

2 Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación de la economía española se estabiliza a pesar de la falta de dinamismo en Europa

Durante los últimos meses, **la volatilidad en los mercados financieros ha aumentado a la par que los temores respecto a un menor crecimiento en las economías desarrolladas acompañado de una inflación reducida**, la incertidumbre sobre los cambios de la política monetaria a nivel global y el repunte de las tensiones geopolíticas². **De particular importancia para España es la ausencia de dinamismo de la economía europea**, que ha motivado la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015 (hasta el 0,8% y el 1,3% respectivamente)³. Aunque los datos disponibles confirman que las exportaciones españolas han continuado creciendo en este entorno (3,5% t/t en el 3T14), de producirse un escenario de estancamiento prolongado o recesión en la UEM, las ventas al exterior y, con ellas, el resto de la economía, se resentirían, a pesar de los esfuerzos del BCE por implementar una política monetaria más expansiva⁴.

En el ámbito doméstico, la recuperación de la demanda avanza algo mejor que lo previsto hace seis meses. En lo que respecta a la privada, el detalle de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 3T14 volvió a poner de relieve 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 (véase el Gráfico 2.1)⁵. **A esta dinámica expansiva se unió durante el pasado trimestre la inversión en vivienda**, que registró tasas de variación positivas por primera vez desde 2007 (1,4% t/t).

La mejoría de la demanda nacional se apoya, principalmente, en factores estructurales, tales como la corrección de los desequilibrios internos, la reorientación productiva hacia el exterior, algunas de las reformas acometidas y las menores tensiones financieras. **Pero además, también confluyen algunos factores que incentivan la demanda de forma transitoria.** Destacan el **carácter expansivo de la política monetaria y el giro hacia una política fiscal débilmente procíclica.** Respecto a este último punto, el detalle de la CNTR reveló que el consumo público se mantuvo prácticamente estancado (0,1% t/t en 3T14 tras -0,1% t/t en 2T14), lo que confirma que **el cumplimiento de los objetivos presupuestarios está descansando, sobre todo, en la recuperación de los ingresos** –alentada por la mayor tracción de la economía– y en el ajuste de otras partidas del gasto.

2: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas de la economía mundial, véase la revista *Situación Global. Cuarto Trimestre de 2014*. Disponible en: <https://www.bbvaesearch.com/public-compuesta/situacion-global-2/>

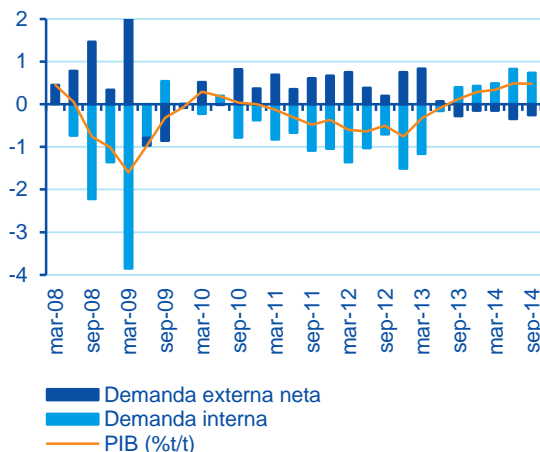
3: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas de crecimiento de la economía europea, véase la revista *Situación Europa. Cuarto Trimestre de 2014*. Disponible en <https://www.bbvaesearch.com/public-compuesta/situacion-europa-cuarto-trimestre-2014/>

4: Entre las medidas adoptadas por el BCE durante los últimos seis meses se encuentran la reducción del tipo de interés de las operaciones principales de financiación hasta 0,05%, la disminución de la retribución de la facilidad de depósito hasta el -0,2%, la implantación de un nuevo programa de Operaciones de Financiación a Largo Plazo, orientado a estimular el crecimiento del crédito al sector privado, la adquisición de activos financieros en manos del sistema bancario respaldados por crédito y la renovación de las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria: en caso necesario, se seguirán implementando medidas tanto convencionales como no convencionales.

5: Los resultados de la CNTR del 3T14 constituyen la primera publicación trimestral completa en base contable 2010, adaptados al nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC 2010), que sustituye al anterior estándar metodológico (SEC 1995). Las modificaciones metodológicas, estadísticas y otros cambios que ha introducido la nueva base contable han supuesto una revisión de los niveles de consumo nominal de los hogares en todos los años de la serie 1995-2014 que, en promedio, ronda los 10.000 millones de euros anuales. En lo que respecta al crecimiento real del consumo de los hogares, los cambios introducidos suponen una revisión a la baja de 0,14 pp en promedio anual para el período de expansión (1995-2008) y de -0,22 pp para el período recesivo, no habiendo alterado la caída estimada para el año 2013 (-2,3%). Para más información, véase la nota metodológica publicada por el INE, disponible en: <http://www.ine.es/prensa/np862.pdf>.

Gráfico 2.1

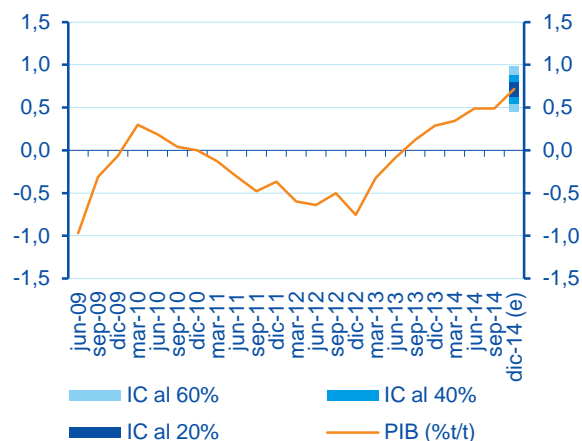
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.2

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



(e): estimación

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La información disponible del 4T14 sugiere que la economía española podría crecer, al menos, el 0,5% según el modelo MICA-BBVA⁶ (véase el Gráfico 2.2), lo que daría lugar a una expansión en torno al 1,3% para el conjunto del 2014. Hacia delante, las innovaciones incorporadas en el escenario global están dominadas por la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía europea, lo que supone también una revisión negativa de tres décimas en la previsión de crecimiento para España en 2015 hasta el 2,0%. Con todo, la recuperación continúa siendo sólida y se soporta en factores tanto externos como internos. En el panorama económico internacional todavía se espera una aceleración moderada de la economía global que, junto con la depreciación del tipo de cambio de euro, favorecerá la ampliación de la base exportadora. A nivel interno, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y los estímulos a la demanda de la política económica resultarán en un aumento generalizado de la demanda doméstica (véase el Cuadro 2.1).

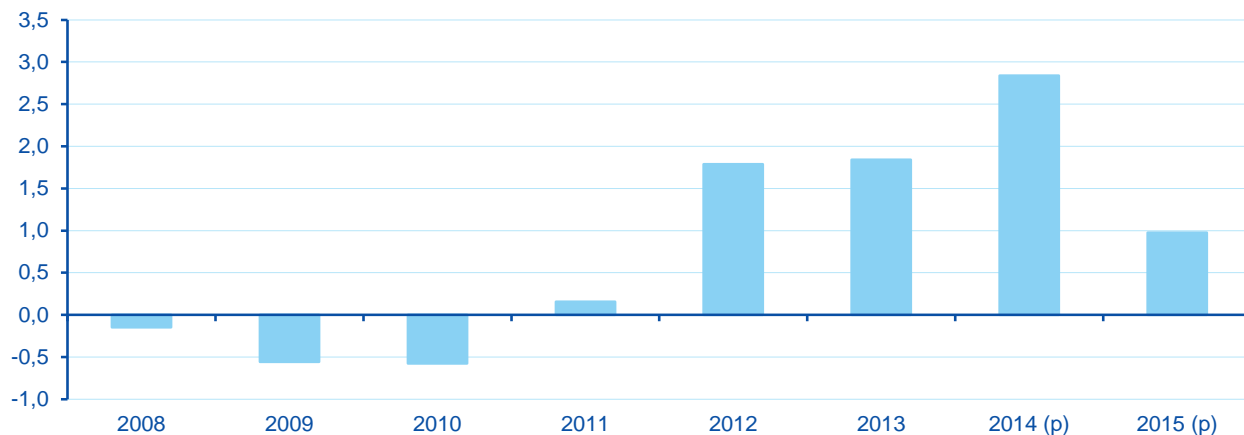
En este contexto, las perspectivas sobre el consumo de los hogares continúan siendo positivas, pero aconsejan cautela. La creación de empleo y la reducción del IRPF a partir del 2015 contribuirán a la recuperación de la renta disponible tanto este año como, sobre todo, el próximo. El crecimiento esperado de la riqueza financiera, la ausencia de presiones inflacionistas, la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos y el ajuste del ahorro compensarán el deterioro de la riqueza inmobiliaria y la incertidumbre asociada a la posible desaparición del PIVE. Asimismo, se prevé que las nuevas operaciones de financiación al consumo sigan aumentando durante los próximos trimestres en un contexto de desapalancamiento del saldo vivo de crédito. En síntesis, se espera un crecimiento del consumo privado en torno al 2,1% en 2014 y al 1,8% en 2015, 0,7 pp y 0,5 pp por encima del avance previsto en la anterior edición de esta publicación.

Con todo, se estima que los hogares continúan gastando por encima de lo justificado por sus fundamentos de largo plazo, lo que contribuye a explicar la reducción duradera de la tasa de ahorro y podría anticipar una ralentización del consumo a medio plazo si sus expectativas no se satisfacen (véase el Gráfico 2.3).

6: 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.bbva.com/bbva-research/KETD/fbin/mult/WP_1021_tcm348-231736.pdf?ts=2542012

Gráfico 2.3

España: brecha del consumo privado (diferencia entre el gasto observado y el explicado por fundamentos, % del gasto explicado por fundamentos)



(p): previsión

Fuente: BBVA Research

En cualquier caso, conviene recordar que **persisten frentes abiertos cuya resolución es crucial para crecer a medio y largo plazo**. A este respecto, tanto en España como en Europa se debe trabajar en políticas de oferta que aumenten la capacidad de crecimiento estructural. **Pero en esta ocasión, también existen sesgos al alza**. A pesar de la inestabilidad geopolítica en Medio Oriente (y entre Rusia y Ucrania), se están produciendo caídas en el precio de petróleo superiores a las contempladas en el escenario central de BBVA Research que, probablemente, están más vinculadas a ampliaciones en la oferta de crudo que a la reducción de la demanda global. De dilatarse en el tiempo, y de confirmarse su origen en la oferta, estas presiones supondrían un bálsamo para el sistema productivo y, por tanto, un sesgo positivo sobre el crecimiento de la economía española⁷.

7: 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.

Cuadro 2.1

España: previsiones macroeconómicas

% a/a salvo indicación contraria	1T14	2T14	3T14	2013	2014 (p)	2015 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,1	1,8	2,2	-2,4	1,8	1,5
G.C.F Hogares	1,3	2,3	2,7	-2,3	2,1	1,8
G.C.F AA. PP.	0,5	0,7	0,9	-2,9	1,0	0,9
Formación Bruta de Capital	1,5	3,8	4,0	-3,7	0,7	4,2
Formación Bruta de Capital Fijo	0,5	3,2	3,1	-3,8	0,6	4,3
Variación de existencias (*)	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	1,2	2,2	2,5	-2,7	1,6	2,0
Exportaciones	6,3	1,5	4,6	4,3	3,7	5,3
Importaciones	8,9	4,8	8,2	-0,5	4,8	5,5
Saldo exterior (*)	-0,5	-0,9	-0,9	1,4	-0,3	0,1
PIB real pm	0,7	1,3	1,6	-1,2	1,3	2,0
PIB nominal pm	0,3	0,7	1,2	-0,6	1,2	3,4
Pro-memoria						
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	1,6	-2,8	1,0	1,8
Tasa de Paro (% Pobl. Activa)	25,9	24,5	23,7	26,1	24,4	23,1
Empleo total (e.t.c.)	-0,6	0,8	1,4	-3,3	0,8	1,5

(*) Contribuciones al crecimiento

(p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE

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.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

Economista Jefe Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com
+34 91 537 36 72

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61

Juan Ramón García
juanramon.gl@bbva.com
+34 91 374 33 39

Virginia Pou
virginia.pou@bbva.com
+34 91 537 77 23

Amanda Tabanera
amanda.tabarena@bbva.com
+34 91 807 51 44

Anabel Arador
ana.arador@grupobbva.com
+ 34 93 401 40 42

Félix Lores
felix.lores@bbva.com
+34 91 374 01 82

Juan Ruiz
juan.ruiz2@bbva.com
+34 646 825 405

Camilo Andrés Ulloa
camiloandres.ulloa@bbva.com
+34 91 537 84 73

Joseba Barandiaran
joseba.barandia@bbva.com
+34 94 487 67 39

Antonio Marín
antonio.marin.campos@bbva.com
+34 648 600 596

Pep Ruiz
ruiz.aguirre@bbva.com
+34 91 537 55 67

Con la colaboración de:
Sistemas Financieros
Macarena Ruesta
esperanza.ruesta@bbva.com
+34 91 374 33 21

Mónica Correa
monica.correa@bbva.com
+34 91 374 64 01

Myriam Montañez
miriam.montanez@bbva.com
+34 954 24 74 86

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Áreas Globales

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sánchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldolopez@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com