

## ACTIVIDAD

# España: la economía sigue creciendo en 3T, aunque menos de lo esperado

Unidad de España

14 de septiembre de 2017

La tendencia de las variables observadas indica que **el crecimiento de la economía española ha perdido tracción a lo largo del tercer trimestre del año**. Con cerca del 50% de la información disponible para 3T17, el modelo MICA-BBVA<sup>1</sup> estima que el **avance trimestral del PIB (t/t) podría moderarse 0,2pp y situarse en torno al 0,7%** (véase el Gráfico 1). De materializarse esta estimación supondría un moderado sesgo negativo sobre el crecimiento contemplado en el escenario de BBVA Research para el conjunto de 2017<sup>2</sup>.

## La demanda doméstica crece de forma sosegada, pese a la recuperación de la inversión en construcción residencial

Tal y como adelantaban los indicadores parciales de coyuntura, **los datos de la Contabilidad Nacional del 2T17 confirmaron que la demanda doméstica continuó siendo el soporte principal de la actividad (0,6pp t/t)**<sup>3</sup>. En particular, destacó el repunte de la construcción residencial (2,4% t/t) y la mejora del ritmo de crecimiento del consumo de los hogares (de 0,3pp hasta el 0,7% t/t). En contrapartida, la inversión en maquinaria y equipo se desaceleró tras el intenso repunte observado el trimestre precedente (0,5% t/t frente a 3,6% en 1T17), mientras que el consumo público prácticamente se estancó (0,2% t/t).

**De cara al tercer trimestre del año**, las señales que se extraen de los indicadores de gasto, expectativas y mercado laboral respaldan un crecimiento del **consumo privado** similar al registrado durante el trimestre pasado (en torno al 0,7% t/t) (véase el Gráfico 2). Asimismo, los datos de ejecución presupuestaria indican que el avance del gasto en consumo público podría haber sido cercano al registrado en 2T17 (en torno al 0,5% t/t). Por otro lado, se estima que **la inversión en maquinaria y equipo sigue creciendo** a un ritmo inferior que el registrado al arranque del año (en torno al 0,5% t/t; promedio 1T16-1T17: 1,3% t/t), mientras que la recuperación de **la inversión residencial** se consolida en tasas cercanas al 1,3% t/t (véanse los Gráficos 3 y 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/hCpYXg>

3: La evaluación detallada de los datos de la CNTR de 2T17 se encuentra disponible en <https://goo.gl/etH7fn>

## A pesar de la volatilidad de los flujos comerciales, la demanda externa neta contribuye al crecimiento

Con respecto a la demanda exterior, **el segundo trimestre de 2017 se caracterizó por la corrección a la baja de los flujos comerciales hacia y desde el exterior**. En particular, se observó un descenso de las exportaciones de bienes (-0,6% t/t) que compensó parcialmente el avance de las ventas de servicios, tanto turísticos (4,0%) como no turísticos (3,6% t/t). Lo anterior, junto a la caída marginal de las importaciones (-0,2% t/t) llevó a una **contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento del PIB (0,3 pp)**.

Con vistas al tercer trimestre, los indicadores disponibles sugieren **un crecimiento moderado de la venta de bienes y servicios al exterior**. Lo anterior respondería a un efecto base -tras el repunte de las exportaciones de servicios en 2T17-, así como a la relativa atonía que siguen experimentando las ventas de bienes (véase el Gráfico 5). En contraste, se estima que las importaciones han vuelto al terreno positivo tras el retroceso registrado al cierre del primer semestre. Con todo, se espera **una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento en 3T17, si bien menor que la observada durante el pasado trimestre**.

## El mercado laboral pierde dinamismo a lo largo del trimestre

**La afiliación a la Seguridad Social volvió a moderar el ritmo de recuperación en agosto** (hasta las 7 mil personas CVEC<sup>4</sup>, según las estimaciones de BBVA Research), encadenando así cuatro meses de desaceleración. De no revertirse esta tendencia en lo que resta del trimestre, la variación en el número de afiliaciones podría reducirse hasta el 0,5% t/t CVEC en 3T17, la mitad que en el segundo trimestre. De igual forma el paro registrado moderó su trayectoria decreciente el mes pasado (hasta -5 mil personas CVEC según las estimaciones de BBVA Research) lo que, de prolongarse, podría dar lugar a una caída para el conjunto del 3T17 inferior a la registrada en 2T17 (-1,0% t/t frente -3,7% t/t CVEC) (véase el Gráfico 6).

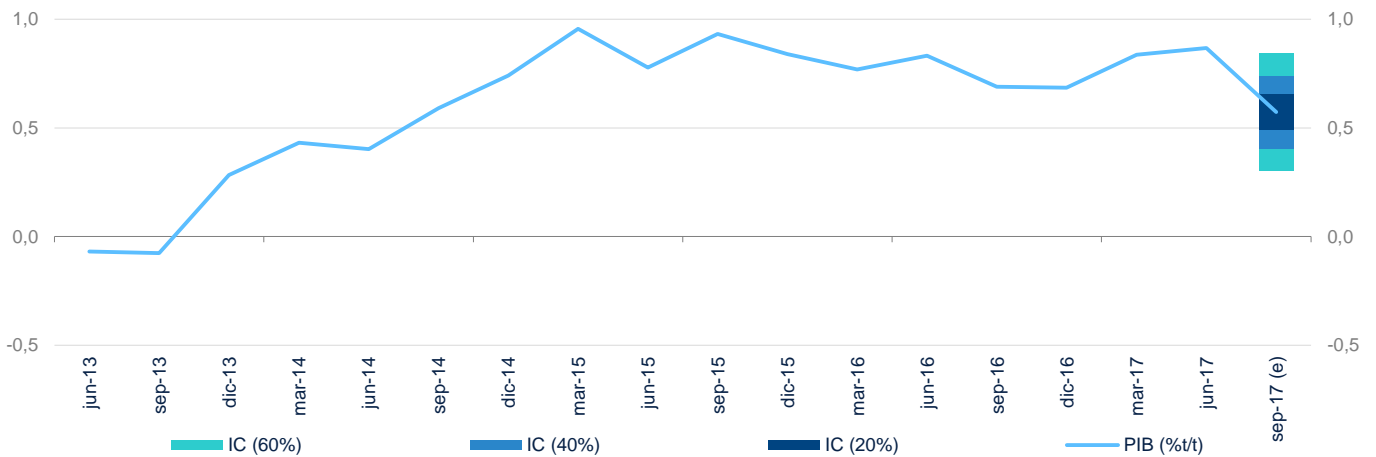
## La inflación aumentó en agosto, pero sólo transitoriamente

**La inflación se aceleró hasta el 1,6% a/a en agosto** debido, principalmente, a la subida de los precios de los carburantes. No obstante, la inflación subyacente se moderó hasta situarse en torno del 1,2% a/a (véase el Gráfico 7). Con todo, el crecimiento en los precios en julio fue 0,5pp superior que el registrado en el conjunto de los países de la UEM, aunque las estimaciones de BBVA Research indican que la diferencia podría haberse mantenido en 0,3pp si se toma como referencia el componente subyacente del IPC (sin alimentos no elaborados ni energía).

**Hacia delante, se prevé que la inflación vuelva a moderarse en lo que resta del ejercicio económico**. En este contexto, la reciente apreciación del tipo de cambio del euro añadirá una presión a la baja sobre las expectativas contempladas en el escenario de BBVA Research que, actualmente, sitúan la inflación general en torno al 1,9% a/a para el conjunto de 2017 (1,1% a/a en el caso de la subyacente).

4: CVEC: cifras Corregidas de Variaciones Estacionales y efecto Calendario.

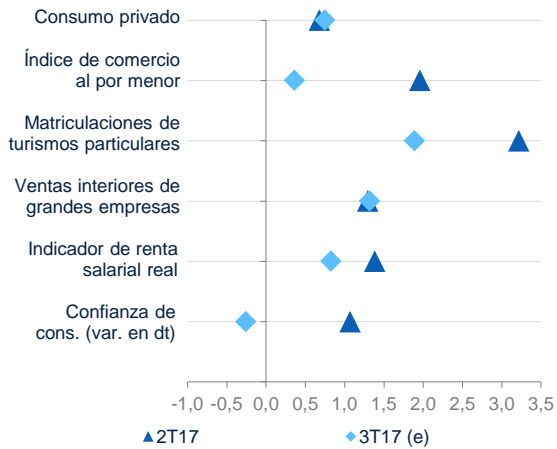
**Gráfico 1** España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (% t/t)



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research

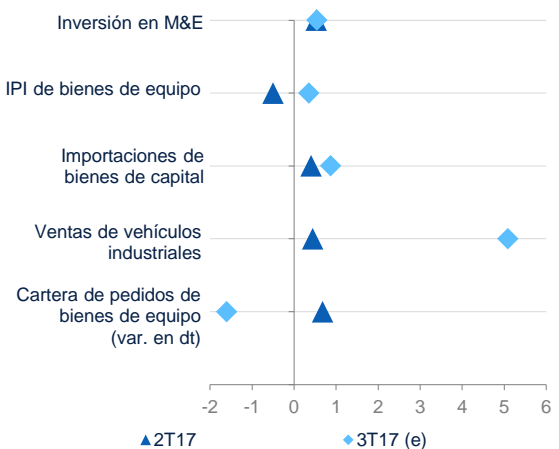
**Gráfico 2** España: selección de indicadores vinculados al consumo de los hogares (% t/t CVEC, salvo indicación contraria)



Fecha de estimación para datos no observados entre paréntesis

Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

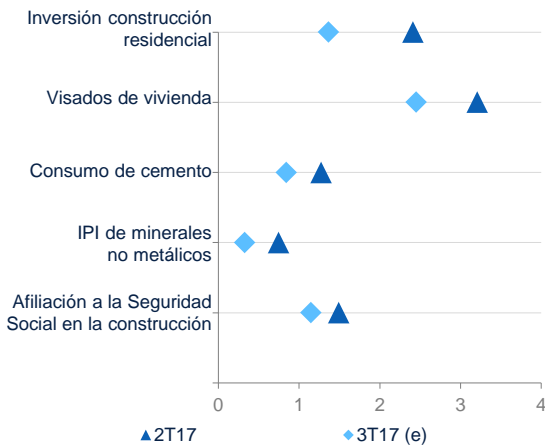
**Gráfico 3** España: selección de indicadores vinculados a la inversión en equipo y maquinaria (% t/t)



Fecha de estimación para datos no observados entre paréntesis

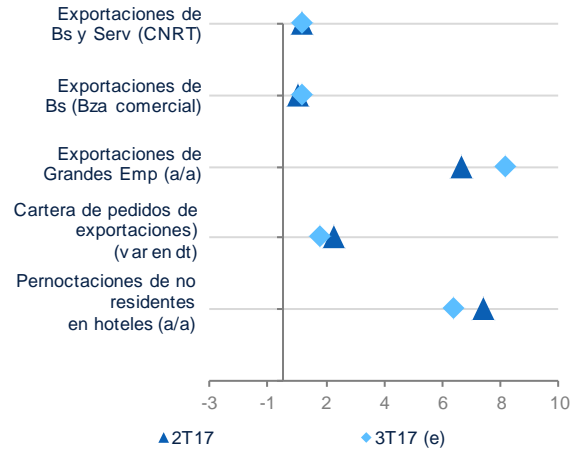
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

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



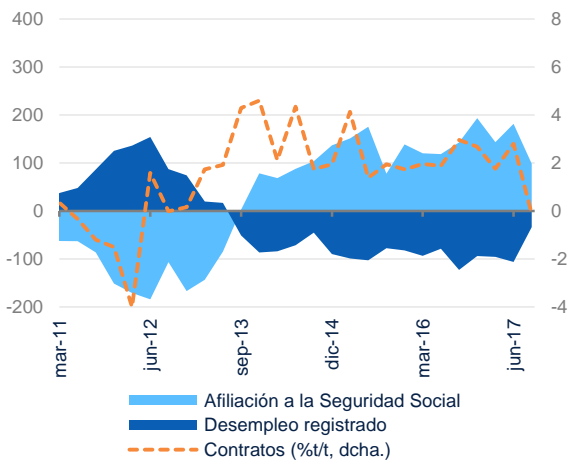
Fecha de estimación para datos no observados entre paréntesis  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

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



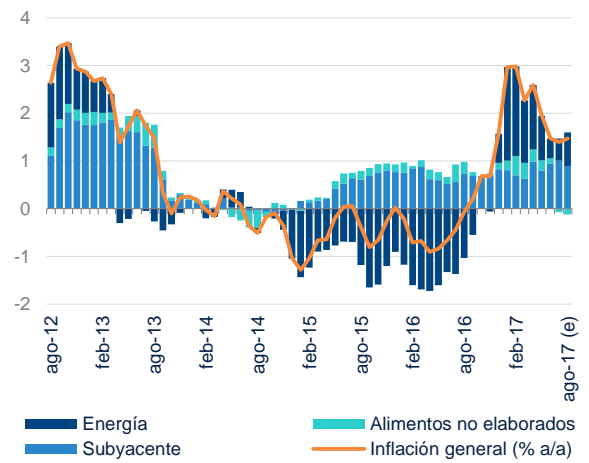
Fecha de estimación para datos no observados entre paréntesis  
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

**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 (p)</b> | <b>2018 (p)</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.