España

Observatorio Económico

Madrid, 7 de abril de 2011

Análisis Económico
Unidad de España

1T11: Se mantiene la lenta tendencia en la recuperación

- **La información conocida del primer trimestre de 2011 anticipa una moderada mejoría de la actividad respecto al cuarto trimestre de 2010.** El crecimiento intertrimestral en 1T2011 se situaría entre el 0,2% y el 0,3%, todavía insuficiente para crear empleo.

- **Los indicadores de consumo continúan reflejando la debilidad de la recuperación del gasto privado**
  La tendencia se corresponde con unos fundamentales que continúan débiles y que no modifican las expectativas sobre una recuperación lenta de la demanda interna.

- **Por su parte, las exportaciones continúan creciendo y lo hacen a tasas anualizadas elevadas**

- **En las últimas semanas se ha observado una mejora sustancial de la percepción de los inversores sobre la economía española que se refleja en la disminución de la prima de riesgo soberana**
  Su impacto en la actividad dependerá de su persistencia. Al respecto, por el momento los indicadores de confianza no muestran todavía una recuperación significativa. La economía española debe aprovechar la ventana de oportunidad que supone esta mejora de la percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales para llevar a cabo con rapidez, ambición y determinación la reestructuración del sistema bancario y las reformas necesarias para acelerar el crecimiento y la creación de empleo.

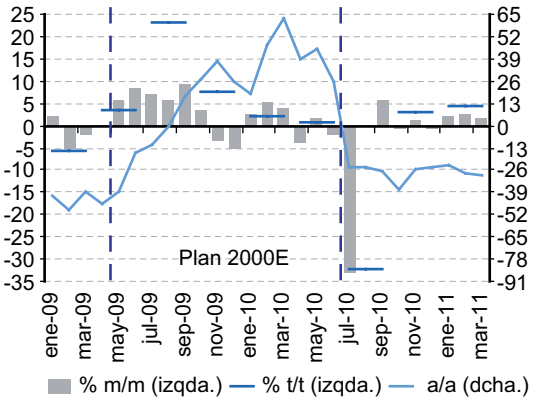
- **El incremento en los precios de la energía ha supuesto un repunte de la tasa de inflación, que podría haber crecido en marzo un 3,6% a/a**
  Si se logran evitar los efectos de segunda ronda, el aumento observado del precio del petróleo tendría un impacto acotado sobre actividad e inflación, aunque podría detener la mejora del déficit de la balanza por cuenta corriente.

Sin cambio de tendencia en la evolución del gasto en consumo de los hogares

Los indicadores de consumo privado continúan sin mostrar una clara mejoría. En particular, el número de turismos matriculados se incrementó un 4,2% t/t en 1T11 una vez corregidas las variaciones estacionales y el efecto calendario (cvec) debido a la evolución favorable de la demanda por parte de empresas, que continuó compensando parcialmente el deterioro del canal de particulares. Asimismo, aunque las ventas del comercio al por menor en términos reales crecieron en febrero (cvec) impulsadas por la evolución favorable del gasto en equipo personal y otros bienes, su contribución al crecimiento de la demanda interna continuará siendo negativa durante el primer trimestre del año debido a la evolución desfavorable observada en enero y a la prevista para marzo. Finalmente, la confianza de los consumidores se ha estabilizado en 1T11 y no permite prever una aceleración del gasto de las familias durante los meses próximos.

Gráfico 1

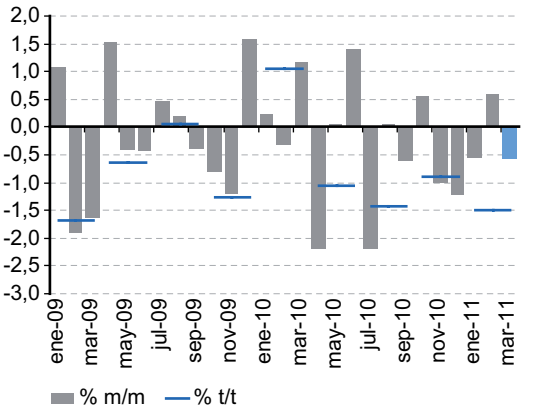
España: matriculaciones de turismos (Datos CVEC)*



* CVEC: datos corregidos de variaciones estacionales y de efecto calendario
Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC y Ganvam

Gráfico 2

España: comercio al por menor. Precios constantes (Datos CVEC)*

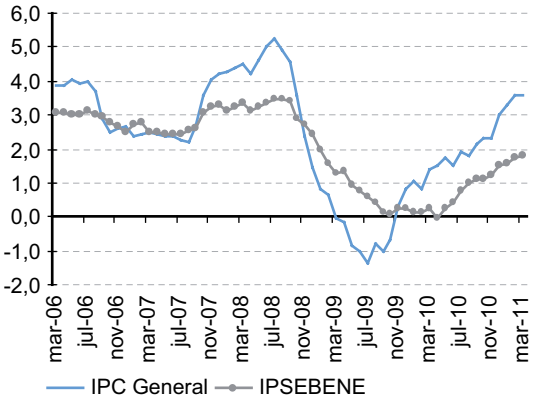


* CVEC: datos corregidos de variaciones estacionales y de efecto calendario
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La incertidumbre sobre la evolución de los fundamentales del gasto continúa ralentizando su recuperación

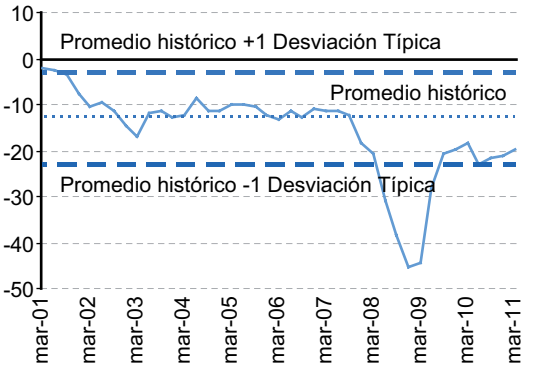
Según el indicador adelantado del IPC, la inflación anual se estabilizó en febrero en el 3,6% a/a, cifra en línea con nuestra previsión (BBVA Research: 3,6%). La inflación anual medida a través del IPCA se habría desacelerado 0,1pp, hasta el 3,3% a/a. En cualquier caso, los elevados incrementos en precios suponen una amenaza para la recuperación del gasto privado, sobre todo en un contexto en el que las rentas salariales disminuyen producto, en parte, del ajuste que se ha observado en el empleo. Así, de acuerdo a datos proporcionados por el Banco de España. la renta salarial disminuyó un 1,9% a/a en términos nominales durante el 4T10, lo que supuso una reducción de la renta bruta disponible del 0,5% durante el mismo período. Lo anterior fue posible debido a un aumento en otros componentes de la renta que, previsiblemente, será temporal. En todo caso, esto hará que la renta real de las familias vuelva a disminuir en el promedio de 2011.

Gráfico 3
España: Inflación (Tasa de variación interanual)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
España: Confianza del consumidor (Promeido trimestral del saldo neto de respuestas)

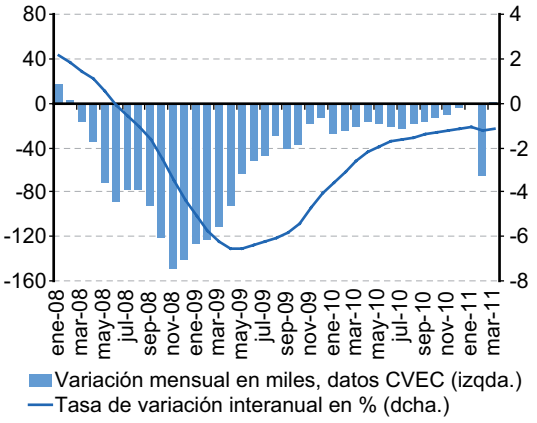


Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Aunque ha disminuido sensiblemente la caída de la afiliación a la Seguridad Social, el crecimiento de la economía es insuficiente para crear empleo

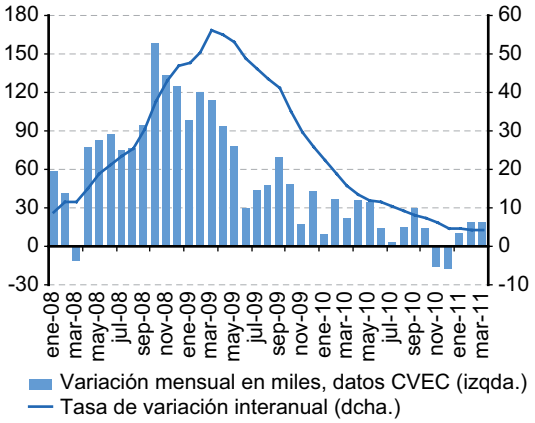
Los registros del mercado laboral de marzo, ligeramente positivos en cuanto a afiliación y negativos en cuanto a desempleo, cierran un primer trimestre de 2011 caracterizado, nuevamente, por una situación de estancamiento. Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del período, se observa que el aumento del paro continúa ralentizándose gradualmente si bien la economía todavía es incapaz de crear empleo. En particular, la afiliación media a la Seguridad Social creció en marzo en 46 mil de personas, por encima de nuestra previsión central (BBVA: Research: +17 mil), aunque corregidas las variaciones estacionales, el empleo se estancó. Tan solo el sector servicios creó empleo y lo hizo por encima de lo previsto, compensado el deterioro de la afiliación en la agricultura.

Gráfico 5
España: afilicaición media a la Seguridad Social



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

Gráfico 6
España: desempleo registrado



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

La aceleración del crecimiento de las transacciones de vivienda de finales de 2010 podría ser temporal

Según los datos de transacciones inmobiliarias del Ministerio de Fomento, durante el cuarto trimestre de 2010 las ventas de viviendas aumentaron un 14,2% a/a, un crecimiento que se debió, sobre todo, al impulso de ventas de viviendas de segunda mano. Con ello, 2010 cerró con un aumento de ventas del 5,9% respecto a 2009, el primer incremento después de tres años de caídas. La subida del IVA primero y la desaparición de la deducción por compra de vivienda después, junto con la mejoría de las expectativas de los agentes, han sido factores determinantes en esta mejoría transitoria.

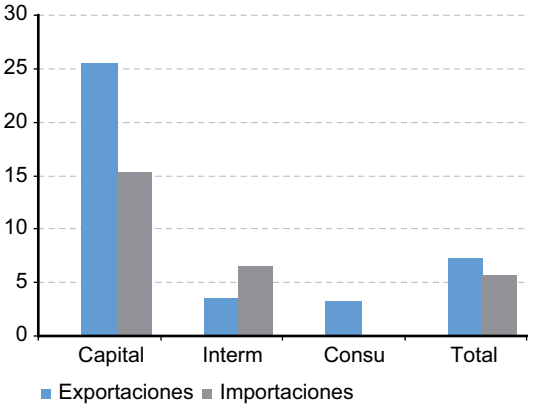
Esta mayor actividad de la demanda ha venido acompañada de una ligera recuperación de la oferta: durante el mes de enero se visaron 6.784 viviendas de obra nueva, cifra que, si bien fue superior a nuestra previsión central, estuvo en línea con nuestro escenario base. Aunque la actividad residencial sigue cayendo, lo hace con menor intensidad. Por su parte, la actividad rehabilitadora continúa reduciéndose.

Las exportaciones continúan fuertes y suponen el mayor soporte de la lenta recuperación

A pesar de la persistencia de las tensiones financieras en Europa y del aumento de los precios del petróleo, la producción industrial se comportó favorablemente en los dos primeros meses de 2011. En la misma dirección apuntaban los indicadores cualitativos del sector para esos meses: la confianza industrial se consolidó por encima de su promedio histórico y la cartera de pedidos de exportación, por encima de su promedio pre-crisis. Sin embargo la continuidad de la desaceleración del crecimiento tendencial en la mayor parte de los componentes del IPI, junto con el deterioro de la confianza en marzo, adelantan una moderación del ritmo de recuperación de la actividad a corto plazo, ligada principalmente a la debilidad de la demanda doméstica. En contraste, la continuidad del avance de la cartera de exportaciones confirma que la demanda externa no ha perdido impulso y que, en consecuencia, la producción industrial de bienes intermedios y de equipo probablemente continuará recuperándose de forma gradual.

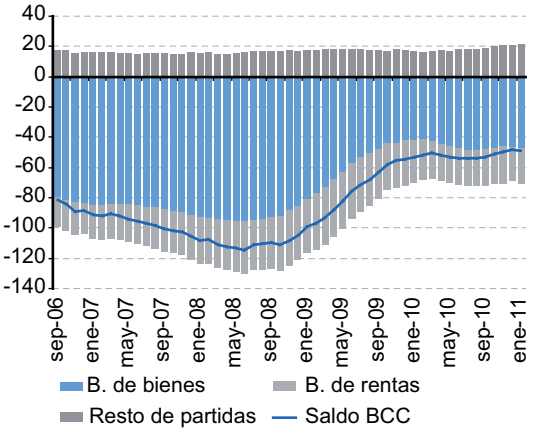
En línea con lo observado en la producción industrial, los datos de comercio exterior en volumen durante el mes de enero (cvec) muestran el elevado crecimiento de las exportaciones (+7,2% m/m cvec) siendo la partida de bienes de capital (+25,5% m/m cvec) la más dinámica. Este incremento de las ventas al exterior ha estado acompañado por un fuerte aumento de las importaciones de bienes de capital (+15,2% m/m cvec) e intermedios (+6,5% m/m cvec). Por otro lado, y en línea con el bajo tono de la demanda interna, las importaciones de bienes de consumo se mantienen estancadas.

Gráfico 7
Exportaciones, Importaciones de enero, volumen m/m cvec (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Aduanas

Gráfico 8
Cuenta corriente por balanzas, acumulado a 12 meses (Euros)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

El aumento en el precio del petróleo y la elevada prima de riesgo detienen la mejora en el déficit por cuenta corriente

El déficit por cuenta corriente abre 2011 con un ligero deterioro con respecto a diciembre de 2010, y se sitúa en -49,2 miles de millones de euros, en acumulado a 12 meses. Dicho deterioro está en línea con nuestras previsiones, si bien con una ligera desviación al alza que se debe, fundamentalmente, a la sorpresa de la balanza de rentas, que ha empeorado por encima de nuestras previsiones.

El contexto de débil crecimiento económico obliga a recortar el gasto para cumplir el objetivo de estabilidad fijado para 2011

El superávit acumulado del Estado se situó a final de febrero de 2011 en el 0,2% del PIB, frente al 0,3% registrado en los dos primeros meses del año pasado. Este resultado viene determinado por el sistema de financiación autonómica, que en 2011 se aplica por primera vez íntegramente. Según el Gobierno, si se descontara dicho efecto, el superávit habría sido superior en unas 2 décimas del PIB. Continúa el ajuste en el gasto que, en general, presenta caídas respecto al año anterior en todas sus partidas, salvo en el gasto por intereses. La inversión concentra la mayor parte de la disminución del gasto (30% en el acumulado a febrero respecto al mismo período del año anterior), y la remuneración de asalariados continúa su ajuste. Las transferencias corrientes entre administraciones públicas presentan un descenso (13,9% respecto a febrero de 2010), fundamentalmente, por la disminución de las transferencias a las comunidades autónomas debido a las menores entregas a cuenta del sistema de financiación.

Los ingresos del Estado presentan una caída respecto al mismo periodo de 2009 debido, como ya se ha mencionado, al incremento de la participación de las comunidades autónomas en los impuestos estatales. No obstante, analizando los datos de recaudación se observan signos de mejoría en la evolución de los impuestos, cuya recuperación está nuevamente impulsada por el incremento del IVA, que presenta una tasa homogénea de variación del 9,2%. En cuanto al resto de ingresos tributarios, el IRPF se ha visto favorablemente afectado por la supresión de la deducción de los 400 euros, que ha más que compensado la caída del empleo. El impuesto de sociedades parece recuperarse poco a poco aunque sigue registrando un crecimiento de signo negativo. Finalmente, y más a modo de curiosidad, la venta de cajetillas de tabaco ha registrado en febrero una caída histórica, arrastrando la recaudación del impuesto especial sobre labores del tabaco.

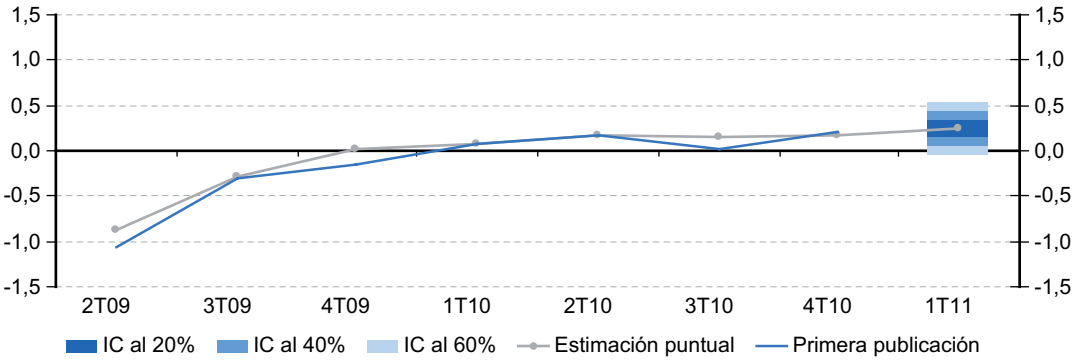
En general, los datos confirman una mejora en los ingresos que, de seguir así a lo largo del año, debería ser suficiente para que el ajuste en el gasto programado, si se lleva a cabo de forma totalmente rigurosa y sin desviación alguna, avale el cumplimiento del objetivo de estabilidad fijado para el ejercicio.

El crecimiento del primer trimestre se habría situado entre el 0,2 y el 0,3% t/t

En síntesis, con poco más de un 87% de la información referente al primer trimestre de 2011 que utiliza nuestro modelo MICA-BBVA, la previsión en tiempo real del crecimiento del PIB para ese trimestre se sitúa entre el 0,2% y el 0,3% t/t. Esta previsión está en línea con el crecimiento proyectado en nuestro escenario central (+0,2% t/t). Como señalamos en la última publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de febrero[1], la recuperación de la economía continúa siendo excesivamente débil e incapaz de evitar una contracción del empleo. En todo caso, el crecimiento continúa siendo consistente con nuestro escenario central en el que esperamos un avance del PIB en torno al 0,9% para el conjunto de 2011.

Gráfico 9

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



* Previsión acutal 7 de abril de 2011
Fuente: BBVA Research a partir de INE

1: Disponible en: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1102_Situacionespana_tcm346-246265.pdf?ts=232011

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA "), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

Economista Jefe de España y Europa
Rafael Doménech
34 91 537 36 72
r.domenech@grupobbva.com

Economista Jefe de España
Miguel Cardoso
+34 91 374 39 61
miguel.cardoso@grupobbva.com

Mónica Correa
+34 91 374 64 01
monica.correa@grupobbva.com

Juan Ramón García
+34 91 374 33 39
juanramon.gl@grupobbva.com

Félix Lores
+34 91 374 01 82
felix.lores@grupobbva.com

Isabel Mohedano
+34 91 374 62 66
isabel.mohedano@grupobbva.com

Virginia Pou
+34 91 537 77 23
virginia-puo@grupobbva.com

Pep Ruiz
+34 91 537 55 67
ruiz.aguirre@grupobbva.com

Camilo Andrés Ulloa
+34 91 537 84 73
camiloandres.ulloa@grupobbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

España y Europa:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Emergentes:
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com