

## ACTIVIDAD

## España: crecimiento económico robusto y con sesgo al alza en el corto plazo

Unidad de España

### La actividad repunta en 1T15 y no se advierten signos de agotamiento para el resto del semestre

La tendencia de las variables observadas corrobora que **la recuperación de la economía española se aceleró en la apertura de 2015**. Con cerca del 90% de la información disponible para el 1T15, el modelo MICA-BBVA<sup>1</sup> estima un **crecimiento trimestral del PIB (t/t) en torno al 0,9%**, en línea con el esperado por BBVA Research hace tres meses<sup>2</sup>, que supondría una intensificación del ritmo de expansión desde el 0,7% en 4T14. El repunte de la actividad volvió a concurrir con una acentuación de la creación de empleo lo que, probablemente, habría dado lugar a una reducción marginal de la productividad aparente del factor trabajo.

**La celeridad en el crecimiento de la demanda nacional (principalmente, la privada) se prolongó durante el primer trimestre del año**. Las decisiones de consumo e inversión se vieron incentivadas por las políticas fiscal y monetaria<sup>3</sup>, la reducción de la factura energética<sup>4</sup> y la mejora tanto del mercado laboral como de la confianza de los agentes. Además, también persisten los elementos que favorecen el gasto en el medio y largo plazo, tales como la corrección de los desequilibrios internos y algunas de las reformas estructurales llevadas a cabo.

En contrapartida, **las exportaciones de bienes podrían haber experimentado un estancamiento en el 1T15**, a pesar de la mejora de la demanda europea, de la depreciación del tipo de cambio y del abaratamiento del petróleo. Esta lasitud de los flujos comerciales se debe, al menos en parte, al efecto base tras los repuntes observados durante la mayor parte de 2014 y, por tanto, sería de carácter temporal. Por el contrario, **las exportaciones de servicios podrían haber mantenido su dinamismo**, destacando nuevamente el turismo.

Si bien **el escenario para el bienio 2015-2016 previsto por BBVA Research se mantiene relativamente sin cambios**, los datos recientes sugieren que **la fuerte recuperación de la demanda y del empleo es algo más robusta de lo que se pensaba a principios del año**. No se vislumbran todavía signos de agotamiento de la demanda para lo que resta del primer semestre lo que, en consecuencia, supone un **sesgo moderado al alza sobre las previsiones de crecimiento económico para 2015 (Previsión actual de BBVA Research: 2,7% tanto en 2015 como en 2016)**.

1: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", disponible en: <http://goo.gl/zeJm7g>

2: La descripción del escenario económico de BBVA Research se encuentra en la sección 3 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2015, disponible en: <http://goo.gl/RRHmlX>

3: Para más información sobre los efectos de los cambios en la política fiscal y monetaria, véanse los recuadros 2 y 3 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/gJZiR3>

4: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de shock sobre en la actividad y los precios de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: <http://goo.gl/xa60Xy>

## Los estímulos a la demanda alientan al gasto privado, pero el crecimiento de las exportaciones de bienes continúa anémico

El cuarto trimestre del 2014 se caracterizó por el crecimiento generalizado de la demanda doméstica privada y el agotamiento de los flujos comerciales<sup>5</sup>. La información disponible sugiere que, en líneas generales, la composición del crecimiento podría haber sido similar durante la apertura del 2015.

En lo que respecta a la demanda exterior, las exportaciones totales podrían haber experimentado en el 1T15 un crecimiento modesto o incluso un estancamiento. A pesar de la depreciación del euro, la reducción de los costes de transporte y la mejora de la demanda europea, los indicadores de expectativas (cartera de exportaciones de la industria) y, sobre todo, los de gasto (balanza comercial y ventas exteriores de grandes empresas), apuntan a un **crecimiento nulo de las exportaciones de bienes. Por el contrario, las exportaciones de servicios podrían haber mantenido su dinamismo, destacando nuevamente la actividad del sector turístico.** Al respecto, la tendencia de los indicadores vinculados al consumo de no residentes en el territorio nacional (viajeros y gasto de los turistas extranjeros) sugieren un crecimiento cercano al registrado en el trimestre precedente, lo que volvería a situar a la actividad en niveles récord.

Por el lado de la demanda doméstica privada, se percibe la continuidad del tono expansivo observado al cierre del 2014. El mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria, la caída del precio del crudo y la menor incertidumbre laboral habrían favorecido su **crecimiento durante los primeros compases del año.** Así, los indicadores de gasto y expectativas de los hogares (principalmente, las matriculaciones de turismo, la confianza de los consumidores y el empleo) señalan que **el consumo podría haber vuelto a repuntar en el 1T15.** Igualmente, la evolución de la confianza y la producción industrial y de los PMI de manufacturas sugiere un **crecimiento vigoroso de la inversión en maquinaria y equipo,** similar al observado a finales del 2014. Por último, **la mejora de los fundamentos de la inversión residencial sigue afianzando el cambio de ciclo** tanto de la oferta como de la demanda, de forma que durante el primer trimestre del año podrían haberse vuelto a registrar aumentos, si bien moderados y desde niveles históricamente reducidos<sup>6</sup>.

## La desviación del déficit público en 2014 fue marginal y confirma el cambio de tono de la política fiscal

El déficit del conjunto de administraciones públicas a cierre del 2014 fue ligeramente peor de lo previsto (un -5,7% del PIB frente al -5,5% del PIB esperado por BBVA Research). El dato se situó algo más de dos décimas del PIB por encima del objetivo de estabilidad presupuestaria fijado para 2014 (-5,5%) y, según las estimaciones de BBVA Research, supone un **ligero deterioro del superávit ajustado de ciclo** (en torno a 0,3 pp del PIB) que, en todo caso, **confirma el cambio de tono de la política fiscal.**

En lo que respecta al arranque de 2015, los datos de ejecución presupuestaria de enero señalan que el déficit público (excluidas las corporaciones locales) se habría situado en torno al 0,5% del PIB, ligeramente por debajo del exhibido el año anterior. Por su parte, el Estado registró en febrero un déficit acumulado de -1,1% del PIB, que mejora en una décima al observado en febrero de 2014.

**Los ingresos fiscales siguen reponiéndose en línea con la recuperación de la actividad, aunque a ritmos inferiores a los de los meses anteriores.** Por la vertiente del gasto, se observa una relajación en el ajuste. Al respecto, se espera una corrección moderada del consumo público real durante el 1T15 tras la contracción observada en el 4T14 (-1,0% t/t).

5: La evaluación detallada de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral del 4T14 se encuentra disponible en: <http://goo.gl/FqG3DI>

6: Un análisis detallado de la coyuntura inmobiliaria se encuentra en el Flash Inmobiliario España del 7 de abril de 2015. Disponible en <http://goo.gl/lzJCP1>

## Los registros del mercado laboral continúan sorprendiendo al alza

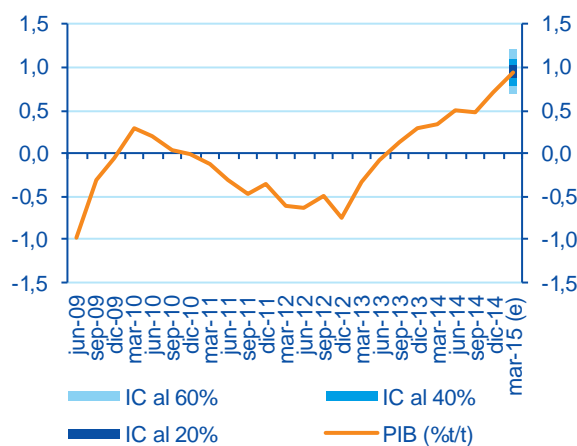
El número de afiliados a la Seguridad Social creció el 1,1% t/t CVEC en el 1T15, lo que supuso una aceleración de tres décimas respecto al cierre de 2014<sup>7</sup>. Entre enero y marzo, la **contratación repuntó con fuerza** (5,5% t/t CVEC), tanto la temporal (5,4% t/t) como, sobre todo, la indefinida (6,4% t/t). En línea con lo anterior, **la reducción del desempleo registrado se aceleró en el conjunto del trimestre**, hasta el -2,5% t/t CVEC (-1,7% % t/t CVEC en 4T14).

## La economía española exhibe capacidad de financiación respecto al resto del mundo, aunque menor que el 2013

Tal y como se esperaba, el año 2014 se cerró con el segundo registro positivo de las cuentas no financieras de los sectores institucionales desde 1997. En concreto, la **capacidad de financiación de la economía española** se situó en el 1,0% del PIB, 1,1 pp por debajo de la capacidad de financiación registrada en 2013. La moderación respecto a los resultados de 2013 fue consecuencia de una **ligera retracción de la tasa de ahorro de la economía** (el crecimiento del consumo compensó con creces al de la renta bruta) pero, sobre todo, de **la recuperación de la tasa de inversión**. En 2014 los hogares y las empresas redujeron su capacidad de financiación, mientras que las AA. PP. y las instituciones financieras mejoraron sus saldos.

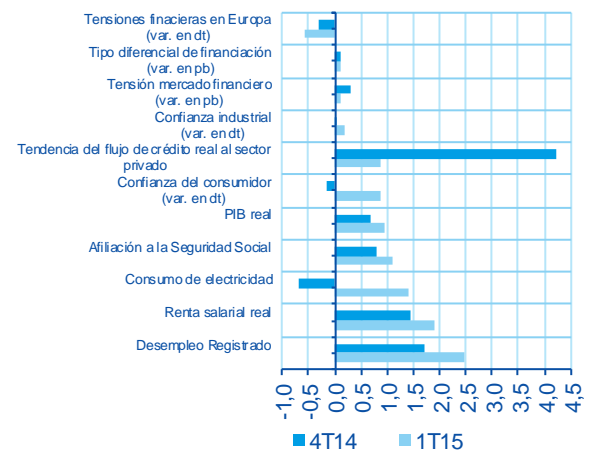
Hacia adelante, las estimaciones de BBVA Research sugieren que **la economía española debería exhibir una mayor capacidad de financiación respecto al resto del mundo durante el bienio 2015-2016**, apoyada en el ajuste estructural<sup>8</sup>, la recuperación de las exportaciones, las expectativas de reducción de los tipos de interés y el ahorro resultante de la caída del precio del petróleo<sup>9</sup>.

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



(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 abril y previsiones del modelo MICA-BBVA.  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

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.

8: El proceso de corrección de las necesidades de financiación de la economía española se corresponde, principalmente, con la mejora del componente estructural y, por tanto, la moderación del superávit por cuenta corriente debería ser transitoria. 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>

9: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la caída del precio del petróleo durante 2015 mejorará el saldo por cuenta corriente en 1,0 pp del PIB.

Cuadro 1

**Resumen de publicaciones Flash España desde la publicación del observatorio económico de marzo de 2015**

| Nombre del Flash   | Fecha      | Resumen  | Enlace              |
|--|------------|--|---------------------|
| <b>España   Ligero descenso de las ventas minoristas en el inicio del 2015</b>                   | 10.03.2015 | Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio al por menor disminuyeron cuatro décimas en enero. El aumento del consumo de alimentos y carburantes fue insuficiente para compensar la caída del de duraderos   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   La caída de la inflación comenzó a moderarse en febrero</b>                          | 12.03.2015 | La caída de la inflación general se atenuó el pasado mes debido a la evolución al alza de los precios de los carburantes. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable. Hacia delante, seguimos esperando tasas negativas de inflación general hasta la mitad de año, derivadas de la presión a la baja en el precio de las materias primas                              | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   La deuda pública se eleva hasta el 97,7% del PIB</b>                                 | 13.03.2015 | Durante 2014 la deuda pública moderó su ritmo de crecimiento y se situó en el 97,7% del PIB. Dicho incremento se ha concentrado en la deuda de las comunidades autónomas y de la administración central (consolidada con la Seguridad Social). Los datos conocidos hacen prever una desviación sobre el objetivo de déficit del conjunto de comunidades autónomas                    | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Compraventa viviendas enero de 2015: prosigue la recuperación</b>                    | 16.03.2015 | En el primer mes de 2015 se vendieron 21.320 viviendas según los datos del Consejo General del Notariado. Aunque en términos interanuales las ventas cayeron el 10,9%, los datos corregidos de estacionalidad muestran un crecimiento de las ventas del 2,4% respecto a diciembre. Con todo, el inicio de 2015 mantuvo la tendencia de recuperación de finales del pasado año        | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Balanza comercial de enero 2015</b>  | 20.03.2015 | El déficit de la balanza comercial acumulado a 12 meses se reduce marginalmente en enero respecto a diciembre. Con este registro, el saldo comercial acumulado a 12 meses se sitúa en el -2,3% del PIB por sexto mes consecutivo. Se prolonga la desaceleración de las exportaciones de bienes registrada en el último tramo del pasado ejercicio                                    | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Avance del IPC de marzo: la caída de los precios continúa atenuándose</b>            | 30.03.2015 | El indicador adelantado del IPC volvió a mostrar un menor descenso de los precios al consumo en marzo, debido a que los precios de los combustibles aumentaron por segundo mes consecutivo. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente podría haberse mantenido estable  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Visados de vivienda enero 2015: comienzo de año positivo</b>                         | 30.03.2015 | En enero se firmaron 3.466 visados de vivienda de obra nueva, el 34,8% más que en el mes anterior. Con ello se recupera el terreno perdido durante los tres últimos meses del año anterior y la tendencia recupera el crecimiento. La rehabilitación también comenzó el año con un crecimiento significativo   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Confianza industrial y del consumidor en marzo: las expectativas mejoran en 1T15</b> | 30.03.2015 | Los agentes económicos continúan mostrándose optimistas al arranque de 2015: tanto la confianza del consumidor como la confianza industrial se mantienen en cotas superiores a sus promedios previos a la crisis. Así, los datos conocidos hoy son consistentes con el diagnóstico de BBVA Research, que indica que la recuperación de la actividad está ganando tracción            | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   La mayor inversión reduce la capacidad de financiación de la economía en 2014</b>    | 30.03.2015 | La capacidad de financiación de la economía española se redujo hasta el 1,0% del PIB en 2014. Durante el año la inversión aumentó y el ahorro cayó levemente porque el crecimiento del consumo más que compensó al de la renta bruta. Por sectores, hogares y empresas redujeron su capacidad de financiación al tiempo que AA. PP. e instituciones financieras mejoraron sus saldos | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Déficit público de 2014: 5,7% del PIB</b>  | 30.03.2015 | El déficit público de 2014 fue del 5,7% del PIB, mejorando en 6 décimas el de 2013, y con una desviación de otras dos respecto al objetivo de estabilidad (-5,5%). El esfuerzo fiscal se concentró en la administración central, mientras que las comunidades autónomas, con un déficit del 1,7% del PIB, incrementaron el registro de 2013  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Las ventas minoristas vuelven a caer en febrero</b>                                  | 31.03.2015 | Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio al por menor disminuyeron siete décimas en febrero, más de lo esperado. El aumento del consumo de carburantes y de otros productos fue insuficiente para compensar el retroceso del de bienes duraderos y alimentos  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Balanza de pagos de enero 2015</b>   | 31.03.2015 | La balanza de pagos inaugura el año con un superávit por cuenta corriente en el acumulado a 12 meses de 9.000 millones de euros. La balanza de bienes y servicios amplía el saldo positivo mientras que la balanza de rentas disminuye ligeramente su déficit. El saldo de la cuenta financiera refleja una entrada neta de capitales por valor de 5.250 millones de euros           | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Déficit público de enero 2015 ligeramente mejor que el enero 2014</b>                | 31.03.2015 | La ejecución presupuestaria en enero de 2015 mejora la registrada en enero del año pasado. Por administraciones, las comunidades autónomas y la administración central, en menor medida, mejoraron su déficit del año pasado, mientras que la Seguridad ha registrado un superávit menor   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Registros laborales de marzo: cierre al alza de un trimestre positivo</b>            | 06.04.2015 | Los datos de marzo superaron las expectativas favorecidos por el sector primario. Las estimaciones de BBVA Research indican que tanto el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social y de la contratación, como la reducción del desempleo, se aceleraron en el conjunto del trimestre  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   La recuperación del sector inmobiliario sigue avanzando</b>                          | 07.04.2015 | Los precios de la vivienda se estabilizaron en 2014 y comenzaron a presentar tímidas revalorizaciones en las comunidades autónomas más expuestas al turismo. En enero las ventas de vivienda aflojaron ligeramente, evolución que se explica por factores estacionales. La edificación continúa mejorando  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   La producción industrial sorprendió al alza en febrero</b>                           | 10.04.2015 | La actividad en la industria evolucionó en febrero mejor de lo que apuntaban las previsiones centrales, destacando el avance mensual de la mayoría de sus componentes. Sin embargo los resultados deben ser evaluados con cautela ya que las sorpresas registradas no son suficientes para romper la desaceleración tendencial que se percibe desde el 2S14                          | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   La caída de la inflación continuó moderándose en marzo</b>                           | 14.04.2015 | La caída de la inflación general se atenuó marzo debido nuevamente a la evolución mensual al alza de los precios energéticos. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable. Hacia delante, seguimos esperando tasas negativas de inflación general hasta la mitad de año, derivadas del menor precio de las materias primas respecto al año anterior                     | <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.