

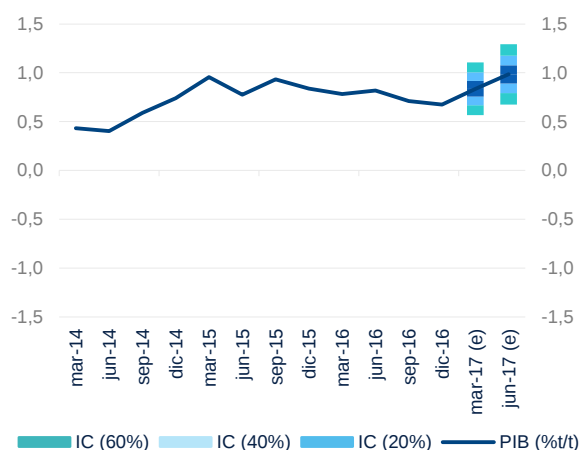
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación prosigue en el arranque de 2017

La información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que **la economía española podría haber crecido el 0,8% t/t en el 1T17 (previsión del modelo MICA-BBVA)**. De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre enero y marzo habría sido ligeramente superior al registrado en el 4T16 (0,7% t/t), y en línea con lo esperado a principios del trimestre.

De cara al segundo trimestre, las estimaciones en tiempo real de BBVA Research indican que la recuperación prosigue a un ritmo similar, o incluso superior, que el estimado para el 1T17 (previsión del modelo MICA-BBVA: entre 0,8% y 1,0% t/t) (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)¹, que evidencian una mejora en las expectativas de crecimiento tras el menor optimismo registrado en 2016 (véase el Gráfico 3.2).

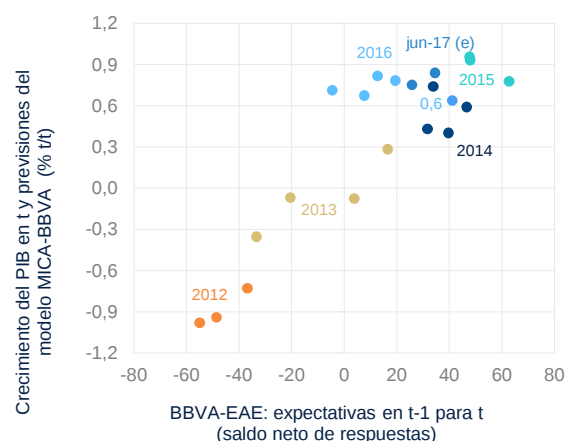
Gráfico 3.1 España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (% t/t)



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2 España: crecimiento económico y expectativas de los participantes en la EAE-BBVA en el trimestre anterior



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

1: 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>

La demanda doméstica avanza, apoyada en la inversión

A pesar del buen comportamiento de la riqueza financiera y el crédito a los hogares, el balance de los indicadores parciales de gasto², renta y confianza sugieren una ligera moderación del crecimiento del consumo privado. Así, **el gasto de los hogares podría haber aumentado el 0,5% t/t (2,7% a/a) en el 1T16**, una décima menos que en el 4T16 (véase el Gráfico 3.3).

Respecto de la demanda pública, se estima que volvió a aumentar ligeramente al arranque del año, tras retroceder marginalmente al cierre de 2016. En particular, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que **el gasto en consumo final real de las administraciones públicas habría aumentado el 0,2% t/t (0,0% a/a) en el 1T17** (-0,2% t/t en el 4T16).

Por el lado de la **inversión en maquinaria y equipo**, los indicadores parciales de coyuntura³ sugieren que, tras el práctico estancamiento observado durante el segundo semestre del pasado año, **esta partida de la demanda habría crecido el 1,4% t/t (3,3% a/a) en el primer trimestre**. No obstante, esta cifra es ligeramente inferior a la registrada en la recuperación (2,2% t/t en promedio entre el 1T13 y el 2T16).

Por su parte, la información disponible⁴ indica que **la inversión residencial habría crecido el 1,2% t/t (3,9 % a/a) en el 1T17**, lo que implicaría que el ritmo de recuperación habría comenzado a consolidarse a tasas superiores que las observadas hasta el 3T16. En cuanto a **la inversión en otras construcciones**, BBVA Research estima **que su crecimiento habría alcanzado el 0,3% t/t (1,4% a/a)**, por lo que continuaría con la relativa atonía del 2S16.

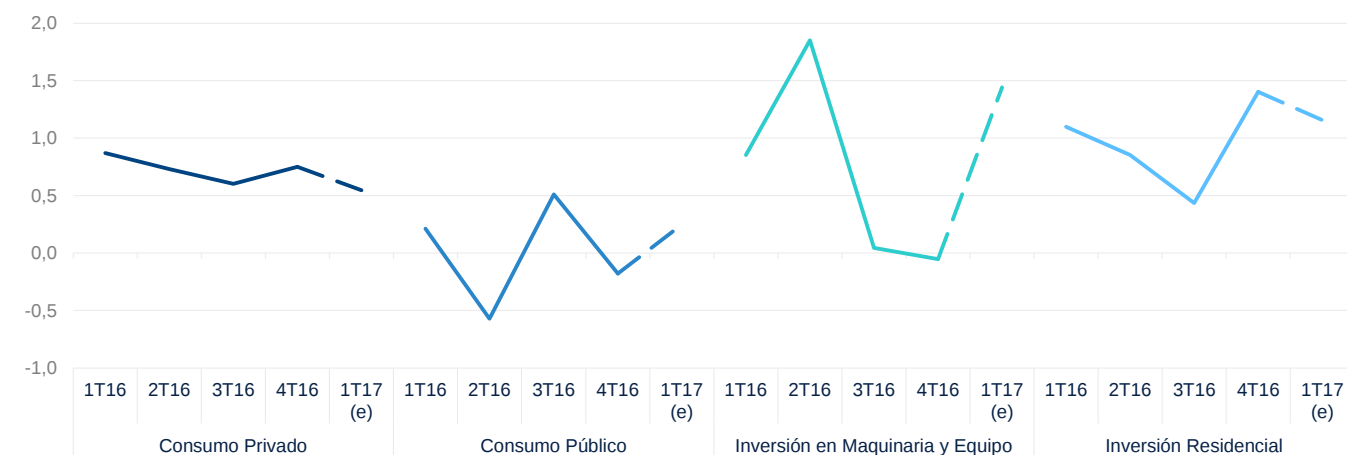
La demanda doméstica sigue impulsando el crecimiento

En resumen, los indicadores parciales de coyuntura señalan que en el 1T16 **la demanda doméstica habría vuelto a aportar 0,6 puntos porcentuales (pp) al avance trimestral del PIB**, con un crecimiento moderado del consumo (público y privado) y un repunte de las principales partidas de la inversión.

2: Las matriculaciones de turismos (particulares) se recuperaron tras dos trimestres de caídas, pero el consumo de servicios y las ventas interiores de grandes empresas se desaceleró y el comercio al por menor retrocedió.

3: Todos los indicadores, exceptuando la venta de vehículos industriales, evidencian un comportamiento positivo en el 1T17

4: Destacan la afiliación en el sector de la construcción, que continúa acelerándose.

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

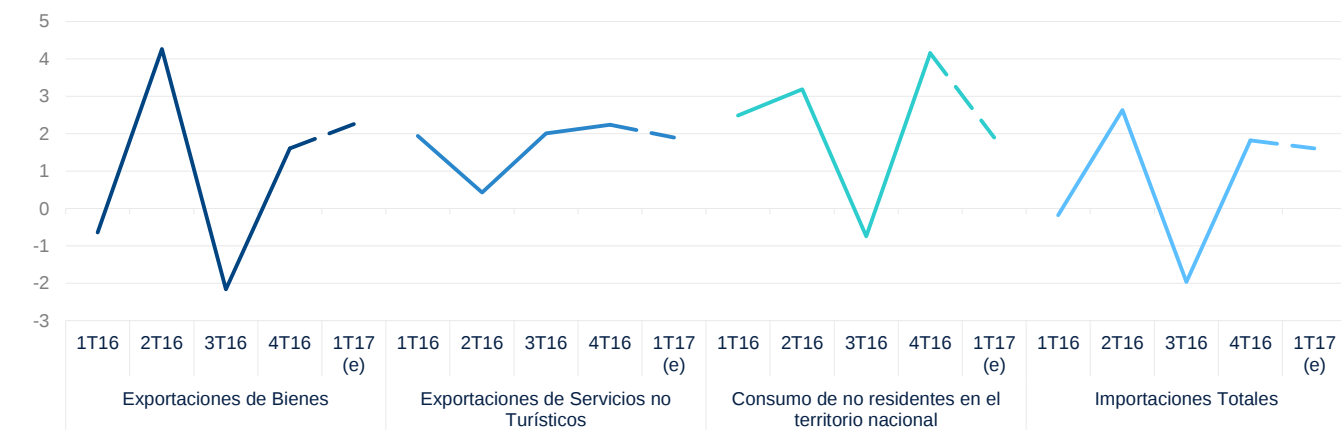
Las exportaciones arrancan el año a buen ritmo

Durante el primer trimestre de 2017 la demanda exterior habría mantenido su senda de crecimiento. Los indicadores disponibles⁵ apuntan a que **las ventas de bienes al exterior se habrían incrementado el 2,3% t/t (6,0% a/a) en el 1T17** (véase el Gráfico 3.4), **mientras que las exportaciones de servicios lo habrían hecho el 1,9% t/t (7,5% a/a)** y encadenarían 16 trimestres de crecimiento. Al respecto, el turismo exterior continúa aumentando, aunque a menor ritmo que al cierre del año pasado⁶. En consecuencia, se estima que el consumo de no residentes en territorio nacional podría haberse incrementado el 1,9% t/t (8,7% a/a) en el 1T17. Igualmente, las exportaciones de servicios no turísticos habrían aumentado el 1,9% t/t (6,7% a/a). De esta forma, **las exportaciones totales habrían crecido el 2,1% t/t (6,5% a/a) en el primer trimestre de 2017**, cifra similar a la observada en el 4T16 (2,0% t/t).

En línea con el comportamiento de la demanda final, la información disponible al cierre de esta publicación sugiere que **el crecimiento de las importaciones durante el 1T17 habría sido del 1,6% t/t (4,1% a/a)**. Este comportamiento, junto con el esperado para las exportaciones totales, daría lugar a **una aportación de 0,2pp de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española en el 1T17 (0,1pp en el 1T16)**.

5: Tanto las exportaciones de grandes empresas como la cartera de pedidos de exportaciones crecieron en el 1T17, mientras que la información disponible de la balanza comercial apunta a un fuerte aumento de las exportaciones de bienes.

6: La entrada y las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles crecieron en promedio el 0,3% y el 0,9% m/m CVEC a comienzos de año. Por su parte, los ingresos por turismo de la balanza de pagos cayeron un 2,7% m/m CVEC en enero.

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

Más empleo y menos paro en el inicio de 2017

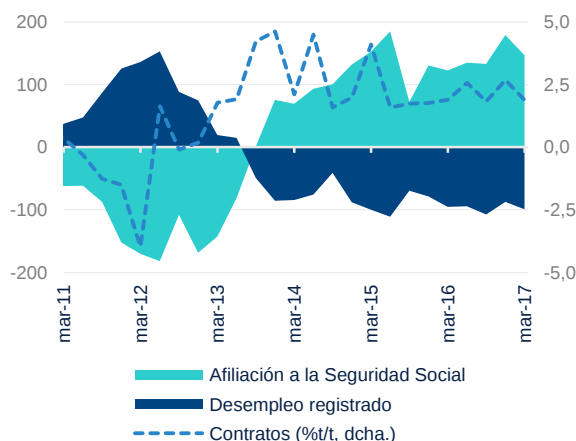
La recuperación del mercado de trabajo continuó en el primer trimestre (véase el Gráfico 3.5). Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación media a la Seguridad Social creció el 0,8% t/t, dos décimas menos que en el cuarto trimestre del pasado año. El dinamismo de la contratación también se moderó (ocho décimas hasta

El ritmo de contratación se mantiene saludable

el 1,9% t/t), a pesar del repunte de la indefinida (1,1 puntos hasta el 2,9% t/t CVEC). Por el contrario, el descenso del paro registrado se aceleró cuatro décimas hasta el -2,7% t/t CVEC debido, sobre todo, al comportamiento favorable de la construcción y del colectivo sin empleo anterior.

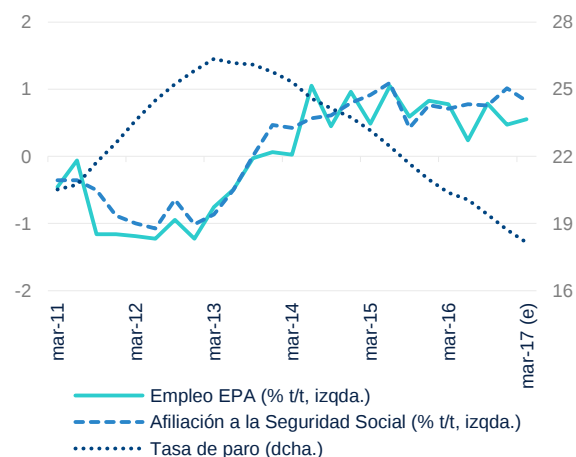
Dada la evolución de los registros, **se prevé que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al primer trimestre arroje un crecimiento de la ocupación**. Las estimaciones de BBVA Research sugieren que el empleo podría aumentar entre seis y siete décimas entre enero y marzo en términos desestacionalizados frente al 0,4% t/t CVEC en el 4T16. Dado que se espera que la población activa disminuya ligeramente, la tasa de paro descendería seis décimas hasta el 18,2% CVEC (véase el Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5 España: registros del mercado de trabajo (datos CVEC. Variación trimestral en miles de personas salvo indicación en contrario)



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

Gráfico 3.6 España: indicadores del mercado de trabajo (datos CVEC)



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS e INE

La inflación general comienza a desacelerarse, mientras que la subyacente se mantiene moderada

Durante los últimos meses, los precios generales de los bienes de consumo han continuado aumentado. Así, tras tocar techo entre enero y febrero (3,0% a/a), la inflación general se situó en el 2,3% a/a en marzo. **Detrás de esta moderación se encuentra, principalmente, la menor presión al alza en los precios de la energía** que, a su vez, responde a tres factores: la absorción del efecto base generado por la caída registrada a comienzos de 2016, la moderación de los precios de los carburantes y la corrección a la baja en el precio de la electricidad, ligada a la climatología menos desfavorable. **Por su parte, la inflación subyacente se ha mantenido moderada y**

La energía explica los cambios en la inflación en el corto plazo

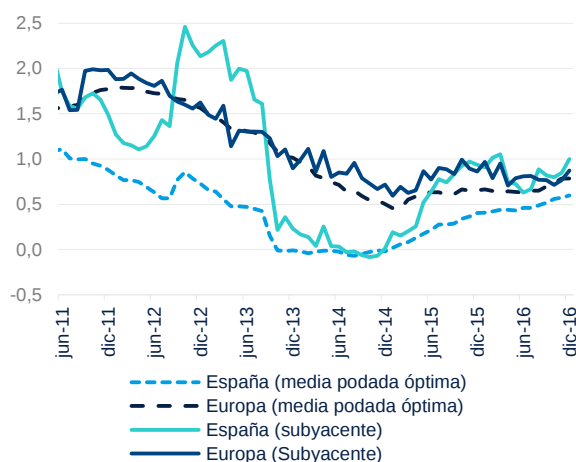
los datos recientes confirman una reducción marginal y transitoria en marzo (de 0,1pp hasta el 0,9% a/a) debido, en parte, al calendario de la Semana Santa.

En todo caso, **lo anterior limita futuras ganancias de competitividad-precio de la economía española, dado el contexto de inflación en Europa.** Así, las estimaciones de BBVA Research indican que mientras el diferencial de inflación general respecto a la zona del euro es ligeramente desfavorable (0,4pp), en términos de la inflación subyacente se mantiene prácticamente cerrado (véase el Gráfico 3.7).

Las demandas salariales aumentan en los primeros meses de 2017, pero de forma moderada. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo se situó en torno al 1,2% a/a en enero y febrero en los convenios revisados plurianuales y en el 1,3% en los firmados a lo largo del año en curso, que apenas vinculan a 29.700

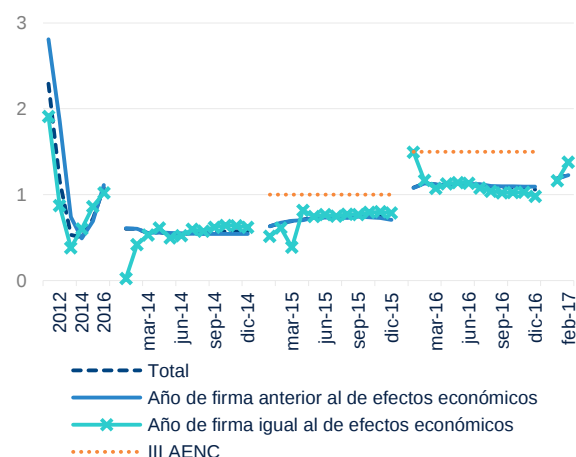
trabajadores⁷. Como se aprecia en el Gráfico 3.8, el incremento de la retribución hasta febrero fue ligeramente mayor que el registrado a finales de 2016, pero todavía menor que el 1,5%, cifra establecida como límite máximo en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el año precedente⁸.

Gráfico 3.7 España: diferenciales de inflación respecto a la zona euro (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE e Eurostat

Gráfico 3.8 España: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (%)



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

El objetivo de déficit de 2016 se cumplió

El cierre del ejercicio fiscal de 2016 confirmó el tono expansivo de la política fiscal del pasado año que, al menos en parte, fue compensado por las subidas tributarias aprobadas en el último semestre del año. La mejora del mercado laboral y la reducción de los costes de financiación, junto con la intensificación del ajuste en la inversión pública en la segunda mitad del año, favorecieron la caída del gasto público de 1,5pp del PIB. Como resultado, 2016 cerró con un déficit del 4,3% del PIB (excluidas las ayudas a entidades financieras), lo que supone una reducción de siete décimas del PIB respecto a 2015 y el cumplimiento del objetivo de estabilidad por primera vez desde el inicio de la crisis.

7: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 3,5 millones hasta febrero cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2017 (3.542.000). Esta cifra es semejante a la registrada hasta febrero de 2016.

8: 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 empresas modera su caída a comienzos de año

El stock de crédito al sector privado ha continuado reduciéndose a comienzos de 2017 (-4,3% a/a en enero) y lo hizo a un ritmo algo más acusado que a finales de 2016. Sin embargo, **las nuevas operaciones concedidas han frenado su tendencia a la baja** en los primeros dos meses del año (-2,0% a/a acumulado en enero y febrero frente al -13,9% en 2016), condicionadas principalmente por la mejor evolución de las operaciones de financiación a empresas por importe superior a 1 millón de euros (-14,4% a/a en el acumulado de enero y febrero respecto al -

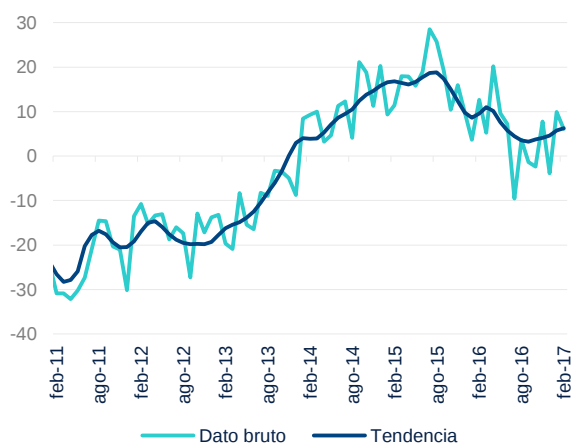
Las nuevas operaciones concedidas frenan su tendencia a la baja

32,8% en 2016). Esta desaceleración en la caída de la demanda de crédito por parte de las grandes empresas responde, al menos en parte, a una mejora de los factores que en la primera parte de 2016 lo desincentivaron: disminución de la incertidumbre sobre la política económica a nivel nacional e internacional y una menor tendencia a financiar sus necesidades mediante otras fuentes (ahorro propio y emisiones de deuda). **Respecto a**

los sectores minoristas (familias y pymes), también se ha observado una recuperación del crecimiento del crédito en los dos primeros meses de 2017 (7,9% a/a frente a 3,8% en 2016) (véase el Gráfico 3.9).

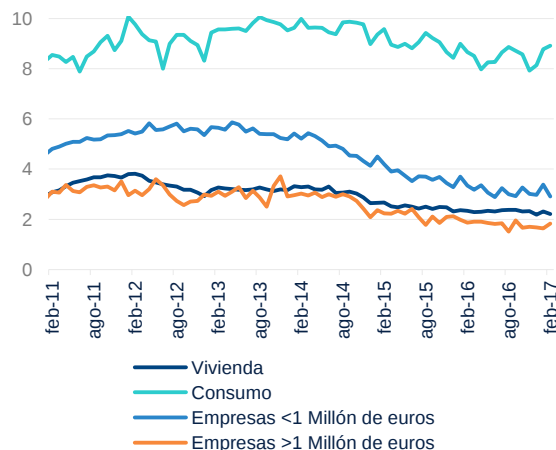
Por otra parte, el precio del nuevo crédito se ha mantenido en mínimos (véase el Gráfico 3.10), favorecido por la reducción del euríbor, las mejores condiciones de liquidez para los bancos, el menor riesgo soberano y la disminución del riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, en algunas carteras existe evidencia de que se ha llegado a un umbral mínimo en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses y de cambios en la estructura de plazos. Por otro lado, los tipos para adquisición vivienda (2,3% TAE en media en enero y febrero, 9 puntos básicos (pb) menos que hace un año, pero 6pb más que en dic-16) muestran una clara resistencia a la baja 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 al 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)



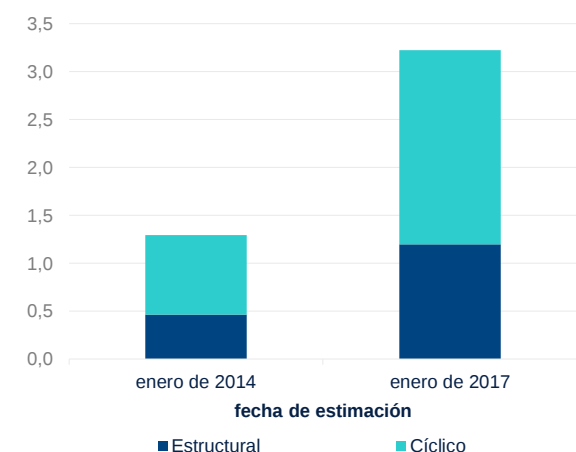
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2017-2018: los sesgos al alza se materializan

Los fundamentos de la economía española respaldan la continuidad de la recuperación durante el presente bienio. De hecho, la información conocida a la fecha de cierre de este informe corrobora los sesgos al alza que se daban sobre el escenario presentado en febrero pasado. Ahora se prevé que el crecimiento del PIB para 2017 alcance el 3,0% (0,3 pp más que en febrero), mientras que la previsión de 2018 se mantiene en el 2,7%. Por tanto, se espera un crecimiento menor que el observado durante los dos últimos años (3,2%) (véase el Cuadro 3.1).

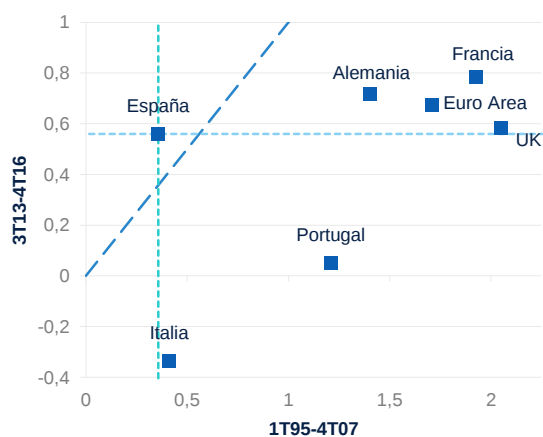
Así, la recuperación de economía española sigue sorprendiendo positivamente. La continua revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB durante los últimos años apunta a una subestimación por parte de analistas e instituciones internacionales, tanto de factores estructurales como cíclicos (véase el Gráfico 3.11). 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 (véase el Gráfico 3.12), 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.

Gráfico 3.11 España: descomposición del crecimiento del PIB del 2015 por fecha de estimación (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y CF inc.

Gráfico 3.12 Productividad laboral (VAB por hora trabajada, %/t promedio anualizado)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

El crecimiento continuará apoyándose en factores tanto internos como externos. El avance global (3,3% en 2017 y 3,4% en 2018) seguirá incentivando la demanda de exportaciones españolas, a pesar de los focos de incertidumbre (*brexít* y el futuro de la política de comercio exterior de Estados Unidos). El impulso exportador, junto a los precios del petróleo todavía reducidos (57,8 dólares por barril en promedio para 2017-2018), la política monetaria,

El crecimiento global seguirá impulsando las exportaciones

los fundamentos domésticos y el progreso en la corrección de los desequilibrios, estimularán la demanda interna (principalmente, la inversión). No obstante los efectos de algunos de estos vientos de cola se irán debilitando a lo largo del bienio, justificando la desaceleración proyectada en el escenario.

La expansión de los componentes de la demanda final seguirá propiciando el aumento de las importaciones lo que, en todo caso, no impedirá que el bienio se cierre con una aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento.

Cuadro 3.1 España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	4T16	1T17(e)	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,2	2,0	2,6	2,6	2,1	2,3
G.C.F Privado	3,0	2,7	2,9	3,2	2,5	2,4
G.C.F AA. PP.	0,0	0,0	2,0	0,8	1,0	2,0
Formación Bruta de Capital Fijo	2,2	2,9	6,0	3,1	3,3	4,5
Equipo y Maquinaria	2,7	3,3	8,9	5,0	3,6	4,4
Construcción	1,9	2,6	4,9	1,9	2,8	4,2
Vivienda	3,8	3,9	3,1	3,7	4,3	5,8
Otros edificios y Otras Construcciones	0,2	1,4	6,4	0,4	1,4	2,8
Demanda nacional (*)	2,2	2,2	3,3	2,8	2,3	2,6
Exportaciones	4,4	6,5	4,9	4,4	5,8	5,0
Importaciones	2,3	4,1	5,6	3,3	4,2	5,2
Saldo exterior (*)	0,8	0,9	-0,1	0,4	0,7	0,1
PIB real pm	3,0	3,0	3,2	3,2	3,0	2,7
PIB nominal pm	3,7	4,8	3,7	3,6	5,1	5,3
Empleo total (EPA)	2,3	2,4	3,0	2,7	2,6	2,6
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	2,2	2,0	2,6	2,6	2,1	2,3
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	3,0	2,7	2,9	3,2	2,5	2,4

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

¿Punto de inflexión en la política monetaria del BCE?

El Banco Central Europeo (BCE) ha dado muestras de su disposición a modular su postura de política monetaria en sus próximas reuniones. Si bien queda clara la **necesidad de mantener una política monetaria todavía laxa** para apuntalar los avances conseguidos hasta el momento, en la reunión de marzo **se observó cierta moderación en el tono del BCE**, que probablemente se acentuará durante los próximos meses⁹. En particular, el Consejo de Gobierno (CG), respaldado por la mejora de las condiciones económicas en la zona euro y el incremento de la inflación, ha enviado señales que parecen haber abierto el debate sobre la estrategia de salida y la secuencia de la retirada de los estímulos. Hasta ahora, el BCE ha comunicado de forma clara que las subidas de tipos se producirían una vez finalizado el programa de compra de activos, en línea con el mismo proceso que ha seguido la Fed. Hacia delante, se espera que la autoridad monetaria comience a reducir su ritmo de compras mensuales a comienzos del próximo año (*tapering*), en un proceso que se podría dilatar hasta mediados de 2018. A finales de ese año se produciría la primera subida del tipo de interés de referencia. Una comunicación adecuada y una estrategia de salida ordenada y paulatina de las medidas extraordinarias resultarán claves a la hora de emprender el proceso de normalización sin poner en riesgo la recuperación económica.

El flujo de crédito bancario volverá a la senda de crecimiento

Hacia delante, es de esperar que el total de nuevo crédito comience a recuperarse. Por el lado de la demanda, la consolidación en las expectativas de actividad, tanto nacional como internacional, hace prever una tendencia positiva para la inversión empresarial y el gasto de las familias. Esto, junto con el desapalancamiento observado durante los últimos años, los bajos tipos de interés, la mejora de las carteras de crédito y el elevado nivel de liquidez, adelanta la continuación de un entorno de crecimiento en las nuevas operaciones de financiación.

La política fiscal neutral será compatible con un aumento de la demanda pública

Tras dos años con un tono claramente expansivo, **la política fiscal pasará a ser prácticamente neutral en 2017 y 2018** (véase la página 22). La mayor recaudación prevista, tanto por la recuperación de la actividad como por la subida impositiva aprobada el pasado mes de diciembre, permitirá un aumento del gasto en consumo público (del 1,5% en términos reales promedio para el presente bienio). Por otro lado, la inversión en otras construcciones presentará una tasa de crecimiento por encima del 2% impulsada por la inversión privada no residencial y a pesar de las perspectivas de estabilización de la obra pública.

9: Así, el Consejo de Gobierno (CG), respaldado por la mejora de las condiciones económicas en la zona euro, eliminó de su último comunicado la frase: "[...]Si fuera necesario para el cumplimiento de su objetivo, el Consejo de Gobierno actuará utilizando todos los instrumentos disponibles en su mandato [...]", y enfatizó así la menor urgencia de tomar medidas adicionales. Además, el presidente de la autoridad monetaria admitió que se discutió la posibilidad de quitar del comunicado la referencia a recortes adicionales de tipos de interés ("[...]Seguimos esperando que se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado [...]"), algo que podría producirse en las próximas reuniones, como paso previo a una futura normalización.

La recuperación de la demanda doméstica privada prosigue, pero se modera

El consumo de los hogares se ralentizará en 2017 y 2018, dado el menor impulso de sus fundamentos y la desaparición de algunos factores transitorios que incentivaron el gasto en 2016 (por ejemplo, la rebaja fiscal y la caída de los precios energéticos). El repunte de la inflación moderará el ascenso de la renta disponible y 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.

A pesar del estancamiento observado durante el segundo semestre de 2016, se prevé que el crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo se mantenga en niveles elevados durante el bienio 2017-2018. No obstante, se espera que el ritmo de crecimiento sea menor que el observado desde el inicio de la recuperación, dada la menor demanda embalsada de maquinaria y equipo y la desaceleración prevista del resto del gasto interno. Asimismo, la normalización gradual de los precios del petróleo y de la política monetaria 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 la ampliación de la capacidad instalada. En síntesis, se espera que, tras tres años creciendo a una tasa media anual del 7,6%, la inversión en maquinaria y equipo se incremente alrededor del 3,6% en 2017 y del 4,4% en 2018.

En el bienio, la evolución de los determinantes de la demanda justifica la **continuidad de la recuperación de la inversión residencial**. En este sentido, tanto las expectativas de creación de empleo como el avance, aunque menos dinámico, de la renta bruta de los hogares se mantienen. Todo ello en un contexto en el que las condiciones financieras continuarán siendo relativamente favorables, aun cuando se espera un aumento en el coste del

La inversión residencial continuará en la senda de la recuperación

endeudamiento a medio y largo plazo. Además, el proceso de desapalancamiento experimentado por los hogares españoles favorecerá la concesión de nuevo crédito hipotecario, dada la mejoría en la solvencia. Finalmente, la reducción del inventario de viviendas nuevas sin vender y las positivas expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios en ciertas zonas apoyarán la actividad en el sector. En balance, un mejor

cierre que el esperado en 2016 y las buenas perspectivas existentes, justifican una revisión al alza de la inversión residencial en el año en curso. En concreto, se espera, para esta partida, un **crecimiento del 4,3% en 2017** (1,1pp más que hace tres meses) **y del 5,8% en 2018¹⁰**.

10: Para más detalles véase la revista Situación Inmobiliaria España de marzo de 2017, disponible en <https://goo.gl/U3Y5fH>

Las exportaciones seguirán creciendo

El entorno global ha sufrido pocos cambios respecto al escenario presentado por BBVA Research en febrero. En este sentido, las expectativas respecto a los precios del petróleo y las asociadas al tipo de cambio real del euro se mantienen prácticamente invariantes. No obstante, la revisión marginal en el crecimiento esperado para algunas de las principales economías, junto con las expectativas de recuperación de los mercados emergentes (principalmente, en América Latina) hace prever una demanda sólida para las exportaciones españolas. Aun así, se mantiene la incertidumbre inherente al *brexit* y al camino que pueda tomar la política de comercio exterior de EE. UU.

Los destinos fuera de la UE volverán a ser soporte de las exportaciones

En este contexto, **las previsiones respecto a las ventas totales al exterior solo muestran revisiones marginales para el bienio 2017-2018. Las totales avanzarán a un ritmo medio anual del 5,4%**, las de bienes crecerán un 5,1% y el consumo de no residentes aumentará en torno al 5,7%. Este crecimiento sugiere que **el dinamismo de**

las exportaciones españolas continuará diferenciándose respecto del resto de Europa. Dadas las buenas perspectivas económicas para los países emergentes, **los destinos extra-UE volverán a ser un soporte para el crecimiento de las exportaciones españolas.**

La evolución prevista de la demanda final propiciará **un avance elevado de las importaciones durante el presente bienio (promedio de los dos años: 4,7%)** que, en todo caso, no compensará al de las exportaciones. Así, **la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento repuntará en 2017 y será marginalmente positiva en 2018 (0,7pp y 0,1pp, respectivamente).** Lo anterior, unido a los todavía bajos precios del crudo, contribuirá al mantenimiento de los **saldos positivos en la cuenta corriente (promedio: 1,8% del PIB).**

Se crearán cerca de 1.000.000 de empleos durante el bienio

Para el conjunto del período 2017-2018 la creación de empleo continuará siendo robusta, a pesar de la moderada desaceleración que se espera. Así, se prevé que la ocupación aumente en promedio el 2,6% este año, una décima menos que en 2016. Dada la atonía prevista en la evolución de la población activa¹¹, el crecimiento del empleo se traducirá en una disminución de 2,2 puntos de la tasa de paro hasta el 17,3%. La ocupación seguirá aumentando en 2018 a un ritmo similar (2,6%), y la tasa de desempleo caerá hasta el 15,6%.

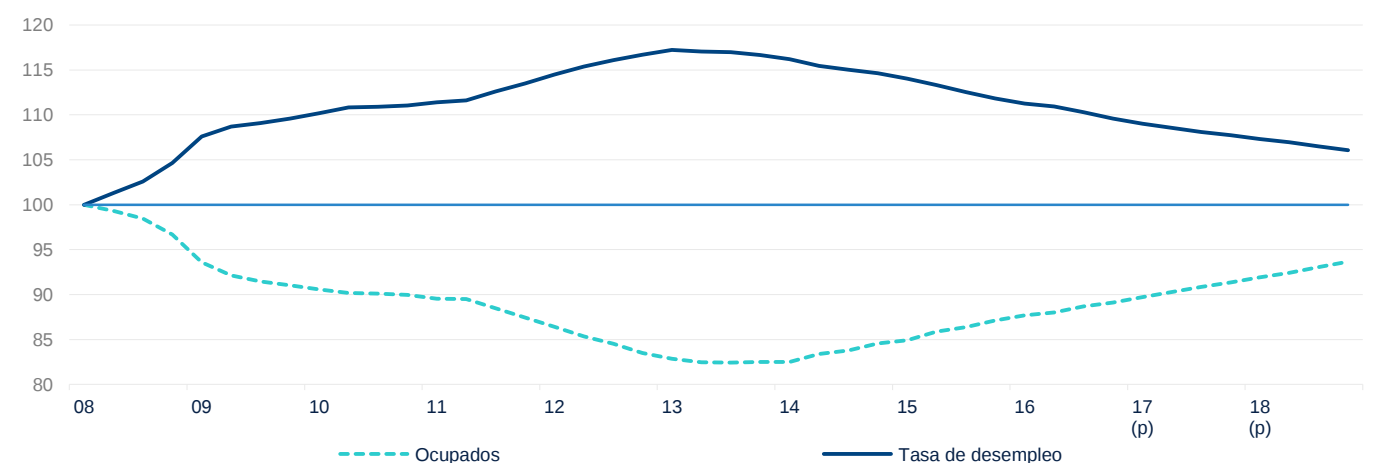
A finales de 2018 el mercado laboral no habrá recuperado aún sus niveles precrisis

Pero el dinamismo esperado del mercado laboral será insuficiente para recuperar los niveles precrisis durante este bienio. Como ilustra el Gráfico 3.13, 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 casi seis puntos por encima. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo –que aumentará

11: En línea con lo expuesto en la revista Situación España del 1T17, se espera que la población activa aminore su ritmo de caída hasta el -0,2% en 2017 y que aumente 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 el promedio histórico (1,4%).

alrededor del 2,3% 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.

Gráfico 3.13 España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100, datos CVEC)



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inflación general se consolidará en terreno positivo y moderará las ganancias de competitividad

Aunque los precios de la energía llevaron la inflación general al entorno del 3,0% en el 1T17, se espera una desaceleración gradual a lo largo del año. Los factores que presionaron al alza a los precios durante el arranque del año (climatología adversa y efecto base en los precios de la energía) fueron de naturaleza temporal. Así, **el actual**

La inflación subyacente se mantendrá estable y moderada en el bienio

ejercicio económico se cerrará con una inflación media anual en torno al 2,1%, tal y como se adelantaba en la anterior edición de esta publicación. Por su parte, los fundamentos domésticos y los estímulos de la política monetaria expansiva, sustentan una trayectoria positiva y moderada para la inflación subyacente (1,2% en promedio anual para 2017) que, de momento, no acusa efectos de segunda ronda derivados del

encarecimiento de las materias primas ni del aumento del SMI¹². En 2018 los precios subyacentes ganarán terreno gradualmente (1,6% en promedio anual) lo que unido a la absorción del efecto base en la inflación energética, situará la variación del IPC en el 1,9%.

De cumplirse estas previsiones, el diferencial de inflación general respecto la zona del euro, a favor de España durante los últimos tres años (-0,5pp en promedio), se tornará desfavorable en el presente bienio (0,3pp en promedio). En términos del componente subyacente, el diferencial se mantendrá cerrado.

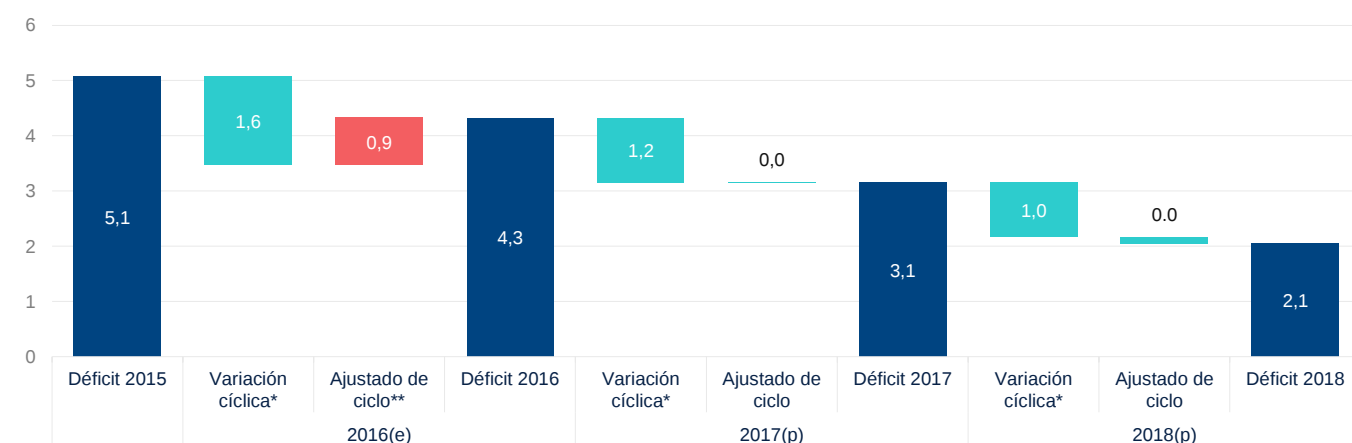
12: Las repercusiones directas del incremento del SMI sobre la actividad y los precios serían reducidas, incluso si las empresas trasladasen el aumento del coste laboral a precios finales en su totalidad. Sin embargo, las consecuencias pueden ser relevantes a medio plazo si el crecimiento del SMI deriva en efectos de segunda ronda. Para más detalles véase el observatorio económico "Repercusiones del aumento del salario mínimo en España" disponible en <https://goo.gl/6cwhCV>

Los objetivos de estabilidad son alcanzables en el actual contexto de recuperación económica

A lo largo del bienio, el ciclo económico continuará ayudando a la recuperación de las bases imponibles, lo que incidirá positivamente en los ingresos de las administraciones, que aumentarán en torno a 1,0pp del PIB hasta situarse en el 38,8% del PIB. Igualmente, tanto el efecto de los estabilizadores automáticos –prestaciones por desempleo, fundamentalmente- como por una menor carga de intereses originada por el descenso de los tipos en los ejercicios pasados contribuirán a minorar el gasto público en 1,3pp del PIB hasta el entorno del 41% del PIB.

En este contexto, **el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2017, aprobado el pasado 31 de marzo, aporta pocas novedades** respecto a la política fiscal conocida a final del año pasado¹³ y permite prever un cumplimiento de los compromisos adquiridos. Así, **dadas las políticas anunciadas hasta el momento, BBVA Research estima que el déficit se reduciría hasta situarse en torno al 3,1% del PIB en 2017 y el 2,1% del PIB en 2018**, en línea con los objetivos de estabilidad requeridos por la Comisión Europea (véase el Gráfico 3.14).

Gráfico 3.14 AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal, excluidas las ayudas a entidades financieras (pp del PIB)



(e): avance; (p): previsión.

(*) Incluye los cambios en la carga de intereses

(**) 2016: 0,6pp deterioro estructural + 1,0pp políticas expansivas – 0,7pp medidas de ajuste fiscal

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

De esta forma, España saldría del protocolo de déficit excesivo en 2018. Sin embargo, persisten importantes desequilibrios que habrá que afrontar en el medio plazo. Entre ellos, el elevado nivel de deuda pública (un 99,4% del

El elevado nivel de deuda continúa siendo un riesgo para las finanzas públicas

PIB en 2016) es uno de los principales riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas. No obstante, en el corto plazo, un crecimiento del PIB relativamente fuerte y la persistencia de unos bajos tipos de interés favorecerán una suave reducción de la ratio deuda sobre PIB. En el medio plazo, la permanencia de un saldo estructural

13: En diciembre se aprobaron entre otras medidas, nuevos límites a la deducibilidad de determinadas figuras en la base imponible del impuesto de sociedades, prórroga durante 2017 de la aplicación del impuesto sobre patrimonio, o aumento de tipos impositivos de algunos impuestos especiales (véase RDL 3/2016, de 2 de diciembre. BOE-A-2016-11475)

primario reducido (se estima que permanecerá en torno al equilibrio) hará que la deuda de las administraciones públicas españolas se mantenga en niveles todavía elevados, lo que representa un factor de vulnerabilidad frente a alteraciones en los mercados.

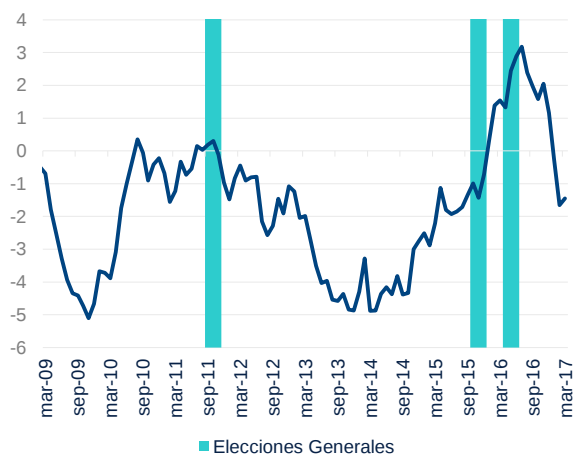
El escenario no está exento de riesgos

Si bien las previsiones para 2017 se corrigen marginalmente al alza dado el buen comportamiento previsto del sector exterior y la inversión, 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 sentido que finalmente tomarán tanto la política de comercio exterior de EE. UU, como la evolución y los resultados de las negociaciones para materializar la salida del Reino Unido de la UE tras la reciente activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa. Por otro lado, las citas electorales en algunas de las principales economías de la zona euro a lo largo de 2017 (Francia en abril y mayo, y Alemania en septiembre) suponen una incógnita adicional en el panorama exterior. Otro riesgo a tomar en cuenta es el momento y la intensidad en el que se produzca la retirada de estímulos monetarios por parte del BCE. Para una economía apalancada como la española, incrementos en el coste de financiación podrían restringir los recursos disponibles para el consumo y la inversión.

En el entorno doméstico, la incertidumbre sobre la política económica se ha moderado. Sin embargo, según las estimaciones de BBVA Research, podría seguir restando alrededor de 0,2pp al crecimiento¹⁴ en 2017 (véanse los Gráficos 3.15 y 3.16). Hacia delante, será clave la capacidad de generar consensos alrededor de las medidas que se necesitan para mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, de tal manera de aumentar la velocidad del crecimiento y la creación de empleo. Por otro lado, aunque de momento no se aprecian efectos de segunda ronda en la inflación derivados del incremento del precio de las materias primas o del SMI, no se puede descartar que se produzcan a futuro. De materializarse, podrían afectar negativamente a la competitividad de las empresas y al poder adquisitivo de las familias, lo que ralentizaría el crecimiento de la demanda y la creación de empleo. Adicionalmente, el crecimiento de la productividad por hora trabajada continúa siendo bajo, lo que de mantenerse a medio plazo, supondrá un lastre para la continuación de la recuperación.

14: 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>

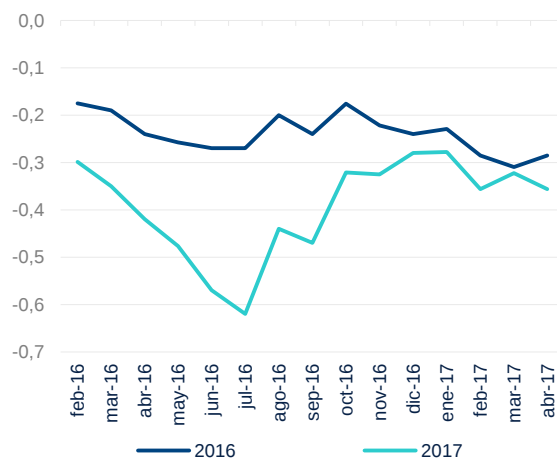
Gráfico 3.15 España: incertidumbre de política económica (SM12 del componente idiosincrático en desviaciones típicas)



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 3.16 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.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
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

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