

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Contabilidad Nacional Trimestral del 3T14

Unidad de España

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 tercer trimestre (+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.

El crecimiento de la economía española se estabilizó en el 3T14

El detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicado hoy por el Instituto Nacional de Estadística (INE) corrobora que **la economía española creció el 0,5% en el 3T14 en línea con lo que anticipado a principios del trimestre** (MICA-BBVA: entre un 0,5% t/t y un 0,6% t/t)^{1,2}. Así, la actividad habría encadenado cinco trimestres de expansión, que se saldaron con un aumento interanual del 1,6% (véase el Gráfico 1).

La demanda doméstica mantuvo el protagonismo

Los indicadores parciales de coyuntura sugerían que tanto la demanda doméstica (principalmente, la privada), como la externa neta, contribuirían positivamente al crecimiento trimestral. Sin embargo, los datos conocidos hoy incorporan innovaciones en lo que respecta a las fuentes del crecimiento (véase el Cuadro 1): **se registró un comportamiento de la demanda doméstica más positivo que el apuntado en las previsiones centrales (0,7 pp t/t) y, en contrapartida, un retroceso marginal e inesperado de la demanda externa neta (-0,2 pp t/t)** (véanse los Gráficos 2 y 3).

Las sorpresas positivas en la demanda final se vieron compensadas por el repunte de las importaciones

Cómo se observa en el Cuadro 1, **todos los componentes de la demanda crecieron algo más de lo que apuntaban las previsiones centrales**, si bien no se registraron innovaciones estadísticamente significativas (datos fuera del intervalo de confianza de las previsiones).

En lo que respecta a la demanda doméstica privada, destaca la solidez del avance tanto del consumo de los hogares (+0,8% t/t; BBVA Research:+0,6% t/t), como de la inversión en maquinaria y equipo (+1,7% t/t; BBVA Research:+0,7% t/t), que encadenaron, respectivamente, seis y siete trimestres en positivo. Por su parte, **la corrección de la inversión en vivienda tocó a su fin, y creció un 1,3% t/t el pasado trimestre** (BBVA Research:+0,2% t/t), tras seis años y medio de caídas consecutivas.

El ajuste de la demanda pública también parece haber tocado suelo. Tras la corrección al alza observada en el 1T14 (+1,1% t/t), y el práctico 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 conocidos hoy revelan nuevamente un práctico estancamiento de esta partida de la demanda (+0,1% a/a).**

En lo que respecta a la estructura de la demanda externa, **se registró a una fuerte expansión de las exportaciones totales (+3,5% t/t; BBVA Research:+1,6% t/t)** a pesar del bajo crecimiento que mostró el PIB área del euro en ese trimestre (+0,2% t/t según la estimación avance de Eurostat). En particular, tanto las exportaciones de bienes (+4,3% t/t; BBVA Research:+2,1% t/t), como las de servicios (+1,6% t/t; BBVA Research:+0,5% t/t), superaron las estimaciones centrales. A pesar de este avance de los flujos al exterior, 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 explica el retroceso inesperado de la demanda externa neta.

En resumen, aunque se valora positivamente el crecimiento generalizado de la demanda final, **las innovaciones deben ser evaluadas con cautela. El práctico estancamiento del consumo público confirma 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 otras partidas del gasto tal y como revelan los [últimos datos de ejecución presupuestaria](#). Por su parte, **el fuerte crecimiento tanto de la demanda privada, como sobretodo de las importaciones, ratifica la desaceleración del ritmo de ajuste del déficit por cuenta corriente**. Nuevamente, conviene recordar que la continuidad de los ajustes internos y la consolidación del cambio de modelo productivo hacia el exterior son elementos clave para asegurar la recuperación sostenida de la economía española.

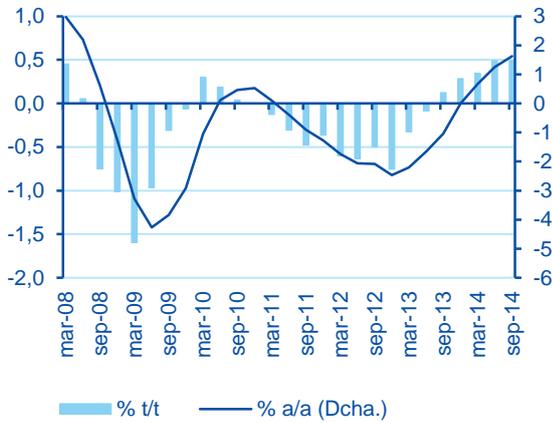
El empleo creció al mismo ritmo que la actividad

Las estimaciones de la evolución del empleo equivalente a tiempo completo (etc), muestran **que la economía española creó 75,4 miles de empleos etc en el 3T14 (+0,5% t/t), lo que supone una desaceleración de 0,2pp respecto a lo observado en 2T14**. El empleo vinculado al sector público³ apenas aumentó (en 8,2 miles de puestos de trabajo etc), mientras que en el sector privado se incrementó en 67,1 miles. Con éste aumento de la actividad y del empleo, **la productividad aparente del factor trabajo se estancó en el 3T14 (+0,0% t/t), tras el retroceso marginal del 2T14 (-0,2% t/t) que interrumpió** la tendencia al alza iniciada en el segundo trimestre de 2008). En términos interanuales, la productividad se desaceleró 0,2pp hasta el 0,3% a/a (véase el Gráfico 4).

Pausa en el ajuste de los costes laborales unitarios reales

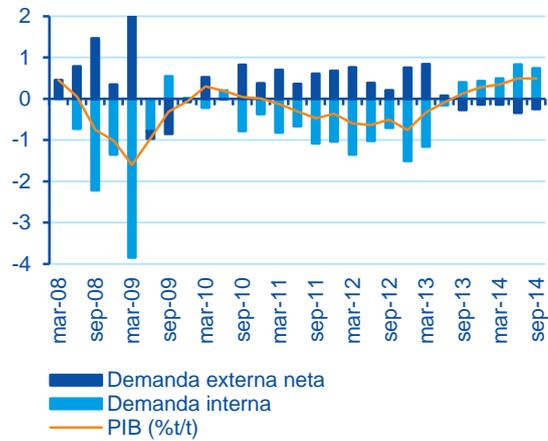
En el tercer trimestre del año, la remuneración nominal por asalariado retrocedió el -0,1% a/a lo que, junto al retroceso del deflactor implícito del PIB del -0,4% a/a, dio lugar a un aumento de la remuneración por asalariado en términos reales del +0,3% a/a. Lo anterior, unido a la estabilización interanual de la productividad se saldó con un **estancamiento de los costes laborales unitarios reales (-0,4% a/a en términos nominales)** (véanse los Gráficos 5 y 6).

Gráfico 1
España: crecimiento del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



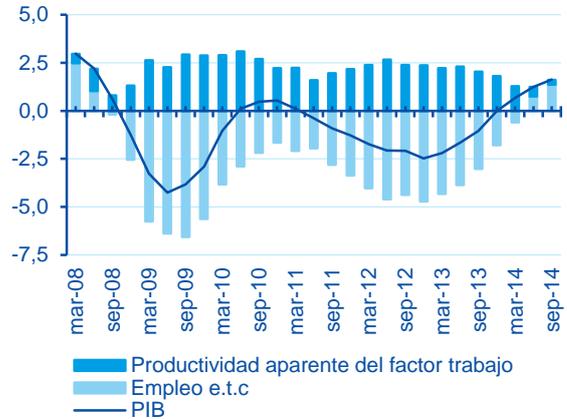
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
España: PIB, empleo y productividad aparente del trabajo (%a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas y datos observados para el 3T14

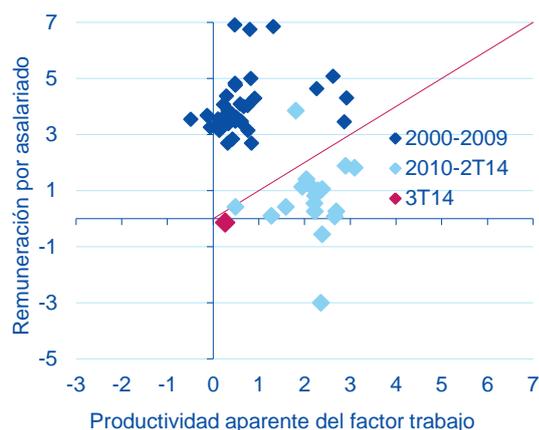
(Tasa de crecimiento t/t)	Dato	Previsión	IC (80%)
Gasto en Consumo Final Nacional	0,6	0,3	(-0,4 ; 1,0)
G.C.F Privado	0,8	0,6	(-0,1 ; 1,2)
G.C.F Hogares	0,8	0,6	(-0,1 ; 1,2)
G.C.F AA.PP	0,1	-0,5	(-1,4 ; 0,5)
Formación Bruta de Capital	1,3	0,6	(-2,2 ; 3,5)
Formación Bruta de Capital Fijo	1,0	0,7	(-1,9 ; 3,2)
Equipo y Maquinaria	1,7	0,7	(-2,4 ; 3,8)
Construcción	0,6	0,5	(-1,9 ; 2,9)
Vivienda	1,3	0,2	(-2,4 ; 2,9)
Demanda nacional (*)	0,7	0,4	(-0,7 ; 1,4)
Exportaciones	3,5	1,6	(-1,5 ; 4,7)
Bienes	4,3	2,1	(-0,8 ; 5,1)
Servicios	1,6	0,5	(-3,0 ; 3,9)
Importaciones	4,7	1,4	(-3,9 ; 6,6)
Saldo exterior (*)	-0,2	0,1	(0,8 ; -0,5)
PIB pm	0,5	0,5	(0,0 ; 0,9)
Pro-memoria			
PIB sin inversión en vivienda	0,5	0,5	(0,1 ; 0,8)
PIB sin construcción	0,5	0,5	(0,2 ; 0,7)

(*) contribuciones al crecimiento

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 5

España: costes laborales unitarios nominales

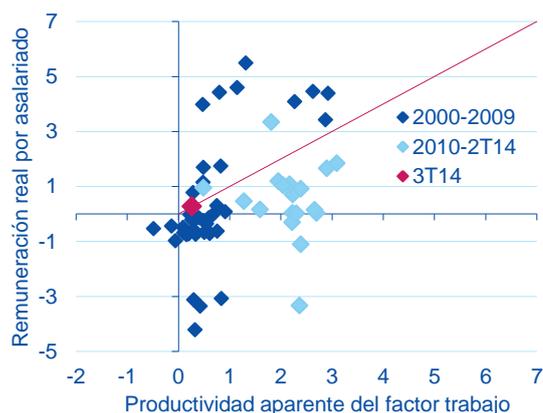


Nota: por encima (debajo) de la línea roja los CLUs nominales aumentan (disminuyen).

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

España: costes laborales unitarios reales



Nota: por encima (debajo) de la línea roja los CLUs reales aumentan (disminuyen).

Fuente: BBVA Research a partir de INE

NOTAS

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.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/migrados/WP_1021_tcm348-231736.pdf.

2: Los resultados conocidos hoy constituyen la primera publicación completa de la CNTR en base contable 2010, adaptados al nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de 2010 –(SEC 2010), que sustituye al anterior estándar metodológico (SEC 1995). Los resultados correspondientes a la serie completa de la Contabilidad Nacional Anual (CNA) se presentaron a finales de septiembre. Las modificaciones metodológicas, estadísticas y otros cambios que han introducido la base contable de 2010 han supuesto una revisión de los niveles de PIB nominal en todos los años de la serie contable 1995-2013. En lo que respecta a los volúmenes del PIB, los cambios introducidos suponen una revisión al alza de 1,2 pp acumulados para el periodo de expansión (1995-2008) y una revisión a la baja de -0,9 pp para el periodo recesivo, no habiendo alterado la estimación de caída del PIB para el año 2013 (-1,2%). Para más información véase la nota metodológica publicada por el INE, disponible en: <http://www.ine.es/prensa/np862.pdf>

3: Aproximado por el empleo en los sectores de administración pública, defensa, seguridad social obligatoria, educación, sanidad y servicios sociales

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.