

## ACTIVIDAD

## España: el crecimiento económico se aceleró en la recta final de 2014

Unidad de España

### La recuperación española gana tracción en un entorno exterior menos propicio

La tendencia de las variables observadas indica que **el ritmo de expansión de la economía española se intensificó al cierre de 2014**. Con cerca del 80% de la información disponible para el 4T14, el modelo MICA-BBVA estima un **crecimiento trimestral del PIB (t/t) del 0,7%** que, de confirmarse, supondría un incremento superior al esperado a principios del trimestre (BBVA Research: 0,5% t/t)<sup>1</sup>. El repunte de la actividad estuvo asociado a una aceleración de la creación de empleo lo que, previsiblemente, habría dado lugar a un estancamiento o incluso una reducción marginal de la productividad.

La **mejora de la demanda nacional (principalmente, la privada)** sigue asentándose en factores coyunturales (reducción de la incertidumbre), en el mayor soporte de las políticas fiscal y monetaria y en factores estructurales. Entre estos últimos destacan el avance en la corrección de los desequilibrios internos y algunas de las reformas llevadas a cabo en los últimos años. En lo que respecta a los flujos comerciales, los indicadores parciales de coyuntura apuntan a un **estancamiento de las exportaciones españolas**, en un entorno exterior condicionado por la ausencia de dinamismo de la economía europea y el incremento de las tensiones financieras.

En resumen, **se mantiene la valoración sobre el escenario macroeconómico y sobre los sesgos presentes en el mismo. Por el lado positivo, el precio de petróleo ha continuado su recorrido a la baja**, hasta situarse el de tipo Brent ligeramente por debajo de los 50 dólares por barril al cierre de este informe. Dado que el origen de esta presión en los precios parece estar más ligado a la ampliación de la oferta de crudo que a la debilidad de la demanda global<sup>2</sup>, **supondrá un sesgo positivo sobre el crecimiento contemplado hasta ahora en el escenario central de BBVA Research** (1,3% y 2,0% para 2014 y 2015, respectivamente). **Por el lado negativo, el riesgo más importante para España sigue siendo la posibilidad de un episodio de estancamiento prolongado en la UEM** que, de producirse, limitaría el crecimiento de las exportaciones y, con ellas, el del resto de la economía española. Asimismo, la creciente incertidumbre derivada de los eventos de carácter geopolítico podría afectar a las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas.

### La demanda privada doméstica se mantiene al alza, mientras que las exportaciones se estancan

**El tercer trimestre de 2014 se caracterizó por una expansión generalizada de la demanda doméstica**, tanto privada como pública, **y un retroceso marginal de la demanda externa neta**<sup>3</sup>. La información disponible del 4T14 sugiere que la composición de la demanda podría haber sido similar a la observada en el 3T14.

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.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1021\\_tcm348-231736.pdf?ts=2542012](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012).

2: 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.

3: La evaluación detallada de los datos de Contabilidad Nacional Trimestral del 3T14 se encuentra disponible en: [https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2014/11/Flash\\_CNT\\_3T14\\_maq.pdf](https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2014/11/Flash_CNT_3T14_maq.pdf)

Tras el fuerte crecimiento observado en el 3T14, cabía esperar una ralentización de las exportaciones españolas al cierre de 2014. Cumpliendo las expectativas, los indicadores de confianza (cartera de exportaciones de la industria) y gasto (ventas exteriores de bienes y servicios de grandes empresas) apuntan a un **práctico estancamiento de las exportaciones de bienes y servicios no turísticos**. De forma similar, la tendencia de los indicadores vinculados al consumo de no residentes en el territorio nacional (viajeros y gasto de los turistas extranjeros) sugiere un crecimiento nulo, aunque en niveles de actividad récord para el sector turístico.

Por el lado de la demanda doméstica privada, no se aprecian señales de agotamiento tras el crecimiento generalizado en 3T14. De esta manera, los indicadores de gasto en consumo y expectativas de los hogares (matriculaciones de turismos, comercio al por menor y confianza de los consumidores, entre otros) señalan que **el gasto real podría haber vuelto a aumentar con fuerza en el 4T14**<sup>4</sup>. Por su parte, la evolución de la confianza, de la producción industrial, de los PMI de manufacturas y de los flujos comerciales advierte un **crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo en torno al registrado en el trimestre precedente**. Finalmente, tanto los fundamentos de largo plazo como los indicadores parciales de coyuntura, permiten confirmar que **el cambio en el ciclo de la inversión residencial se consolidó al cierre de 2014 con un nuevo crecimiento trimestral positivo**<sup>5</sup>.

### El consumo público continúa estancado, pero los objetivos presupuestarios se habrían cumplido

La información más reciente sugiere que el consumo público real prolongó su estancamiento durante el 4T14, lo que no habría evitado un crecimiento positivo para el conjunto de 2014, dado el repunte en 1T14. Esta atonía y el comportamiento del déficit público implican que **el cumplimiento previsto de los objetivos presupuestarios se basó principalmente en la recuperación de los ingresos** –impulsada por la expansión de la economía- **y por la reducción de otras partidas del gasto** (principalmente, el pago de intereses y las prestaciones por desempleo). Al respecto, los datos de ejecución presupuestaria hasta octubre señalan que el déficit público (excluidas las corporaciones locales) se habría situado en torno al 4,1% del PIB, 0,9 puntos menos que en el año anterior. Por su parte, el déficit del estado hasta noviembre alcanzó el 3,3% del PIB, cuatro décimas menos que en 2013.

### La mejora del mercado laboral gana impulso

Las estimaciones de BBVA Research indican que **el número de afiliados a la Seguridad Social creció el 0,8% t/t CVEC en el 4T14**, lo que supone una aceleración de tres décimas respecto a lo observado en 3T14. Entre octubre y diciembre la contratación volvió a aumentar (1,5% t/t CVEC), tanto la temporal (1,4% t/t) como, sobre todo, la indefinida (2,9% t/t). Finalmente, la reducción del desempleo registrado se intensificó en el conjunto del trimestre, hasta el -1,4% t/t CVEC (-0,7% % t/t CVEC en 3T14).

### La capacidad de financiación de la economía española disminuye transitoriamente

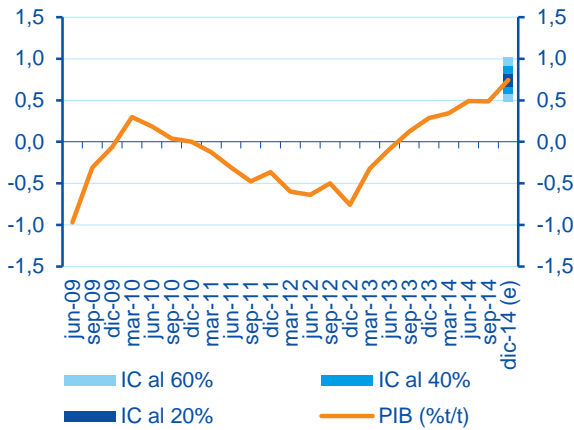
Las cuentas no financieras de los sectores institucionales (CNFSI) confirmaron que **la capacidad de financiación de la economía española se redujo hasta el 0,6% del PIB en acumulado anual al cierre del 3T14**. Ello fue resultado de una contracción de la tasa de ahorro y, en menor medida, de un pequeño crecimiento de la tasa de inversión, una dinámica similar a la del trimestre anterior. A pesar de esto, **la economía española debería seguir exhibiendo capacidad de financiación respecto al resto del**

4: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas del consumo privado, véase la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre de 2014, disponible en: [https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2014/12/Situacion\\_Consumo\\_2S14.pdf](https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2014/12/Situacion_Consumo_2S14.pdf)

5: Un análisis detallado de la coyuntura inmobiliaria se encuentra en el Flash Inmobiliario España del 2 de enero de 2015. Disponible en <https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/espana-actividad-inmobiliaria-las-ventas-se-ajustan-en-octubre-aunque-la-tendencia-continua-en-positivo/>

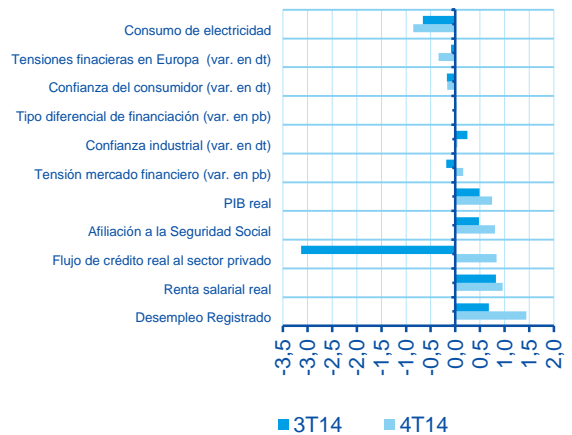
**mundo en 2015**, dada la disminución del precio del petróleo, los bajos tipos de interés y las expectativas de crecimiento de las exportaciones<sup>6</sup>.

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

6: 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.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/migrados/131028\\_Observatorio\\_Cuenta\\_Corriente\\_Espa\\_a\\_Esp\\_tcm346-407130.pdf](https://www.bbvaresearch.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 de Situación España del cuarto trimestre de 2014**

Nombre del Flash	Fecha	Resumen	Enlace
<b>España   La energía y los alimentos no elaborados presionan a la inflación más de lo esperado</b>	12.12.2014	La intensificación en la caída de la inflación general se debió a la evolución de los precios de la energía y los alimentos no elaborados. En contrapartida, los componentes de la inflación subyacente se mantuvieron relativamente estables. Hacía delante, se mantiene nuestro escenario de bajas tasas de inflación, con sesgos a la baja derivados de la incertidumbre sobre el precio de las materias primas.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   La deuda pública modera su crecimiento durante el tercer trimestre</b>	12.12.2014	Durante el tercer trimestre de 2014 la deuda de las administraciones públicas españolas volvió a moderar su ritmo de crecimiento, y se situó en el 96,8% del PIB. Dicho crecimiento se ha concentrado en la deuda de las comunidades autónomas y la administración central (consolidada con la Seguridad Social).	<a href="#">PDF</a>
<b>España   Compraventa de viviendas octubre de 2014: las ventas se deterioran</b>	15.12.2014	En octubre de 2014 se vendieron 32.694 viviendas según los datos del Consejo General del Notariado. Una vez corregida la serie de las variaciones estacionales propias del mes, las ventas se redujeron el 3,1% respecto al mes anterior. Sin embargo, las ventas acumuladas entre enero y octubre fueron el 17,3 superiores a las del mismo periodo de 2013.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   Balanza comercial de octubre de 2014</b>	17.12.2014	El déficit de la balanza comercial acumulado a 12 meses aumentó en octubre respecto a septiembre. A pesar de este nuevo deterioro el saldo se mantuvo en el -2,3% del PIB acumulado a 12 meses. La evolución desfavorable del superávit no energético y del déficit vinculado a la energía explica el ascenso del déficit comercial. El ritmo exportador se suaviza a comienzos del cuarto trimestre.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   Avance del IPC de diciembre: la energía presiona a la inflación más de lo esperado</b>	30.12.2014	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 podría haberse estabilizado.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   Las ventas minoristas de noviembre sorprenden positivamente</b>	30.12.2014	Una vez corregidas las variaciones estacionales propias del mes, las ventas reales del comercio a por menor aumentaron inesperadamente en noviembre. La ocupación en el sector creció alrededor de una décima, en línea con el promedio del 2014.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   Las matriculaciones de turismo crecieron en el cuarto trimestre y en el conjunto del año pese a la caída en diciembre</b>	02.01.2015	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 diciembre descendió por la evolución negativa del canal profesional. Con todo, el cuarto trimestre se cerró con un aumento trimestral del 8% y el año, con más de 855.000 turistas matriculados.	<a href="#">PDF</a>
<b>España: la mejora del mercado laboral se intensificó durante el cuarto trimestre de 2014</b>	05.01.2015	A pesar de que el paro registrado fue mayor al esperado, la mejora del empleo en diciembre consolidó la evolución positiva del mercado laboral en el 4T14. Con todo, las estimaciones de BBVA Research indican que tanto el crecimiento la afiliación a la Seguridad Social y la contratación, como la reducción del desempleo registrado, se aceleraron en el 4T14.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   Confianza industrial y del consumidor en diciembre de 2014</b>	08.01.2015	A pesar de que las expectativas de los agentes volvieron a mostrar señales mixtas en diciembre, tanto la confianza industrial como la de los consumidores se situaron en niveles previos a la crisis. Así, los datos conocidos hoy son consistentes con el diagnóstico de BBVA Research sobre la recuperación de la economía española, que apunta a una aceleración del crecimiento al cierre de 2014.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   La capacidad de financiación de la economía se modera de nuevo</b>	08.01.2015	La capacidad de financiación de la economía española se redujo hasta el 0,6% del PIB en acumulado anual en el tercer trimestre del año. Ello fue resultado de una contracción de la tasa de ahorro y, en menor medida, de un pequeño crecimiento de la tasa de inversión, una dinámica similar a la del trimestre anterior. El sector público fue el único agente de la economía que mejoró su saldo respecto al trimestre anterior.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   Producción industrial en noviembre</b>	09.01.2015	A pesar de que la producción industrial encadenó en noviembre dos meses en negativo, la tendencia a la baja no es generalizada	<a href="#">PDF</a>
<b>España   La energía y los alimentos no elaborados reducen la inflación más de lo esperado en diciembre</b>	15.01.2015	La caída de la inflación general se intensificó al cierre de 2014 debido a la evolución de los precios de la energía y los alimentos no elaborados. En contrapartida, los precios subyacentes se estabilizaron. Hacía delante, esperamos tasas negativas de inflación general hasta mitad de año, derivadas de la presión a la baja en el precio de las materias primas.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   Balanza comercial de noviembre 2014</b>	16.01.2015	El déficit de la balanza comercial acumulado a 12 meses disminuyó en noviembre respecto a octubre. La mejora del déficit fue modesta y mantuvo el saldo comercial en el -2,3% del PIB acumulado a 12 meses. La evolución positiva del déficit vinculado a la energía compensa el peor comportamiento del superávit no energético. El cuarto trimestre atiende a una suavización del ritmo exportador.	<a href="#">PDF</a>
<b>España   Compraventa de viviendas noviembre de 2014: continúa la tendencia de recuperación</b>	16.01.2015	Durante el mes de noviembre del pasado año se vendieron 31.017 viviendas según los datos del Consejo General del Notariado. Tras corregir la serie de las variaciones estacionales propias del mes se observa un crecimiento de las ventas del 3,6% respecto a las del mes de octubre, una tasa superior a la previsión central. Con todo, entre enero y noviembre las ventas acumulaban un crecimiento interanual del 16,8%.	<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.