

# Observatorio Económico

## España

Madrid, 7 de septiembre de 2011  
Análisis Económico

Unidad de España

### 3T11: estancamiento con sesgos a la baja

- **La información conocida del tercer trimestre de 2011 anticipa que la economía española habría moderado ligeramente su ritmo de crecimiento**

De consolidarse las tendencias observadas en los indicadores disponibles a la fecha de cierre de este observatorio, el crecimiento intertrimestral en 3T11 se situaría en el 0,1%, por debajo de lo observado en los trimestres inmediatamente anteriores e insuficiente para crear empleo sin la ayuda de la estacionalidad.

Con todo, conviene resaltar que a partir del mes de noviembre, coincidiendo con la publicación de la CNTR para el 3T11, la Contabilidad Nacional de España cambia su base metodológica para adoptar el año 2008 como nueva referencia de base. Como consecuencia las series históricas podrían ser susceptibles de cambios estadísticos significativos que repercutirían en nuestras proyecciones a lo largo de todo el horizonte de previsión.

- **Los indicadores de consumo e inversión continúan reflejando la debilidad de la recuperación de la demanda doméstica privada**

La tendencia se corresponde con unos fundamentales que continúan débiles y que no modifican las expectativas sobre una recuperación lenta de la demanda interna. Expectativas que pueden verse afectadas negativamente por el clima de incertidumbre sobre el crecimiento internacional y las mayores tensiones financieras. La finalización o puesta en marcha de incentivos fiscales y el proceso de reducción del déficit público continúan marcando la evolución de algunos sectores.

- **Por su parte, las exportaciones presentan una desaceleración desde niveles relativamente elevados**

Aunque la desaceleración podría ser temporal, un crecimiento menor del esperado en los países desarrollados, la caída de las confianzas de consumidores y empresas en estos países y el importante incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales han aumentado significativamente los riesgos a la baja.

- **El cambio de tendencia en los precios de los carburantes, así como la debilidad de la demanda interna, sugieren que la inflación caerá hacia final de año**

La inflación se mantendrá contenida y, en el escenario más probable, se reanudará el proceso de ganancia de competitividad de la economía española en 2012.

- **La desaceleración de los ingresos públicos puede poner en peligro los objetivos de déficit si no se contiene rigurosamente el gasto**

Los últimos datos disponibles muestran una desaceleración en la recuperación de los principales ingresos tributarios como consecuencia de un descenso de las bases imponibles.

## Los datos de Contabilidad Nacional del segundo trimestre del año, en línea con el escenario de BBVA Research

En línea con nuestras expectativas, la economía española volvió a crecer de forma moderada en el segundo trimestre de 2011, esta vez en torno al 0,2% t/t (0,7% a/a), lo que supone una desaceleración de 0,2pp respecto al crecimiento del 1T11. El detalle de la contabilidad nacional revela que, a pesar de la esperada corrección a la baja de los flujos comerciales, la principal fuente del crecimiento sigue siendo la demanda externa neta, mientras que la debilidad de la demanda doméstica continúa lastrando el avance coyuntural. De particular importancia ha sido la caída observada en el consumo público, que corrige la desviación del 1T11 y que apunta a que se acelera el proceso de consolidación fiscal. El incremento de 0,6% t/t en el consumo de los hogares no es sostenible dada la negativa evolución de sus fundamentales (con excepción de los precios, sobre todo de los carburantes), y pudo deberse a una reducción del ahorro, por lo que no se espera que se mantenga este ritmo de crecimiento en el futuro. Las exportaciones, por su parte, cayeron por primera vez en términos intertrimestrales desde junio de 2009, en parte como consecuencia de factores transitorios (Japón, crisis del pepino), pero también por la desaceleración en la actividad a nivel global.

A pesar de su debilidad, el citado avance fue suficiente para procurar el primer crecimiento trimestral de la ocupación a tiempo completo (91,0 miles de puestos de trabajo) que, sin embargo, en términos interanuales permaneció en cota negativa (-1% a/a), traduciéndose en un nuevo incremento de la productividad aparente del factor trabajo. Lo anterior, unido al crecimiento moderado de la remuneración por asalariado, ha tenido como resultado una nueva reducción de los costes laborales unitarios.

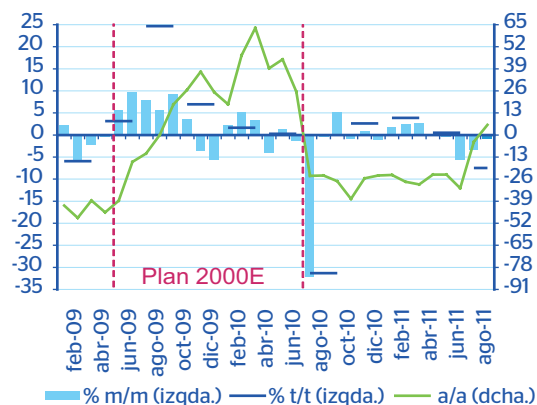
## Los registros de julio y agosto no indican un cambio de tendencia en lo que respecta al consumo de los hogares, aunque sí un sesgo negativo

Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes y el efecto calendario (cvec), las ventas reales del comercio minorista crecieron moderadamente en julio (0,4% m/m; -5,1% a/a) tras permanecer prácticamente estancadas el mes anterior. Esto después de que desde el segundo trimestre de 2010 las caídas trimestrales (cvec) hayan rondado entre el 1 y el 2% por trimestre. Los datos de agosto y septiembre serán fundamentales para determinar si la estabilización que se ha observado durante los dos registros se consolida.

Respecto a otros indicadores, durante el mes de agosto las matriculaciones de automóviles continuaron mostrando una fuerte debilidad al caer un 0,9% m/m (cvec). Así, las matriculaciones de particulares condicionaron negativamente las ventas, con una caída del 6,0% que supone una contribución de -3,8pp al crecimiento interanual del total de ventas. Por su parte, aunque los niveles de las ventas siguen evidenciando la debilidad de la demanda, tanto de empresas como de alquiladoras (con 18,2 y 2,2 miles de matriculaciones), se observó un crecimiento del 30,4% y del 4,9% respecto al mismo periodo del año anterior.

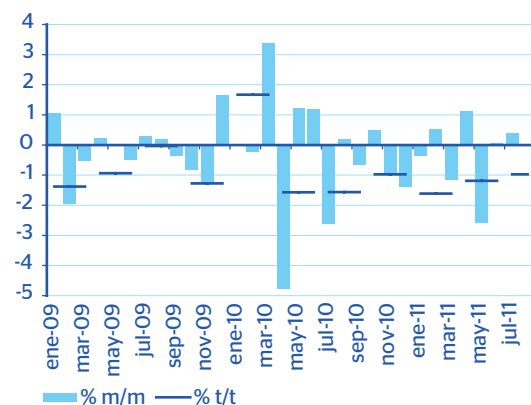
Otro indicador que apunta a expectativas de gasto privado relativamente débiles es la confianza de las familias. En particular, las expectativas de los consumidores sobre la situación económica general en los próximos doce meses empeoraron 6,3 puntos, contribuyendo en 1,6 puntos al deterioro de la confianza del consumidor. Por orden de magnitud le siguen a este último el deterioro de las expectativas sobre desempleo y la situación financiera (+4,6 y -3,8 puntos), que explican respectivamente -1,2 y -1,0 puntos del retroceso. Por su parte, las expectativas sobre el ahorro mejoraron de forma marginal (+0,4 puntos), registrando una contribución positiva a la variación de la confianza de los consumidores (0,1 puntos). A pesar de que la tendencia es negativa, los niveles de confianza no alcanzan, ni mucho menos, el deterioro observado, por ejemplo, hace 3 años.

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 Garvam

Gráfico 2

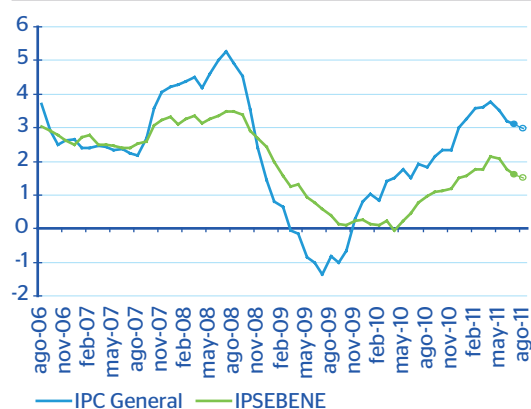
**España: comercio al por menor (precios constantes. Datos CVEC)**


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

## La inflación continúa con su senda descendente como consecuencia, principalmente, de la moderación en el precio de los carburantes

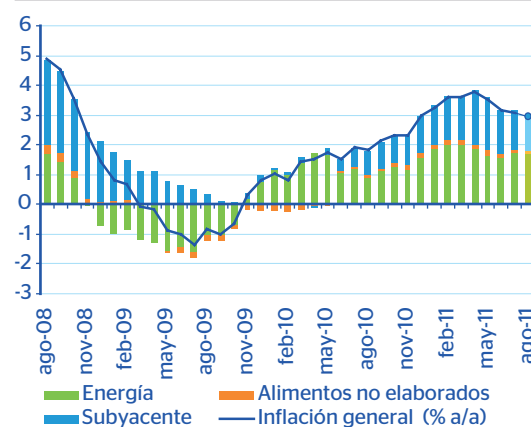
Según el indicador adelantado del IPC, la inflación anual se desaceleró en agosto 0,2pp hasta el 2,9% a/a, cifra ligeramente inferior a nuestra previsión central (3,0% a/a). La inflación anual medida a través del IPCA se habría desacelerado en 0,3pp hasta el 2,7% a/a. A la espera de conocer los resultados detallados, nuestras estimaciones apuntan a una desaceleración del componente subyacente de 0,1pp hasta el 1,5% a/a. De mantenerse las actuales tendencias, es probable que la inflación interanual continúe moderándose, en línea con nuestras previsiones de un crecimiento en precios promedio el próximo año alrededor del 1,5% a/a.

Gráfico 3

**España: inflación (tasa de variación interanual)**


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4

**España: contribuciones al crecimiento de la inflación general**


Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Continúa el ajuste de la cuenta corriente por la mejora tanto de la balanza de bienes como de la de servicios

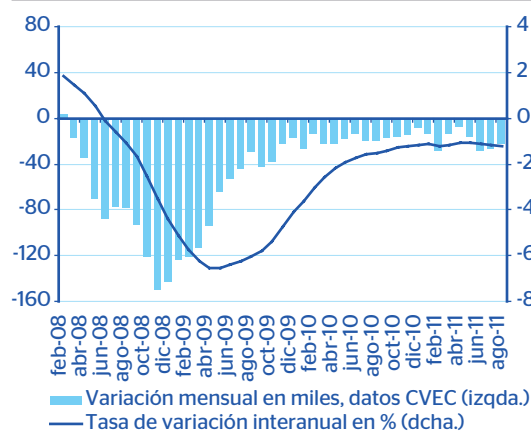
El saldo de la balanza por cuenta corriente en acumulado a 12 meses de junio ascendió a -45 mil millones de euros, suponiendo una reducción del déficit exterior cercana a 1,5 miles de millones de euros. El dato de junio acumulado a 12 meses revela un ajuste notable del déficit de la balanza de bienes (0,5 mil millones de euros menos), disminución que se encuentra en sintonía con los datos que se desprendieron de la balanza comercial de junio y que vendría explicada por el buen comportamiento del déficit de bienes no vinculado a la energía. De la misma forma, destaca el notable incremento del superávit de servicios que cierra junio con un registro acumulado a 12 meses de 31 mil millones de euros (1,2 miles de millones de euros adicionales).

## Los registros de agosto indican que el mercado laboral sigue sin experimentar cambios significativos en su tendencia de corto plazo

Las cifras (cvec) indican que la afiliación media a la Seguridad Social cayó en 22 mil personas en agosto, en línea con lo previsto y consistente con las reducciones observadas durante los dos meses anteriores. Por lo tanto, aunque no se observa un deterioro adicional del mercado laboral, se estabiliza la destrucción de empleo en niveles preocupantes. Industria y, sobre todo, construcción volvieron a ser los sectores responsables del deterioro del empleo (cvec) mientras que agricultura y servicios apenas experimentaron cambios. El desempleo, por su parte, aumentó principalmente por causas estacionales, ya que los datos (cvec) sugieren un aumento del paro en torno a 12 mil personas, con los servicios como los principales causantes del incremento.

Gráfico 5

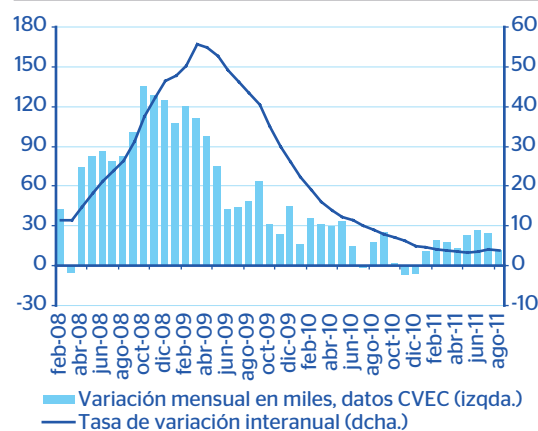
### España: afiliación media a la Seguridad Social



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 6

### España: desempleo registrado



Fuente: BBVA Research a partir de SPEE

## La desaceleración de los ingresos públicos puede poner en peligro los objetivos de déficit si no se contiene rigurosamente el gasto

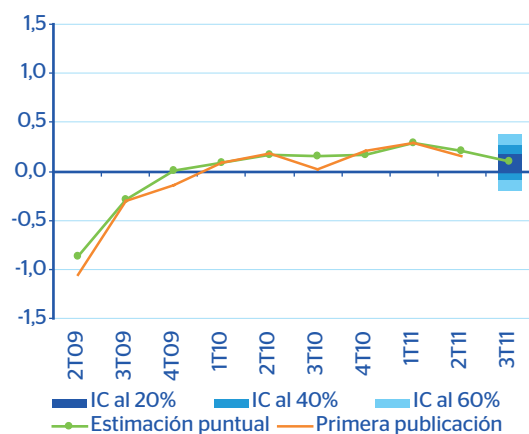
El déficit del Estado acumulado a julio de 2011 se situó en el 2,09% del PIB, 0,34pp menos que el déficit registrado en el mismo periodo de 2010. El ajuste del gasto continúa concentrándose en el gasto de capital y en las transferencias entre administraciones públicas, aunque se aprecian recortes en prácticamente todas las partidas, menos en el pago por intereses de la deuda que sigue creciendo a ritmos elevados. En cuanto a la recaudación de las principales figuras tributarias, los datos de julio muestran una moderación en su recuperación como consecuencia de un descenso en las bases imponibles. En resumen, los datos confirman que los ingresos continúan en línea con lo esperado y que el Estado mantiene el ritmo de ajuste consistente con sus objetivos de fin de año. Sin embargo, el cumplimiento de estos objetivos por parte del estado podría ser insuficiente para compensar las desviaciones que puedan producirse por parte de otras AA.PP. Las incertidumbres se centran en la consecución de los objetivos presupuestarios por parte de las comunidades autónomas (al cierre de este Observatorio solo se conocen datos del 1T11) y, en menor medida, por parte de la Seguridad Social.

## El crecimiento del tercer trimestre de 2011 está siendo menor que el del primer semestre del año

En síntesis, con cerca del 46% de la información referente al tercer trimestre de 2011 que utiliza nuestro modelo MICA-BBVA, la previsión en tiempo real del crecimiento del PIB para ese trimestre se sitúa en el 0,1% t/t, ligeramente por debajo del crecimiento proyectado en nuestro escenario central (0,2% t/t) y del crecimiento observado en los dos últimos trimestres. Como señalamos en la última publicación de nuestra revista trimestral Situación España de principios de agosto<sup>1</sup>, la recuperación de la economía continúa siendo excesivamente débil e incapaz de evitar una contracción del empleo, una vez que se corrigen los datos de estacionalidad. En todo caso, el crecimiento es consistente con nuestro escenario central en el que esperamos un avance del PIB cercano al 0,9% para el conjunto de 2011.

Gráfico 7

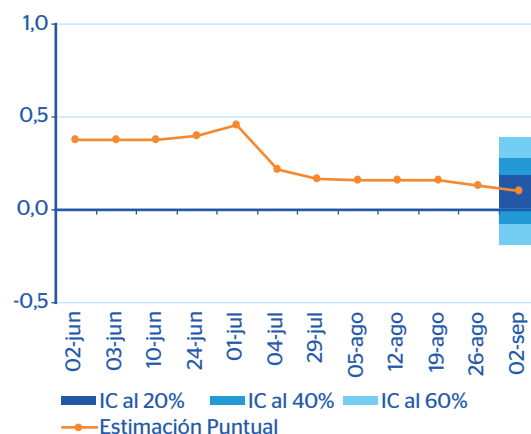
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%t/t)**



Previsión actual: 2 de septiembre de 2011  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8

**España: previsiones de crecimiento del PIB para 3T11 en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación (%t/t)**



Fuente: BBVA Research

<sup>1</sup>: Disponible en: [http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/Descargas?pais=ESPA&canal=web&tipocontenido=AFON&idioma=ESP&pdf=/fbn/mult/1105\\_Situacionespana\\_tcm346-256519.pdf&ididoc=es&tipopublicacion=Situacion\\_Espana&tematica=/MACR/RVSE/](http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/Descargas?pais=ESPA&canal=web&tipocontenido=AFON&idioma=ESP&pdf=/fbn/mult/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf&ididoc=es&tipopublicacion=Situacion_Espana&tematica=/MACR/RVSE/)

**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](http://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.

**BBVA Research España:**

Economista Jefe  
**Miguel Cardoso**  
+34 91 374 39 61  
miguel.cardoso@bbva.com

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

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

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

**Leticia Riva**  
leticia.riva@bbva.com  
+34 91 374 62 66

**Miguel Pérez**  
+34 91 374 75 28  
m.perezvillaseca@bbva.com

**Virginia Pou**  
+34 91 537 77 23  
virginia.pou@bbva.com

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

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

**BBVA Research**

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

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

China  
**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hk

India  
**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbvafrances.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

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

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

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubio@bbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global  
**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

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