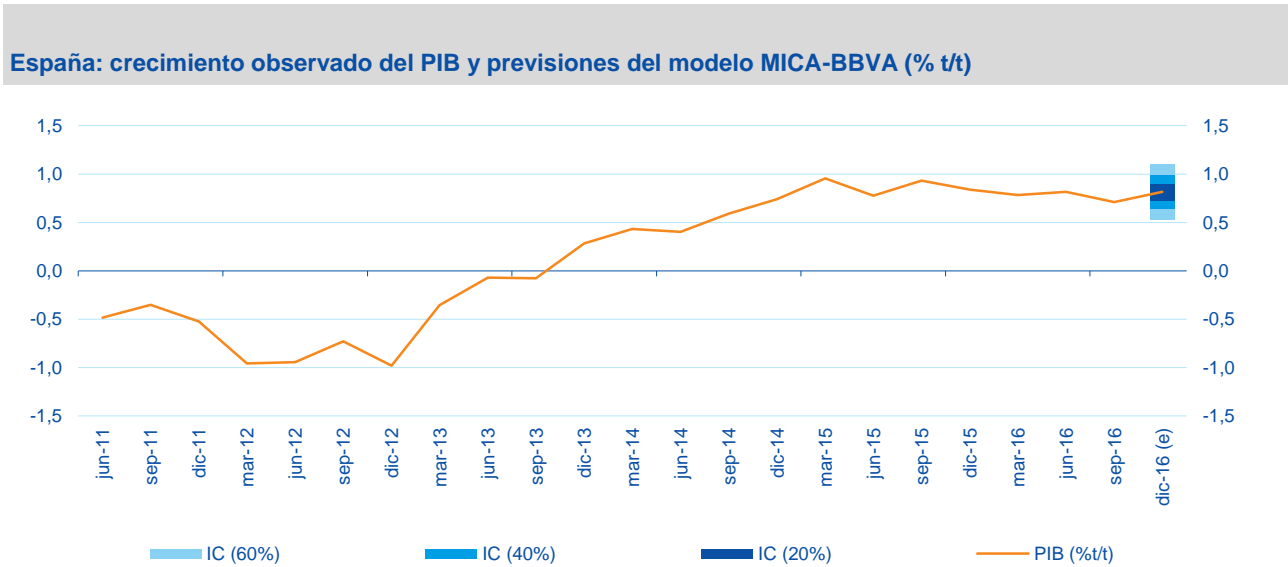
**El indicador adelantado señaló que la inflación general se mantuvo en el 0,7% a/a en noviembre**. Las estimaciones de BBVA Research sugieren que detrás de este resultado se encuentra la estabilidad de la inflación general (en torno al 0,8% a/a) y el cese de la presión a la baja en los precios de la energía (véase el Gráfico 7). **Con todo, el contexto de inflación baja y estable en el resto Europa persiste y, en consecuencia, acota las ganancias de competitividad-precio de la economía**. Así, mientras que la inflación tendencial se mantuvo en España en el 0,6% en octubre, el diferencial de inflación favorable respecto a la zona del euro se situó en los -0,2pp (0,5pp menos que hace dos años)<sup>4</sup>.

3: Las estimaciones de los datos corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario (CVEC) se obtienen a partir del programa TSW desarrollado por el Banco de España, disponible en: <https://goo.gl/cX7M6d>

4: 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/j0rT8>

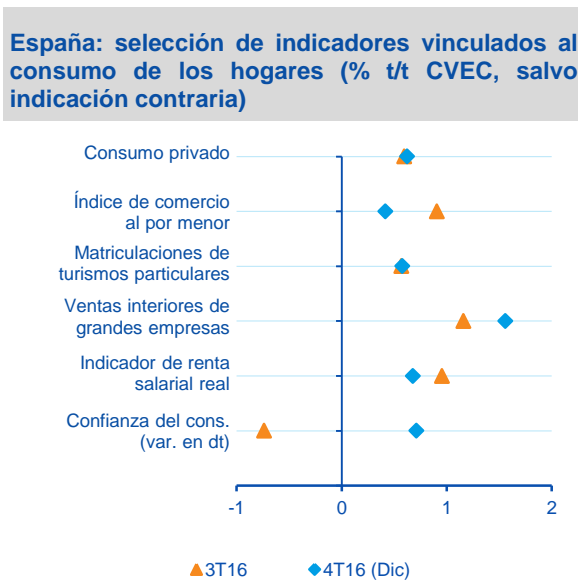
Hacia delante, se espera que el efecto base positivo en los precios de la energía marque el cierre de 2016 y el arranque del 2017. Así, **aunque la inflación general se mantendrá la mayor parte del próximo año en tasas superiores al 1,5%** (1,7% en promedio anual), seguirá estando **por debajo del objetivo fijado por el BCE** para el conjunto de la zona del euro. Si bien los determinantes domésticos sustentan una trayectoria ascendente de los precios, la inflación subyacente seguirá siendo moderada (promedio anual en torno al 1,1%).

Gráfico 1



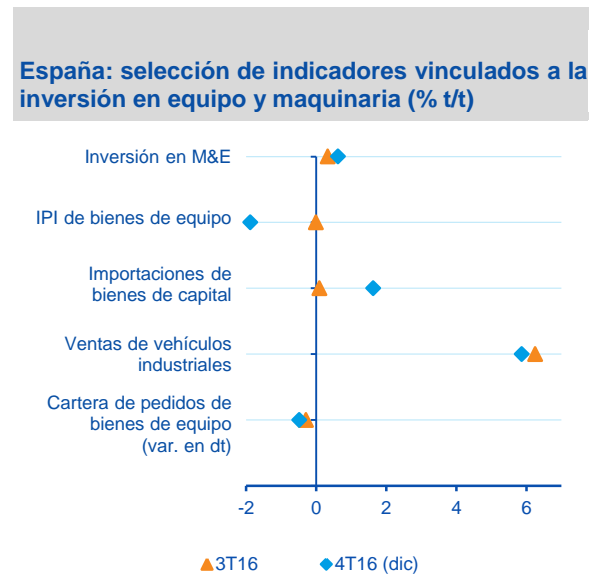
(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2



(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

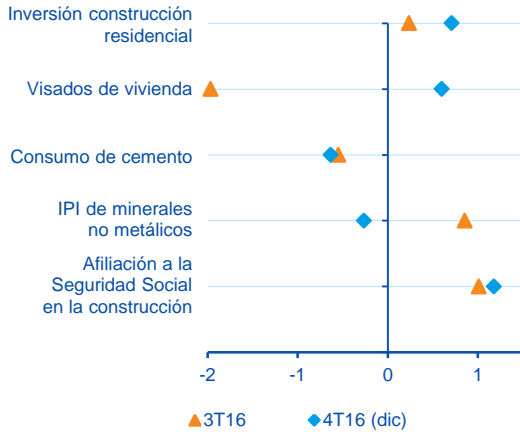
Gráfico 3



(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Gráfico 4

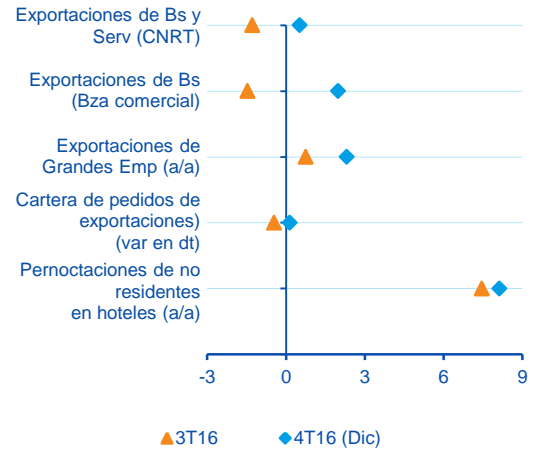
**España: selección de indicadores vinculados a la inversión en construcción residencial (% t/t)**



(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Gráfico 5

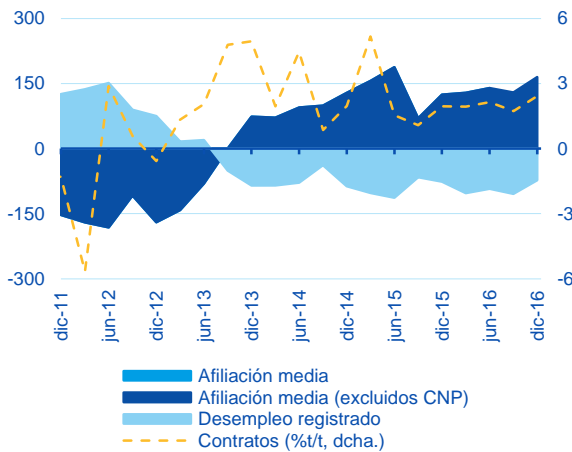
**España: selección de indicadores vinculados a las exportaciones (% t/t, salvo indicación contraria)**



(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Gráfico 6

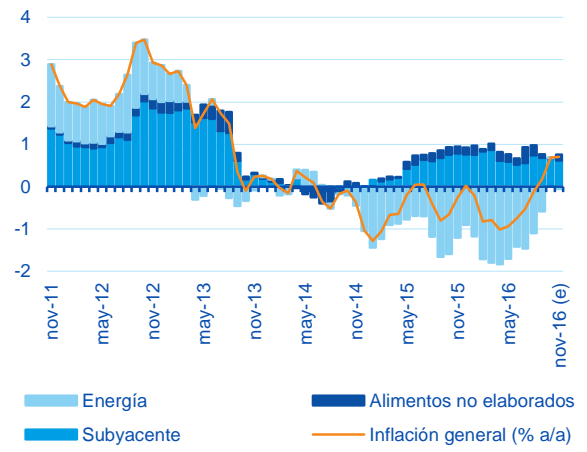
**España: registros del mercado laboral (variación trimestral en miles de personas salvo indicación contraria, datos CVEC)**



(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Gráfico 8

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



(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 1

## España: previsiones macroeconómicas (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

Actividad	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
<b>Actividad</b>					
PIB real	-1,7	1,4	3,2	3,3	2,5
Consumo privado	-3,2	1,6	2,8	3,3	2,3
Consumo público	-2,1	-0,3	2,0	1,2	1,8
Formación Bruta de Capital	-3,4	3,8	6,0	4,1	3,4
Equipo y Maquinaria	5,0	8,3	8,9	6,3	3,8
Construcción	-8,6	1,2	4,9	2,6	2,7
Vivienda	-10,2	6,2	3,1	3,1	3,5
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-3,1	1,9	3,3	3,0	2,3
Exportaciones	4,3	4,2	4,9	5,5	3,5
Importaciones	-0,5	6,5	5,6	5,1	3,1
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,4	-0,5	-0,1	0,2	0,2
PIB nominal	-1,4	1,1	3,7	4,1	4,7
(Miles de millones de euros)	1025,6	1037,0	1075,6	1119,8	1172,8
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	-2,8	1,2	3,0	2,8	2,5
Tasa de paro (% población activa)	26,1	24,4	22,1	19,7	18,1
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-3,4	1,1	3,0	2,8	2,2
Productividad apartente del factor trabajo	1,7	0,3	0,3	0,5	0,3
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	1,7
IPC (fin de periodo)	0,3	-1,0	0,0	0,7	1,3
Deflactor del PIB	0,4	-0,3	0,5	0,8	2,1
Remuneración por asalariado	1,4	0,0	0,4	0,8	1,2
Coste laboral unitario	-0,3	-0,3	0,2	0,4	0,8
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,5	1,0	1,4	1,3	1,7
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	93,7	99,3	99,2	100,2	99,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,6	-5,7	-5,0	-4,6	-3,6
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	-0,9	0,9	1,9	3,4	3,9
Tasa de ahorro (% renta nominal)	9,9	9,1	8,4	8,9	8,8

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2016.

(\*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

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.