

## ACTIVIDAD

# España: la recuperación de la actividad y del empleo se afianza en el 4T15

Unidad de España

## El crecimiento económico se estabiliza en la recta final del año

La tendencia de las variables observadas a la fecha de cierre de este informe indica que **la economía española continúa creciendo durante el cuarto trimestre de 2015**. Con cerca del 50% de la información para el 4T15, el modelo MICA-BBVA<sup>1</sup> estima que **el avance trimestral del PIB (t/t) podría alcanzar un 0,8%, igual que en el trimestre precedente**. Esta cifra se sitúa una décima por encima de la adelantada en la revista *Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2015* y de confirmarse esta tendencia, pondría un moderado sesgo positivo sobre las previsiones de crecimiento del PIB para el presente bienio (3,2% en 2015 y 2,7% en 2016).

El crecimiento continúa siendo sólido y se apoya en elementos tanto externos como internos. Entre los primeros, se encuentran **los bajos precios del petróleo, la mejora paulatina de la demanda europea y, sobre todo, la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE)**, que propicia un contexto favorable de tipo de cambio del euro, tipos de interés y liquidez. Al respecto, el Consejo de Gobierno de la autoridad monetaria anunció, la semana pasada, medidas adicionales<sup>2</sup> encaminadas a lograr una recuperación más intensa del crédito y de la demanda interna, y a aproximar la evolución de los precios al objetivo de inflación.

Respecto a los condicionantes internos, cabe volver a recordar que **la recuperación de la demanda se apoya no sólo en elementos transitorios**, sino también en aspectos estructurales que seguirán fomentando el crecimiento en el medio plazo. Entre estos últimos se encuentran las repercusiones de algunas reformas económicas (como la del mercado laboral) y, también, los cambios que han tenido lugar en la estructura productiva como, por ejemplo, la reorientación de la inversión hacia los componentes de equipo y maquinaria o la de la producción hacia la demanda externa<sup>3</sup>.

En resumen, los datos de coyuntura más recientes, junto con los cambios en el entorno exterior y la política económica permiten mantener la valoración sobre la actividad y el empleo contemplada en el escenario central de BBVA Research, si bien **ha aumentado la probabilidad de escenarios ligeramente más positivos para la economía española**.

## La demanda privada sigue creciendo de forma generalizada

En el 3T15 **la actividad continuó encontrando su soporte en la demanda doméstica**, exhibiendo una contribución al crecimiento trimestral ligeramente superior a la prevista (1,1pp; BBVA Research: 0,8pp) y a la registrada en el trimestre precedente (1,0pp). En particular, destacó la **aceleración inesperada del consumo de los hogares** (de 0,1pp hasta el 1,0% t/t; BBVA Research: +0,8% t/t) y la **ralentización, menor a la anticipada, de la inversión en maquinaria y equipo** (de 1,4pp hasta el 2,3% t/t; BBVA Research: 1,5% t/t). Por el contrario, la inversión en vivienda prácticamente se estancó (0,1% t/t), superando ampliamente las expectativas de desaceleración (BBVA Research: 1,0% t/t).

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: Entre las medidas destacan el recorte de los tipos de facilidad de depósito y el alargamiento de los plazos en su programa de compra de activos. Para más detalles véase el Observatorio BCE de BBVA-Research publicado el 3 de diciembre de 2015. Disponible en <https://goo.gl/kLojy>

3: Véanse los Recuadros 1 y 2 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2015, disponible en <https://goo.gl/DrDTdt>

**La demanda externa drenó tres décimas al crecimiento el pasado trimestre**, ya que el avance de las exportaciones (2,8% t/t) se vio más que compensado por el de las importaciones (4,0% t/t). A pesar de que las ventas al exterior de bienes perdieron velocidad en línea con las expectativas (-0,7pp hasta el 1,5% t/t; BBVA Research:+1,3% t/t), las exportaciones de servicios ganaron tracción de forma excepcional (6,1pp hasta el 5,6% t/t; BBVA Research:+1,0% t/t).

**De cara al cierre del año, la información disponible sugiere que la composición del crecimiento podría consolidar las tendencias observadas en el 3T15.** En lo que respecta a la demanda externa, las variables de gasto (ventas exteriores de grandes empresas y gasto turístico) y de expectativas (cartera de pedidos) indican que **las exportaciones continúan creciendo, aunque a un ritmo menor** que en los primeros nueve meses del año. Por el lado de la demanda doméstica privada, los indicadores parciales de coyuntura (matriculaciones, comercio al por menor, confianza y registros del mercado laboral) confirman que **el consumo de los hogares probablemente sigue liderando la recuperación**, con tasas de crecimiento entre el 0,8% t/t y el 1,0%. Por su parte, la evolución de la confianza industrial, de los PMI de manufacturas y de la producción industrial adelanta una nueva desaceleración del crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo. Por último, aunque **los fundamentos y los indicadores de la coyuntura arrojan señales mixtas en el corto plazo**, el balance de los datos apunta a una continuidad en la recuperación **de la inversión residencial**<sup>4</sup>.

## La demanda pública sorprende al alza y juega en contra del cumplimiento de los objetivos presupuestarios

**El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 3T15 reveló algunas sorpresas en lo que respecta al gasto de las AA.PP.** En particular, el consumo real de las administraciones públicas registró una aceleración (de 0,2pp hasta el 0,9% t/t) cuando se esperaba un práctico estancamiento (BBVA Research: 0,3% t/t). Por el contrario, se confirmó la ralentización prevista de la construcción no residencial (de 1,1 pp, hasta el 1,5% -t/t), afectada por la obra pública.

Este comportamiento de la demanda, junto a la evolución del déficit público, confirma que **el ajuste fiscal sigue recayendo en la recuperación cíclica**, tanto de los ingresos como del gasto en prestaciones por desempleo. Al respecto, los datos disponibles de ejecución presupuestaria de las AA. PP. (excluidas las corporaciones locales) señalan que, pese al buen desempeño de la administración central, el ritmo de ajuste parece insuficiente para compensar el deterioro de la Seguridad Social y la desviación de las CC. AA.

## El empleo gana tracción en el arranque del cuarto trimestre

Según las estimaciones de BBVA Research<sup>5</sup>, el número de afiliados a la Seguridad creció en torno a 60 mil personas CVEC en noviembre (20 mil más que en octubre). **Si la tendencia positiva se consolida durante el mes en curso, el número de afiliaciones podría aumentar el 0,7% t/t CVEC en el 4T15**, lo que implicaría una aceleración significativa tras el menor crecimiento observado en los meses centrales del año (0,3% t/t en 3T15). En línea con lo anterior, las estimaciones de BBVA Research indican que el ritmo de caída del desempleo registrado se aceleró en 20 mil personas CVEC el mes pasado (hasta las 40 mil) lo que, de prolongarse en diciembre, daría lugar a una **reducción del paro similar a la del trimestre anterior (-1,8% t/t CVEC)**.

4: Un análisis detallado de la coyuntura inmobiliaria se encuentra en la revista Situación Inmobiliaria del segundo semestre de 2015. Disponible en <https://goo.gl/d8yPL3>

5: 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.

## Los precios al consumo cayeron en agosto, pero la inflación subyacente se mantiene positiva

El indicador adelantado señaló que la caída interanual de los precios al consumo se atenuó en cuatro décimas, hasta situarse en el **-0,3% a/a en noviembre**. Según el avance del INE, el menor retroceso de los precios se debe a la reducción de la presión a la baja en el coste de la energía respecto a la observada un año atrás. Por su parte, **los precios subyacentes aumentaron el 0,8% a/a en octubre y, según las estimaciones de BBVA Research, podrían haberse acelerado una décima más en noviembre**.

**Con todo, la mejora gradual de la inflación tendencial 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 en los precios que se acercan al 0,8% en Europa y el 0,4% en España<sup>6</sup>.

## La economía española amplió su capacidad de financiación en el 3T15

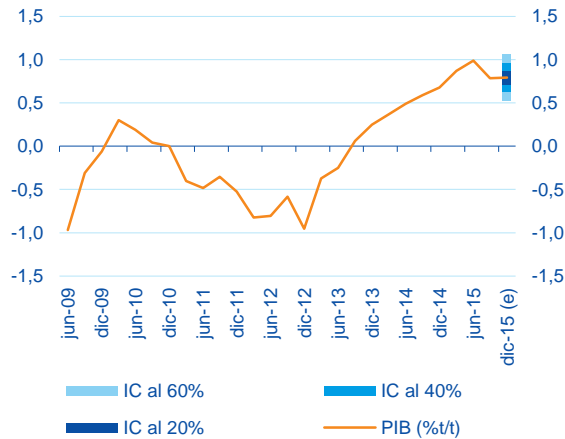
Los datos de la balanza de pagos señalan que **el superávit anual por cuenta corriente ascendió a 16,3 miles de millones (acumulado hasta septiembre)**, por encima de los valores observados al cierre tanto del segundo trimestre (15,0 miles de millones) como, sobre todo, de 2014 (10,2 miles millones). Desde el punto de vista de la cuenta financiera, se constata que **los flujos de inversión hacia y desde el exterior mejoraron en septiembre, a la vez que la economía española amplió su capacidad de financiación** (en 5,1 miles de millones de euros). En concreto, la entrada de capital no residente se saldó con un incremento de la inversión por valor de 3,8 miles de millones de euros, mientras que los sectores residentes incrementaron su inversión fuera del territorio nacional en 8.9 miles de millones de euros.

Hacia adelante, se espera que la economía española siga exhibiendo capacidad de financiación respecto al resto del mundo, dado su ajuste estructural<sup>7</sup>, el crecimiento de las exportaciones, los bajos tipos de interés y el abaratamiento acumulado del petróleo.

6: 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>

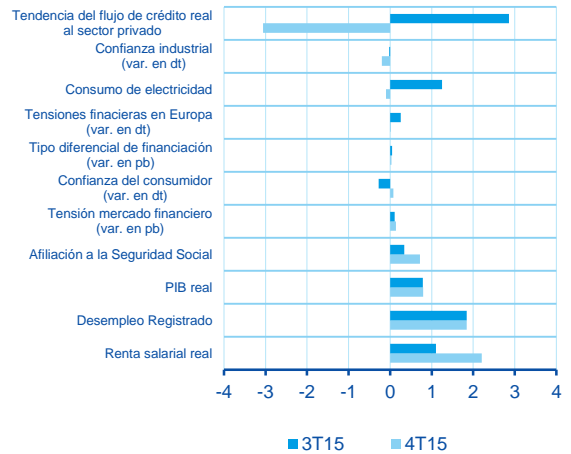
7: El proceso de corrección de las necesidades de financiación de la economía española se corresponde, principalmente, con la mejora del componente estructural. Para más información sobre la evolución reciente y las perspectivas de la balanza por cuenta corriente en España, véase el Observatorio Económico titulado: "Un análisis de la evolución y los determinantes del saldo por cuenta corriente en España", disponible en: <http://goo.gl/qF1qz6>

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



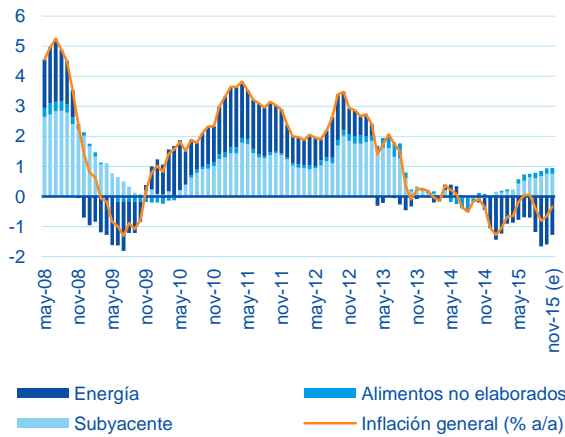
((e): estimación.  
Fuente: BBVA Research

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



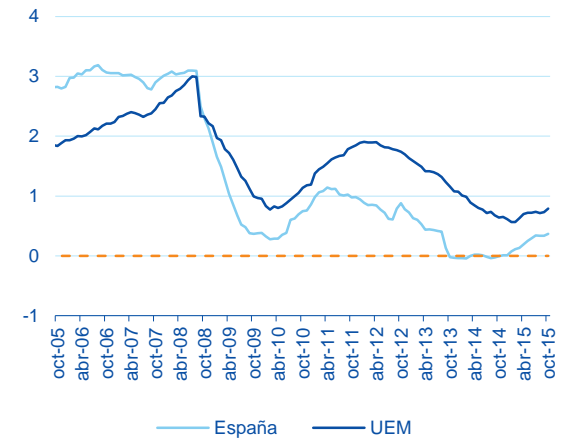
Datos publicados hasta el 9 de diciembre de 2015 y previsiones del modelo MICA-BBVA.  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

**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 1

**Resumen de publicaciones Flash España desde la publicación de la revista Situación España del cuarto trimestre de 2015**

| Nombre del Flash  | Fecha      | Resumen   | Enlace              |
|---|------------|---|---------------------|
| <b>La inflación general modera su caída en octubre, y la subyacente mejora</b>            | 13.11.2015 | La inflación general moderó su caída debido al aumento de la inflación subyacente y la menor caída de los precios de la energía. Hacía delante, prevemos que se mantenga la tendencia positiva en el componente subyacente, aunque la volatilidad en el precio de las materias primas no permite descartar nuevas caídas de los precios generales en el corto plazo.                | <a href="#">PDF</a> |
| <b>Compraventa viviendas septiembre de 2015: crecimiento sin sorpresas</b>                | 16.11.2015 | En septiembre de 2015 se vendieron 30.328 viviendas, según los datos del Consejo General del Notariado, el 11,4% más que en agosto. Con ello, las transacciones entre enero y septiembre superan en un 10,9% las del mismo periodo de 2014.   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>La balanza comercial de septiembre revela una mejora del comercio en 3T15</b>          | 19.11.2015 | Tanto las exportaciones reales de bienes como las importaciones se recuperaron en septiembre, cerrando el tercer trimestre del año en positivo. El déficit acumulado en la balanza comercial volvió a aumentar ligeramente, a pesar de la reducción de la factura energética  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>AA. PP.: se mantiene el ajuste del déficit público a septiembre de 2015</b>            | 24.11.2015 | El déficit público (excluidas las corporaciones locales) se mantuvo en el 3,4% del PIB hasta septiembre, mejorando el nivel alcanzado un año atrás. Pese al buen desempeño de la administración central, el ritmo de ajuste no parece suficiente para compensar el deterioro de la Seguridad Social. Se mantiene la probabilidad de incumplimiento del objetivo de final de año.    | <a href="#">PDF</a> |
| <b>Visados vivienda septiembre 2015: crecimiento que cierra un trimestre plano</b>        | 26.11.2015 | En septiembre se firmaron 4.419 visados de vivienda de obra nueva, el 2,9% más que en el mes anterior. Con ello se pone fin a un trimestre en el que los visados se han mantenido estables respecto al 2T15. Así, los visados firmados entre enero y septiembre aumentaron el 30,6% interanual. Por su parte, las obras de rehabilitación también mostraron una evolución positiva. | <a href="#">PDF</a> |
| <b>La Contabilidad Nacional confirma la moderación del crecimiento trimestral en 3T15</b> | 26.11.2015 | Tal y como se esperaba el avance trimestral de la economía española se moderó en 3T15. Sin embargo, la ralentización no fue homogénea como se preveía, sino que se concentró en la inversión y las exportaciones de bienes. Con todo, el avance observado es consistente con el escenario de BBVA Research, que contempla un crecimiento del 3,2% en 2015 y del 2,7% en 2016        | <a href="#">PDF</a> |
| <b>La estimación avance confirma la moderación de la caída del IPC en noviembre</b>       | 27.11.2015 | El indicador adelantado del IPC confirma que el descenso de los precios generales continuó moderándose en noviembre. Nuestras estimaciones sugieren que la energía sigue explicando la caída de los precios y que la inflación subyacente mejora paulatinamente   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>El optimismo aumenta entre los consumidores en noviembre, pero no en la industria</b>  | 27.11.2015 | A pesar de que las expectativas de los agentes son positivas, se siguen observando algunas señales mixtas que arrojan dudas sobre su recorrido alza en el corto plazo. Así, mientras que la confianza de los consumidores vuelve a mejorar, las expectativas de producción merman, explicando el nuevo retroceso de la confianza industrial   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>El comercio minorista inicia en positivo el 4T15</b>                                   | 30.11.2015 | Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio al por menor crecieron en octubre en línea con lo esperado. Alimentación, equipo personal y equipamiento del hogar, responsables del incremento de la facturación   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>El tercer trimestre de 2015 cerró con un saldo favorable en la balanza de pagos</b>    | 30.11.2015 | La balanza de pagos cerró el tercer trimestre del año con superávit por cuenta corriente que mejora el registrado al cierre del 1S15. Tanto el superávit en la balanza de bienes y servicios como el déficit en la balanza de rentas mejoraron en septiembre. Igualmente, los flujos de inversión hacia y desde el exterior evolucionaron positivamente                             | <a href="#">PDF</a> |
| <b>Las matriculaciones de turismos particulares sorprenden al alza en noviembre</b>       | 01.12.2015 | Cuando se corrigen los datos brutos de la estacionalidad propia del mes, las estimaciones de BBVA Research indican que las matriculaciones de turismos crecieron en noviembre más de lo esperado. Particulares y alquiladoras, responsables del ascenso de la demanda   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>La afiliación crece y el paro disminuye más de lo esperado en noviembre</b>            | 02.12.2015 | Los registros de noviembre confirman el dinamismo del mercado de trabajo apuntado por los datos de septiembre y octubre. Descartada la estacionalidad, las estimaciones de BBVA Research indican que el aumento de la afiliación se situó en torno a las 60 mil personas, mientras que la reducción del desempleo superó las 40 mil   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   La tendencia de la producción industrial se mantiene positiva en octubre</b>  | 04.12.2015 | La producción industrial (IPI) se comportó algo mejor de lo esperado en octubre, consolidando la tendencia al alza observada desde 2013. Sin embargo, siguen observándose algunas señales mixtas entre los componentes de la producción   | <a href="#">PDF</a> |

Fuente: BBVA Research y BLS

**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.