

## ACTIVIDAD

# España: el dinamismo prosiguió durante el 3T14

Unidad de España

## El ritmo de expansión de la economía continúa siendo saludable

La tendencia de las variables observadas a la fecha de cierre de este informe indica que **la recuperación de la economía española se prolongó durante el tercer trimestre de 2014**. Con cerca del 80% de la información para el 3T14, el modelo MICA-BBVA estima un **crecimiento trimestral del PIB (t/t) en torno al 0,5%** que, de confirmarse, implicaría una moderación marginal del ritmo de expansión (0,6% t/t en 2T14)<sup>1</sup>. La mejora de la actividad siguió acompañada de creación de empleo lo que, en esta ocasión, podría haber dado lugar a un estancamiento o incluso una ligera disminución de la productividad.

**La reducción de la incertidumbre y una política fiscal menos contractiva habrían vuelto a contribuir al crecimiento de la demanda interna** (principalmente, la privada). En lo que respecta a los flujos comerciales, los indicadores parciales de coyuntura sugieren que la falta de tracción de las exportaciones observada a finales de 2013 y principios de 2014 sigue remitiendo, a pesar de la debilidad que evidencian algunos indicadores de la demanda europea. Aunque **las dudas sobre la recuperación en Europa suponen un sesgo negativo sobre las previsiones de crecimiento, BBVA Research estima que la economía española crecerá al menos un 2,0% en 2015<sup>2</sup>**.

**Con todo, se mantiene la valoración sobre los factores que subyacen a la recuperación de la economía española.** A medio plazo, las reformas estructurales, el cambio de modelo productivo orientado hacia las exportaciones, los menores requerimientos de consolidación fiscal, una política monetaria más expansiva y la absorción de los desequilibrios son fundamentales para que la reactivación económica siga consolidándose.

## Tanto la demanda doméstica como la externa crecen

El segundo trimestre del año se caracterizó por una vigorosa expansión de la demanda doméstica, tanto privada como pública, y una mejoría progresiva de las exportaciones españolas<sup>3</sup>. **La información disponible sugiere que, aunque algunos de los estímulos transitorios a la demanda continúan reduciendo su incidencia, la composición del crecimiento podría haber sido similar en el tercer trimestre del año.**

**Por el lado de la demanda doméstica privada, se estima que la recuperación continuó, pero a un ritmo ligeramente menor que el observado en el primer semestre.** Si bien los ingresos y las expectativas de los hogares evolucionaron favorablemente durante el 3T14, algunos indicadores de gasto se debilitaron (por ejemplo, las matriculaciones de turismos y las ventas interiores de grandes empresas). Igualmente, la evolución de la confianza y la producción industriales, de los PMI manufactureros y de los flujos comerciales sugiere un crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo algo menor que el registrado en el trimestre precedente.

Por su parte, **las variables relativas a la inversión residencial revelan que tanto la oferta como la demanda se encuentran próximas a su punto de inflexión.** Corregida la variación estacional y el efecto

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: [https://www.bbva.com/content/uploads/migrados/WP\\_1021\\_tcm348-231736.pdf](https://www.bbva.com/content/uploads/migrados/WP_1021_tcm348-231736.pdf)

2: La descripción del escenario económico de BBVA Research para el bienio 2014-2015 se encuentra en la revista Situación España correspondiente al tercer trimestre de 2014, disponible en: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-espana-2/>.

3: La evaluación detallada de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral del 2T14 se encuentra disponible en: [https://www.bbva.com/content/uploads/2014/08/CNT\\_2T14.docx\\_e.pdf](https://www.bbva.com/content/uploads/2014/08/CNT_2T14.docx_e.pdf).

de calendario (CVEC), en julio se observó un nuevo repunte de los visados de construcción de vivienda de obra nueva. Respecto a las ventas, el retroceso marginal observado en julio indica que el mercado de vivienda se mantiene dentro de la estabilización previa a la recuperación. Hacia delante, los fundamentos de la inversión residencial permiten adelantar la continuidad de esta tendencia, que podría resultar en **tasas de crecimiento positivas, aunque moderadas y desde niveles muy bajos, durante lo que resta del segundo semestre del año.**

**En lo que respecta a la demanda exterior**, los indicadores de expectativas (cartera de exportaciones de la industria) y de ingresos (balanza comercial y ventas exteriores de bienes y servicios de grandes empresas) señalan que, **si bien los principales socios comerciales evolucionan a ritmo dispar, las exportaciones de bienes y servicios no turísticos continúan recuperándose.** Igualmente, la tendencia de los indicadores vinculados al consumo de no residentes (viajeros y gasto de los turistas extranjeros) apuntan a una evolución positiva en el periodo estival.

## La demanda pública deja de lastrar el crecimiento, pero no compromete el cumplimiento de los objetivos presupuestarios

**La información más reciente señala el cambio de tono del gasto en consumo público** que, en el escenario más probable, contribuirá positivamente al crecimiento de la economía española en el conjunto del año. Así, los datos de ejecución presupuestaria hasta julio apuntan a una corrección muy moderada de esta partida de la demanda, que sería insuficiente para compensar el intenso crecimiento observado durante el primer semestre del año (4,5 pp en términos reales entre diciembre de 2013 y junio de 2014, según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral del 2T14).

Con todo, **la recuperación económica, junto con el menor ajuste requerido, avalan el cumplimiento de los objetivos presupuestarios para el año en curso.** Al respecto, los datos de ejecución presupuestaria hasta julio muestran que el déficit público (excluidas las corporaciones locales) se habría situado en torno al 3,9% del PIB, cinco décimas por debajo del observado el año anterior. El Estado registró hasta agosto un déficit acumulado de 3,3% del PIB, mejorando en 0,5 pp el registro de 2013.

## Los registros laborales han ido de menos a más durante el tercer trimestre

Aunque los registros laborales de septiembre mejoraron las expectativas, no compensaron completamente el inicio débil del trimestre. Con todo, las estimaciones de BBVA Research<sup>4</sup> indican que **el número de afiliados a la Seguridad Social creció el 0,5% t/t CVEC en el 3T14** (0,6% descontada la pérdida de cuidadores no profesionales), lo que supone una desaceleración de tan sólo una décima respecto a lo observado en el 2T14. **La reducción del desempleo registrado se moderó de forma más intensa, hasta el -0,7% t/t CVEC desde el -1,9% del trimestre anterior.** La contratación prácticamente se estancó (0,1% t/t CVEC), debido a la temporal (0,0% t/t CVEC) y, en menor medida, a la indefinida (1,1% t/t CVEC). Así, el porcentaje de contratos temporales se redujo 0,1 pp hasta el 91,8% CVEC.

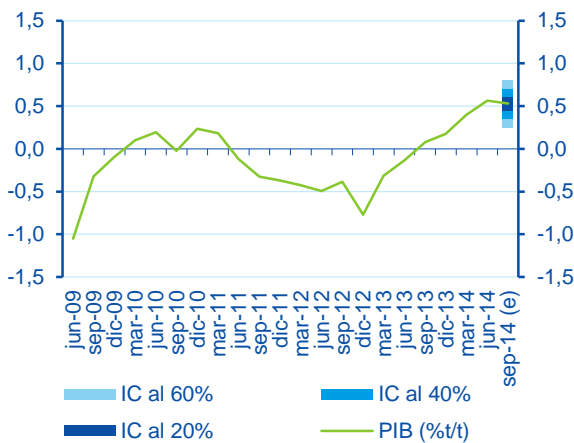
## La corrección de las necesidades de financiación de la economía española se interrumpe temporalmente

Tras mantener una posición superavitaria durante prácticamente un año, el saldo de la balanza por cuenta corriente registró una posición deficitaria en acumulado a doce meses al cierre del primer semestre. Sin embargo, el proceso de corrección de las necesidades de financiación de la economía española se corresponde, principalmente, a la mejora del componente estructural y, por tanto, el déficit por cuenta

4: 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.

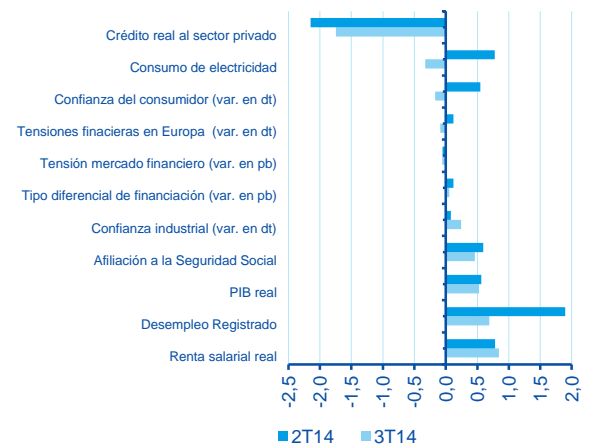
corriente observado debería ser de carácter temporal<sup>5</sup>. En este contexto **la economía española debería exhibir capacidad de financiación respecto al resto del mundo durante el bienio 2014-2015**, siempre y cuando se mantenga el compromiso con la devaluación interna, las reformas estructurales y las ganancias de competitividad.

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

5: 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: [https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/migrados/131028\\_Observatorio\\_Cuenta\\_Corriente\\_Espa\\_a\\_Esp\\_tcm346-407130.pdf](https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/migrados/131028_Observatorio_Cuenta_Corriente_Espa_a_Esp_tcm346-407130.pdf)

Cuadro 1

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

| Nombre del Flash  | Fecha      | Resumen  | Enlace              |
|---|------------|--|---------------------|
| <b>España   Producción Industrial en julio</b>  | 10.09.2014 | La producción industrial arrancó el tercer trimestre con un estancamiento mensual, que consolida la desaceleración de la tendencia alcista emprendida un año atrás   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   La inflación disminuyó dos décimas hasta el -0,5% a/a en agosto</b>                               | 12.09.2014 | El descenso esperado de la inflación se debió principalmente a la caída de los precios de la energía y la absorción del efecto base en los precios de los alimentos. En línea con las expectativas, los precios subyacentes se mantuvieron estancados. Hacía delante, se mantiene nuestro escenario de bajas tasas de inflación, pudiéndose volver a registrar tasas negativas en el corto plazo.  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   La deuda pública modera su crecimiento durante el segundo trimestre</b>                           | 12.09.2014 | La deuda de las administraciones públicas españolas volvió a crecer durante el segundo trimestre del año, aunque a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior. Dicho incremento ha estado impulsado nuevamente por los mecanismos de provisión de liquidez a las administraciones territoriales  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Compraventa de viviendas julio de 2014: ventas algo más débiles dentro de la estabilidad</b>      | 15.09.2014 | En julio de 2014 se vendieron 32.545 viviendas según los datos del Consejo General del Notariado. Una vez corregida la serie de las variaciones estacionales propias del mes, las ventas cayeron el 1,5% respecto al mes anterior. Pese a todo, las operaciones siguen dentro de la estabilidad iniciada hace algunos meses.   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Balanza comercial de julio 2014</b>   | 17.09.2014 | El déficit de la balanza comercial acumulado a 12 meses hasta julio de 2014 empeoró una décima respecto a junio, y se situó en el -2,2% del PIB. Una nueva reducción del superávit no energético se encuentra tras el deterioro del déficit comercial. El dato de julio consolida la recuperación de las exportaciones de bienes.  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Los depósitos de hogares y empresas aumentan en agosto</b>  | 25.09.2014 | En agosto, los depósitos de hogares y empresas evolucionan en línea con lo esperado y crecen 2bn€  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Avance del IPC de septiembre: la caída de los precios se modera en línea con lo esperado</b>      | 29.09.2014 | El indicador adelantado del IPC confirma la moderación esperada de la caída interanual de los precios al consumo derivada, principalmente, de la absorción de efectos base en los precios de los alimentos. Nuestras estimaciones sugieren que los precios subyacentes se habrían mantenido estancados.  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Repunte de las ventas minoristas en agosto, mayor que el previsto</b>                             | 29.09.2014 | Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio minorista aumentaron el 2,8% en agosto, más de lo esperado. Si bien la facturación creció en todos los tipos de productos, la ocupación apenas varió.  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Confianza industrial y del consumidor en septiembre de 2014: optimismo moderado</b>               | 29.09.2014 | A pesar de que los datos de septiembre no son positivos, las expectativas de los agentes durante el conjunto del 3T14 revelan optimismo: la confianza de los consumidores se moderó, pero tanto ésta, como la confianza industrial se mantuvieron por encima de los registros precrisis. Así, los datos conocidos hoy refuerzan el escenario de BBVA Research: la recuperación continúa, pero se desacelera marginalmente en el 3T14.  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Visados de construcción de vivienda de obra nueva junio y julio 2014: leve mejoría</b>            | 30.09.2014 | Durante el mes de junio la firma de visados cayó el 5,1% respecto al mes anterior, un retroceso que logró recuperarse en julio, cuando los visados firmados crecieron el 13,1% m/m, por encima de lo esperado. Con esto los visados firmados en los siete primeros meses del año superaron los del mismo periodo del año anterior, lo que puede suponer el inicio de la recuperación de la actividad constructora, aunque el nivel permanece muy bajo. Por su parte, la rehabilitación sigue sin mostrar síntomas de recuperación. | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Las matriculaciones de turistas retrocedieron en el 3T14 a pesar del incremento en septiembre</b> | 01.10.2014 | Cuando se corrigen los datos brutos de la estacionalidad propia del mes, las estimaciones de BBVA Research indican que el número de turistas matriculados en septiembre aumentó en línea con lo previsto. Con todo, las matriculaciones se redujeron en el conjunto del 3T14 después de tres trimestres de ascensos consecutivos.  | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Déficit de las AA. PP., en línea con el objetivo</b>  | 01.10.2014 | Continúa la mejora del déficit público, incrementando la probabilidad de cumplimiento del objetivo conjunto de final de año. No obstante, se mantiene el riesgo de incumplimiento para el conjunto de comunidades autónomas.   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Los registros laborales han ido de menos a más durante el tercer trimestre</b>                    | 02.10.2014 | Aunque los registros laborales de septiembre mejoraron las expectativas, solo compensaron parcialmente el inicio débil del trimestre. Con todo, las estimaciones de BBVA Research indican que la afiliación a la Seguridad Social volvió a crecer en el conjunto del 3T14, mientras que la contratación prácticamente se estancó y el desempleo continuó reduciéndose.   | <a href="#">PDF</a> |
| <b>España   Producción industrial en agosto</b>   | 08.10.2014 | La producción industrial creció marginalmente en agosto y evidenció una evolución dispar entre sus componentes   | <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.