

ACTIVIDAD

España: la recuperación de la actividad y del empleo toma impulso en el 4T14

Unidad de España

El crecimiento económico se acelera en la recta final del año

La tendencia de las variables observadas indica que **la recuperación de la economía española prosigue al cierre de 2014**. Con cerca del 50% de la información disponible para el 4T14, el modelo MICA-BBVA estima un **crecimiento trimestral del PIB (t/t) entre el 0,6% y el 0,7%** que, de confirmarse, supondría una aceleración del ritmo de expansión, inesperada a principios del trimestre (BBVA Research: 0,5% t/t, igual que en 2T14 y 3T14)¹. La mejora de la actividad podría verse acompañada de una intensificación en la creación de empleo lo que, probablemente, daría lugar a un estancamiento o incluso una reducción de la productividad.

El desempeño positivo de la demanda nacional (principalmente, la privada) se apoya en factores estructurales, tales como la corrección de los desequilibrios internos, algunas de las reformas ejecutadas y las menores tensiones financieras. Pero también existen otros, en particular **el reciente cambio de tono de la política fiscal y la política monetaria, que estimulan la demanda en el corto plazo**². En lo que respecta a los flujos comerciales, los indicadores parciales de coyuntura confirman la **fortaleza de las exportaciones españolas, en un entorno exterior complejo** marcado por la ausencia de dinamismo de la economía europea.

Aunque de momento **se mantienen las previsiones de crecimiento** contempladas en nuestro escenario central (1,3% y 2,0% para 2014 y 2015, respectivamente), **tampoco ha cambiado la valoración sobre los sesgos presentes en el escenario**³. **Por el lado negativo el elemento más importante para España sería un episodio de estancamiento prolongado o recesivo en la UEM** que, de producirse, debilitaría a las exportaciones españolas y, con ellas, al resto de la economía. Asimismo, eventos externos de carácter geopolítico han incrementado la incertidumbre desde mediados de año, lo que podría afectar a las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas. **Por el lado positivo, el precio de petróleo se mantiene por debajo del estimado en el escenario central de BBVA Research**. De dilatarse en el tiempo, y de confirmarse que su origen no está en la debilidad de la demanda global sino en la ampliación de la oferta de crudo, esta presión en los precios supondría un bálsamo para el sistema productivo y, por tanto, un sesgo positivo sobre el crecimiento⁴.

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://www.bbvarresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012.

2: Para más información sobre los efectos de los cambios recientes de la política fiscal y monetaria véanse los recuadros 2 y 3 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2014, disponible en: https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana_4T14-web.pdf

3: La descripción del escenario económico de BBVA Research para el bienio 2014-2015 se encuentra en la sección 2 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2014, disponible en: https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana_4T14-web.pdf

4: Las estimaciones de BBVA Research señalan que, de tratarse de un aumento relativo de la oferta de petróleo, una reducción temporal (en torno a doce meses) del precio equivalente a un 20% podría tener un impacto en el PIB cercano a 1,0 pp durante un año. Si la perturbación fuese de carácter permanente, podría incrementar el PIB en torno a 1,2 pp.

Los componentes de la demanda privada no muestran síntomas de agotamiento

El tercer trimestre del año se caracterizó por el crecimiento generalizado de la demanda agregada⁵. En el ámbito doméstico privado, volvió a destacar el **sólido avance tanto del consumo de los hogares (0,8% t/t) como de la inversión en maquinaria y equipo (1,7% t/t)**, que encadenaron, respectivamente, seis y siete trimestres en positivo. A esta dinámica expansiva se unió durante el pasado trimestre **la inversión en vivienda que, tal y como se esperaba, registró tasas de variación positivas por primera vez desde 2007 (1,4% t/t)⁶.**

En lo que respecta a la demanda externa, **se registró una enérgica expansión de las exportaciones (3,5% t/t; BBVA Research: 1,6% t/t)** a pesar del bajo crecimiento que mostró la zona del euro (0,2% t/t según la estimación avance de Eurostat). Sin embargo, el tono positivo de la demanda final dio lugar a un **repunte de las importaciones algo más intenso que el anticipado (4,7% t/t BBVA Research: 1,4% t/t)**, lo que derivó en un retroceso inesperado de la demanda externa neta.

De cara al cierre del año, la información disponible sugiere que la composición del crecimiento podría equipararse a la observada en el 3T14. En lo que respecta a la demanda exterior, los indicadores de expectativas (cartera de exportaciones de la industria) y gasto (ventas exteriores de bienes y servicios de grandes empresas) señalan que, **a pesar de que la recuperación en Europa sigue siendo débil, las exportaciones de bienes y servicios no turísticos continúan creciendo.** Asimismo, la tendencia de los indicadores vinculados al consumo de no residentes en el territorio nacional (viajeros y gasto de los turistas extranjeros) adelantan un nuevo crecimiento durante el otoño.

Por el lado de la demanda doméstica privada, no se detectan claros signos de desaceleración tras los repuntes observados hasta el 3T14. Así, los indicadores de gasto en consumo y expectativas de los hogares (matriculaciones de turismo, comercio al por menor y confianza de los consumidores) señalan que **el gasto real podría aumentar entre 5 y 8 décimas en el 4T14⁷.** Igualmente, la evolución de la confianza industrial, de los PMI de manufacturas y de los flujos comerciales adelanta un nuevo **crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo similar al registrado en el trimestre precedente. Finalmente, los fundamentos de la inversión residencial permiten confirmar el cambio ciclo tanto de la oferta como de la demanda**, de forma que se podrían volver a observar tasas de crecimiento positivas en el trimestre en curso, aunque moderadas y desde niveles muy bajos⁸.

El ajuste del consumo público parece haber tocado suelo, pero no obstaculiza el cumplimiento de los objetivos presupuestarios

El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 3T14 volvió a revelar **sorpresas en lo que respecta a la demanda pública.** Tras la corrección al alza observada en el 1T14 (1,1% t/t), y el estancamiento en el 2T14 (-0,1% t/t) se esperaba que el consumo real de las AA. PP. retrocediera el -0,5% t/t el pasado trimestre. Sin embargo, los datos publicados revelaron una variación insignificante en esta partida de la demanda (0,1% a/a). Este estancamiento inesperado y el comportamiento del déficit de las AA. PP. implican que **el cumplimiento de los objetivos presupuestarios está descansando principalmente en la recuperación de los ingresos** -alentada por la ganancia de tracción de la economía- y por la reducción que se viene observando en otras partidas del gasto (pago de intereses y prestaciones por desempleo, por ejemplo). Al respecto, los datos de ejecución presupuestaria hasta septiembre señalan

5: La evaluación detallada de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral del 3T14 se encuentra disponible en: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/11/Flash_CNT_3T14_maq.pdf

6: Para más información sobre los hechos estilizados del ciclo inmobiliario español véase el recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al cuarto trimestre de 2014, disponible en: https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/11/Situacion-Espana_4T14-web.pdf

7: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas del consumo privado, véase la revista Situación Consumo. Segundo semestre de 2014. Disponible en https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/12/Situacion_Consumo_2S14.pdf

8: Un análisis detallado de la coyuntura inmobiliaria se encuentra en el Flash Inmobiliario España del 2 de diciembre de 2014. Disponible https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2014/12/Flash-inmobiliario_dic14.pdf

que el déficit público (excluidas las corporaciones locales) se habría situado en torno al 4,1% del PIB, y mejora en medio punto al registrado el año anterior. Por su parte, el déficit del estado hasta octubre alcanzó el 2,9% del PIB, seis décimas menos que en 2013.

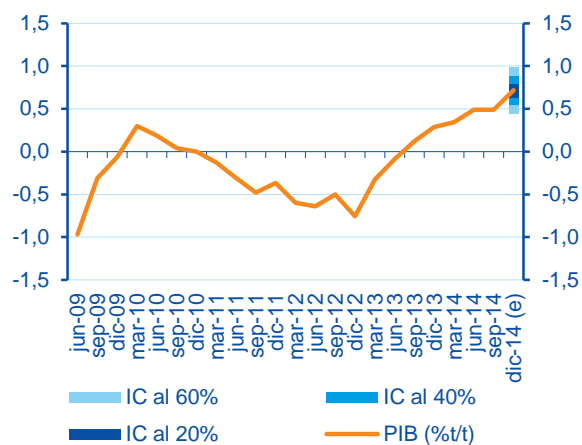
Los registros del mercado laboral sorprenden positivamente

Según las estimaciones de BBVA Research, la **afiliación a la Seguridad Social superó las expectativas de crecimiento en noviembre (+69,6 mil m/m CVEC)**⁹. Si la tendencia positiva se consolida durante el mes en curso, el número de afiliaciones podría aumentar el 0,9% t/t CVEC en el 4T14, lo que implicaría una **aceleración significativa en el ritmo de creación de empleo** (0,6% t/t en 2T14 y 3T14), de manera que a lo largo de 2014 podrían haberse creado cerca de 435 miles de empleos (dato a fin de periodo). En línea con lo anterior, las estimaciones de BBVA Research indican que el desempleo se redujo con fuerza en noviembre (-35,4 miles de personas CVEC) lo que, de continuar en diciembre, daría lugar a un **mayor ritmo de reducción del paro registrado que el observado en 4T13 (-1,7% t/t CVEC, frente al -0,8% t/t en el 3T14)**.

La capacidad de financiación de la economía española se modera, temporalmente

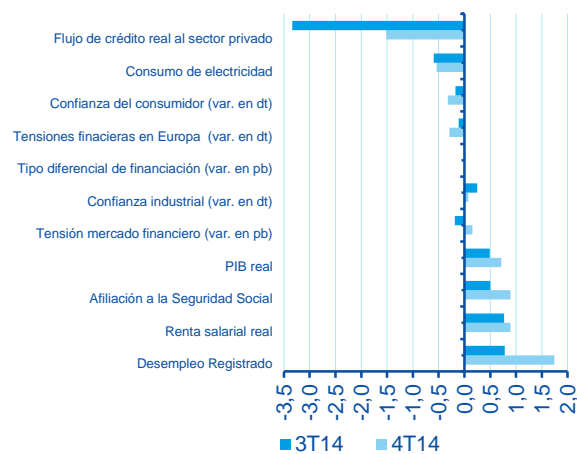
Los datos avance de la nueva contabilidad de la balanza de pagos señalan que el superávit por cuenta corriente volvió a caer durante el tercer trimestre del año, si bien en una cuantía modesta. Así, en acumulado a 12 meses el saldo positivo de la cuenta corriente ascendió a 1.674 millones de euros. Hacia delante, **la economía española debería seguir exhibiendo capacidad de financiación respecto al resto del mundo durante el bienio 2014-2015**, dadas las expectativas de disminución del precio del petróleo, de reducción de los tipos de interés y de aumento de las exportaciones¹⁰.

Gráfico 1
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (%/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 diciembre y previsiones del modelo MICA-BBVA.
Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

9: 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.

10: El proceso de corrección de las necesidades de financiación de la economía española observado recientemente se corresponde, principalmente, a la mejora del componente estructural y, por tanto, la moderación del superávit por cuenta corriente observado debería ser transitoria. 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.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/131028_Observatorio_Cuenta_Corriente_Espa_a_Esp_tcm346-407130.pdf

Cuadro 2

Resumen de publicaciones Flash España desde la publicación de Situación España del cuarto trimestre de 2014

Nombre del Flash	Fecha	Resumen	Enlace
España Producción industrial en septiembre	07.11.2014	A pesar de que la producción industrial evolucionó positivamente en septiembre, no compensó la falta de dinamismo en el resto del trimestre. En el conjunto del 3T14 se registró una corrección a la baja de la producción de cinco décimas, condicionada por la evolución negativa de los bienes de equipo hasta agosto	PDF
España La caída de los precios se moderó en octubre	13.11.2014	La moderación en la caída de la inflación general se debió a la evolución de los precios residuales, destacando el aumento de los precios de los alimentos. Todos los componentes de la inflación subyacente se mantuvieron estables. Hacía delante, se mantiene nuestro escenario de bajas tasas de inflación, pudiéndose volver a registrar tasas negativas en el corto plazo.	PDF
España Compraventa de viviendas septiembre de 2014: evolución ligeramente al alza	17.11.2014	En septiembre de 2014 se vendieron 26.778 viviendas según los datos del Consejo General del Notariado. Una vez corregida la serie de las variaciones estacionales propias del mes, las ventas aumentaron el 0,8% respecto al mes anterior. Con ello, el tercer trimestre cerró con un incremento del número de operaciones del 2,3% respecto al 2T14	PDF
España Balanza comercial de septiembre 2014	17.11.2014	El saldo de la balanza comercial acumulado a 12 meses disminuyó ligeramente en septiembre respecto a agosto, y se mantuvo en el -2,3% del PIB. En esta ocasión, una nueva reducción del superávit no energético se compensó con una disminución del déficit vinculado a la energía. El 3T14 cierra con un comportamiento exportador saludable.	PDF
España Déficit de las AA.PP.: hacia el objetivo de estabilidad	25.11.2014	La recuperación de la actividad impulsa los ingresos y reduce las prestaciones sociales, lo que permite una mejora del déficit público respecto al año pasado. Se incrementa así la probabilidad de cumplimiento del objetivo de estabilidad para final de año. No obstante, en el conjunto de comunidades autónomas se confirma el riesgo de incumplimiento.	PDF
España Avance del IPC de noviembre: la energía presiona a la inflación más de lo esperado	27.11.2014	El indicador adelantado del IPC muestra un descenso de los precios al consumo mayor al esperado, debido principalmente a la caída de los precios de la energía. Nuestras estimaciones sugieren que la caída marginal de los precios subyacentes se habría estabilizado.	PDF
España Visados de construcción de vivienda de obra nueva septiembre 2014: concluye un nuevo trimestre en positivo	27.11.2014	La firma de visados en el mes de septiembre creció el 1,2% respecto al mes anterior, lo que permite cerrar el quinto trimestre consecutivo de crecimiento de la actividad constructora, aunque partiendo de unos niveles mínimos. De este modo, los visados firmados entre enero y septiembre superaron en un 5,7% a los del mismo periodo del año anterior. Por su parte, la rehabilitación permaneció estancada.	PDF
España Contabilidad Nacional Trimestral del 3T14	27.11.2014	Tal y como se adelantaba en el último número de la revista Situación España, el ritmo de recuperación de la economía española se estabilizó entre julio y septiembre tras cuatro trimestres de aceleración. El crecimiento del PIB en el 3T14 (+0,5% t/t) es consistente con el escenario de BBVA Research que contempla un avance en torno al 1,3% para el conjunto de 2014 y del 2,0% para 2015. En su conjunto los datos publicados son positivos ya que muestran un crecimiento de todas las partidas de la demanda, incluso por encima de las previsiones centrales. Sin embargo, la composición del crecimiento contiene elementos que nuevamente deben ser sopesados con cautela, destacando el intenso repunte de las importaciones y, consecuentemente, la retracción de la demanda externa neta. El empleo creció al mismo ritmo que la actividad, dando lugar a un estancamiento de la productividad. Lo anterior, junto con el retroceso interanual de los precios, se saldó con una pausa en el ajuste de los costes laborales unitarios.	PDF
España Confianza industrial y del consumidor en noviembre de 2014: señales mixtas, pero positivas en balance	27.11.2014	A pesar de que las expectativas de los agentes muestran señales mixtas en noviembre, tanto la confianza industrial como la de los consumidores siguen superando sus promedios históricos. Así, los datos conocidos hoy son consistentes con el escenario de BBVA Research, que apunta a una continuidad de la recuperación de la economía española.	PDF
España Las ventas minoristas de octubre decepcionan	28.11.2014	Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio minorista disminuyeron en octubre de forma inesperada. Sin embargo, la ocupación en el sector creció ligeramente por segundo mes consecutivo.	PDF
España Balanza de pagos de septiembre 2014	28.11.2014	Los datos avance de la nueva contabilidad de la balanza de pagos en España estiman que, en septiembre, continuó la erosión del superávit por cuenta corriente acumulado a 12 meses si bien, en esta ocasión, por una cuantía muy modesta. Destaca la elevada cuantía de los movimientos de capital en septiembre, donde los residentes se animaron a invertir en activos extranjeros y los no residentes entraron en pasivos domésticos	PDF
España La demanda de turismo se estabilizó en noviembre a la espera de la prórroga del PIVE	01.12.2014	Cuando se corrigen los datos brutos de la estacionalidad propia del mes, las estimaciones de BBVA Research indican que el número de turismo matriculados en noviembre se mantuvo estable. Empresas y alquiladoras compensaron el retroceso de la demanda de particulares	PDF
España La creación de empleo se acelera en noviembre	02.12.2014	Los registros laborales de noviembre evolucionaron positivamente pese a que este mes suele ser negativo. Corregido el factor estacional, el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social y el descenso del paro se aceleraron	PDF
España Producción industrial en octubre	05.12.2014	La producción industrial arrancó el cuarto trimestre con un retroceso mensual, que compensó el crecimiento observado al cierre del 3T14	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.