

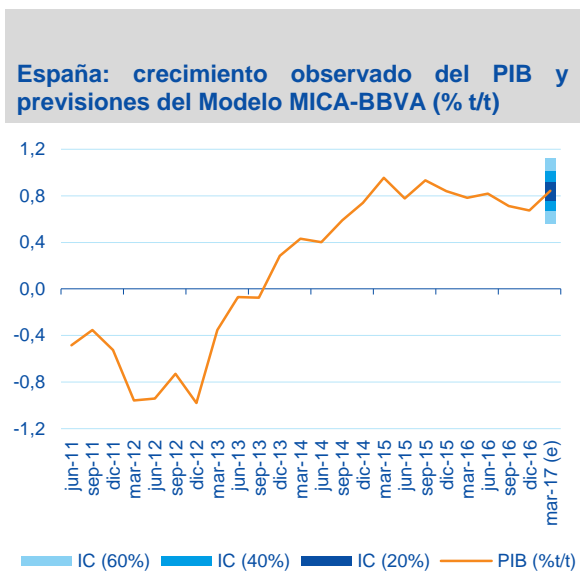
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación continúa, a pesar de la incertidumbre

La estimación avance del PIB, publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), indicó que **el crecimiento se estabilizó en el 0,7% t/t (3,0% a/a) en el 4T16**¹. De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre octubre y diciembre habría estado en línea con lo esperado a principios del trimestre (entre 0,7% y 0,8% t/t), pero por debajo de las últimas estimaciones en tiempo real de BBVA Research (MICA-BBVA: entre 0,8% y 0,9% t/t)². Así, la economía española habría cerrado el 2016 con un crecimiento anual del PIB del 3,2%, que supera al previsto hace un año (2,7%) y supone el segundo avance por encima de la media histórica desde 2007³.

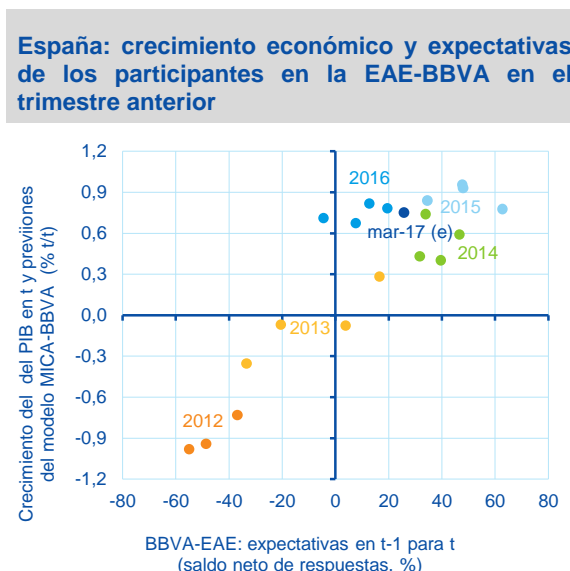
De cara al primer trimestre de 2017, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que **la recuperación prosigue a un ritmo ligeramente superior que el registrado en el 4T16 (previsión del modelo MICA-BBVA: 0,8%)** (véase el Gráfico 3.1). Este ritmo de crecimiento se encontraría en línea con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)⁴, que evidencian una mejora en las expectativas de crecimiento respecto a los últimos trimestres de 2016 (véase el Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

1: La Contabilidad Nacional Trimestral del 3T16 se publicará el 25 de noviembre, siendo posible la revisión de la estimación avance
2: Véase el Observatorio Económico de España de enero de 2017, disponible en <https://goo.gl/AwNBPS>
3: El crecimiento medio anual entre 1971 y 2015 se sitúa en el entorno del 2,5%.
4: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/epUinr>

El avance de la demanda doméstica en 4T16 fue modesto, aunque equilibrado

Si bien el crecimiento de la renta y del crédito a los hogares se ralentizó durante el cuarto trimestre, el balance de los indicadores parciales de gasto⁵ y confianza de los hogares sugiere que el crecimiento del **consumo privado se habría estabilizado en torno al 0,6% t/t (2,7% a/a) en 4T16** (véase el Gráfico 3.3). De cumplirse esta previsión, 2016 podría haber cerrado con un avance medio anual del gasto de los hogares del 3,0%, similar al registrado el año anterior (2,9%).

Respecto a la demanda pública, los datos disponibles de ejecución presupuestaria sugieren que **el gasto en consumo final real de las Administraciones Públicas podría haber aumentado el 0,3% t/t (1,1% a/a)**, seis décimas menos que en 3T16. Así, el pasado ejercicio económico habría finalizado con un incremento del consumo público del 1,3%, 0,5pp por debajo del registrado en 2015.

Por el lado de la **inversión en maquinaria y equipo**, los indicadores parciales de coyuntura⁶ apuntan a que ésta habría crecido un **0,7% t/t (4,1% a/a) en 4T16**. Si bien esta cifra es ligeramente superior a la observada en 3T16 (0,3% t/t), seguiría siendo significativamente inferior a la registrada a lo largo de la recuperación (2,2% t/t en promedio entre 1T13 y 2T16). Así, 2016 se cerraría con una desaceleración de la inversión productiva de 3,2pp hasta el 5,7% en promedio anual.

Por su parte, la información disponible⁷ indica que, tras el práctico estancamiento registrado en 3T16, **la inversión residencial habría crecido el 0,7% t/t (2,6 % a/a) en el último trimestre del pasado año**, lo que en todo caso implica que el ritmo de recuperación continúa siendo moderado. En cuanto a **la inversión en otras construcciones**, BBVA Research estima **que su crecimiento habría alcanzado el 0,4% t/t (1,8% a/a) en 4T16**. De esta forma, 2016 podría haber finalizado con una estabilización del crecimiento anual de la inversión en construcción de vivienda (en torno al 3,1%) y una desaceleración de la no residencial (de 4,7pp hasta el 1,7%).

El gasto doméstico explicó la mayor parte del crecimiento en 2016

En resumen, los indicadores parciales de coyuntura señalan que en el 4T16 **la demanda doméstica habría vuelto a aportar 0,6 pp al avance trimestral del PIB**, si bien con una composición más balanceada que la observada en el trimestre precedente. Con este cierre del año, la contribución de la demanda interna al crecimiento

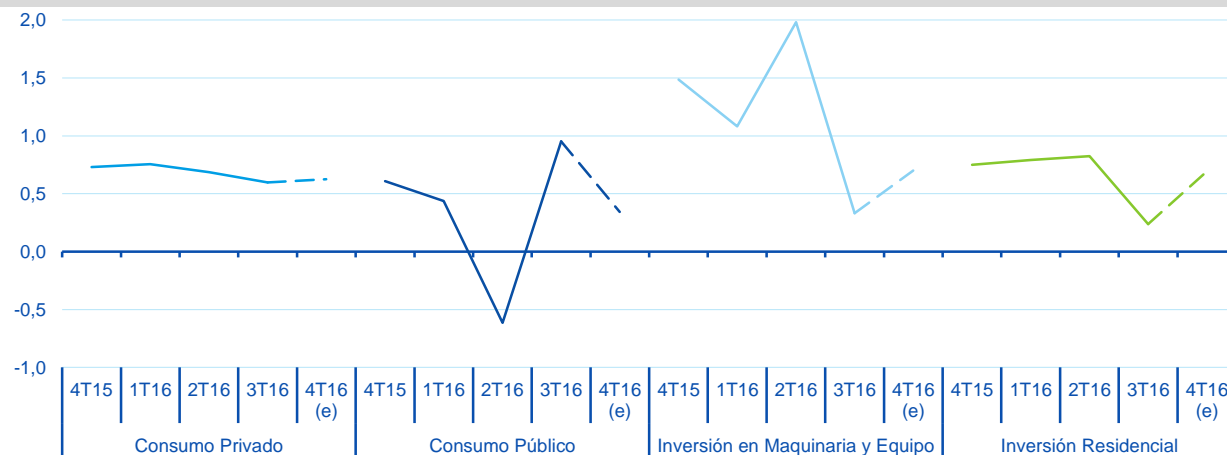
económico promedio de 2016 se cifraría en los 2,8pp.

5: El consumo de servicios y las ventas interiores de grandes empresas exhibieron un fuerte dinamismo al cierre del año, mientras que el comercio al por menor ha mostrado cierta desaceleración y las matriculaciones de turismos (particulares) se redujeron.

6: La confianza empresarial y la venta de vehículos industriales aumentaron en el último trimestre del año. Por el contrario, se redujeron la cartera de bienes de equipo y el IPI respecto al trimestre anterior.

7: Destacan tanto los visados de vivienda nueva como la afiliación en el sector de la construcción, que se han comportado mejor que en el trimestre precedente.

Gráfico 3.3

España: crecimiento observado y previsiones de los principales componentes de la demanda doméstica (% t/t)

(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Las exportaciones se recuperan al cierre del año

La demanda externa habría aportado 0,5pp al crecimiento de 2016

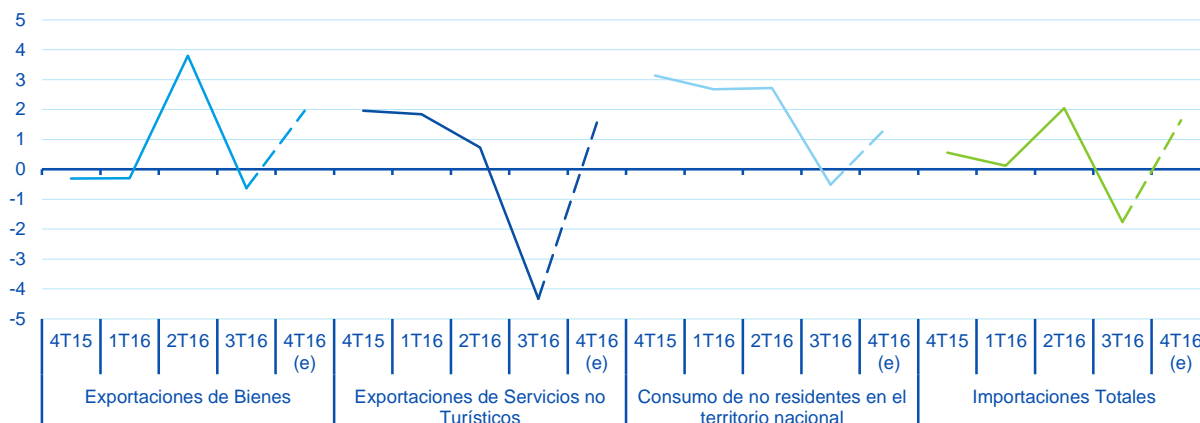
Durante el último trimestre de 2016 la demanda exterior se incrementó con fuerza, confirmando que el decepcionante desempeño en 3T16 habría sido de carácter temporal. En este sentido, los indicadores disponibles apuntan a que **las ventas de bienes al exterior habrían repuntado un 2,0% t/t (4,9% a/a)⁸ en 4T16, para finalizar el año con una expansión promedio ligeramente inferior a la registrada en 2015 (4,0% frente 4,4%)**. Asimismo, la información conocida sugiere que las exportaciones de servicios se habrían recuperado. Por un lado, el turismo exterior se mantiene saludable⁹, lo que sugiere que **el consumo de no residentes en territorio nacional podría haber crecido un 1,5% t/t (6,5% a/a) en 4T16 y un 8,1% en el conjunto de 2016 (4,1% en 2015)**. Por otro lado, se estima que las exportaciones de servicios no turísticos habrían aumentado un 1,6% t/t (-0,3% a/a) en el último trimestre de 2016 y cerrarían el ejercicio económico con un incremento promedio cercano al 3,2% (4,1pp por debajo del crecimiento registrado en 2015). De esta forma, **las exportaciones totales habrían crecido un 4,3% en 2016, desacelerándose marginalmente respecto a 2015 (4,9%)**.

En línea con el comportamiento de la demanda final, la información disponible al cierre de esta revista sugiere que **el crecimiento de las importaciones durante el 4T16 habría sido del 1,6% t/t (2,0% a/a) y cerrarían 2016 con un incremento del 3,2% (5,6% en 2015)**. Este comportamiento, junto con el esperado para las exportaciones totales, daría lugar a **una aportación de 0,1pp de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española en 4T16 y de 0,5pp para el conjunto del año (-0,1pp en 2015)**.

8: Tanto las exportaciones de grandes empresas como la cartera de pedidos de exportaciones crecieron en el 4T16, mientras que la información disponible de la balanza comercial apunta a un fuerte aumento de las exportaciones de bienes en el último trimestre de 2016.

9: Tanto la entrada como las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles crecieron en el entorno del 2,6% t/t CVEC en 4T16. Por su parte, los ingresos por turismo de la balanza de pagos crecieron 0,4% m/m CVEC en promedio en octubre y noviembre de 2016.

Gráfico 3.4

España: crecimiento observado y previsiones de los principales componentes de la demanda externa (% t/t)

(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Mercado de trabajo: señales mixtas respecto al crecimiento del empleo

La recuperación del mercado de trabajo prosiguió en el cuarto trimestre. Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación media a la Seguridad Social creció el 1,0% t/t, dos décimas más que en el tercero. La contratación también cobró dinamismo y repuntó el 2,9% t/t, mientras que el paro registrado descendió el 2,3% t/t CVEC entre octubre y diciembre, medio punto menos que en el 3T16¹⁰.

Sin embargo, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 4T16 reveló una mejora del empleo más débil que la apuntada por los registros de afiliación (véase el Gráfico 3.5). El empleo disminuyó en 19.400 personas entre octubre y diciembre debido a la estacionalidad negativa del periodo. Descontado este factor, el número de ocupados habría crecido en torno a 80.000 personas (0,4% t/t CVEC), 50.000 menos que en el 3T16 (0,7% t/t CVEC)¹¹.

El descenso de la ocupación se concentró en el sector servicios y en los trabajadores temporales. Este hecho, unido al repunte del número de asalariados con contrato indefinido, provocó una disminución de medio punto de la tasa de temporalidad hasta el 26,5%. Sin embargo, la tendencia creciente de la temporalidad se mantiene cuando se descuenta el efecto de la estacionalidad negativa del periodo. Como ilustra el Gráfico 3.6, el porcentaje de asalariados con contrato temporal habría aumentado dos décimas hasta el 26,4% CVEC, 3,7 puntos por encima de su mínimo cíclico registrado en el primer trimestre del 2013.

10: Los registros de enero indican que el mercado laboral cobró dinamismo al arranque del año. Descontada la estacionalidad, las estimaciones de BBVA Research indican que el aumento de la afiliación se situó en torno a las 62.000 personas, mientras que la caída del desempleo fue de 33.000. Para más información, véase <https://goo.gl/kX1wBI>.

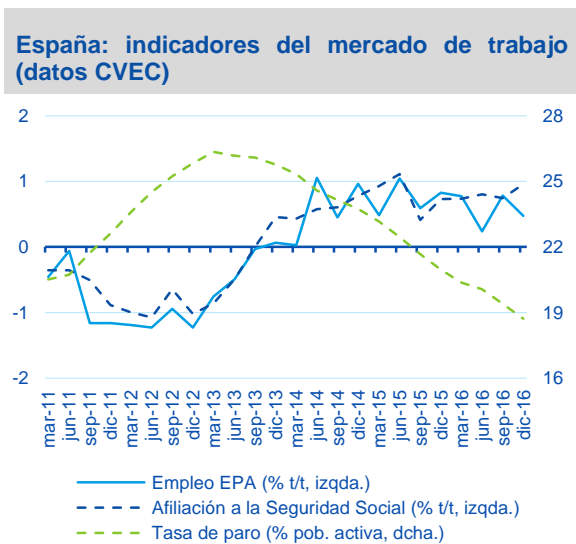
11: La evaluación detallada de los datos de la EPA del 4T16 se encuentra en <https://goo.gl/UhGLp1>

A pesar de la caída del empleo, la tasa de paro se redujo tres décimas hasta el 18,6% debido al retroceso inesperado de la población activa (-102.400 de personas). Las cifras desestacionalizadas sugieren que la tasa de desempleo habría descendido siete décimas hasta el 18,7% y se situaría en cifras de finales de 2009 (Gráfico 3.5).

La recuperación del mercado de trabajo perdió vigor en 2016

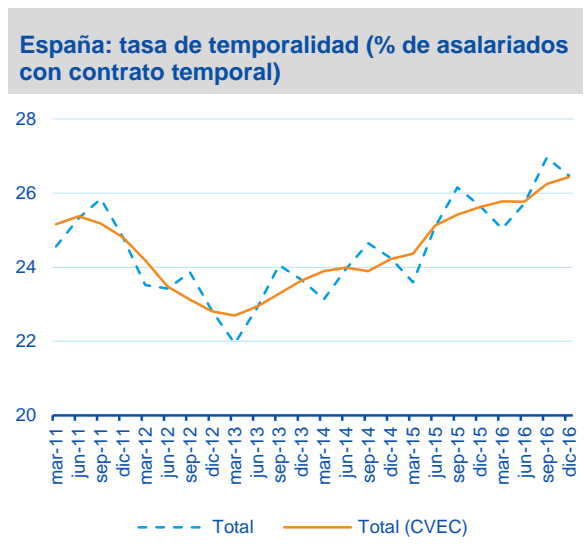
El dato del 4T16 cerró el tercer año consecutivo de creación de empleo desde 2007. En promedio, la ocupación aumentó en 475.500 personas en 2016, 46.400 menos que en 2015. El aumento de la ocupación se concentró en el sector servicios (ocho de cada diez nuevos empleos) y en los asalariados con contrato temporal. Estos resultados contribuyeron a una caída de la tasa paro de 2,4 puntos hasta el 19,6% (fin de periodo: -2,3pp hasta el 18,6%).

Gráfico 3.5



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.6



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inflación general se acelera, mientras que la subyacente se mantiene estabilizada

Durante los últimos meses los precios generales de los bienes de consumo han aumentado con fuerza dejando atrás el episodio de inflación negativa en el que se encontraba inmersa la economía española desde mediados de 2014. Así, tras cerrar el 2016 con una inflación general del 1,6% a/a en diciembre (-0,2% en el promedio del año), el indicador adelantado del Índice de Precios al Consumidor (IPC) señaló una aceleración de 1,4pp hasta el 3,0% en enero. **Detrás de este comportamiento se encuentra, principalmente, el repunte de los precios de la energía** (cercano al 17% a/a en enero), que a su vez responde a tres factores: el efecto base generado por la caída registrada hace un año (-8,4% entre noviembre de 2015 y enero de 2016), la corrección al alza en el precio de las materias primas (13% en el caso del barril Brent en euros acumulado

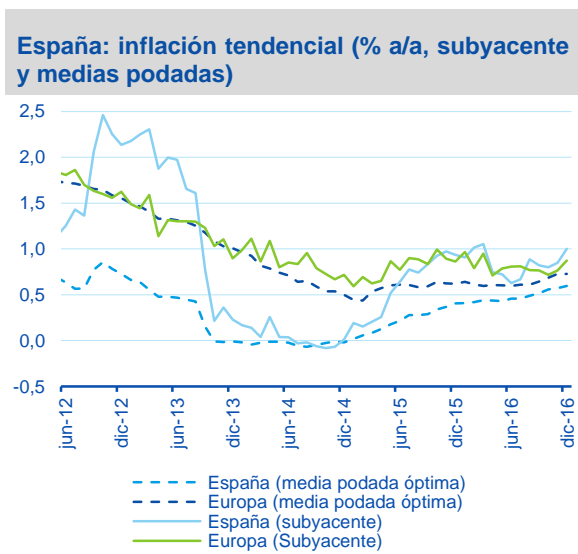
La energía explica el reciente repunte de los precios

durante los últimos dos meses) y, por último, la presión al alza en el precio de la electricidad (11,9% entre noviembre y enero), condicionada además por la meteorología adversa.

En contrapartida, la inflación subyacente se ha mantenido prácticamente estable en torno al 1,0% a/a (0,8% a/a en promedio en 2016) lo que, en todo caso, supone una presión sobre las ganancias de competitividad-precio de la economía española dado el contexto de baja inflación subyacente en Europa. Así, las estimaciones de BBVA Research indican que **el diferencial de inflación tendencial respecto a la zona del euro ha disminuido un punto desde su máximo en octubre de 2013**, hasta los 0,1pp en diciembre (véase el Gráfico 3.7)¹².

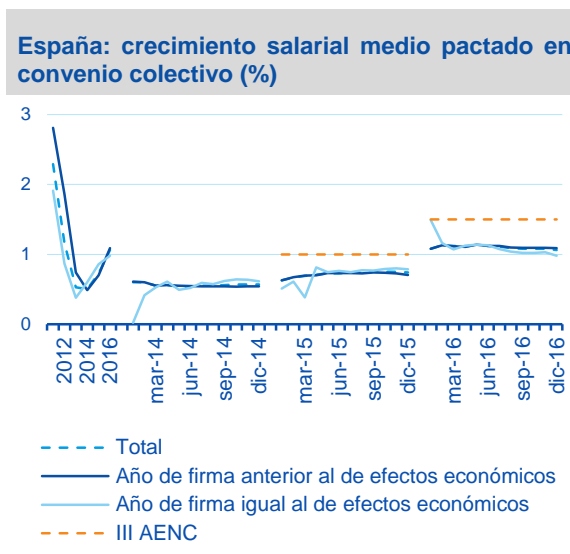
Las demandas salariales se mantuvieron estables durante el cuarto trimestre, en línea con la inflación subyacente. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo se situó en el 1,1% a/a entre octubre y diciembre en los convenios revisados plurianuales y en el 1,0% en los firmados a lo largo del año en curso, que vinculan a 1.994.00 trabajadores. Como se aprecia en el Gráfico 3.8, el aumento de la retribución en el cuarto trimestre fue similar al registrado durante el resto del año, pero menor que el 1,5%, cifra establecida como límite máximo en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el conjunto de 2016¹³.

Gráfico 3.7



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.8



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) Los datos de 2015 y 2016 son provisionales. Las cifras desde 2013 no son homogéneas con las de los años precedentes.

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

12: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/jOrt8>

13: El III AENC, suscrito a comienzos de junio de 2015 por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo. En 2015 no debían superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017, que se debería acordar en las próximas semanas, dependerá de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones macroeconómicas del Gobierno.

El nuevo crédito a familias y pymes cerró el 2016 en positivo

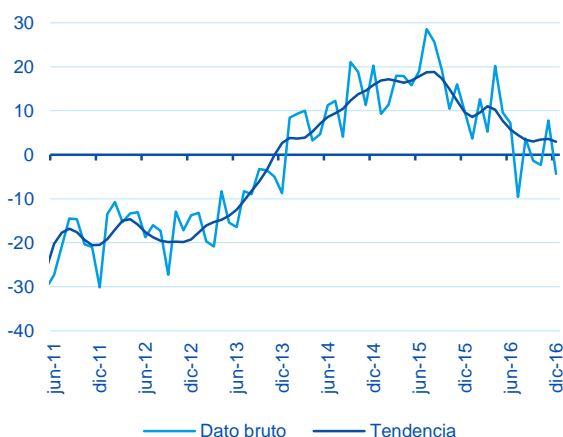
El stock de crédito al sector privado continuó reduciéndose en el 4T16, a similar ritmo que en el tercer trimestre (-4,5% a/a en noviembre). De igual forma, las nuevas operaciones concedidas prolongaron su tendencia a la baja (-13,9% a/a acumulado en 2016), condicionadas principalmente por las operaciones de financiación a empresas por importe superior a 1 millón de euros (-32,8% a/a en el acumulado anual). Esta menor demanda de crédito bancario por parte de las grandes empresas responde, al menos en parte, al entorno de incertidumbre nacional e internacional y a la tendencia creciente a financiar sus necesidades mediante otras fuentes (ahorro propio y emisiones de deuda). A ello habría contribuido el abaratamiento de la emisión propiciado por el programa de compra de deuda corporativa del BCE. Por el lado de los sectores minoristas (familias y pymes), se ha observado una desaceleración del crecimiento del crédito a lo largo del año, si bien acumuló una subida del 3,8% a/a en 2016.

El precio del nuevo crédito ha mantenido su tendencia a la baja

Por otra parte, el precio del nuevo crédito ha mantenido su tendencia a la baja, favorecido por la reducción del euríbor, las mejores condiciones de liquidez para los bancos, el menor riesgo soberano y la disminución en el riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, en algunas carteras existe evidencia de haber llegado a un umbral mínimo en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses y de cambios en la estructura de la clase de préstamo. Por otro lado, los tipos para adquisición de vivienda (2,19% TAE en diciembre, 12pb menos que hace un año), muestran una clara resistencia a continuar reduciéndose dada la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo. Atendiendo a este indicador, que incorpora comisiones, las hipotecas españolas siguen siendo más baratas que las de muchos países europeos, como Francia o Irlanda.

Gráfico 3.9

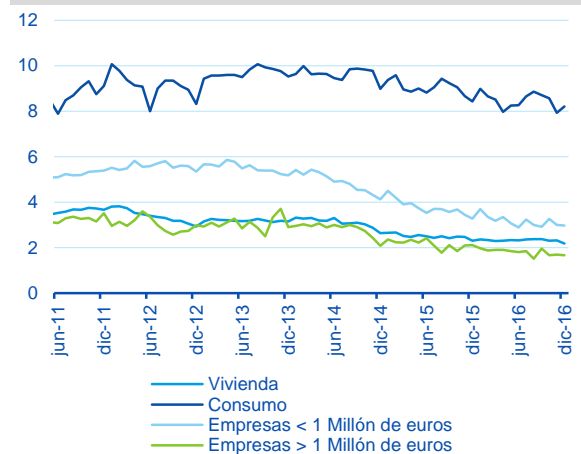
España, nuevas operaciones de crédito sector minorista (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.10

España: tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (% TAE)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2017-2018: el crecimiento se moderará hasta el 2,7%

Los fundamentos de la economía española sustentan la continuidad de la recuperación durante los próximos años. Sin embargo, se mantienen las expectativas de desaceleración en el corto plazo, dado el entorno de incertidumbre -tanto interna como externa-, el cambio de tono de la política fiscal –que se tornará neutral este año- y el agotamiento del impulso hasta ahora proporcionado por los bajos precios del petróleo¹⁴ y la política monetaria expansiva. Así **el presente bienio se saldará con un crecimiento medio anual del 2,7%, que implica una moderación de cinco décimas respecto al precedente** (véase el Cuadro 3.1). Con todo, este avance de la actividad será suficiente para crear cerca de 920.000 puestos de trabajo en el conjunto de los dos años y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 15,8% en 2018¹⁵.

Los vientos de cola pierden intensidad

Cuadro 3.1

España: previsiones macroeconómicas						
(% a/a salvo indicación contraria)	3T16	4T16(e)	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,4	2,3	2,6	2,6	2,3	2,2
G.C.F Privado	2,8	2,7	2,9	3,0	2,5	2,4
G.C.F AA. PP.	1,4	1,1	2,0	1,3	1,8	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	3,1	2,9	6,0	3,6	3,3	4,4
Equipo y Maquinaria	5,0	4,1	8,9	5,7	4,1	4,3
Construcción	2,0	2,1	4,9	2,3	2,5	4,2
Vivienda	2,6	2,6	3,1	3,1	3,2	5,8
Otros edificios y Otras Construcciones	1,4	1,8	6,4	1,7	1,9	2,8
Demanda nacional (*)	2,6	2,3	3,3	2,8	2,4	2,6
Exportaciones	2,8	4,1	4,9	4,3	4,5	5,2
Importaciones	0,9	2,0	5,6	3,2	3,8	5,5
Saldo exterior (*)	0,6	0,7	-0,1	0,5	0,3	0,1
PIB real pm	3,2	3,0	3,2	3,2	2,7	2,7
PIB nominal pm	3,5	3,9	3,7	3,7	4,9	5,2
Empleo total (EPA)	2,7	2,3	3,0	2,7	2,5	2,5
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	18,9	18,6	22,1	19,6	17,5	15,8
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	2,9	2,9	3,0	2,9	2,3	2,1

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Banco de España

14: Las previsiones de BBVA Research indican que los precios del petróleo se situarán en torno a los 57 y 58,7 dólares por barril en 2017 y 2018, respectivamente, un 7% y un 0,7% por encima de lo previsto hace tres meses como consecuencia de la corrección de la oferta. Dada la elevada dependencia energética de la economía española, el encarecimiento del petróleo podría suponer, en promedio, dos o tres décimas menos de crecimiento durante el presente bienio.

15: En términos fin de periodo, la ocupación aumentará en 950.000 personas y la tasa de paro se reducirá hasta el torno a 15,1% a finales de 2018.

A pesar de la desaceleración prevista, **las expectativas de crecimiento para 2017 han mejorado ligeramente respecto a las presentadas en la anterior edición de esta publicación (en 0,2pp)**. La revisión al alza del crecimiento previsto de los principales socios comerciales (de 0,1pp en el caso del área del euro), junto a las perspectivas de recuperación de algunas economías emergentes (principalmente en América Latina) auguran una **mayor demanda de exportaciones, aunque se mantiene la incertidumbre respecto al impacto que pueda tener la salida del Reino Unido de la Unión Europea (brexit) y al futuro de la política de comercio exterior de Estados Unidos**. Este impulso exportador también favorecerá a la demanda interna (destacando la inversión) que, además, continuará viéndose impulsada por la mejora de sus fundamentos y el progreso en la corrección de los desequilibrios. El aumento de la demanda final se volverá a traducir en una expansión de las importaciones que, en todo caso, no impedirá que el bienio se cierre con una aportación ligeramente positiva de la demanda externa neta al crecimiento.

El tono expansivo de la política monetaria del BCE se moderará paulatinamente a lo largo del bienio

El BCE mantiene su compromiso de utilizar todos los instrumentos estabilizadores contemplados dentro de su mandato. En diciembre, el Consejo de Gobierno (CG) aprobó una expansión de su programa de compras mensuales de activos (QE), como mínimo hasta diciembre de 2017 o hasta que se perciba una recuperación sostenida de la inflación. Sin embargo, en línea con la mejora de las condiciones económicas de la eurozona, el BCE reducirá a partir de marzo de este año el monto mensual destinado al programa, desde los 80.000 hasta los 60.000 millones de euros. Al respecto, el presidente de la autoridad monetaria resaltó que la medida no significa una retirada gradual del QE (*tapering*), sino un ajuste del programa consistente con un entorno más favorable y donde los riesgos de deflación prácticamente han desaparecido. En última instancia, el BCE mantiene una comunicación bajista si se tiene en cuenta que los riesgos sobre el crecimiento siguen sesgados negativamente por el entorno global y porque el repunte reciente de la inflación, explicado sobre todo por la energía, no se considera todavía permanente. Con todo, la decisión de extensión del QE no ha sido unánime, con voces críticas de destacados miembros del CG apoyando una salida del QE. Estas críticas comenzaron con la aceleración de la inflación alemana y probablemente se intensificarán en los próximos meses, cuando la variación en los precios de la eurozona previsiblemente se acelere hasta el 1,8% a/a por el efecto de la energía. Esto, a pesar de que luego se modere ligeramente ya que, en principio, no se esperan efectos de segunda ronda que afecten significativamente a la inflación subyacente en el conjunto del área monetaria.

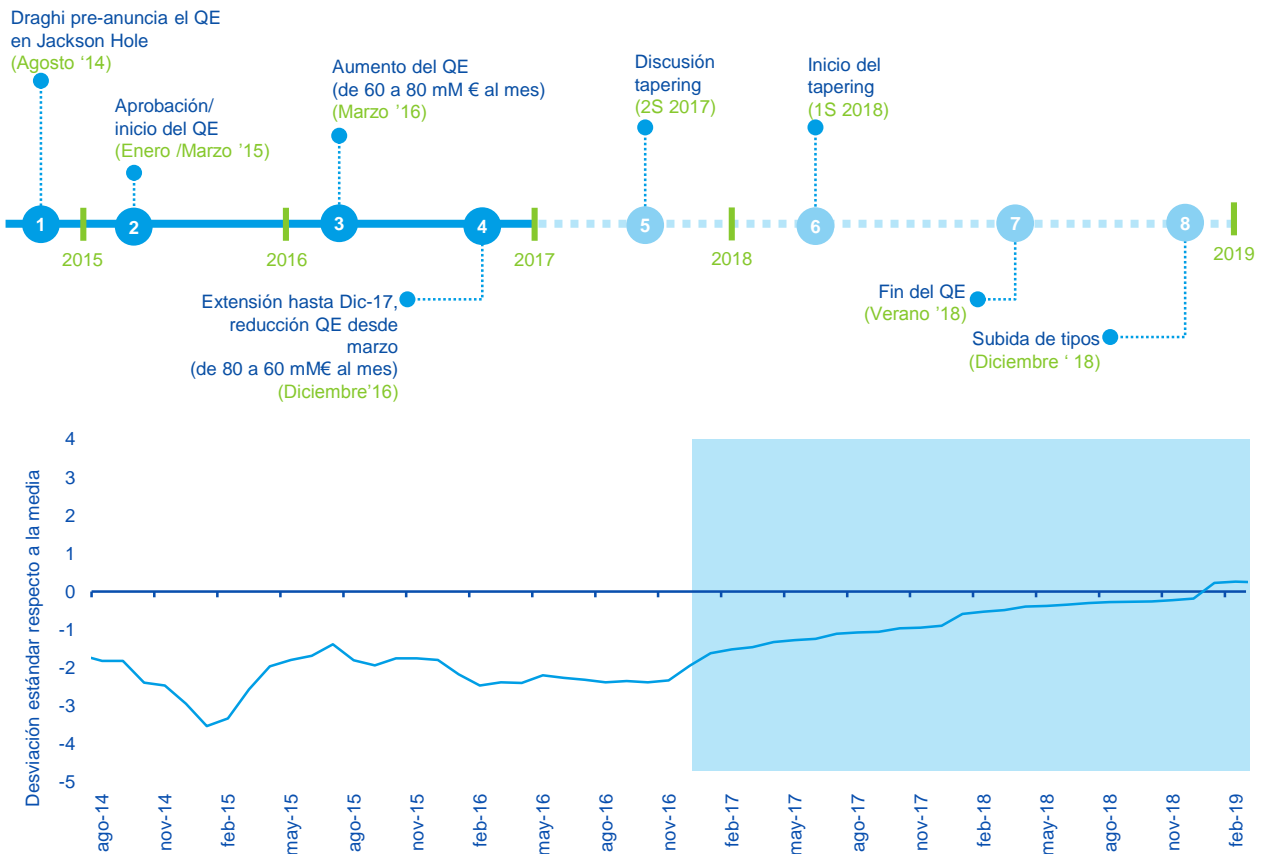
Hacia delante, se espera que la política monetaria del BCE se mantenga sin cambios en el más corto plazo, dada la persistente incertidumbre externa e interna (asociada sobre todo al calendario electoral en Europa). A partir del verano, conforme haya más certeza de que el aumento de la inflación es sostenido y los riesgos bajistas se moderen, tal y como sugiere el indicador sintético para monitorizar la inflación europea de BBVA Research¹⁶ es previsible que se haga más evidente el debate sobre la retirada del QE. Ya en 2018, se prevé que el BCE ponga en marcha el proceso de retirada de forma paulatina y siguiendo la guía que hasta ahora

16: El indicador incorpora componentes de la inflación a distintos horizontes temporales abarcando desde índices "reales" como la inflación general, subyacente o el deflador del PIB hasta expectativas a distintos horizontes (2, 5 y 10 años de fuentes alternativas, encuestas y descontada por los mercados). Para más detalles véase el observatorio económico "Perspectivas de inflación en la zona euro, seguimiento a partir de indicadores sintéticos" disponible en <https://goo.gl/SytPMZ>

ha mantenido. Así, durante el primer semestre de 2018 se produciría la reducción gradual de las compras de activos y, posteriormente, tendría lugar la primera subida de tipos (hacia finales de 2018) (véase el Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11

Calendario del programa de compras de activos del BCE y Monitor de la inflación de la zona euro (*)



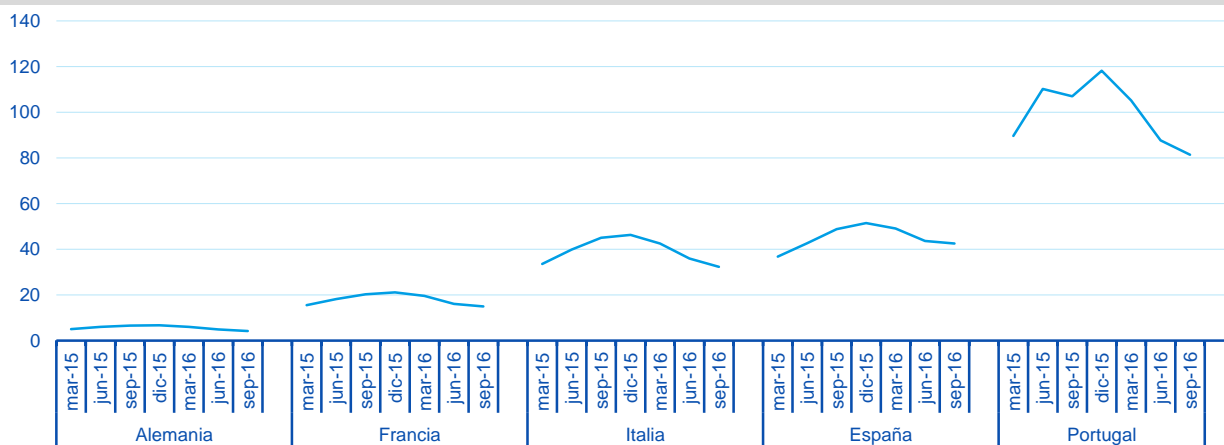
Fuente: BBVA Research

La finalización del programa de compra de activos puede generar cierta volatilidad en los mercados de deuda y, probablemente, repercutirá en el coste de financiación los estados miembros del área del euro a medio y largo plazo. Como se muestra en el Gráfico 3.12, las estimaciones de BBVA-Research indican que dicho programa ha contribuido a moderar la percepción del riesgo de impago de la economía española en 2015 y 2016 (en promedio, en 45pb en los CDS a 5 años)¹⁷.

17: Para la estimación del efecto sobre los CDS soberanos del programa de compra de activos del BCE, se ha utilizado el modelo de panel descrito en "Impacto de los programas de expansión cuantitativa del BCE en los CDS de deuda pública del área del euro" (próxima publicación en <https://www.bbva.com>). Aparte de las variables que determinan la evolución del CDS (entre otras, el crecimiento del PIB, nivel de déficit y deuda pública) se han incluido variables *dummies* para todos los países de la Eurozona a partir del anuncio del programa en la segunda mitad de 2014 y diferenciando el efecto por años.

Gráfico 3.12

IMPACTO ESTIMADO DEL PROGRAMA DE COMPRA DE ACTIVOS DEL BCE EN LOS CDS A 5 AÑOS (pb)



Fuente: BBVA Research

El sector minorista sustentará el crecimiento del flujo de nuevo crédito bancario

Hacia delante, es de esperar que el total de nuevo crédito frene su retroceso, tanto por razones de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, el sector minorista continuará mostrando una tendencia positiva y se convertirá en el protagonista del nuevo crédito (ya supone el 62% del total acumulado en 2016). Asimismo, la mejor situación económica de las empresas y los menores precios del crédito favorecerán la recuperación, aunque de forma paulatina, de las operaciones a grandes empresas, que seguirán influenciadas por la prórroga del programa de compra de deuda corporativa del BCE hasta fin de 2017. Por el lado de la oferta, contribuirán positivamente la mejora experimentada en las condiciones de liquidez (gracias a la unión bancaria y a la política ultra expansiva del BCE) y el menor riesgo de las carteras. La recuperación de las nuevas operaciones de crédito debería acompañar la continuación de la recuperación, de forma que la banca atienda a la demanda solvente y en especial al sector minorista, que es más dependiente de la financiación bancaria.

La política fiscal será prácticamente neutral durante el presente bienio

En un escenario sin cambios en la política económica, **el tono de la política fiscal pasaría a ser prácticamente neutral en 2017 y 2018 (ver más adelante)**. Esto implicará que la mayor recaudación prevista tras la subida impositiva aprobada el pasado mes de diciembre permitirá un aumento del gasto en consumo público (en promedio del 1,9% en términos reales para el presente bienio). Por otro lado, la inversión en otras construcciones presentará una tasa de crecimiento por encima del 2% a pesar de las perspectivas de estabilización de la obra pública, impulsada por la inversión privada no residencial.

La demanda doméstica privada se desacelera

El consumo de los hogares perderá dinamismo en 2017 y 2018, pero las perspectivas continúan siendo favorables. El repunte de la inflación moderará el ascenso de la renta disponible y de la riqueza inmobiliaria en términos reales, a pesar de la recuperación del empleo y del precio de la vivienda. Por el contrario, se prevé que la contribución de la riqueza financiera neta al aumento del gasto de las familias sea mayor que en 2016, y que las nuevas operaciones de financiación al consumo sigan creciendo, apoyadas en unos tipos de interés oficiales todavía reducidos. En consecuencia, se espera que el consumo privado se incremente el 2,5% este año, cinco décimas menos que en 2016, y el 2,4% el próximo.

El crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo se mantendrá en niveles elevados durante el bienio 2017-2018, aunque será previsiblemente menor que el observado desde el inicio de la recuperación. A esta desaceleración contribuirán la menor demanda embalsada de maquinaria y equipo y la desaceleración

La inversión productiva continuará creciendo, pero a tasas más bajas

prevista del resto del gasto interno. Asimismo, la normalización gradual de los precios del petróleo y de los tipos de interés, desde mínimos históricos, encarecerá marginalmente la financiación propia (vía ahorro) y ajena de los nuevos proyectos de inversión en los próximos años. Por el contrario, la evolución esperada de la demanda de exportaciones seguirá apoyando con igual intensidad a la ampliación de la capacidad instalada. En balance, se espera que, tras tres años creciendo a una tasa media anual del 7,6%, la inversión en maquinaria y equipo se incremente a tasas del 4,1% y el 4,3% en 2017 y 2018 respectivamente.

El mercado inmobiliario continuará recuperándose durante los próximos años, apoyado en la buena salud de sus fundamentos. En este sentido, tanto el crecimiento del empleo como la evolución positiva, aunque menos dinámica, de la renta bruta de los hogares seguirán sustentando la inversión en vivienda. Todo ello bajo unas condiciones financieras que, a pesar del aumento esperado del coste del endeudamiento a medio y largo plazo, se mantendrán relativamente favorables. Asimismo, las expectativas de los agentes en torno al crecimiento de los precios de la vivienda continúan consolidándose y las zonas de mayor actividad económica del país comienzan a evidenciar la necesidad de vivienda nueva. En resumen, se mantienen prácticamente invariantes las perspectivas sobre **la inversión en vivienda respecto al escenario descrito en la anterior edición de esta publicación. En 2017 el crecimiento de esta partida de la demanda será del 3,2%** mientras que en **2018 repuntará hasta el 5,8%**. De este modo, la inversión en vivienda contribuirá al crecimiento del PIB con 0,14pp en 2017 y 0,26pp en 2018.

Las exportaciones mantendrán su ritmo de crecimiento durante el bienio 2017-2018

El entorno global ha sufrido algunos cambios respecto al escenario presentado por BBVA Research en noviembre. Por un lado, las expectativas respecto a los precios del petróleo se han revisado ligeramente al alza, mientras que las asociadas al tipo de cambio real del euro apuntan a una depreciación adicional en el corto plazo. Por otro lado, el crecimiento esperado para las principales economías se ha revisado marginalmente al alza. Esto, junto a las expectativas de recuperación de los mercados emergentes

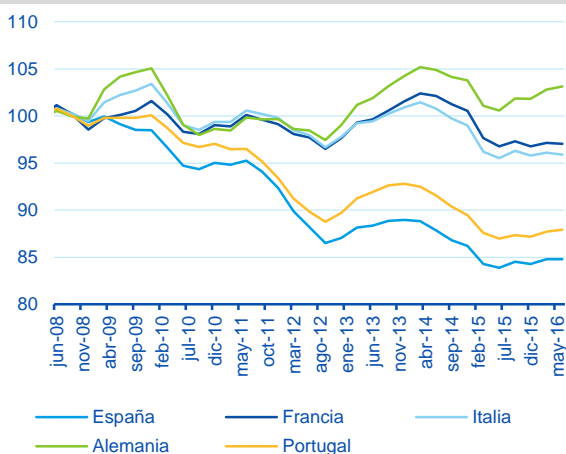
(principalmente en América Latina) augura una demanda sólida para las exportaciones españolas, a pesar de la incertidumbre inherente al *brexit* y al camino que pueda tomar la política de comercio exterior de EE. UU.

En línea con ello, **las previsiones respecto a las ventas totales al exterior se revisan ligeramente al alza para el bienio 2017-2018. Las totales avanzarán a un ritmo medio anual del 4,9%**, las de bienes crecerán en media un 4,8% y el consumo de no residentes aumentará en torno al 4,1%. El ritmo de crecimiento esperado sugiere que **el dinamismo de las exportaciones españolas continuará diferenciándose respecto del resto de Europa**, tal como ha sucedido durante los últimos años. Este comportamiento diferencial se explica, al menos en parte, por las mayores ganancias de competitividad de la economía española: desde comienzos de la crisis, los ajustes de los costes laborales unitarios (CLUs) han sido mayores en España que en buena parte de los países europeos, lo que se ha traducido en una mayor caída del tipo de cambio efectivo real (véase el Gráfico 3.13). Al mismo tiempo, España ha incrementado el grado de penetración hacia destinos extra comunitarios, que en 2013 representaron el 37% de las exportaciones totales (véase el Gráfico 3.14). Si bien este porcentaje ha disminuido en los últimos años –dada la desaceleración sufrida por los países emergentes- todavía se encuentra muy por encima de los valores pre-crisis. En conclusión, **la mayor diversificación de los destinos hace prever que, dadas las buenas perspectivas económicas para los países en desarrollo, los destinos extra-UE volverán a ser un soporte para el crecimiento de las exportaciones españolas.**

El dinamismo exportador continuará destacando respecto al resto de Europa

Gráfico 3.13

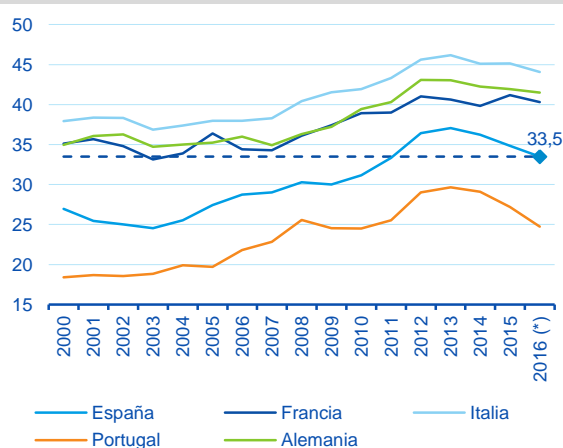
Tipo de cambio efectivo real vs IC37* (deflactado por CLUs, base 2008 = 100)



(*)IC37: compuesto por los 28 miembros de la UE más EE.UU., Canadá, Japón, Suiza, Noruega, Australia, Nueva Zelanda, México y Turquía.
Fuente: BBVA Research a partir de la Comisión Europea

Gráfico 3.14

Exportaciones de bienes Extra-UE (porcentaje sobre el total)



(*) Los datos de 2016 son hasta noviembre.
Fuente: BBVA Research a partir de la Comisión Europea

La evolución prevista de la demanda final propiciará **un avance elevado de las importaciones durante el presente bienio (promedio de los dos años: 4,8%)** que, en todo caso, no compensará al de las exportaciones. Así, **la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento será ligeramente positiva tanto en 2017 como en 2018 (0,2pp y 0,1pp respectivamente)**. Lo anterior, junto con los todavía

bajos precios del crudo contribuirán al mantenimiento de los **saldos positivos en la cuenta corriente (promedio: 1,8% del PIB)**.

La recuperación del mercado de trabajo continúa

Las expectativas de desaceleración de la economía para 2017 y 2018 presionan a la baja la creación prevista de empleo. Se prevé que la ocupación aumente en promedio el 2,5% este año, dos décimas menos que en 2016. Dada la atonía prevista de la población activa¹⁸, el crecimiento del empleo se traducirá en una disminución de 2,2 puntos de la tasa de paro hasta el 17,5%. La ocupación seguirá aumentando en 2018 a un ritmo del 2,5% y la tasa de desempleo caerá hasta el 15,8%.

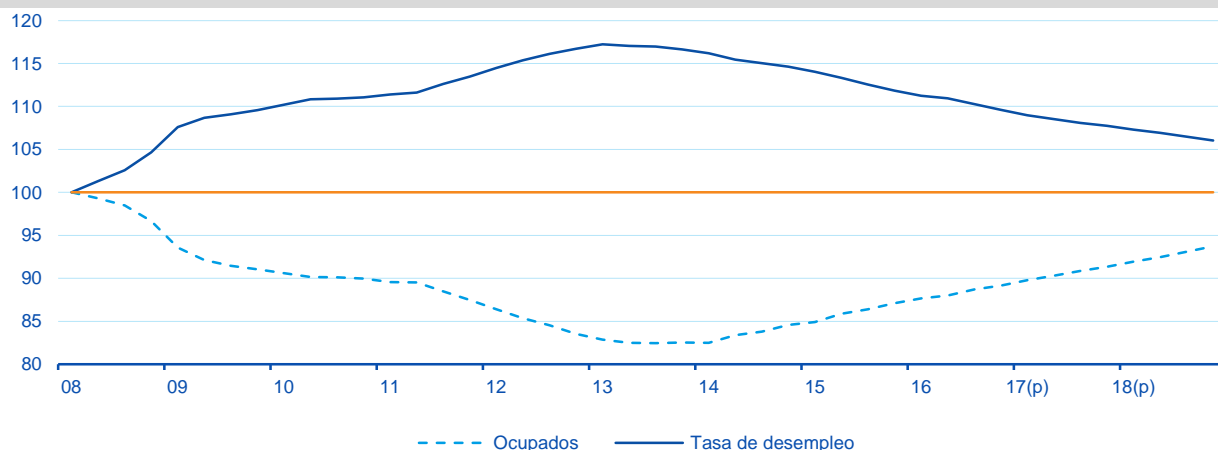
Pero el dinamismo esperado del mercado laboral será insuficiente para recuperar los niveles precrisis. Como ilustra el Gráfico 3.15, en el cuarto trimestre de 2018 la ocupación sería en torno a un 6% menor que a comienzos del año 2008, mientras que la tasa de desempleo se situaría seis puntos por encima.

Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo –que aumentará alrededor del 2,2% en promedio en el bienio 2017-2018– sugiere un repunte mínimo del crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo hasta el 0,6% en 2018.

A fin del bienio el mercado laboral no habrá recuperado aún sus niveles pre-crisis

Gráfico 3.15

España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

18: Se espera que los activos aminoren su ritmo de caída hasta el -0,2% en 2017 y que aumenten el 0,4% en 2018 a pesar de la disminución de la población en edad de trabajar. El avance proyectado de la población activa en la parte final del horizonte de previsión se corresponderá con un repunte de la propensión a participar en el mercado laboral. En todo caso, el crecimiento previsto será reducido si se compara con la media histórica (1,4%) o con el registrado en la fase expansiva precedente entre 1995 y 2007 (2,8%).

El incremento reciente del salario mínimo interprofesional¹⁹ (SMI) apenas condiciona las perspectivas del mercado laboral, pero sí puede dificultar el acceso al empleo de ciertos colectivos. A partir de la Encuesta de Estructura Salarial se puede aproximar la proporción de asalariados de la industria, la construcción y los servicios que perciben un salario anual equivalente a jornada completa menor o igual al mínimo. Los datos indican que la cifra de perceptores del SMI alcanzaría el 2,3% del empleo no agrario tras el aumento, lo que equivaldría al 0,7% de la masa salarial²⁰.

Dada su escasa cobertura, **el impacto del crecimiento del salario mínimo sobre el empleo y el PIB sería limitado**. Nuestras estimaciones²¹ indican que la perturbación salarial tendría efectos imperceptibles a corto plazo. A largo plazo, el nivel de empleo sería entre una y dos décimas menor que en ausencia de la medida, mientras que el PIB se situaría en torno a una décima por debajo²². No obstante, las repercusiones podrían ser mayores **si la revalorización del SMI presiona al alza las demandas salariales del conjunto de trabajadores**²³.

En todo caso, el impacto puede ser significativo para los trabajadores más vulnerables. La evidencia empírica para España²⁴ indica que la empleabilidad de los asalariados jóvenes, de los mayores de 45 años, de las mujeres y de los menos cualificados, entre otros, se vería especialmente damnificada por el aumento del SMI. Como se aprecia en el Gráfico 3.14, la cobertura del SMI es comparativamente elevada entre las mujeres, los jóvenes, los extranjeros, los menos cualificados, los contratados a tiempo parcial, los temporales y quienes cuentan con una menor antigüedad en la empresa. También se aprecia cierta heterogeneidad en función de las características del centro de trabajo. El porcentaje de asalariados que percibe un salario menor o igual al SMI es mayor en las empresas del sector servicios, en las de menor tamaño y en aquellas que las relaciones laborales no se regulan por un convenio colectivo.

19: El Real Decreto 742/2016, de 30 de diciembre, establece un incremento del 8% del SMI para 2017. En cómputo anual, la cuantía del SMI alcanza los 9.907,8 euros.

20: Los detalles del cálculo de la cobertura del salario mínimo y de los posibles efectos macroeconómicos de su incremento se podrán encontrar en un Observatorio Económico de próxima publicación.

21: Para estimar el impacto macroeconómico del aumento del SMI se ha utilizado el modelo propuesto en Doménech, R., J. R. García y C. Ulloa (2016): "Los efectos de la flexibilidad salarial sobre el crecimiento y el empleo", BBVA WP 16/05, que permite descomponer la evolución de los principales agregados macroeconómicos en distintos tipos de perturbaciones estructurales a los que se enfrenta la economía española. Más detalles en <https://www.bbva-research.com/publicaciones/los-efectos-de-la-flexibilidad-salarial-sobre-el-crecimiento-y-el-empleo/>

22: Estas cifras asumen que la cobertura del salario mínimo en el sector primario es similar a la del promedio de los restantes sectores. En un ejercicio complementario se asume que todos los asalariados del sector primario perciben un salario menor o igual al mínimo. En este caso, las repercusiones de la perturbación salarial serían mayores: entre una y dos décimas sobre el empleo y el PIB a corto plazo y entre dos y cuatro décimas a largo plazo. .

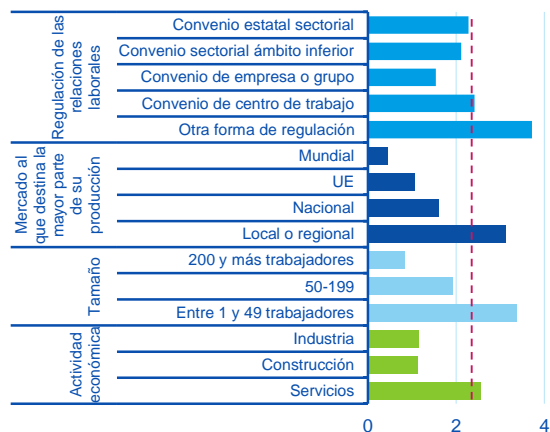
23: Según nuestras estimaciones, un shock salarial equivalente a un aumento de un 1% en los salarios reales a largo plazo provocaría que el nivel de empleo se desviara un -1,9% respecto al escenario base

24: Véanse, entre otros, Dolado, J. J. y F. Felgueroso (1997): "Los efectos de salario mínimo: evidencia empírica para el caso español", *Moneda y Crédito*, 204, 213-263; Dolado, J., F. Kramarz, S. Machin, A. Manning y C. Teulings (1996): "The economic impact of minimum wages in Europe", *Economic Policy*, vol. 11(23), 317-372; Galán, S. y S. Puente (2012): "Una estimación del impacto de las variaciones del salario mínimo sobre el empleo", *Banco de España, Boletín Económico*, dic-12, 19-25.

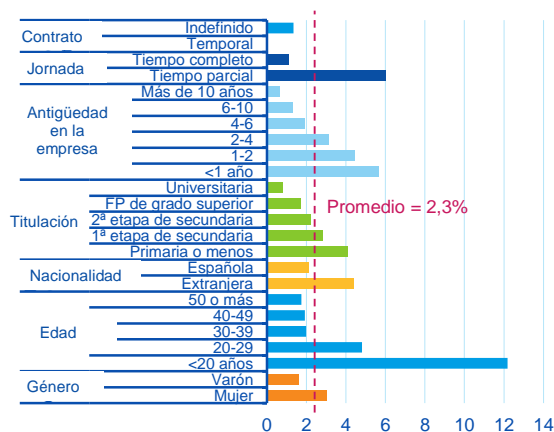
Gráfico 3.16

Tipología de los trabajadores que en 2016 percibieron un salario menor o igual al SMI de 2017 (Porcentaje de asalariados en la industria, la construcción y los servicios)

Características de la empresa



Características del trabajador



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Tanto la inflación general como la subyacente se mantendrán en terreno positivo durante el presente bienio

Aunque el arranque de 2017 continuará estando marcado por el repunte de los precios de la energía, la inflación general se desacelerará a partir del segundo trimestre. Así **el año se cerrará con una inflación media anual en torno al 2,1%**, cuatro décimas por encima de la estimada hace tres meses que se explican por la revisión al alza en el precio de las materias primas y el repunte en el precio de la electricidad. Por su parte, la inflación subyacente mantendrá su trayectoria gradual al alza (1,2% en promedio anual para 2017), apoyada en la mejora de los determinantes domésticos y los estímulos que hasta ahora otorga la política monetaria (bajos tipos de interés, fomento de la disponibilidad de crédito y expansión cuantitativa).

En 2018 los precios subyacentes seguirán ganando terreno (1,6% en promedio anual) lo que, junto a la absorción del efecto base en los precios de la energía, situará a la inflación general en el 1,9%, una décima por debajo del objetivo fijado por el BCE para el conjunto del área de euro.

Las ganancias de competitividad-precio se agotan

De cumplirse estas estimaciones, el diferencial de inflación general respecto al área del euro se tornaría negativo a España durante el bienio 2017-2018 (0,4pp en promedio), tras tres años en posición favorable (-0,5pp en promedio). Sin embargo, en términos del componente subyacente el diferencial de inflación será prácticamente nulo.

Aunque el elevado nivel de inflación es de carácter transitorio, podría aumentar la presión sobre las demandas salariales dado el actual entorno de recuperación de la demanda y el empleo. Las repercusiones directas del incremento del SMI sobre el nivel general de precios serían reducidas, incluso si las empresas trasladasen el aumento del coste laboral a precios finales en su totalidad. Sin embargo, las

consecuencias indirectas podrían ser relevantes a medio plazo si el crecimiento del SMI deriva en efectos de segunda ronda.

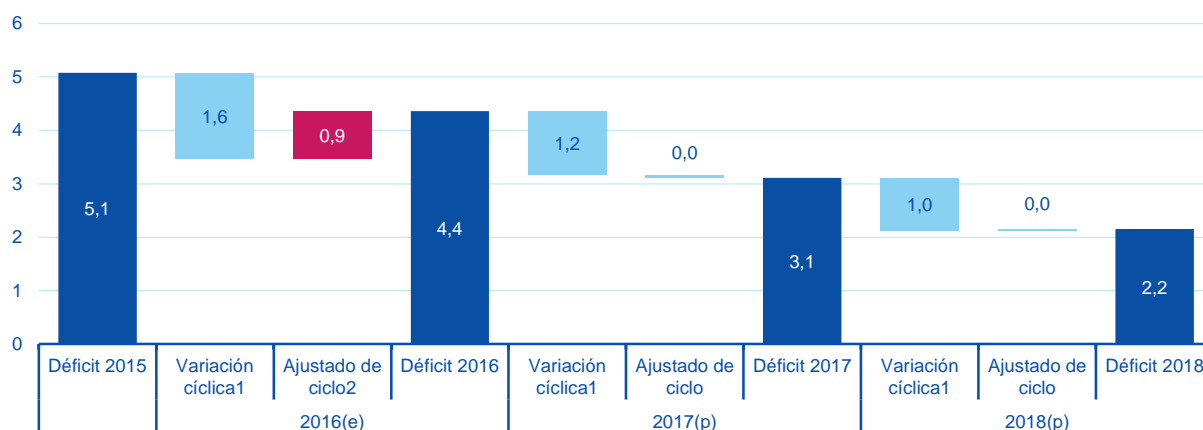
La recuperación económica ayudará a cumplir los objetivos de déficit público en 2017 y 2018

La información disponible sobre la ejecución presupuestaria del conjunto de las Administraciones Públicas confirma que **la política fiscal en 2016 fue más expansiva de lo que se preveía a comienzos de ese año**. Si bien se estima un ligero ajuste en la ratio de gasto sobre PIB en 2016 (1,3 pp por debajo del observado en 2015), dicho ajuste habría tenido origen en la mejora del mercado laboral –que aminora el importe de las prestaciones por desempleo-, en los menores costes de la financiación y en el ajuste de la inversión pública durante el segundo semestre de 2016. Por el lado de los ingresos, las medidas adoptadas en el último trimestre del año compensaron la caída estructural de la recaudación por impuestos directos, derivada de las rebajas tributarias de 2015 y 2016. Como resultado, 2016 habría cerrado con un déficit en torno al 4,4% del PIB (excluidas las ayudas a entidades financieras), lo que supone una reducción de siete décimas del PIB y que se suma a la caída de casi seis puntos porcentuales en el último quinquenio.

A lo largo del bienio 2017-2018, el ciclo económico continuará aminorando el déficit, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por una menor carga de intereses –dadas las caídas en los tipos en los ejercicios pasados- y de las prestaciones sociales (desempleo fundamentalmente). Por su parte, la subida impositiva incidirá positivamente en los ingresos estructurales de las administraciones. Así, dadas las políticas anunciadas hasta el momento, **el déficit se reduciría hasta situarse en torno al 3,1% del PIB en 2017 y el 2,2% del PIB en 2018, en línea con los objetivos de estabilidad requeridos por la Comisión Europea** (véase el Gráfico 3.17).

Gráfico 3.17

AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal, excluidas las ayudas a entidades financieras españolas (pp del PIB)



(e): avance; (p): previsión.

(1) Incluye los cambios en la carga de intereses

(2) 2016: 0,4pp deterioro estructural + 1,2pp políticas expansivas – 0,7pp medidas de ajuste fiscal; 2017: incluye 0,5pp de las medidas de ajuste aprobadas en diciembre de 2016.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

En este escenario, se estima que el saldo primario estructural se habría deteriorado en torno a 0,9pp del PIB en 2016, mientras que para 2017 y 2018 se prevé una mejora de 0,1pp, en cada año. De esta forma, la corrección estructural de las cuentas públicas permitirá el cumplimiento de los objetivos de déficit, pero está lejos del ritmo de ajuste recomendado por la Comisión (0,5pp anual) para reducir significativamente el elevado nivel de deuda pública (se estima que en 2016 haya superado el 100% del PIB).

El déficit se ajustaría a los objetivos de estabilidad en 2017 y 2018

De confirmarse este escenario, España saldría del protocolo de déficit excesivo en 2018, pero seguirían habiendo retos importantes (adicionales a los derivados del déficit y la deuda pública) que exigirían mantener la agenda reformadora. En términos de las cuentas públicas, los retos a medio y largo plazo se centran en mejorar la eficiencia del gasto público, garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas y abordar una reforma de la financiación territorial que equilibre la autonomía del gasto con una mayor corresponsabilidad fiscal.

El escenario no está exento de riesgos

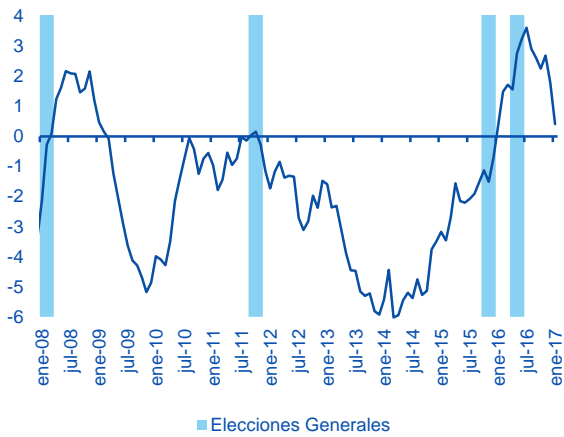
Si bien las previsiones para 2017 se corrigen al alza respecto a las descritas en la anterior edición de esta publicación, los riesgos externos e internos persisten. A nivel externo, se mantiene la incertidumbre en torno al posible auge de medidas proteccionistas que limiten la incipiente recuperación del comercio global. En este sentido, aún se desconoce el recorrido que finalmente tomará tanto la política de comercio exterior de EE. UU., así como la evolución y los resultados de las negociaciones para materializar la salida del Reino Unido de la UE. Por otro lado, las citas electorales en algunas de las principales economías de la zona euro a lo largo de 2017 (Países Bajos en marzo, Francia en abril y Alemania en septiembre) suponen una incógnita adicional en el panorama exterior.

En el entorno doméstico, la incertidumbre sobre la política se moderó a lo largo del segundo semestre de 2016. Sin embargo, según las estimaciones de BBVA Research, podría seguir restando alrededor de 0,4pp al crecimiento en 2017 (véanse los Gráficos 3.18 y 3.19). En este sentido, las últimas modificaciones realizadas sobre el Impuesto de Sociedades, que en algunos puntos rectifican cambios que se habían aprobado en los últimos años, aumentan la desconfianza sobre la estabilidad de la política tributaria y, por tanto, podrían afectar decisiones de inversión de largo plazo. Asimismo, aunque se estima que el impacto del crecimiento del salario mínimo sobre el empleo y el PIB será inicialmente limitado, pondrá a prueba la flexibilidad salarial lograda tras la reforma laboral de 2012. En particular, no se puede descartar que la medida presione al alza las demandas salariales del conjunto de trabajadores, lo que afectaría a la creación de empleo y podría aumentar la desigualdad entre aquellos que tienen un puesto de trabajo y los que no²⁵.

25: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica sobre la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Primer trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/nRnxi7>

Gráfico 3.18

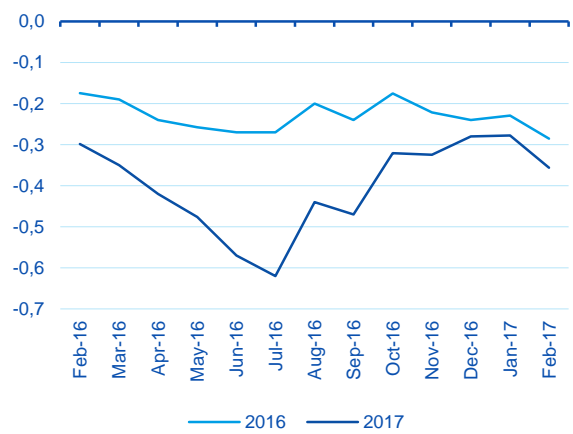
España: Incertidumbre de Política Económica (SM12 del componente idiosincrático en desviaciones típicas)



El sombreado se corresponde con un período de 3 meses alrededor de las elecciones generales.
Fuente: BBVA Research a partir del EPU de Baker et al. (2015)

Gráfico 3.19

España: impacto estimado de la incertidumbre sobre la política económica en el PIB según fecha de estimación (pp)



Fuente: BBVA Research

5. Glosario

Siglas

- AA. PP: Administraciones Públicas
- AENC: Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva
- BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- BBVA – GAIN: Índice de actividad global de BBVA
- BCE: Banco Central Europeo
- CC. OO: Comisiones Obreras
- CEOE: Confederación Española de Organizaciones Empresariales
- CEPYME: Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa
- CG: Consejo de Gobierno
- CNTR: Contabilidad Nacional Trimestral
- CVEC: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario
- EAE – BBVA: Encuesta de Actividad Económica de BBVA
- EAGLES: Economías emergentes y líderes del crecimiento (Emerging and Growth-Leading Economies)
- EPA: Encuesta de Población Activa
- E.t.c: Empleo equivalente a tiempo completo
- Euríbor: Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro interbank Offered Rate)
- FED: Reserva Federal (Federal Reserve System)
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- IPC: Índice de Precios al Consumo
- LATAM: Agregado de Latinoamérica que incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
- INE: Instituto Nacional de Estadística
- ME Y SS: Ministerio de Empleo y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- MINHAP: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas
- PIB: Producto Interior Bruto
- PYMES: Pequeñas y medianas empresas
- TAE: Tasa anual equivalente
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria
- UGT: Unión General de Trabajadores

Abreviaturas

- a/a: variación interanual
- IC: Intervalo de confianza
- mM: miles de millones
- Pb: Puntos Básicos
- Pm: Precio de mercado
- Pp: Puntos porcentuales
- t/t: variación trimestral

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 y Portugal

Economista Jefe de España y Portugal

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

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

Álvaro Flores
alvaro.flores.alonso@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

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

Myriam Montañez
miriam.montanez@bbva.com
+34 638 80 85 04

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

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

Camilo Rodado
camilo.rodado@bbva.com
+34 91 537 54 77

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

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

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

Con la colaboración de:

Escenarios

Económicos Globales
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados

Financieros Globales
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Inclusión Financiera

Alfonso Arellano
alfonso.arellano.espinar@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 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

Depósito Legal: M-31254-2000