

## ACTIVIDAD

# España: el ritmo de crecimiento se modera en 3T17

Unidad de España

8 de agosto de 2017

La tendencia de las variables observadas indica que **la economía española continúa creciendo a lo largo del tercer trimestre del año**. Sin embargo, con cerca del 20% de la información disponible para 3T17, el modelo MICA-BBVA<sup>1</sup> estima que el **avance trimestral del PIB (t/t) podría moderarse una o dos décimas hasta el 0,7 o el 0,8%** (véase el Gráfico 1). De confirmarse esta previsión, supondría un ligero sesgo a la baja sobre el crecimiento contemplado en el escenario de BBVA Research para 2017 (3,3%)<sup>2</sup>.

## La demanda doméstica privada se mantiene en terreno positivo

**Durante los últimos meses la demanda interna ha continuado siendo el principal motor del crecimiento**, con una contribución al PIB durante el primer semestre (0,7pp t/t en promedio) similar a la observada a largo del año pasado (0,6pp t/t en promedio). De hecho, la información disponible sugiere que todos los componentes de la demanda privada habrían registrado tasas crecimiento positivas durante el segundo trimestre.

Por un lado, las señales que se extraen de los indicadores de gasto, expectativas y mercado laboral respaldan una **recuperación del ritmo de crecimiento del consumo privado**, tras la desaceleración observada al arranque del año (0,8 t/t frente a 0,4% t/t en 1T) (véase el Gráfico 2). En cuanto al gasto en consumo público, los datos de ejecución presupuestaria apuntan a un estancamiento en 2T17 que, en todo caso, daría continuidad a la atonía observada desde inicios del pasado año (0,1% t/t en promedio desde 1T16).

Por otro lado, **se estima que el crecimiento de la inversión se habría moderado tras el intenso repunte del primer trimestre**. En particular, los indicadores parciales señalan que la inversión en maquinaria y equipo se habría desacelerado, si bien habría mantenido un crecimiento todavía saludable y cercano al 0,9% t/t (véase el Gráfico 3). Igualmente, se estima que la inversión residencial habría moderado su avance hasta el entorno del 1,6% t/t lo que, en todo caso, supone un ritmo de crecimiento superior al observado en 2016 (0,9% t/t en promedio) (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 2017-2018 se encuentra en la revista Situación España del tercer trimestre de 2017, disponible en <https://goo.gl/eHf9eZ>

## La contribución de la demanda externa al crecimiento se habría consolidado en cotas positivas aunque moderadas

Los indicadores disponibles sugieren que **las exportaciones de bienes y servicios moderaron su crecimiento en 2T17** debido, en gran parte, al efecto base generado por el fuerte repunte a comienzos de año (4,0% t/t) (véase el Grafico 5). En particular, se estima que el avance de las exportaciones de bienes podría situarse alrededor del 0,9%t/t, mientras que el de las de servicios se habría desacelerado hasta el entorno del 1,1% t/t.

En línea con la ralentización de las exportaciones, la información disponible sugiere que el avance de **las importaciones se habría corregido a la baja durante 2T17**. Así, se estima **una aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento** similar a la que se registra desde comienzos de 2016 (0,2pp en promedio trimestral desde 1T16).

## La recuperación del mercado laboral se ralentiza al arranque del segundo semestre

**Tras el cierre positivo del primer semestre, la afiliación a la Seguridad Social perdió tracción en julio** (56 mil personas CVEC<sup>3</sup> según las estimaciones de BBVA Research). Si durante lo que resta del trimestre se prolonga esta tendencia, el crecimiento de las afiliaciones podría desacelerarse tres décimas en 3T17 (hasta el 0,7% t/t CVEC). Por otro lado, la trayectoria descendente del paro registrado prácticamente se interrumpió el pasado mes (-2 mil personas CVEC según las estimaciones de BBVA Research), lo que de no corregirse en agosto y septiembre podría dar lugar a un descenso trimestral inferior al observado durante el trimestre precedente (-1,5% t/t CVEC frente al -3,1% en 2T17) (véase el Grafico 6).

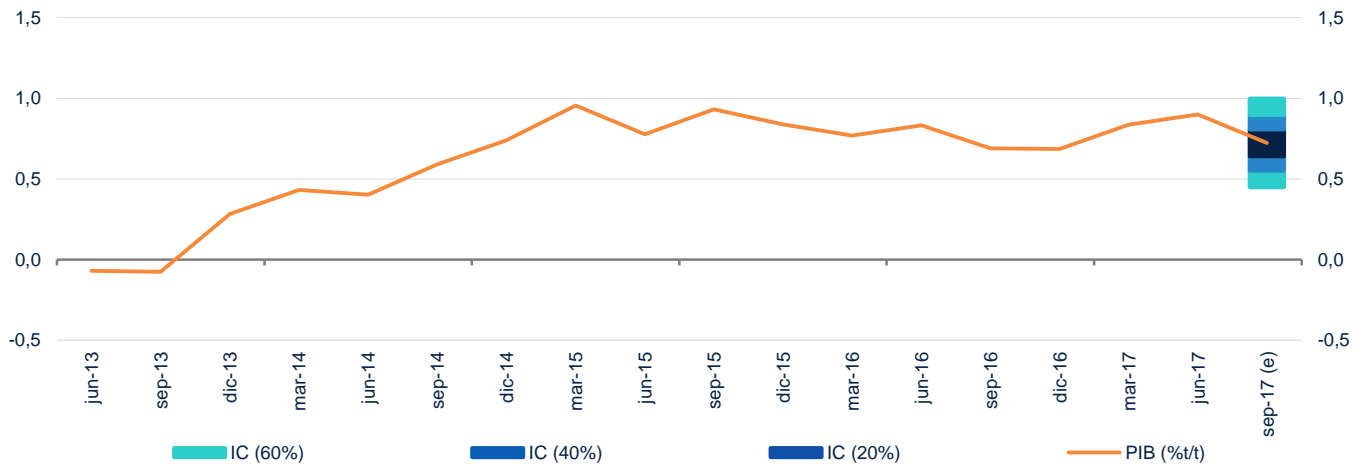
## La inflación se estabiliza por debajo del objetivo del BCE

**Según el avance, la inflación general se mantuvo en el 1,5% a/a en julio, cumpliendo las expectativas (BBVA Research: 1,5% a/a)**. Así, se consumó la desaceleración de los precios registrada a lo largo del primer semestre (de 1,5pp desde el mes de enero cuando alcanzó el 3,0% a/a), dada la absorción del efecto base en los precios de la energía y la práctica estabilidad de la inflación subyacente en niveles ligeramente por encima del 1,0% (véase el Gráfico 7). Con todo, el crecimiento en los precios en junio fue 0,4pp mayor que el registrado en el conjunto de los países de la UEM, aunque las diferencias fueron prácticamente nulas si se toma como referencia el componente subyacente del IPC (sin alimentos no elaborados ni energía).

Hacia delante, se prevé que la inflación general aumente transitoriamente en lo que resta del verano y vuelva a moderarse en la parte final del ejercicio económico. Así, el año se cerrará con una inflación media anual en torno al 1,9% a/a, mientras que la inflación subyacente se mantendrá en niveles relativamente bajos (1,1% a/a en promedio anual para 2017).-

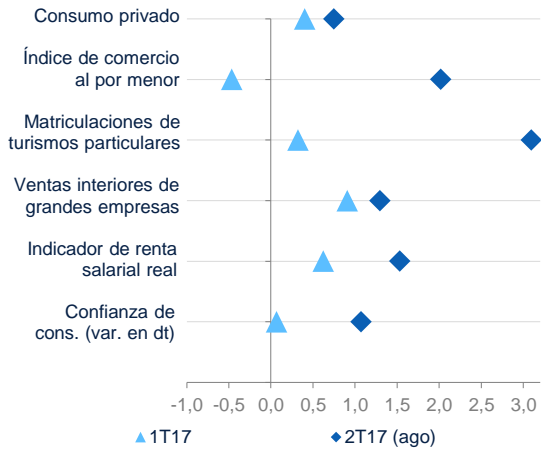
3: (CVEC) Corregido por variaciones estacionales y efecto calendario.

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



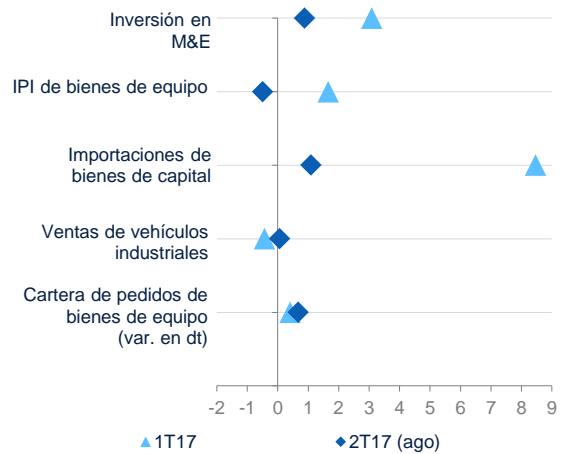
(e): estimación.  
Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2** España: selección de indicadores vinculados al consumo de los hogares (% t/t CVEC, salvo indicación contraria)



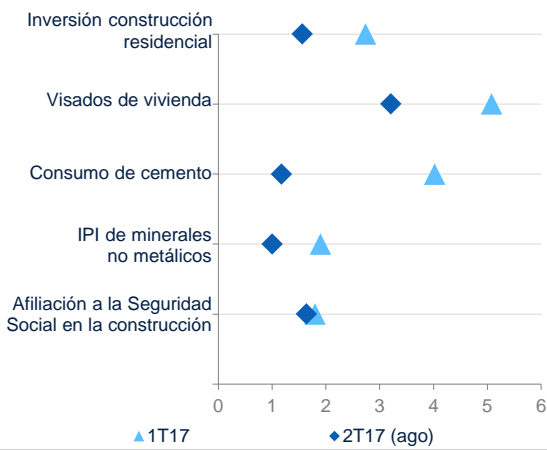
Fecha de estimación para datos no observados entre paréntesis  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

**Gráfico 3** España: selección de indicadores vinculados a la inversión en equipo y maquinaria (% t/t)



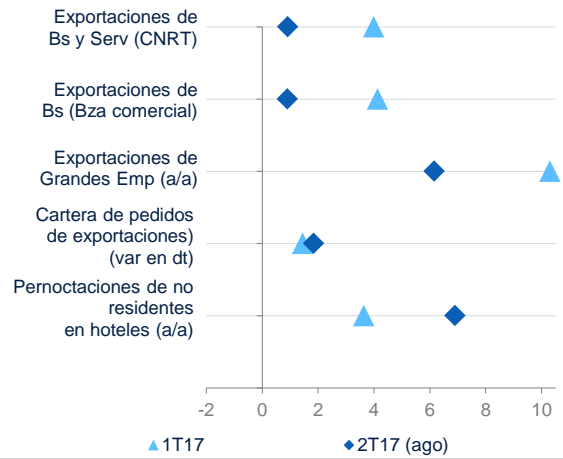
Fecha de estimación para datos no observados entre paréntesis  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

**Gráfico 4** España: selección de indicadores vinculados a la inversión en construcción residencial (% t/t)



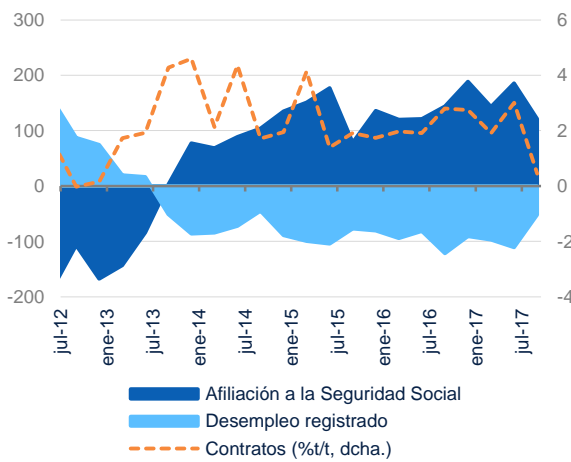
Fecha de estimación para datos no observados entre paréntesis  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

**Gráfico 5** España: selección de indicadores vinculados a las exportaciones (% t/t, salvo indicación contraria)



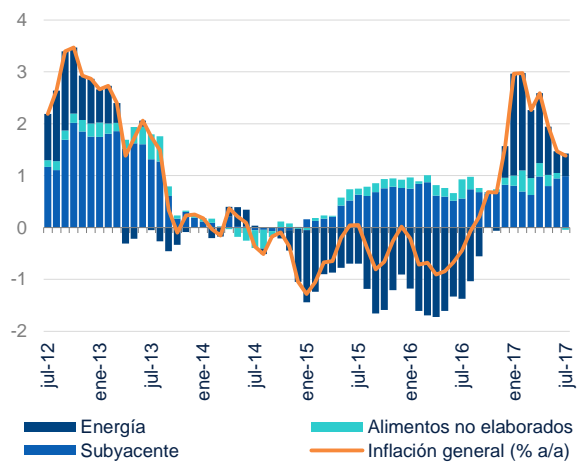
Fecha de estimación para datos no observados entre paréntesis  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

**Gráfico 6** España: registros del mercado laboral (variación trimestral en miles de personas salvo indicación contraria, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

**Gráfico 7** España: contribución al crecimiento interanual del IPC (pp)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

**Cuadro 1 España: previsiones macroeconómicas (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)**

<b>(Promedio anual, %)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Actividad</b>					
PIB real	1,4	3,2	3,2	3,3	2,8
Consumo privado	1,6	2,8	3,2	2,7	2,4
Consumo público	-0,3	2,0	0,8	0,8	1,9
Formación Bruta de Capital	3,8	6,0	3,1	4,4	4,8
Equipo y Maquinaria	8,3	8,9	5,0	5,1	4,6
Construcción	1,2	4,9	1,9	3,7	4,7
Vivienda	6,2	3,1	3,7	6,5	6,4
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	1,9	3,3	2,8	2,6	2,7
Exportaciones	4,2	4,9	4,4	7,0	4,9
Importaciones	6,5	5,6	3,3	5,3	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,5	-0,1	0,4	0,7	0,1
PIB nominal	1,1	3,7	3,6	4,5	5,3
(Miles de millones de euros)	1037,0	1075,6	1113,9	1163,7	1225,9
PIB sin inversión en vivienda	1,2	3,2	3,2	3,1	2,6
PIB sin construcción	1,4	3,0	3,4	3,2	2,6
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	1,2	3,0	2,7	2,9	2,7
Tasa de paro (% población activa)	24,4	22,1	19,6	17,1	15,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	1,1	3,0	2,9	2,7	2,3
Productividad aparente del factor trabajo	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	-0,2	-0,5	-0,2	1,9	1,7
IPC (fin de periodo)	-1,0	0,0	1,6	1,2	1,9
Deflactor del PIB	-0,3	0,5	0,3	1,2	2,5
Remuneración por asalariado	0,0	0,4	0,0	0,6	1,7
Coste laboral unitario	-0,3	0,2	-0,4	0,0	1,2
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,4	1,9	2,0	1,9
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	100,4	99,8	99,4	98,3	95,4
Saldo AA.PP. (% PIB)	-5,9	-5,1	-4,3	-3,1	-2,2
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	0,9	1,9	2,5	3,4	4,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	9,1	8,4	8,0	7,0	7,2

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de julio de 2017.

(\*): 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.