Flash España

Contabilidad Nacional Trimestral del 3T11

Tal y como se adelantaba en el último número de nuestra revista Situación España, el tímido avance que registró la economía española durante el 1S11 se interrumpió en el 3T11. La demanda doméstica continuó lastrando el avance coyuntural, compensando en esta ocasión por completo el crecimiento de la demanda externa. El desglose de la demanda agregada conocido hoy presenta algunas innovaciones respecto a nuestras previsiones que, en todo caso, deben ser evaluadas con cautela, ya que son atribuibles en su mayor parte a las revisiones estadísticas habituales así como a la introducción de la nueva base contable de 2008.

- **La economía española registró un crecimiento nulo durante el tercer trimestre de 2011, …**

  Tras encadenar seis trimestres consecutivos de crecimiento débil, la economía española se estancó en el 3T11, lo que supone una desaceleración respecto al avance registrado en el 2T11 de igual magnitud a la que se observó en ese trimestre respecto a los tres primeros meses del año (0,2pp t/t). En términos interanuales, se encadenó el quinto crecimiento consecutivo desde el comienzo de la crisis, esta vez del entorno al 0,8% a/a, que si bien resulta equivalente al registrado en el trimestre precedente se corresponde fundamentalmente con la mejora coyuntural registrada hasta el 2T11 y con el efecto base derivado de la ralentización transitoria de la economía un año atrás (como consecuencia de la aceleración del proceso de consolidación fiscal) (véase el Gráfico 1).

- **…, en línea con nuestras expectativas**

  Aunque el dato conocido hoy debe ser valorado globalmente de forma negativa, no supone una sorpresa a la luz de la evolución de los indicadores parciales de coyuntura entre junio y septiembre. En este sentido, nuestras estimaciones en tiempo real indicaban ya de forma temprana que la ralentización de la actividad que se observa desde finales del 1S11 podía saldarse con un crecimiento nulo, o de apenas una décima, para el conjunto del trimestre (última previsión del MICA-BBVA: 0,0% t/t) (véase el Gráfico 2). En línea con lo anterior, el dato observado supone una desaceleración sólo marginalmente superior a la proyectada en la estimación central de nuestro escenario base (BBVA Research: +0,1% t/t)) que, en todo caso, se encuentra dentro de nuestro intervalo de confianza (-0,2 t/t; +0,4% t/t). En consecuencia, nuestro diagnóstico sobre la evolución coyuntural de la economía española, del que se deriva un incremento significativo de la probabilidad de que se produzca una contracción económica durante el trimestre actual (véase el Grafico 3) y un crecimiento en torno al 0,8% para el conjunto del ejercicio económico, no se altera significativamente con los datos publicados hoy.

- **Tal y como se esperaba, la demanda doméstica continuó lastrando el avance coyuntural, compensando en esta ocasión por completo el crecimiento de la demanda externa**

  El detalle de la contabilidad nacional tampoco contiene elementos novedosos en lo que respecta a los rasgos básicos de las fuentes del crecimiento que alteren significativamente nuestro diagnóstico. Tras la corrección a la baja de los flujos comerciales en el 2T11, la composición del crecimiento volvió a estar fuertemente marcada por el impulso de la demanda externa, que en términos netos contribuyó en 0,4pp al crecimiento trimestral del PIB (2,0pp en términos interanuales), volviendo a impedir que la economía española presentase una tasa de crecimiento negativa. Por su parte, el agregado de la demanda doméstica continuó drenando crecimiento -condicionado por la debilidad de sus fundamentales, los ajustes en marcha, y el reciente repunte de la incertidumbre-, compensando en esta ocasión la totalidad del avance trimestral de la demanda externa (contribución al crecimiento: -0,4pp t/t; -1,2pp a/a) (véase el Gráfico 4).

- **El desglose de la demanda agregada presenta algunas innovaciones respecto a nuestras previsiones que, en todo caso, deben ser evaluadas con cautela,**

  A pesar de lo apuntado en los anteriores epígrafes, los datos conocidos hoy revelan ciertas innovaciones en lo que respecta a la composición tanto de la demanda interna como de la demanda externa. En esta ocasión, sin embargo, la publicación de la CNTR coincide con un cambio de la base contable -que toma a 2008 como nuevo año de referencia-, y con la revisión anual habitual de los datos históricos, lo que habida cuenta de los cambios metodológicos y estadísticos introducidos, no permiten una comparación directa de nuestras previsiones con los datos observados para algunos componentes de la demanda agregada.

- **…ya que en buena parte son atribuibles a las revisiones estadísticas habituales,**
  Empezando por las cifras más directamente comparables (v.g., aquellas correspondientes a los agregados que no han experimentado cambios metodológicos ni estadísticos significativos), los datos publicados hoy muestran una evolución de los grandes componentes de la demanda en línea con nuestras expectativas, si bien todas ellas han experimentado cambios porcentuales trimestrales ligeramente menores de los que sugerían nuestras previsiones centrales (véanse los Cuadros 1 y 2). Sin embargo, como se observa en el Cuadro 3, parte de las discrepancias entre los datos observados y las previsiones para estos agregados no son atribuibles a errores de previsión, sino a revisiones estadísticas de los datos históricos. Así por ejemplo, mientras que el consumo privado se ha revisado a la baja 0,5pp en 2010 el consumo público la Formación Bruta de Capital se han revisado al alza en 0,9 y 1,2pp, respectivamente. Las revisiones de las tasas de crecimiento para el 1S11, junto con el dato publicado hoy y nuestras previsiones para el trimestre actual, sugieren una contribución algo más negativa de la demanda doméstica al crecimiento de 2011, donde cabe destacar la caída más pronunciada del consumo público (-1,3% con la base 2008 frente a un -0,3% con la base de 2000) que, en buena medida, se corresponde con la revisión a la baja del crecimiento en el 1T11 (desde el 2,9% t/t, hasta el 1,1% t/t). Igualmente, tras la revisión de las series históricas incorporada en la nueva base contable de 2008, el crecimiento del consumo de los hogares se revisaría a la baja en 2011, aunque en una magnitud más moderada (en torno a 0,4pp), mientras que el crecimiento de la inversión se revisaría en la dirección contraria, en torno a 0,9pp.

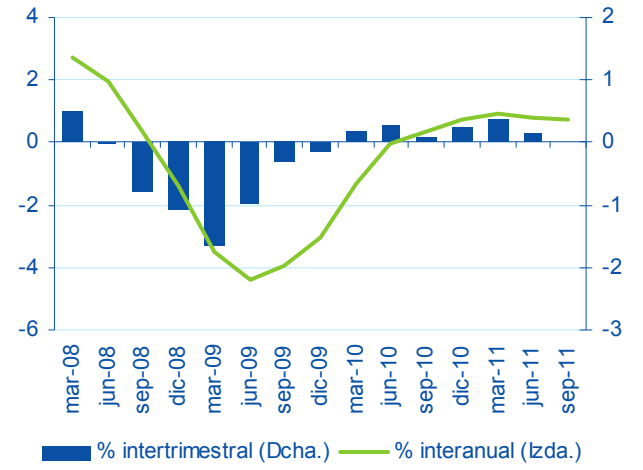
- **…así como a la introducción de la nueva base contable de 2008: que incluye cambios metodológicos significativos,…**
  Pasando ahora a las partidas de la demanda agregada que han experimentado cambios metodológicos -aquellos que se incorporan de forma transversal por todos los países de la UE con la introducción de la nueva base contable-, caben reseñar los que afectan al desglose de la Formación Bruta de Capital, que se define ahora por activos (materiales e inmateriales) en lugar de por producto como se venía desglosando en la antigua base contable de 2000. Ello implica un cambio de concepto significativo ya que, por ejemplo, la nueva definición de la inversión en vivienda -cuyo crecimiento en el 3T11 fue del -0,7 % t/t- no incluye solamente el valor de la construcción –al que se refiere nuestra estimación del -1,3% t/t ±0,6pp, consistente con la base contable de 2000-, sino además el de los servicios ligados la adquisición de la vivienda (v.g., gastos en promoción inmobiliaria, servicios de notaria, y otros gastos jurídicos ligados a la adquisición del activo), que previamente se encontraban agrupados en la partida de inversión en otros productos (véase el Gráfico 5). De forma análoga, nuestra previsión de crecimiento para la antigua partida de inversión en otras construcciones (-2,1% t/t ±1,7pp), no es completamente comparable con el dato observado de la nueva partida de inversión en otros edificios y construcciones (-3,1% t/t). En contrapartida, el nuevo agregado de inversión en bienes de equipo, activos cultivados -cuyo crecimiento en el 3T11 fue del 2,3% t/t- guarda una relación conceptual más estrecha con el antiguo agregado de inversión en equipo y otros –para el que preveíamos un crecimiento del 1,2% ±3,6pp, si bien, también para este agregado parte la desviación de la previsión respecto al dato observados es atribuible a revisiones estadísticas de los datos históricos (véase el Gráfico 6).

- **…y cambios o mejoras estadísticas relevantes**
  Finalmente, dentro de los cambios estadísticos que conlleva la adopción de la nueva base contable -aquellos que cada país incorpora de forma particular y que constituyen una modificación en las fuentes de información estadística o de los métodos de estimación- resulta preciso resaltar por el lado de la demanda los relativos a los intercambios con el resto del mundo. En particular, se han introducido mejoras en la estimación de los flujos comerciales intracomunitarios a partir de información estadística contenida -por ejemplo en los registros tributarios- que, en balance, han dado lugar a un afloramiento de flujos comerciales de la economía española a pesar de la relativa estabilidad del saldo neto de exportaciones. Así, tanto las exportaciones como las importaciones muestran caídas ligeramente menores en 2009 y crecimientos notablemente superiores en 2010 (véase el Cuadro 3). El efecto base negativo derivado de estas revisiones, junto con el dato publicado hoy y nuestras previsiones para el trimestre actual, apuntan a un crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones algo menor al que podría inferirse con los datos de la CNTR en la base contable de 2000, si bien se infiere una contribución sólo ligeramente más positiva de la demanda externa neta al crecimiento de 2011.

- **En línea con la interrupción del crecimiento, el deterioro del mercado laboral se agudizó en el 3T11**
  Tal y como se adelantaba en el último número de nuestra revista Situación España, los registros del mercado laboral del 3T11 resultaron decepcionantes. Los datos conocidos hoy, relativos a las estimaciones de la evolución del empleo equivalente a tiempo completo (e.t.c), no han sido la excepción a esta tendencia, mostrando una caída trimestral de la ocupación en torno a los 171,9 miles de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo CVEC (-1,9% a/a), por encima de lo que apuntaban tanto los datos de la Encuesta de Población Activa (en torno a los 147 mil CVEC, según nuestras estimaciones) como los registros de la afiliación a la Seguridad Social (en torno a las 100 mil CVEC, según nuestras estimaciones). Con esta contracción del empleo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad aparente del factor trabajo volvió a repuntar en el 3T11, esta vez hasta el 2,7% (2,0% en 2T11).

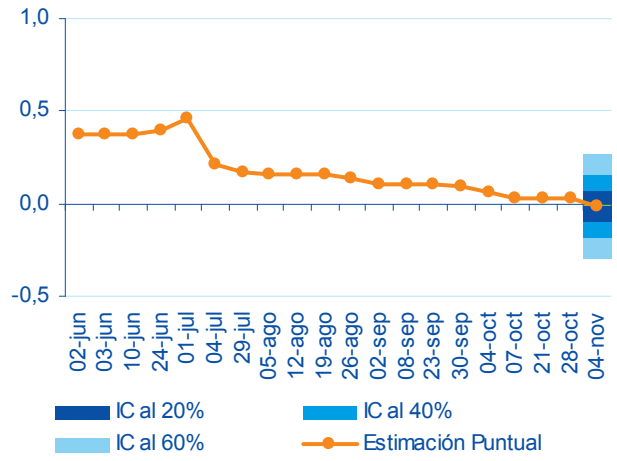
- **La caída de la remuneración por asalariado en términos reales junto con el aumento de la productividad provocó una nueva reducción de los costes laborales unitarios.**
  A pesar de que las tasas de crecimiento de los precios continúan situándose en cotas elevadas (1,5% a/a en términos del deflactor implícito del PIB) la remuneración nominal por asalariado aumentó en una proporción significativamente menor (0,6% a/a). Así, al cierre del tercer trimestre del año continuó consolidándose la tendencia de caída de la remuneración por asalariado en términos reales (-0,9% a/a frente -1,3% a/a en el trimestre anterior) que, unida al nuevo incremento de la productividad, volvió a provocar una reducción de los costes laborales unitarios reales, esta vez de un 3,6% a/a (-2,1% a/a en términos nominales) (véanse los Gráficos 7 y 8).

Gráfico 1
España: crecimiento del PIB



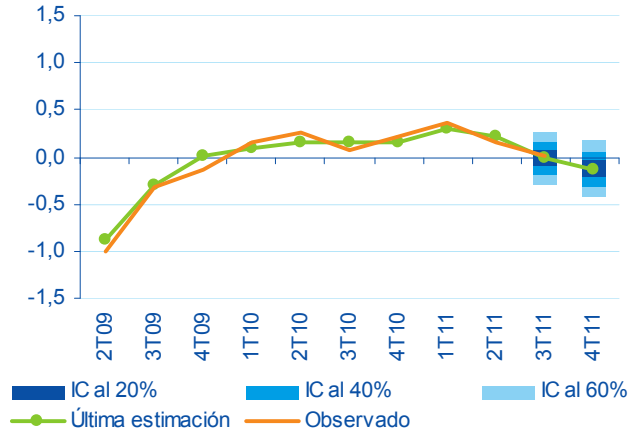
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2
España: previsiones de crecimiento del PIB para el 3T11 en el modelo MICA-BBVA según fecha de estimación



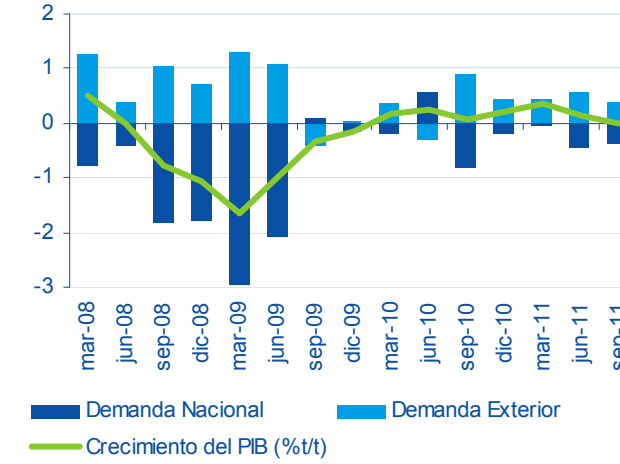
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 1
España: previsiones macroeconómicas y datos observados para el 3T11

	Dato	Previsión	IC (80%)	Ratio error/DT
Consumo Hogarres	-0,1	0,1	(-0,6 ; 0,7)	-0,2
Consumo AA.PP.	-1,1	-1,3	(-2,1 ; -0,6)	0,5
Formación Bruta de Capital	-0,7	-0,5	(-2,7 ; 1,8)	-0,1
Demanda doméstica (*)	**-0,4**	**-0,3**		
Exportaciones	3,1	3,5	(1,4 ; 5,6)	-0,2
Importaciones	1,6	2,1	(-0,2 ; 4,4)	-0,3
Saldo exterior (*)	**0,4**	**0,4**		
PIB	**0,0**	**0,1**	**(-0,2 ; 0,4)**	**-0,4**

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 2
España: previsiones macroeconómicas y datos observados para el 3T11

(Tasa de crecimiento a/a)	Dato	Previsión	IC (80%)	Ratio error/DT
Consumo Hogarres	0,4	0,8	(0,2 ; 1,5)	-0,2
Consumo AA.PP.	-2,3	-1,6	(-2,4 ; -0,9)	0,5
FBCF	-4,0	-4,5	(-6,7 ; -2,4)	-0,1
Demanda doméstica (*)	**-1,2**	**-0,8**		
Exportaciones	8,1	11,7	(9,4 ; 14,0)	-0,2
Importaciones	0,8	4,9	(2,5 ; 7,3)	-0,3
Saldo exterior (*)	**2,0**	**1,7**		
PIB	**0,8**	**0,9**	**(0,6 ; 1,2)**	**-0,4**

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 3

España: impacto del cambio de la base contable en los principales componentes de la demanda agregada

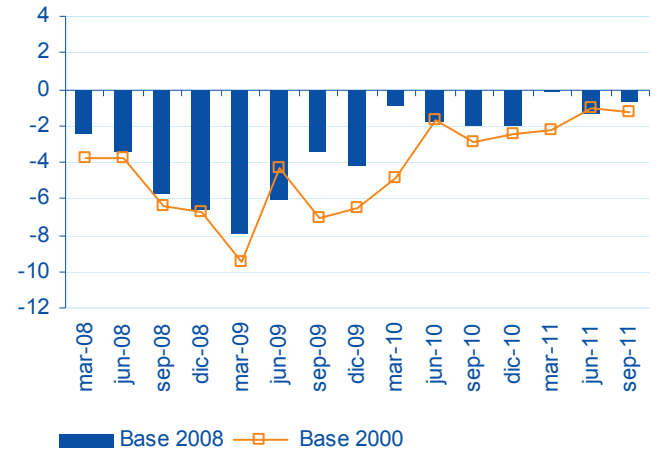
Demanda Agregada y PIB (Var. % a/a)

	2009		2010		2011**	
	Base 2000	**Base 2008**	**Base 2000**	**Base 2008**	**Base 2000**	**Base 2008**
Gasto en consumo final de los hogares	-4,3	-4,4	1,3	0,7	0,4	0,0
Gasto en consumo final de las AAPP	3,2	3,7	-0,7	0,2	-0,3	-1,3
Formación bruta de capital fijo	-16,0	-16,6	-7,5	-6,3	-5,1	-4,3
Demanda Nacional (*)	**-6,4**	**-6,6**	**-1,1**	**-1,0**	**-1,0**	**-1,2**
Exportaciones de bienes y servicios	-11,6	-10,4	10,3	13,5	10,1	9,2
Importaciones de bienes y servicios	-17,8	-17,2	5,5	8,9	3,0	1,7
PIB (pm)	**-3,7**	**-3,7**	**-0,1**	**-0,1**	**0,8**	**0,8**

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 5

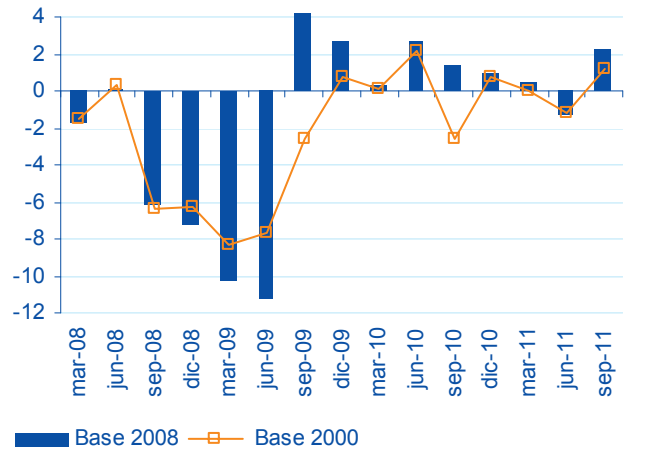
España: inversión en vivienda (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

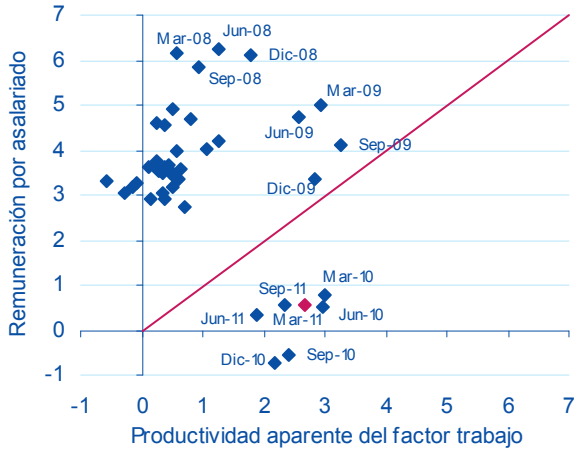
España: inversión en bienes de equipo, maquinaria y activos cultivados (% t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 7

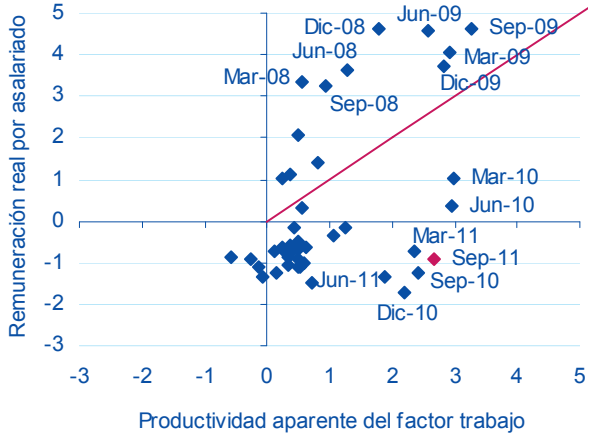
España: crecimiento de la productividad y salario nominal (%a/a)



Nota: la línea roja representa puntos en los que los CLUs nominales permanecen constantes
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 8

España: crecimiento de la productividad y salario real (%a/a)



Nota: la línea roja representa puntos en los que los CLUs reales permanecen constantes
Fuente: BBVA Research a partir de INE

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".

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