

ACTIVIDAD

España: el ritmo de crecimiento podría haber alcanzado su velocidad punta en 2T15

Unidad de España

El repunte de la actividad al cierre del primer semestre podría dar paso a una ligera desaceleración en la recta final del año

La tendencia de las variables observadas confirma que **la recuperación de la economía española se acentuó durante el primer semestre de 2015 debido a factores tanto externos como internos**. Con cerca del 80% de la información disponible para el 2T15, el modelo MICA-BBVA¹ estima que el **crecimiento trimestral del PIB (t/t) podría haber alcanzado el 1,0%**. Si bien esta cifra se sitúa una décima por debajo de la estimada hace un mes, supone un crecimiento superior que el registrado tanto en el 1T15 como en el promedio de la fase expansiva del ciclo precedente (0,9% t/t).

Entre los **determinantes externos** que favorecieron el crecimiento durante el primer semestre destacan la **contención del precio del petróleo, la mejora de la demanda europea y el tono más expansivo de la política monetaria del BCE**, que en un primer momento se dejó notar sobre todo a través de la depreciación del tipo de cambio del euro y ahora también está incidiendo la reducción de los tipos de interés de los créditos al sector privado. **En el ámbito doméstico**, la reducción de la incertidumbre, la corrección de algunos desequilibrios –por ejemplo, en el sector inmobiliario- y las reformas acometidas durante los últimos años han contribuido a **la mejora del mercado laboral y de la confianza**, lo que **ha favorecido las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas**. Adicionalmente, **la política fiscal ha dejado de ser contractiva**, lo que se ha manifestado no sólo en la reducción de la imposición directa, sino también en el avance de la demanda pública².

Hacia delante, los fundamentos de la economía española respaldan la consolidación de la recuperación. Tal y como muestra el Gráfico 1, aunque los datos más recientes sugieren que **la actividad podría desacelerarse hasta el 0,8% trimestral en el 3T15 (MICA-BBVA) si mantienen la tendencia actual durante los próximos meses**, este cambio de velocidad resultaría algo menos pronunciado que el previsto en el escenario central de BBVA Research publicado a principios de mayo³. **Por tanto, es probable que el crecimiento anual del PIB supere ligeramente la previsión contemplada en dicho escenario para 2015 (del 3,0%)**.

En cualquier caso, conviene recordar que, con la información actual, la previsión para el tercer trimestre no es estadísticamente diferente a la del segundo y, por otro lado, que **persisten frentes abiertos cuya pronta resolución es crucial para evitar escenarios en los que la recuperación se vea lastrada por la incertidumbre**. En Europa, la principal preocupación a corto plazo se concentra en las negociaciones entre Grecia y las Instituciones. Más allá, el calendario electoral sigue condicionando el devenir en, al menos, cuatro países europeos. Las políticas que lleven a cabo los nuevos gobiernos serán fundamentales para

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", BBVA WP 10/21, disponible en: <http://goo.gl/zeJm7g>

2: El detalle de la CNTR del 1T15 reveló un crecimiento mayor que el esperado de la demanda pública. El consumo de las AA. PP. aumentó el 1,6% t/t tras el retroceso del 1,0% t/t en el 4T14. De forma similar, se registró un ascenso de la construcción no residencial (afectada por la obra pública) del 2,5% t/t, que superó las expectativas (BBVA Research: 0,9% t/t). La evaluación detallada de los datos se encuentra disponible en: <https://goo.gl/yeCEXT>

3: El escenario económico de BBVA Research para el bienio 2015-2016 incorporaba una desaceleración del crecimiento durante el segundo semestre del año en curso, habida cuenta del menor impulso que se esperaba que ejercieran algunos factores –como el precio del petróleo o la rebaja fiscal– y de la incertidumbre que podrían acarrear los eventos de carácter geopolítico. La descripción detallada de este escenario se encuentra en la sección 3 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2015, disponible en: <https://goo.gl/ymzpoU>

evitar escenarios de riesgo en los que el crecimiento se resienta por el deterioro de la confianza y el aumento de las tensiones financieras.

Las exportaciones vuelven a crecer en línea con sus fundamentos, mientras que la demanda doméstica privada se mantiene robusta

De cara al segundo trimestre, la información disponible sugiere que la composición del crecimiento podría haber sido algo más equilibrada que en el arranque del año. En lo que respecta a la **demanda exterior**, los indicadores de expectativas (cartera de exportaciones de la industria) y gasto (balanza comercial y ventas exteriores de grandes empresas) señalan que **las ventas podrían haber crecido de forma generalizada, en contraste con lo sucedido en el 1T15**, cuando el repunte sin precedentes de las exportaciones de servicios no turísticos (16,0% t/t) se vio empañado por las caídas en el resto de componentes. Si los flujos comerciales consolidan la mejora esperada acorde a sus fundamentos, se confirmaría el carácter transitorio de la atonía observada entre el 4T14 y el 1T15.

Por el lado de la demanda doméstica, se advierte un crecimiento todavía robusto al cierre del primer semestre, apoyado en las políticas fiscal y monetaria, la reducción de la factura energética y la menor incertidumbre laboral. Tras encadenar dos años al alza, los indicadores de gasto y expectativas de los agentes señalan que **el consumo de los hogares y la inversión en maquinaria y equipo podrían seguir liderando la recuperación en el corto plazo**, con tasas de crecimiento cercanas a las observadas en los últimos seis meses (0,8% t/t y 1,6% t/t, en promedio respectivamente)⁴. De igual forma, **los fundamentos de la inversión residencial sugieren que el trimestre pasado se cerró con un crecimiento positivo**, aunque nuevamente moderado y desde un nivel históricamente bajo⁵.

Los datos recientes ratifican el cambio de tono de la política fiscal

Los datos disponibles del 1S15 confirman una **evolución al alza de la demanda pública en un contexto ligeramente expansivo de la política fiscal**. Así, **el ajuste del déficit público** ha descansado en la mejora cíclica de los ingresos y de algunas partidas del gasto (prestaciones por desempleo y gasto en intereses, por ejemplo), pero **resulta modesto en comparación con los objetivos presupuestarios**. Al respecto, los datos de ejecución presupuestaria hasta abril señalan que el déficit de las AA. PP. (excluidas las corporaciones locales) se habría situado en torno al 1,1% del PIB, tan sólo una décima por debajo del registrado hasta marzo de 2014. Por su parte, los datos de mayo señalan que el Estado registró un déficit del 2,0% del PIB, casi cinco décimas por debajo el observado un año atrás.

Los registros del mercado laboral fueron de más a menos a lo largo del 2T15

Los registros del mercado de trabajo sorprendieron negativamente en junio lo que, sin embargo, no ensombreció el saldo positivo del trimestre. Según las estimaciones de BBVA Research⁶, el número de afiliados a la Seguridad Social creció el 1,0% t/t CVEC en el 2T15, lo que supone una aceleración de una décima respecto a lo observado en 1T15. Por su parte, la contratación repuntó entre abril y junio (1,8% t/t CVEC), a pesar de la corrección a la baja de la indefinida (-2,1% t/t) tras el aumento excepcional en 1T15 (5,9% t/t). Finalmente, la reducción del desempleo registrado se aceleró en el conjunto del trimestre, hasta el -2,6% t/t CVEC (-2,3% % t/t CVEC en 1T15)

4: En el 1T15, el avance tanto del consumo privado (0,7% t/t) y de la inversión en maquinaria y equipo (1,3% t/t) se desaceleró ligeramente respecto al 4T14 (0,9% y 1,9%, respectivamente).

5: Un análisis detallado de la coyuntura inmobiliaria se encuentra en el Flash Inmobiliario España del 3 de julio de 2015. Disponible en <https://goo.gl/VvuLEp>

6: 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.

El cambio de tendencia en la inflación se consolida, pero no implica pérdida de competitividad

El indicador adelantado señaló que los precios al consumo aumentaron el **0,1% a/a en junio**, lo que supone la primera tasa positiva en el último año. Desde enero se asiste a una corrección al alza en la cotización del crudo que, junto con la depreciación del tipo de cambio del euro, explican buena parte de la mejora en los registros de la inflación general. Por su parte, **los precios subyacentes aumentaron el 0,5% a/a en mayo. Según las estimaciones de BBVA Research, podrían haber repetido ese incremento en junio** lo que, probablemente, no sólo responde a la mayor inflación importada, sino también a la mejora de la demanda doméstica.

Con todo, el cambio de tendencia en los precios al consumo en la economía española sigue produciéndose en un entorno de recuperación de la competitividad-precio, en el que el diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantiene favorable a España. Así, las medidas de inflación tendencial muestran repuntes similares en Europa y España, y se acercan progresivamente a niveles alrededor del 1,0% en el primer caso y del 0,5% en el segundo⁷.

La economía española amplía su capacidad de financiación en el 1T15

Al cierre del primer trimestre, **la capacidad de financiación de la economía española se situó en el 1,2% del PIB en acumulado anual, 0,2pp más que en el 4T14**. Esto fue resultado de un aumento de la tasa de ahorro superior al de la inversión. Por agentes, empresas y hogares lideraron la recuperación de la capacidad de financiación, al tiempo que las administraciones públicas mantuvieron su saldo estable.

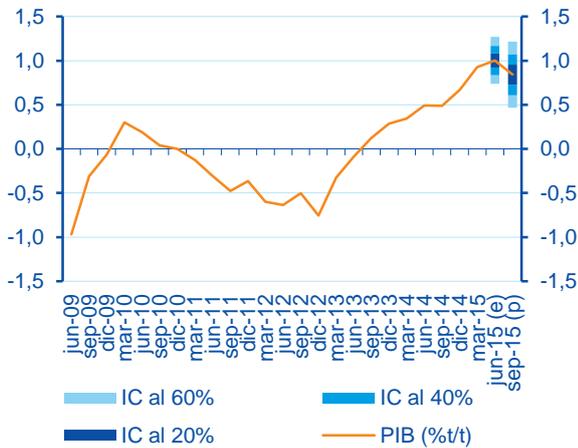
Hacia adelante, las estimaciones de BBVA Research sugieren que **la economía española debería continuar exhibiendo capacidad de financiación respecto al resto del mundo durante el bienio 2015-2016**, apoyada en el ajuste estructural⁸, la recuperación de las exportaciones, las expectativas de reducción de los tipos de interés y el ahorro resultante de la caída del precio del petróleo⁹.

7: 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>

8: 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>

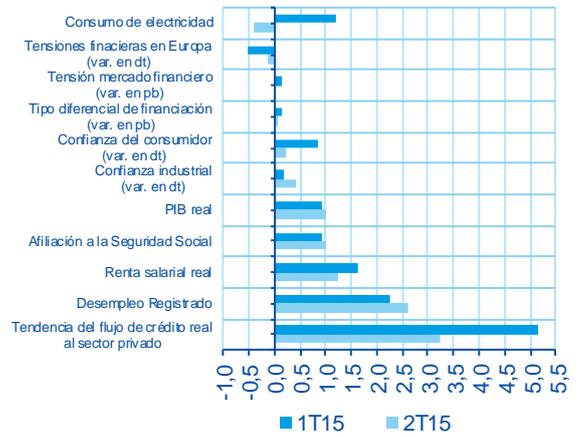
9: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la caída del precio del petróleo durante 2015 mejorará el saldo por cuenta corriente en 1,0 pp del PIB.

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



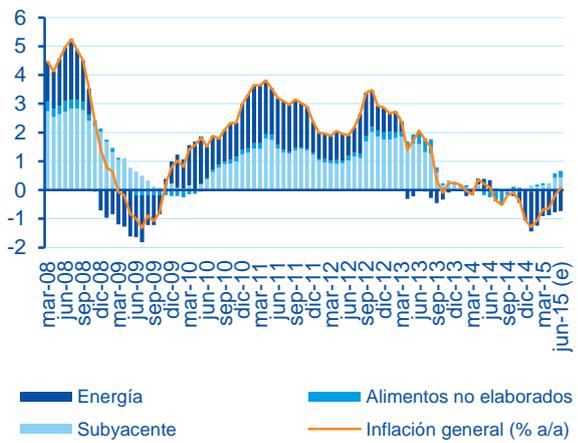
(e): estimación; (p): previsión.
 Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
España: evolución del PIB y de los principales indicadores del modelo MICA-BBVA (+) mejora / (-) deterioro en pp salvo indicación contraria (datos CVEC)



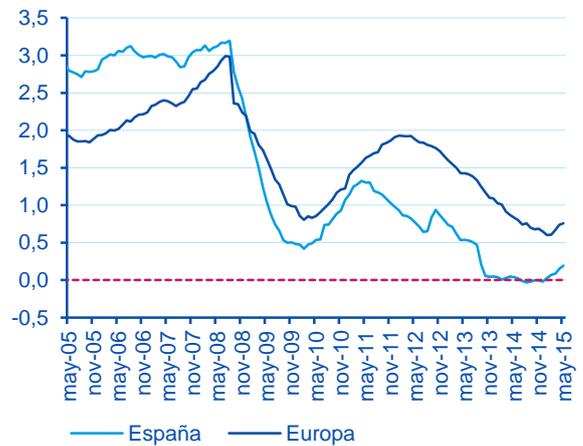
Datos publicados hasta el 6 de julio de 2015 y previsiones del modelo MICA-BBVA.
 Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

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



(e): estimación
 Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
España y UEM: inflación tendencial (método de medias podadas, % a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Cuadro 2

Resumen de publicaciones Flash España desde la publicación del Observatorio Económico de Actividad del mes de junio

Título del Flash	Fecha	Resumen	Enlace
La inflación subyacente explica la mitad de la mejora de la general en mayo	12.06.2015	La caída de los precios al consumo volvió a moderarse en mayo debido tanto a la tendencia positiva de los precios subyacentes como al menor efecto base derivado de la caída anual de los precios de las materias primas. Hacía delante, seguimos esperando tasas negativas de inflación general en el corto plazo que, en el escenario más probable, revertirán a positivo en el 2S15.	PDF
La deuda pública se eleva hasta el 98,0% del PIB	12.06.2015	La deuda de las administraciones públicas españolas se elevó hasta el 98% del PIB a cierre del 1T15. Dicho crecimiento se ha concentrado en la deuda de las comunidades autónomas y de la administración central (consolidada con la Seguridad Social). La nueva facilidad financiera para las comunidades autónomas se convierte en su principal fuente de financiación.	PDF
Compraventa viviendas abril de 2015: corrección transitoria	15.06.2015	En el mes de abril de 2015 se produjeron 30.758 ventas de viviendas, según los datos del Consejo General del Notariado. Tras corregir la serie de las variaciones estacionales propias del mes, las ventas mostraron una corrección del 2,4% respecto a las realizadas en marzo. La evolución de los fundamentales otorga un carácter transitorio a la corrección.	PDF
Balanza comercial de abril 2015	18.06.2015	El déficit de la balanza comercial acumulado a 12 meses se mantiene en abril (-2,2% del PIB). Las exportaciones de bienes se estancaron (-0,1% m/m), después del fuerte crecimiento observado en febrero y marzo. Por su parte, las importaciones volvieron a aumentar (+0,7% m/m), apoyadas por el crecimiento de la demanda interna y la fortaleza de las exportaciones	PDF
Ventas minoristas, establecimientos en mayo tras el repunte en abril	29.06.2015	Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio al por menor apenas crecieron en mayo tras la sorpresa positiva en abril. Alimentación y equipo personal compensaron la evolución decepcionante de equipamiento del hogar y estaciones de servicio	PDF
Visados vivienda abril 2015: sorpresa positiva	29.06.2015	En el mes de abril se firmaron 4.497 visados de vivienda de obra nueva, lo que supone un incremento del 20% respecto al mes anterior. Se trata de un crecimiento superior al esperado que más que compensa el deterioro del mes anterior y eleva al 30% el crecimiento interanual de los cuatro primeros meses del año. Por su parte, el crecimiento de la rehabilitación fue limitado.	PDF
Confianza industrial y del consumidor en junio: balance positivo para el 2T15	29.06.2016	Los agentes económicos continúan siendo optimistas al cierre de 1S15. A pesar de que la confianza del consumidor se ajusta ligeramente en junio y que la industrial no avanza, ambas se mantienen por encima de sus promedios precrisis. Con todo, los datos conocidos hoy son consistentes con el diagnóstico de BBVA Research, que indica que la recuperación continúa	PDF
El avance del IPC de junio confirma que la inflación vuelve a terreno positivo	29.06.2015	El indicador adelantado del IPC reveló un aumento marginal de los precios al consumo en junio. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente podría haber continuado en torno al 0,5% a/a	PDF
Aumento de la capacidad de financiación en el 1T15	30.06.2015	Un aumento de la tasa de ahorro superior al de la tasa de inversión impulsó la capacidad de financiación de la economía española hasta el 1,2% del PIB (en acumulado cuatro trimestres) en marzo de 2015. Por sectores, empresas y hogares lideraron esta recuperación de la capacidad de financiación.	PDF
El saldo de la balanza de pagos mejora en abril 2015	30.06.2015	La balanza de pagos inaugura el segundo trimestre del año con un superávit por cuenta corriente en el acumulado anual de 10.806 millones de euros. Tanto la balanza de bienes como la de rentas mejoran ligeramente en abril respecto al año anterior	PDF
AA.PP.: mejora la ejecución presupuestaria en abril	30.06.2015	El déficit público del primer trimestre del año se elevó hasta el 0,7% del PIB. Hasta abril, la mejor ejecución presupuestaria situó el déficit (exc. las corporaciones locales) en torno al 1,1% del PIB, una décima por debajo del año pasado. Dicha mejora se debe tanto a la administración central como a las CC. AA., ya que la SS, registró un superávit inferior al año pasado.	PDF
Las matriculaciones de turismo vuelven a aumentar en junio	01.07.2015	Cuando se corrigen los datos brutos de la estacionalidad propia del mes, las estimaciones de BBVA Research indican que el número de turismo matriculados creció el pasado mes en línea con lo esperado. En el conjunto del trimestre, la demanda se estabilizó tras un semestre excepcional	PDF
Datos peor de lo esperado que no lastran la aceleración del empleo en 2T15	02.07.2015	Los registros del mercado de trabajo sorprendieron negativamente en junio lo que, sin embargo, no ensombreció el arranque positivo del trimestre. Las estimaciones de BBVA Research indican que tanto el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social como la reducción del desempleo, se aceleraron ligeramente en el conjunto del 2T15.	PDF

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.