

## 1. Editorial

**Se revisa al alza la previsión de aumento del PIB en 2017 hasta el 3,0% y se mantiene la previsión del 2,7% para 2018.** De confirmarse este escenario, se espera que la economía española sea capaz de crear alrededor de un millón de puestos de trabajo en el conjunto de estos dos años, y que la tasa de paro se sitúe alrededor del 15% a finales de 2018. La confirmación del sesgo al alza adelantado en febrero pasado se debe al buen comportamiento de la creación de empleo y del sector exportador. Lo anterior, junto con la expectativa de que se mantenga un entorno favorable para la economía española, permite prever que el período de recuperación económica continuará a buen ritmo durante los próximos meses.

**El crecimiento durante el primer trimestre de 2017 habría repuntado una décima hasta el 0,8% t/t.** La aceleración se produce a pesar de que se confirma; (i) una menor contribución del consumo de las familias, que refleja el agotamiento de la demanda embalsada durante el período anterior a la crisis y el menor impacto de algunos de los vientos de cola que habían apoyado la recuperación del gasto familiar; y (ii) el control del gasto de las administraciones públicas, que continúa siendo el pilar en el que se sostiene la reducción del desequilibrio en las cuentas del Estado y de las Comunidades Autónomas. Sin embargo, la inversión en maquinaria y equipo parece haber salido de la atonía observada durante la segunda mitad de 2016, probablemente impulsada por el extraordinario comportamiento de las exportaciones, tanto de bienes como de servicios. Respecto a esto último, la mejoría es generalizada por destinos, al observarse una recuperación de los flujos hacia economías emergentes y mantenerse el buen tono de las ventas a mercados desarrollados. Vale la pena destacar que esto se da a pesar de la incertidumbre relacionada con el *brexit*. El último de los factores que explica el repunte de la actividad durante la primera parte del año es la incipiente aceleración de la actividad del sector inmobiliario.

**Hacia delante, se perciben pocos cambios relevantes en el escenario para la economía española.** Por un lado, se confirma la recuperación de los flujos de comercio internacional y la aceleración de la actividad global, ejemplificada en la moderada revisión al alza en las previsiones de crecimiento para las economías desarrolladas. Además, no se espera una modificación de los factores que han incrementado el atractivo de España como destino turístico, particularmente aquellos relacionados con la inseguridad en algunos de los países competidores. Por otro lado, aunque el precio del petróleo parece haberse consolidado en niveles que suponen un aumento del 27% respecto al promedio del año anterior, continúa siendo un 40% inferior al observado en 2014. Esto es particularmente importante para una economía importadora de petróleo como la española. Finalmente, las acciones de la Reserva Federal de los EE.UU. y, especialmente, del BCE se encuentran dentro de lo esperado, lo que significa que la política de bajos tipos de interés en los países desarrollados y de un euro relativamente depreciado frente al dólar se mantendrá en el futuro cercano. Todos estos factores deberían alentar el crecimiento de las exportaciones y reducir la incertidumbre de familias y empresas.

**A nivel doméstico, el cumplimiento del nuevo objetivo de déficit en 2016 y el Proyecto de Ley de los Presupuestos Generales del Estado confirman que la política fiscal tendrá un tono neutral en 2017.** La

reducción del desequilibrio en las cuentas públicas en 2016 se debió a la caída de la importancia relativa del gasto en el PIB, a pesar de un comportamiento de la recaudación más negativo del esperado. Vale la pena destacar esto último de cara a analizar los presupuestos del Estado de 2017, que presentan pocas novedades respecto a los anuncios realizados a finales del año anterior. Cabe enfatizar que las previsiones utilizadas por el Gobierno para su elaboración son prudentes, dado el sesgo al alza que se observa en la actividad y en la inflación durante los últimos meses. De producirse un escenario más en línea con el que se presenta en esta publicación, el mayor crecimiento del PIB nominal daría espacio para compensar los supuestos relativamente optimistas que se utilizan respecto a la sensibilidad de la recaudación a la recuperación de la economía. Por lo tanto, se prevé que en un escenario donde continúe un estricto control del gasto, el conjunto de las administraciones públicas cumpla con el objetivo de déficit a finales de año.

**No se observan efectos de segunda ronda en la formación de precios.** El incremento del precio del petróleo ha hecho que la inflación general alcance el 3% en el 1T17. Sin embargo, la subyacente (que excluye energía y alimentos sin elaborar) se mantiene alrededor del 1%, lo que adelanta que el aumento en la inflación general es transitorio y que el promedio del año estará alrededor del 2%. Este comportamiento es destacable, ya que confirma que el coste de la pérdida de competitividad que ha sufrido la economía española está siendo distribuido entre familias y empresas de forma consistente con el mantenimiento de la creación de empleo y con la continuación del crecimiento del consumo, de la inversión y de las exportaciones. Hacia delante, será importante vigilar la evolución de los márgenes y los salarios para comprobar que esta situación se mantiene. En principio, la evolución de las ventas al exterior y de otros indicadores de actividad no apunta a que la falta de competencia y el incremento excesivo de los márgenes estén poniendo en peligro la recuperación. Asimismo, el crecimiento del 1% anunciado para los salarios de los empleados públicos constituye una buena señal dado que prioriza la creación de empleo. Igualmente, el anuncio sobre la pretensión de reducir la temporalidad en este sector es bienvenido y supone una oportunidad tanto para revisar y corregir las causas de su excesivo uso, como para plantearse cambios que promuevan la eficiencia de la función pública.

**La continua revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB durante los últimos años apunta a una subestimación por parte de analistas e instituciones internacionales, tanto de factores estructurales como cíclicos.** En particular, parecen haberse infravalorado los esfuerzos de desapalancamiento de las familias y empresas, así como la reorientación de la capacidad productiva hacia la demanda externa o el impacto de las reformas en la competitividad de la economía española. Respecto a esto último, aunque el crecimiento de la productividad del factor trabajo sigue siendo bajo, durante la fase de recuperación ha estado en línea con el que se observa en el resto de la UEM, e incluso presenta valores positivos en sectores donde la creación de empleo ha sido intensa. Esto contrasta con lo observado durante el período de expansión previo a la crisis, donde se observó una brecha constante y significativa. En todo caso, la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía española (tasa de paro, déficit público, etc.) obliga a la consideración de nuevas reformas que ayuden a elevar el crecimiento de la productividad mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo.

## 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.barandia@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

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

**Angie Suárez**  
angie.suarez@bbva.com  
+34 91 374 86 03

**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  
arubio@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

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**  
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