

Observatorio Económico

España

Madrid,
19 de septiembre de 2013
Análisis Económico

Unidad de España

Tercer trimestre de 2013: cambio de ciclo de la economía española

- **La información conocida del tercer trimestre de 2013 sugiere que la actividad económica se aproxima al crecimiento**

La tendencia de las variables observadas permite afirmar que durante el trimestre en curso la economía española se mantendría estancada o incluso podría llegar a crecer marginalmente. Con un 57% de la información disponible, el modelo MICA-BBVA estima una tasa de variación del PIB entre el 0,0% y el 0,1% respecto a 2T13¹, un crecimiento en línea con el previsto en el escenario central de BBVA Research y consistente con una caída del PIB en torno al 1,4% para el conjunto del año.

La estabilización de la economía sería resultado de la renovada fortaleza de la actividad exportadora debida al crecimiento en Europa, de la relajación de las tensiones financieras y de un menor esfuerzo fiscal que el realizado en 2012. La demanda doméstica seguiría drenando crecimiento, a pesar de que el efecto arrastre de las exportaciones ya se deja notar en algunas partidas de la demanda privada (principalmente, en la inversión).

- **Las exportaciones mantienen su tendencia al alza, mientras que la demanda doméstica privada modera su deterioro**

Durante el segundo trimestre del año se asistió a una intensa recuperación de las exportaciones (6,9% t/t) y a un deterioro menos pronunciado de la demanda doméstica (contribución al crecimiento: -0,3pp t/t), donde cabe resaltar el práctico estancamiento del consumo privado y el repunte de la inversión productiva privada.

De cara al tercer trimestre del año no parece corregirse a la baja el nivel de la actividad, si bien el crecimiento de casi todas las partidas de la demanda final, y por tanto de las importaciones, será menos intenso que el observado en el tramo final del primer semestre. En lo que respecta a la demanda exterior, los indicadores de expectativas (cartera de exportaciones de la industria), sugieren que el nivel de actividad de los sectores exportadores continúa siendo sólido, aunque muestran una desaceleración moderada tras el repunte registrado en el 2T13. Asimismo, las exportaciones de servicios podrían estar presentando la misma tendencia, como consecuencia de la estabilización de la contribución del turismo después del fuerte incremento de la demanda durante el trimestre precedente (4,2% t/t).

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

Por el lado de la demanda doméstica privada, las variables disponibles de gasto en consumo de los hogares, (ventas minoristas, matriculaciones de turismos y confianza de los hogares) siguen mostrando una presión moderada a la baja aunque, en algún caso, se observan mejoras durante los primeros meses del 3T13. Por su parte, el repunte de la confianza industrial y de los PMIs de manufacturas en el promedio julio-agosto, junto con el avance del IPI de bienes de equipo en julio y la solidez de las exportaciones, podrían estar adelantando la consolidación del crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo -aunque a un ritmo algo menor que el observado en 2T13 (3,0% t/t)- que, a su vez, anticipa el crecimiento del conjunto de la economía durante los próximos trimestres. En contrapartida, los datos relativos a la inversión residencial siguen reflejando los efectos del incremento de la carga impositiva asociada a la compra de vivienda. Con todo, la mayor presión fiscal no ha repercutido en la demanda de los ciudadanos extranjeros a tenor de la recuperación que han experimentado las compras de viviendas de este colectivo (27,0% a/a en 2T13). Por su parte la oferta mantiene su proceso de corrección aunque de manera más moderada.

- **El deterioro del mercado laboral se ralentizó**

Tras la interrupción de la tendencia de mejora en julio, la afiliación a la Seguridad Social volvió a resultar mejor de lo esperado en agosto. De continuar esta dinámica durante el cierre del trimestre, el número de afiliados podría disminuir un 0,4% t/t, tras corregir los datos de variaciones estacionales y efectos de calendario (CVEC), una vez descontadas las bajas de cuidadores no profesionales. Por su parte, el desempleo registrado ha encadenado dos meses consecutivos de caídas hasta agosto que, de afianzarse en septiembre, resultarían en la primera reducción del paro registrado (-0,2% t/t CVEC) tras 25 trimestres consecutivos de aumentos.

- **El ritmo de consolidación fiscal se suavizó**

El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 2T13 confirmó la ralentización esperada del ritmo de consolidación fiscal durante el primer semestre del año. Así, tras el recorte de 0,7pp del PIB del consumo público entre el 2S12 y el 1S12, se observó un crecimiento de 0,3pp del PIB entre el 1S13 y el 2S12. No obstante, los datos parecen confirmar que el ajuste de la inversión pública continúa, al cerrarse el primer semestre del año con una contracción de la inversión en otras construcciones de 0,6pp PIB respecto a 2S12 (-0,1pp entre el 2S12 y el 1S12). Esta disminución del ritmo de ajuste del gasto público es, en parte, consecuencia de la concentración de medidas a final del año anterior, y ha supuesto un menor sesgo a la baja sobre la demanda interna.

El tono menos contractivo de la demanda pública se observa también en la evolución del déficit de las administraciones públicas registrado hasta julio, que se habría situado en el 5,3% del PIB, 1,3pp más que el del mes anterior. El incremento del déficit es consecuencia, fundamentalmente, del deterioro observado tanto en la Seguridad Social como en el Estado. En líneas generales, este resultado refleja un crecimiento del gasto, impulsado por el pago de intereses, que absorbió la moderada recuperación de los ingresos tributarios. Hacia delante, se mantienen, por tanto, algunos riesgos, sobre todo en la ejecución del gasto, donde todavía no se observa una contención suficiente para compensar, por un lado, medidas temporales tomadas a final del año anterior y, por otro, el incremento que se viene observando en el pago de intereses.

- **La economía española mantuvo capacidad de financiación en el 2T13, a pesar de la salida moderada de capital no residente**

Tras registrar superávit en el primer trimestre del año, la capacidad de financiación de la economía española con el resto del mundo continuó aumentando en el 2T13. Así, los datos de balanza de pagos de junio confirmaron el tercer saldo positivo por cuenta corriente desde 1997: 6.817 millones de euros en acumulado a doce meses, más del doble que el registrado el mes anterior.

Escenario 2013-2014

- **La revisión estadística reveló que en 2012 la economía española retrocedió un 1,6%**

El detalle de la CNTR del 2T13 incorporó la revisión de las series históricas para el periodo 2009-2012. Según los nuevos datos, la economía española habría retrocedido en 2012 dos décimas más de lo anticipado, debido a una debilidad más acusada de la demanda doméstica y un dinamismo algo menor de las exportaciones.

Por orden de magnitud, las revisiones más significativas a la baja se concentran en el consumo público (-1,1pp) y las exportaciones de bienes y servicios (-0,9pp), seguidas del consumo privado (-0,6pp) y, consistentemente, de las importaciones (-0,7pp). Excluyendo la inversión en construcción de vivienda (-0,7pp), todas las partidas de la inversión se han revisado al alza, dando lugar a un deterioro del agregado de la formación bruta de capital fijo 2,1pp inferior al previamente estimado.

- **Las revisiones publicadas no añaden sesgos significativos sobre las previsiones de crecimiento**

Toda vez que la revisión de la serie contable no incorpora señales que, en su conjunto, diverjan del diagnóstico de BBVA Research sobre la evolución en el corto y medio plazo de la economía española, no tiene un efecto significativo sobre las previsiones para el próximo bienio más allá de los efectos puramente estadísticos sobre la composición del crecimiento. Así, como se adelantaba en la revista Situación España correspondiente al tercer trimestre de 2013², los fundamentos de la economía española permiten adelantar que el retorno del crecimiento durante los próximos trimestres no será suficiente para evitar que 2013 se salde con una disminución del PIB en torno al -1,4%. En 2014 la actividad crecerá el 0,9%, habida cuenta de la mejora gradual del entorno internacional, el menor tono contractivo que se prevé tenga la política fiscal y la práctica conclusión de algunos de los procesos de ajuste internos.

- **El sector externo continuará siendo el motor del crecimiento, mientras que la contribución negativa de la demanda interna será menor**

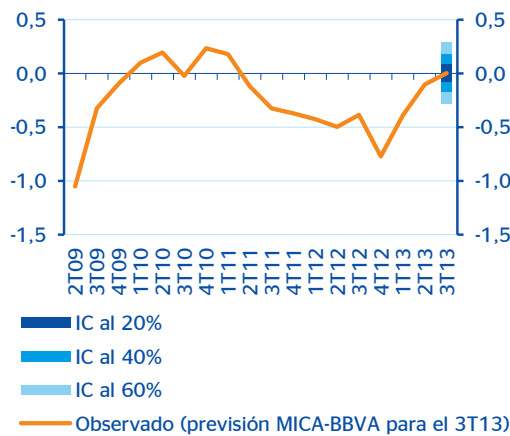
Se espera que la consolidación fiscal vuelva a drenar crecimiento en 2S13 y, en menor medida, en 2014. Así, se prevé que el consumo público real caiga el 1,9% en 2013, mientras que la inversión en construcción no residencial lo haga el 12,0%. Dicho tono contractivo de la demanda pública se moderará a lo largo de 2014, situándose la caída del consumo público real y la inversión en construcción no residencial en torno al -1,7% y -3,3%, respectivamente.

2: Véase: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1308_Situacionespana_tcm346-398662.pdf?ts=1092013

En lo que respecta a la demanda doméstica privada, el aumento de la imposición indirecta en 2012 y la debilidad de algunos de sus determinantes anticipan una caída del consumo durante el año actual en torno al -2,7% y, en menor medida, durante el próximo (-0,2%). Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo iniciará su recuperación a pesar de que el coste de financiación seguirá siendo relativamente elevado. De hecho, la revisión al alza de los datos históricos, permiten mejorar la previsión de esta partida para el conjunto del año, hasta el 0,8%. Será en 2014 cuando este componente de la inversión consolide la senda de crecimiento gracias a la recuperación de la demanda doméstica y al mantenimiento del buen tono de la demanda externa, cerrando el año con un incremento en torno al 5,6%. Sin embargo, el avance de la inversión en vivienda tardará algo más en llegar. Se prevé un recorte de este componente de la inversión en torno al 8,7% para 2013. La recuperación de la actividad constructora y la mejora esperada de los fundamentos de la demanda evitarían caídas pronunciadas de la inversión residencial en el conjunto de 2014 (-0,3%).

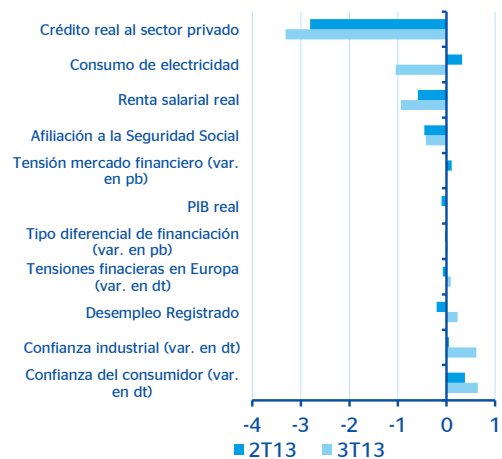
A pesar de la desaceleración de las economías emergentes, el crecimiento mundial se mantendrá elevado y anticiparía una expansión de las exportaciones del 5,9% en promedio durante el bienio 2013-2014. Asistidas por ésta expansión de las exportaciones y una mejor demanda interna, las importaciones conseguirían frenar su caída y comenzar a crecer en el horizonte de previsión, situando el promedio 2013-2014 en el 1,5%. Así, el sector exterior continuaría ejerciendo de motor del crecimiento y aportaría, en promedio, 1,5pp al crecimiento del PIB hasta 2014, facilitando la consecución de superávits por cuenta corriente tanto en 2013 como en 2014.

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



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

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas
(Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

	2010	2011	2012	2013	2014
Actividad					
PIB real	-0,2	0,1	-1,6	-1,4	0,9
Consumo privado	0,2	-1,2	-2,8	-2,7	-0,2
Consumo público	1,5	-0,5	-4,8	-1,9	-1,7
Formación Bruta de Capital	-4,2	-5,6	-6,9	-6,1	1,0
Equipo y Maquinaria	5,0	5,5	-3,9	0,8	5,6
Construcción	-9,9	-10,8	-9,7	-10,5	-1,9
Vivienda	-11,4	-12,5	-8,7	-8,7	-0,3
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-0,6	-2,1	-4,1	-3,2	-0,3
Exportaciones	11,7	7,6	2,1	5,0	6,7
Importaciones	9,3	-0,1	-5,7	-0,8	3,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,4	2,1	2,5	1,9	1,1
PIB nominal	-0,1	0,1	-1,7	-0,4	1,9
(Miles de millones de euros)	1045,6	1046,3	1029,0	1024,3	1043,3
PIB sin inversión en vivienda	0,8	1,0	-1,2	-0,9	0,9
PIB sin construcción	1,8	2,0	-0,4	-0,1	1,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,3	-1,9	-4,5	-3,0	0,2
Tasa de paro (% población activa)	20,1	21,6	25,0	26,2	25,4
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4	0,0
Productividad apartente del factor trabajo	2,1	2,3	3,1	2,0	0,9
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,8	3,2	2,4	1,7	1,1
Deflactor del PIB	0,1	0,0	0,0	0,9	1,0
Deflactor del consumo privado	1,9	2,5	2,5	1,4	1,3
Remuneración por asalariado	0,4	1,3	0,2	0,0	0,3
Coste laboral unitario	-1,7	-0,9	-2,9	-2,0	-0,6
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,5	-3,8	-1,1	1,0	1,8
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	61,7	70,4	85,9	94,2	98,4
Saldo AA.PP. (% PIB)	-9,7	-9,1	-7,1	-6,5	-5,8
Hogares					
Renta disponible nominal	-2,9	-0,5	-2,7	-1,1	0,0
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,1	11,0	8,3	8,1	7,1

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.
Fecha cierre de previsiones: 12 de septiembre de 2013.
Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 2

**Resumen de publicaciones Flash España
desde la publicación de la revista Situación España de 3T13**

Nombre del Flash	Fecha	Resumen	Enlace
Producción industrial en junio	08/08/2013	A pesar de la corrección a la baja en junio, la producción industrial corregida de estacionalidad y calendario se estancó en el 2T13	PDF
IPC de julio	13/08/2013	La inflación se desaceleró en julio debido al agotamiento del efecto base derivado de los incrementos del precio de los productos energéticos y del copago farmacéutico registrados hace un año	PDF
Balanza comercial de junio 2013	22/08/2013	El déficit de la balanza comercial acumulado a 12 meses de junio ascendió a 17,9 mil millones de euros.	PDF
Hipotecas sobre vivienda junio 2013	27/08/2013	Nueva recaída en el mercado hipotecario	PDF
Los depósitos de hogares y empresas caen 8bn€ por efectos estacionales	28/08/2013	Corregidos de estacionalidad los depósitos de hogares y empresas residentes crecen 2bn€ en el mes.	PDF
Contabilidad Nacional Trimestral del 2T13	29/08/2013	Tal y como se adelantaba en el último número de la revista Situación España, la economía española rozó el punto de inflexión durante el 2T13.	PDF
Avance del IPC de agosto	29/08/2013	La inflación general se desaceleró en agosto debido principalmente al efecto base en los precios de la energía	PDF
Ventas reales del comercio al por menor de julio: aumento estacional en línea con lo esperado	30/08/2013	Las ventas reales del comercio minorista crecieron en julio por causas estacionales.	PDF
Confianza industrial y de los consumidores en agosto	30/08/2013	La evolución de las expectativas de los agentes se valora positivamente	PDF
España: balanza de pagos de junio 2013	30/08/2013	El saldo de la balanza por cuenta corriente acumulado a doce meses registra en junio su tercer superávit consecutivo en 16 años.	PDF
Ejecución presupuestaria del Estado a julio de 2013	02/09/2013	El déficit del Estado acumulado a julio de 2013 se ha situado en el 4,4% del PIB, mejorando en 0,1 puntos porcentuales el registrado en el mismo periodo del año anterior.	PDF
Matriculaciones de turismos de agosto: decepcionantes por la merma del canal profesional	02/09/2013	Cuando se corrigen los datos brutos de la estacionalidad propia del mes, las estimaciones de BBVA Research indican que el número de turismos matriculados se redujo en agosto	PDF
Registros laborales en agosto: fin de vacaciones algo mejor a lo esperado	03/09/2013	Tras la interrupción en julio, el empleo retomó su ritmo de mejora en agosto.	PDF
Producción Industrial en julio	06/09/2013	La actividad en la industria continúa contrayéndose en los primeros compases del 2S13, aunque a un menor ritmo que en el 1S13.	PDF
Compraventa de viviendas en julio de 2013: caída tras dos meses de estabilización	11/09/2013	Los registros de ventas de vivienda del mes de julio reflejan una caída moderada respecto al mes anterior.	PDF
IPC de agosto	12/09/2013	La inflación se desaceleró en agosto debido principalmente al agotamiento del efecto base derivado del incremento del precio de los productos energéticos registrado hace un año	PDF
La deuda de las administraciones públicas españolas se ha situado a cierre del primer semestre de 2013 en el 92,2% del PIB, 6,3 puntos porcentuales (pp) más que en 2012.	13/09/2013	Deuda de las AAPP: siguió creciendo en el 2T13	PDF
El déficit público se eleva hasta el 5% en julio 2013	17/09/2013	El déficit público acumulado hasta julio de 2013 se habría situado por encima del 5% del PIB, en torno a 1,3 puntos porcentuales más que en el mes anterior	PDF

Fuente: BBVA Research

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 / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

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.