

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación España

3^{er} TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL



Índice

1. Editorial	3
2. El entorno global positivo tiende a estabilizarse	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española	10
4. Cuadros	26
5. Glosario	29

Fecha de cierre: **7 de julio de 2017**

1. Editorial

El crecimiento del PIB será mayor que el previsto hace tres meses, debido al mejor desempeño de la economía española y al mantenimiento de un entorno que facilitará la continuación de la recuperación. En particular, se espera que el PIB aumente el 3,3% en 2017 y el 2,8% en 2018, 3 y 1 décimas más que lo previsto en la anterior edición de Situación España. De cumplirse estas previsiones, la tasa de paro podría reducirse en más de 2 **puntos porcentuales (pp)** en media por año hasta alcanzar el 15,3% en 2018. Esto implicaría la creación de más de un millón de puestos de trabajo en el conjunto de los dos años y la recuperación de dos tercios del empleo perdido durante la crisis.

Se confirma la aceleración del crecimiento durante el primer semestre de 2017. Los datos de la Contabilidad Nacional del primer trimestre del año estuvieron en línea con lo previsto hace tres meses por BBVA Research, al mostrar un crecimiento del 0,8% t/t, por encima de lo observado durante los dos últimos trimestres de 2016. Asimismo, la composición de la demanda interna ratificó el menor aumento del consumo privado, que fue más que compensado por la recuperación del gasto en inversión y el fuerte incremento de las exportaciones. Esto ha dado como resultado una contribución positiva de la demanda externa. Los datos del segundo trimestre del año apuntan a que esta tendencia se mantendrá, incluso con una aceleración del crecimiento del PIB hasta el 1,0% t/t. Detrás de lo anterior está un mejor comportamiento del gasto en consumo privado, impulsado por la mejora de la riqueza de las familias, la disminución en la tasa de ahorro y el aumento del crédito. Asimismo, la recuperación del mercado inmobiliario se consolida, concentrada en aquellos lugares donde la demanda externa ha actuado como soporte y en las principales áreas urbanas. El tamaño del ajuste observado durante los últimos 10 años en el sector de la vivienda asegura que esta reversión de las tendencias tenga recorrido al alza, sin que esto suponga volver a los desequilibrios que se observaron en el pasado. Por su parte, las exportaciones han mantenido el crecimiento, a pesar del impacto negativo que está teniendo la depreciación de la libra esterlina, la desaceleración de la actividad en el Reino Unido o el conflicto laboral en el sector de la estiba durante el primer semestre. La continuación de la fortaleza de la inversión en maquinaria y equipo, junto con las ganancias de competitividad alcanzadas durante los últimos años y el mantenimiento de un entorno favorable para el turismo, ayudarán a que sigan aumentando las ventas de bienes y servicios al extranjero. Finalmente, esto se produce a pesar de que el gasto público no contribuye de manera significativa a la recuperación como consecuencia de la necesidad de continuar reduciendo el desequilibrio en las cuentas del sector y también en parte debido a la tardía aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2017.

El entorno internacional relevante para la economía española mejora, gracias a la aceleración del crecimiento mundial, la reducción de la incertidumbre política europea, la caída del precio del petróleo y el mantenimiento de unas condiciones monetarias laxas. En particular, se revisa al alza la previsión de incremento del PIB en la UEM hasta el 2,0% (vs. 1,7% hace tres meses). Buena parte de esta mejora ya estaría reflejada en el incremento de las exportaciones españolas observado durante la primera mitad del año y, en sí misma, explicaría buena parte de la aceleración reciente de la actividad en el país. Por otro lado, los resultados de las elecciones en Francia han reducido la incertidumbre sobre las políticas que se implementarán en el principal socio comercial de la economía española.

Asimismo, aunque la tensión geopolítica se mantiene elevada, no parece estar pesando sobre el precio del petróleo, el cual se ha situado algo por debajo de lo esperado hace tres meses. Dado que dicho comportamiento parece deberse más bien a una mejor evolución de la oferta, y no a una disminución de la demanda, el impacto sobre la economía española sería positivo. Adicionalmente, se mantiene la expectativa de que los tipos de interés de referencia continúen en mínimos históricos y que el BCE comience a retirar gradualmente los actuales estímulos a partir de 2018. Más aún, se espera que la política monetaria siga apoyando a la demanda interna todavía por un tiempo prolongado. Así, las condiciones laxas en el crédito continuarán atrayendo a la demanda, mientras que la solvencia del sector financiero, en continua mejoría gracias al proceso de consolidación y de ganancias de eficiencia en curso, garantizará el incremento de la oferta.

El tono de la política fiscal será prácticamente neutral si se cumple con el objetivo de déficit. El trámite parlamentario y la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2017 no han supuesto cambios relevantes sobre lo ya conocido hace tres meses. Dada la evolución reciente de las cuentas públicas, continúa siendo factible el cumplimiento del objetivo, siempre que la mejora cíclica se destine completamente a la reducción del déficit. Esto requerirá un mayor control del gasto, dada la creciente probabilidad de que algunas partidas de la recaudación (IRPF) no se comporten en línea con las previsiones del Estado. Respecto a la aprobación de la regla de gasto para 2018 y los nuevos objetivos de déficit para las administraciones públicas, la primera hace factible el cumplimiento de los segundos. Sin embargo, la probabilidad que se alcancen las metas individuales es reducida para algunas partes del sector público, lo que afecta negativamente a la credibilidad del proceso.

Aunque las cifras de crecimiento del PIB han sorprendido al alza, se mantiene el diagnóstico de una desaceleración gradual a futuro. Previsión que se ha reforzado por la moderación en el incremento del consumo privado. Factores como el agotamiento de la demanda embalsada durante la crisis, el menor impacto de algunos vientos de cola (precio del petróleo, tipos de interés, impulso fiscal) o una tasa de ahorro de las familias en niveles bajos apuntan a que el avance de la demanda interna podría ser algo menos dinámico durante los siguientes meses. Por otro lado, aunque existe capacidad sin utilizar todavía en el sector turístico, esta se encuentra distribuida de forma heterogénea a lo largo del territorio y comienzan a observarse señales de presiones en precios en algunas comunidades autónomas que pueden ralentizar el ritmo de visitas tanto de ciudadanos nacionales como de extranjeros. Adicionalmente, se observa una cierta reversión del proceso de sustitución de importaciones no energéticas que se produjo en el período inmediatamente posterior a la crisis. Ello como consecuencia, probablemente, de factores como el cambio de modelo productivo o la recuperación del gasto en bienes durables. Ambos factores podrían limitar la contribución de la demanda externa durante los próximos meses. Finalmente, existe incertidumbre sobre el momento en el que comenzarán a observarse restricciones sobre la disponibilidad de trabajadores con la cualificación suficiente para cubrir las vacantes que se vayan generando en el mercado laboral español. Algunas estimaciones sobre el paro estructural en la economía española apuntan a que esta situación podría producirse durante los próximos dos años. De ser cierto lo anterior, el avance del empleo se volvería más lento, incrementando aún más la desigualdad entre los que tienen un puesto de trabajo y los que no. Por el momento, la ausencia de presiones salariales apunta a que este nivel de paro estructural no se habría alcanzado todavía. En todo caso, esta discusión pone de manifiesto la necesidad de implementar reformas que mejoren la eficiencia del mercado laboral y su equidad, dados los todavía elevados niveles de desempleo.

2. El entorno global positivo tiende a estabilizarse

Crecimiento global robusto y estabilizado, con cierto reequilibrio entre las grandes áreas

La economía mundial se aceleró en los últimos trimestres y se acerca a tasas de crecimiento del 1% t/t, pero tiende a estabilizarse (véase Gráfico 2.1). Los niveles de confianza, sobre todo en las economías avanzadas, se mantienen elevados, mientras que la recuperación del comercio mundial parece haber frenado algo su expansión en los meses de abril y mayo. En línea con ello, se observó también un repunte de la actividad industrial y de la inversión a nivel global.

Esta dinámica positiva responde, principalmente, al efecto generado por los estímulos de política económica en China, que han impulsado su crecimiento y han arrastrado con ello a otros países de Asia y el resto del mundo. Asimismo, el ciclo global también se ha beneficiado de unas políticas monetarias extremadamente acomodaticias en la mayoría de los países avanzados, de unas políticas fiscales que recientemente se han tornado neutrales o expansivas, y de unos precios de las materias primas relativamente moderados. Todo ello, en un entorno de tranquilidad en los mercados financieros que no han sufrido de manera persistente por las fuentes de estrés político.

La recuperación, que sobre todo afecta a las economías avanzadas, va acompañada de un menor dinamismo en Estados Unidos que se ha visto compensado por una mejora en Europa, tanto en términos de actividad como en el escenario político -dificultades para aprobar medidas por parte de la nueva administración americana frente a superación de los obstáculos electorales en Europa-. Las economías emergentes, por su parte, han tenido un comportamiento menos positivo, con una salida de la recesión más lenta de lo previsto en Latinoamérica, y más heterogéneo, diferenciado en función de la dependencia de los ingresos por materias primas.

Este entorno de crecimiento positivo viene acompañado, de momento, de niveles de inflación moderados. Mientras los riesgos de deflación parecen haberse superado, la abundancia de liquidez en los mercados, consecuencia de políticas monetarias muy expansivas, no se ha transformado en una aceleración del incremento de los precios (salarios o inflación subyacente). Detrás de esta contención podría encontrarse la aún elevada capacidad no utilizada de recursos -sobre todo de fuerza de trabajo- que parece frenar cualquier aceleración significativa de salarios y de la inflación subyacente, mientras que en los últimos meses el retraso y cierta reversión de los precios del petróleo (de un 7% en promedio entre el 1T17 y el 2T17) han frenado las expectativas y las tasas de inflación general.

Entorno favorable de los mercados financieros y normalización de políticas monetarias

El tono en los mercados financieros ha sido positivo, con volatilidades en mínimos históricos, a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, así como de la corrección de las expectativas de impulso fiscal en Estados Unidos. Con ello, los tipos de interés de largo plazo se han mantenido anclados, y la apreciación del dólar se ha frenado. Ello, junto a un entorno económico favorable, ha dado impulso a la renta

variable, lo que favorece a los mercados emergentes. Por su parte, los activos europeos, incluyendo el euro, también han ganado atractivo. Tras las elecciones francesas, y en un contexto donde el crecimiento en el mundo desarrollado es más favorable a Europa, las entradas de capital en la zona euro han dado un vuelco.

La **gran pregunta es si los mercados están siendo demasiado complacientes**, sobre todo teniendo en cuenta que los principales bancos centrales están avanzando en el proceso de normalización. En este contexto, los bancos centrales han comenzado a dar pasos para preparar al mercado para una retirada paulatina de los estímulos. Por ejemplo, la **Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) ha subido los tipos de interés en dos ocasiones a lo largo del año**, por un total de 50 puntos básicos (pbs), **y ha comunicado y detallado un plan de reducción gradual de su balance** (otra subida de 25 pbs, probablemente en diciembre, e iniciar la reducción “pasiva” del balance, probablemente a partir de octubre). Sin embargo, en ausencia de un crecimiento robusto y con una inflación de precios y salarios muy contenida, las expectativas de mercado no están alineadas con las de la Fed (son más bajistas).

El Banco Central Europeo (**BCE**) **mantiene los tipos de interés sin cambios** (tipo refi en el 0% y tipo de depósito en negativo -0.40%) y el programa de compra de activos (actualmente 60 mM euros mensuales). Sin embargo, **se muestra más confiado en la fortaleza del crecimiento y considera que el riesgo de deflación ha desaparecido dando pie a los primeros cambios en la comunicación** (*forward guidance*). Así, el BCE eliminó en junio el sesgo a la baja que tenía sobre los tipos de interés, lo que se interpreta como un primer paso en el largo proceso de normalización. **Hacia delante, se prevé que en la reunión de septiembre se anuncie una reducción del ritmo de las compras de activos (*tapering*) que sería efectiva a partir de enero de 2018.** Asumiendo que el banco central no altera la secuencia de salida, las subidas de tipos de interés no se producirán hasta finales de 2018. En este proceso, **es clave una buena estrategia de comunicación** para evitar tensiones en mercados financieros, sobre todo cuando han sido bastante escépticos sobre una normalización inminente.

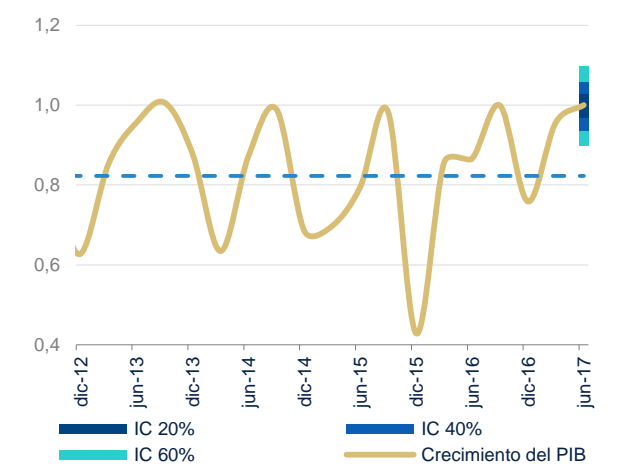
Se mantiene la previsión de crecimiento estable en 2017-18, con riesgos todavía a la baja

Si bien la **previsiones de crecimiento a nivel global se mantienen en el 3,3% para 2017 y el 3,4% para 2018**, se **revisan al alza tanto en China (en ambos años) como en Europa** (en 2017) debido a una primera mitad de año mejor de la esperada, mientras que se corrige **ligeramente a la baja la previsión de EE.UU.** (véase Gráfico 2.2). En Latinoamérica, el deterioro de los precios de las materias primas este año y la mayor incertidumbre doméstica en varios países hacen que la salida de la recesión esté siendo más lenta de lo previsto. Estas previsiones implican que, en los próximos trimestres, los países emergentes deberían recuperar terreno respecto a los avanzados y a China, que han liderado la mejora reciente.

Asimismo, seguirán estando presentes los soportes que han propiciado la reciente aceleración, aunque con ligeras variaciones: las **políticas monetarias entrarán paulatinamente en un proceso de normalización**, mientras que **las políticas fiscales se mantendrán relativamente neutras o expansivas**; **los precios del petróleo**, que han retrasado su progresión hacia niveles de equilibrio de largo plazo (60\$ / barril) debido sobre todo al incremento de la oferta (desde países productores como Libia, Nigeria o EE.UU.), **continuarán en su senda ascendente**; por último,

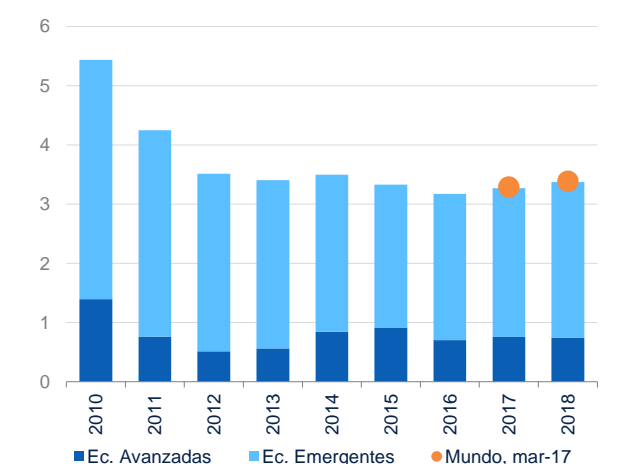
los múltiples eventos de carácter político (elecciones en Alemania e Italia, negociación de *brexit*, iniciativas de mayor integración en la Unión Europea, agenda política en EE.UU., ciclo electoral en Latinoamérica en 2018) podrían influir en la confianza económica y la situación de los mercados, aunque cada vez parecen tener menos impacto duradero.

Gráfico 2.1 Crecimiento PIB mundial (t/t, %) Previsiones basadas en BBVA-GAIN



Fuente: IMF y BBVA Research

Gráfico 2.2 Previsión PIB mundial por regiones (a/a, %)



Fuente: BBVA Research

EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento en 2017-18 por la menor probabilidad de estímulos

El desempeño de la economía estadounidense en **el primer trimestre del año ha sido algo peor de lo esperado**, a pesar de que los principales soportes del crecimiento no han variado sustancialmente. El entorno político de los últimos meses ha demostrado que **no es probable que se pongan en marcha medidas de estímulo** económico ambiciosas en el corto plazo. El **crecimiento previsto del PIB es del 2,1% en 2017 y el 2,2% en 2018**, dos décimas menos que lo previsto hace tres meses. La mejora del entorno global, las expectativas de precios del petróleo algo más elevados y el dinamismo de la construcción residencial pueden favorecer el **repunte de la inversión**. Ello debería compensar, al menos en parte, la esperada **moderación del consumo privado**, dada una mejora más gradual del mercado de trabajo y una inflación más elevada respecto a los últimos años. No obstante, el aumento de los precios se ha moderado algo en los últimos meses, en parte por factores transitorios, y continúan sin observarse signos claros de presiones inflacionistas en el horizonte de previsión. Así, se espera que la **Fed continúe avanzando lentamente en el proceso de normalización de la política monetaria**, como se ha mencionado. La incertidumbre sobre el escenario sigue siendo elevada. Han disminuido los riesgos ligados a una política más proteccionista, pero la implementación de las medidas anunciadas de política económica resulta una incógnita. Un ya muy largo período de expansión cíclica, en el que se empiezan a observar aumentos del endeudamiento en algunos sectores, y el limitado margen de maniobra de las políticas de demanda aumentan la vulnerabilidad de la economía americana.

China: el efecto de las medidas económicas apuntala el objetivo de crecimiento

Tras el repunte del crecimiento observado a principios de año, los datos más recientes apuntan hacia una **moderación de la economía china más gradual de lo previsto**. Detrás de este comportamiento se encuentra el apoyo de una política monetaria prudente y de los estímulos fiscales, que han impulsado el crédito y la inversión, pero también la mejora del entorno externo y la depreciación del tipo de cambio efectivo real. En este contexto, las autoridades **siguen buscando el equilibrio entre mantener el crecimiento, llevar a cabo un desapalancamiento ordenado y atajar las vulnerabilidades financieras**. Así, se combina un endurecimiento de la regulación sobre el mercado inmobiliario y la banca en la sombra con una política monetaria con sesgo al tensionamiento pero a la vez con provisión de liquidez para acotar las tensiones en los mercados financieros.

Como resultado del mejor desempeño reciente, se revisan al alza las previsiones de crecimiento del PIB en alrededor de 0,2pp en 2017-18, con lo que se alcanzaría **el objetivo de las autoridades del 6,5% en 2017, aunque se continúa esperando una desaceleración en 2018 hasta el 6%**. La inflación sigue siendo moderada, mientras que los precios de los productos industriales, que se habían disparado a principios de año, se están desacelerando. Esto, unido a los bajos precios de los alimentos y el endurecimiento regulatorio hace que se revise **a la baja la previsión de inflación** hasta el 1,7% en 2017 y el 2% en 2018. A pesar de las medidas macroprudenciales en marcha, **siguen aumentando los riesgos a medio plazo**, en la medida en que continúan acumulándose las **fragilidades financieras derivadas de una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes y favoreciendo la banca en la sombra**, mientras que el proceso de ajuste del patrón de crecimiento sigue siendo muy lento.

Eurozona: claras mejoras, pero aún con límites

El crecimiento económico continuó **ganando impulso en el primer semestre del año**, con un avance del PIB algo mayor de lo esperado, al situarse por encima del 2% en términos anualizados. Además, la mejora ha sido **generalizada tanto entre los distintos componentes de la demanda como entre los diferentes estados miembros**. La mayor actividad global ha favorecido el rebote de las exportaciones que, junto con la mejora de la confianza, está animando la inversión y el empleo, mientras que el consumo privado sigue aumentando a un ritmo sólido. Esto, junto con la desaparición de los riesgos de deflación ha dado lugar a que el BCE empiece a plantearse las medidas ya señaladas de normalización de la política monetaria, mientras que la política fiscal será ligeramente expansiva en el horizonte de previsión. Por todo ello, **se revisan las previsiones de crecimiento del PIB al alza en tres décimas en 2017 hasta el 2%**, lo que supone un tercer año consecutivo de aumentos en el producto por encima del potencial. Esto, junto con la moderación de algunos de los soportes del crecimiento, como la apreciación del euro, el aumento de los precios del petróleo y la estabilización del crecimiento mundial, justifican prever **para 2018 una desaceleración hasta el 1,7%**.

La inflación se moderó en el segundo trimestre por los efectos base de los precios de la energía, mientras que la subyacente aumentó un par de décimas, y se mantiene en el entorno del 1%. **El menor aumento de los precios del petróleo junto con un euro algo más apreciado hacen revisar ligeramente a la baja la previsión para la inflación general** (-0,2pp hasta el 1,6% en 2017 y el 1,4% en 2018), **si bien no cambia la proyección respecto a un aumento gradual de la inflación subyacente** (media anual del 1,1% este año y del 1,4% en 2018).

Los **riesgos domésticos, que siguen sesgados a la baja, se han reducido** (sobre todo los de carácter político). Aun así, las negociaciones del *brexit*, la gestión de algunos problemas bancarios y la popularidad de opciones electorales anti-euro en países como Italia (con elecciones a principios de 2018) son fuentes de riesgo.

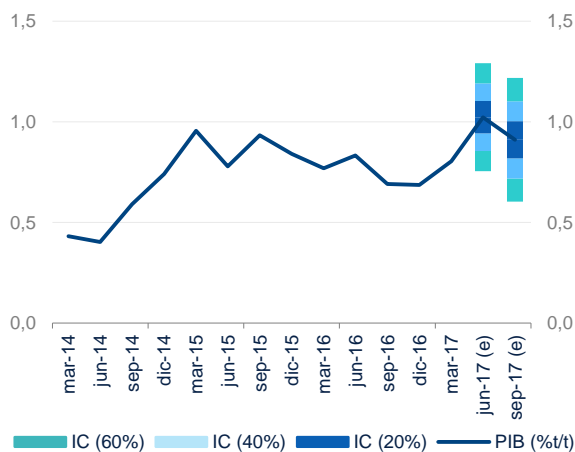
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación se acelera en el primer semestre de 2017

La información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que **la economía española podría haber crecido el 1,0% t/t en el 2T17 (previsión del modelo MICA-BBVA)**. De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre abril y junio habría alcanzado la cota superior esperada a principios del trimestre (MICA-BBVA: entre 0,8% y 1,0% t/t), y mejoraría en 0,2pp al avance registrado en el 1T17 (0,8% t/t).

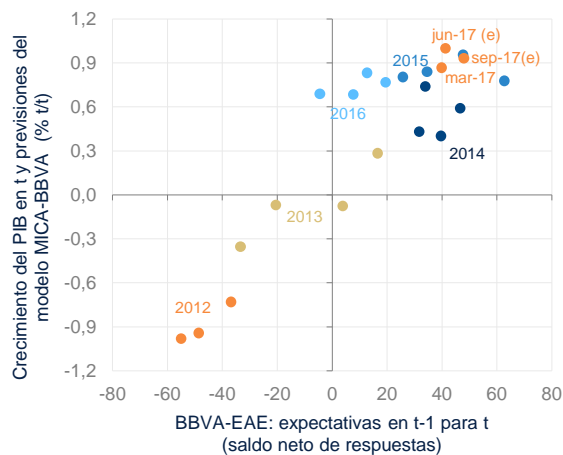
De cara al tercer trimestre, las estimaciones en tiempo real de BBVA Research indican que la recuperación prosigue a un ritmo similar que el registrado a lo largo del primer semestre (previsión del modelo MICA-BBVA: entre 0,8% y 1,0% t/t) (véase el Gráfico 3.1). Este ritmo de crecimiento se encontraría en línea con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)¹, que evidencian una estabilización en las expectativas de crecimiento (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>

El consumo y la inversión impulsan a la demanda doméstica

El buen comportamiento de la riqueza financiera de los hogares, junto al balance de los indicadores parciales de gasto², renta y confianza sugieren que el crecimiento del consumo privado se recupera tras haberse ralentizado en 1T17 (0,4% t/t). Así, **el gasto de los hogares podría haberse acelerado 0,3pp hasta el 0,7% t/t (2,5% a/a) en el segundo trimestre del año** (véase el Gráfico 3.3).

Respecto a la demanda pública, se estima una continuidad de la atonía observada desde finales de 2016. En particular, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que **el gasto en consumo final real de las administraciones públicas podría haberse estancado en 2T17 (0,0% t/t; 0,7% a/a)** después de crecer el 0,3% t/t en el primer trimestre.

Por el lado de la **inversión en maquinaria y equipo**, los indicadores parciales de coyuntura³ sugieren que, tras el fuerte crecimiento de los primeros meses del año (3,1% t/t), **esta partida de la demanda habría moderado su crecimiento hasta el 0,9% t/t (4,0% a/a) en 2T17**. No obstante, estas tasas de crecimiento confirmarían que la debilidad mostrada durante la segunda mitad de 2016 habría sido de carácter temporal.

Por su parte, la información disponible⁴ indica que **la inversión residencial habría crecido el 1,6% t/t (6,3% a/a) en 2T17**, lo que sugiere una consolidación en el ritmo de recuperación del sector inmobiliario. Por otro lado, BBVA Research estima que, tras tres trimestres de crecimiento negativo o nulo, **la inversión en otras construcciones habría repuntado en 2T17 (1,0 t/t; 1,4% a/a)**.

La demanda doméstica sigue impulsando el crecimiento

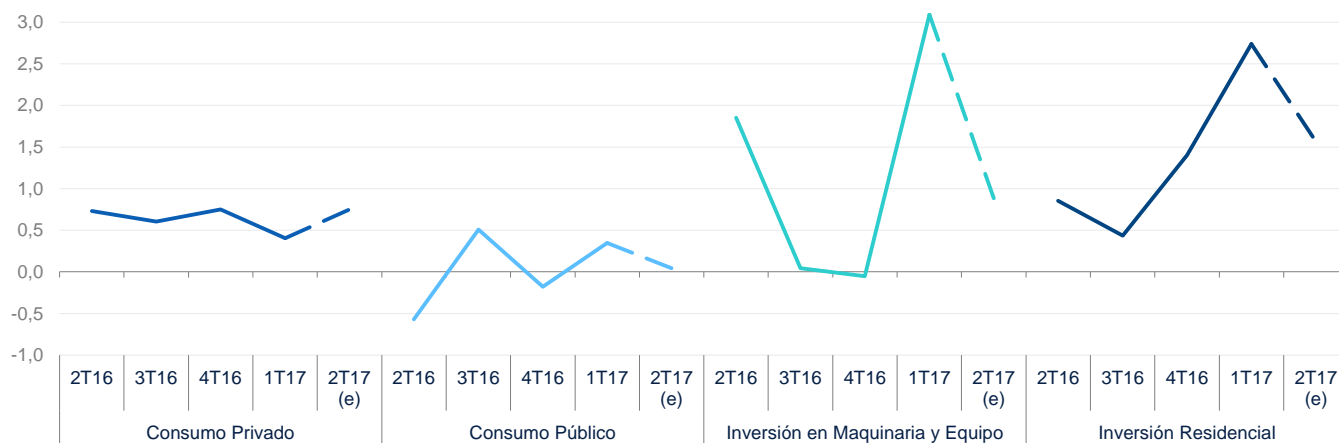
En resumen, los indicadores parciales de coyuntura señalan que en 2T17 **la demanda doméstica habría aportado 0,7pp al aumento trimestral del PIB**, gracias al avance del consumo privado y de las principales partidas de la inversión y a pesar de la falta de aportación del consumo público.

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

Los flujos comerciales se mantienen en niveles saludables, a pesar de que el crecimiento se modera

La demanda externa contribuiría con 0,3pp al crecimiento de 2T17

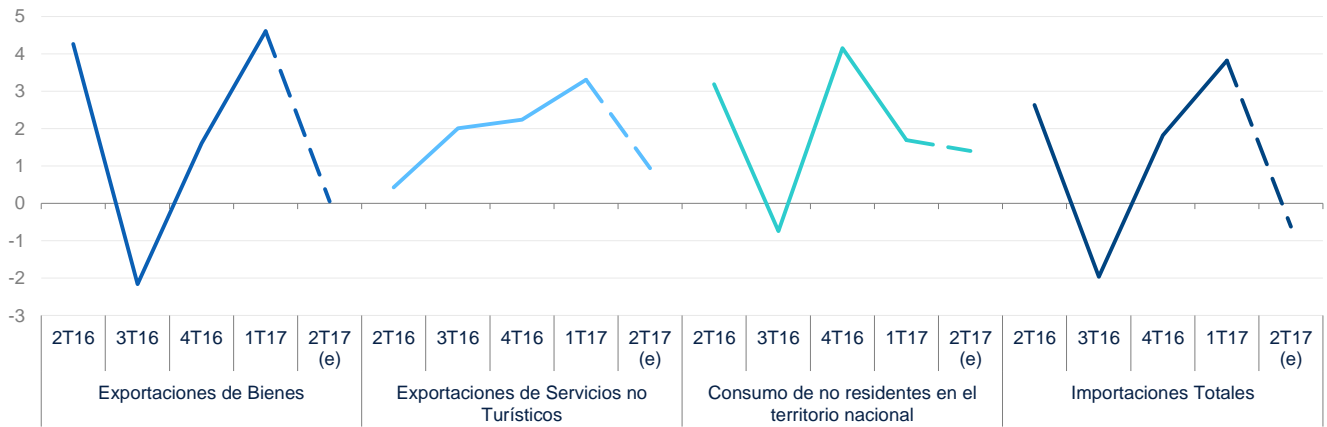
Durante el segundo trimestre de 2017 las exportaciones habrían moderado su crecimiento debido, en parte, al efecto base generado por el fuerte repunte observado a comienzos de año (4,6% t/t en 1T17). En particular, los indicadores disponibles⁵ sugieren que **las exportaciones de bienes se habrían estancado (0,1% t/t; 4,0% a/a) y que las de servicios se habrían desacelerado (1,1% t/t; 7,9% a/a) en 2T17** (véase el Gráfico 3.4). Respecto a estas últimas, la información conocida indica que el turismo exterior se mantiene al alza⁶, de forma que el consumo de no residentes en territorio nacional habría aumentado un 1,4% t/t (6,6% a/a), mientras que las exportaciones de servicios turísticos habrían crecido un 0,9% t/t (8,7% a/a). De esta forma, **las exportaciones totales podrían haber avanzado un 0,4% t/t (5,2% a/a) en 2T17**, 3,6pp menos que en 1T17.

En línea con la desaceleración de las exportaciones, la información disponible al cierre de esta publicación sugiere que **las importaciones se habrían corregido a la baja durante 2T17 (-0,6% t/t; 3,3% a/a)** tras repuntar el trimestre precedente (3,8% t/t; 6,4% a/a). Así, se estima **una aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española de 0,3pp en 2T17**, similar a la que se registra desde comienzos de 2016 (0,2pp en promedio trimestral desde 1T16).

5: Si bien la cartera de pedidos de exportación mejoró entre abril y junio, la información disponible de la balanza comercial apunta a un estancamiento de las ventas de bienes al exterior en 2T17, lo que se encuentra en línea con la desaceleración observada en las exportaciones de las grandes empresas.

6: Las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles crecieron un 1,1% m/m CVEC en promedio en los meses de abril y mayo. En contrapartida, las entradas registradas disminuyeron marginalmente (-0,3% m/m CVEC en promedio). Por su parte, los ingresos por turismo de la balanza de pagos crecieron un 1,7% m/m CVEC en abril.

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

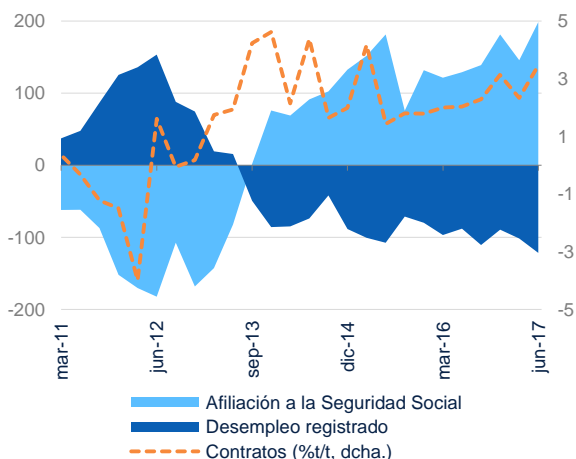
La recuperación del mercado laboral gana tracción

Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación a la **Seguridad Social creció el 1,1% t/t en el segundo trimestre**, tres décimas más que en el primero (véase el Gráfico 3.5). El dinamismo de la contratación también aumentó (1,1 puntos hasta el 3,5% t/t CVEC) por el repunte de la temporal (1,3 puntos hasta el 3,6% t/t CVEC). Asimismo, el descenso del paro registrado se aceleró seis décimas hasta el -3,4% t/t CVEC debido, sobre todo, al comportamiento favorable del sector servicios.

El empleo aumenta, pero la tasa de paro se mantiene elevada

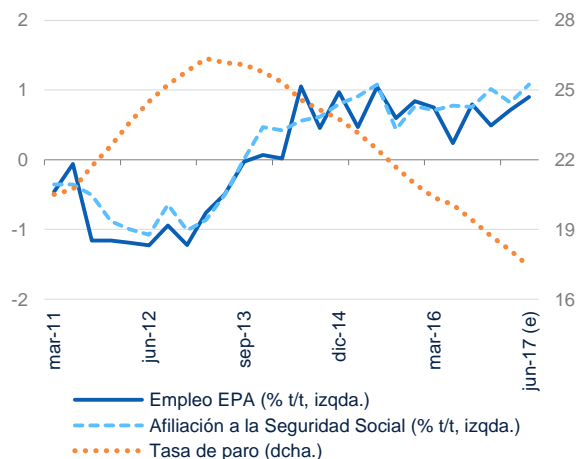
Dada la evolución de los registros, **se prevé que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al segundo trimestre revele un mayor vigor de la creación de empleo.** Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la ocupación podría aumentar en torno a un punto entre abril y junio en términos desestacionalizados frente al 0,7% t/t CVEC en 1T17. Dado que se espera que la población activa apenas varíe, la tasa de paro descendería siete décimas hasta el 17,4% 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 se desacelera, mientras que la subyacente se mantiene estable y moderada

Tras tocar techo durante el primer trimestre, **la inflación general se desaceleró durante el segundo hasta alcanzar, según el indicador avance, el 1,5% a/a en junio**. Detrás de la moderación se encuentra la menor presión al alza en los precios de la energía que responde, principalmente, a la absorción del efecto base generado por la caída registrada a comienzos de 2016. **Por su parte, la inflación subyacente se ha mantenido moderada** y, según las estimaciones de BBVA Research, podría cerrar junio en torno al 1,0% a/a.

Las ganancias de competitividad-precio se moderan

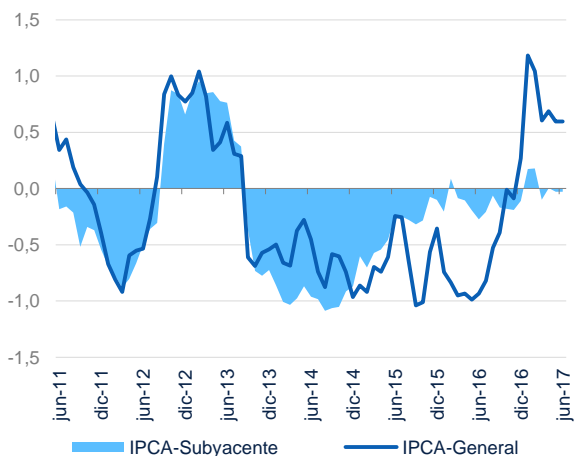
A tenor de lo anterior, las estimaciones de BBVA Research indican que **el diferencial de inflación general respecto a la zona del euro es ligeramente desfavorable (0,6pp)**, mientras que utilizando como referencia la inflación subyacente se mantiene prácticamente cerrado (véase el Gráfico 3.7).

Las demandas salariales han aumentado durante el primer semestre, pero de forma moderada. Al igual que en 1T17, el crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta mayo apenas superó el 1,2% a/a en los acuerdos revisados plurianuales, y se moderó hasta el 1,5% en los firmados a lo largo del año en curso, que vinculan a 538.400 trabajadores⁷. Como se aprecia en el Gráfico 3.8, el incremento promedio de la retribución fue 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.

7: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 4,4 millones hasta mayo cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2017 (3.909.000). Esta cifra es un 7,6% menor que la registrada hasta mayo de 2016, y sugiere el retraso en la aprobación del nuevo AENC está posponiendo algunos acuerdos.

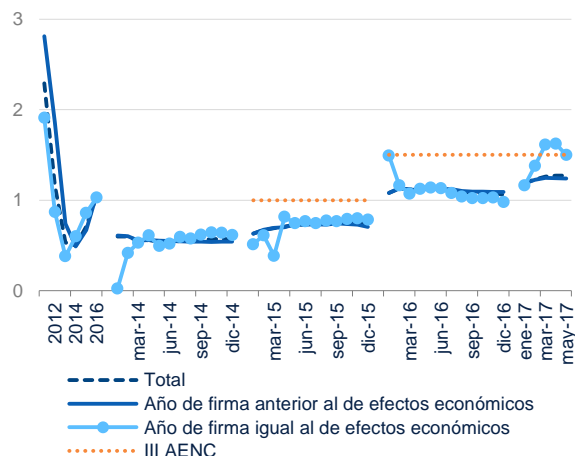
8: El III AENC, suscrito a comienzos de junio de 2015 por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo. En 2015 no debían superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017 dependería de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones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

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 nuevo crédito a empresas inicia su recuperación

Los flujos de crédito retoman una tendencia positiva

El stock de crédito al sector privado moderó su caída al cierre del primer trimestre de 2017 (-2,1% a/a en marzo frente al -3,8% a/a a finales de 2016). Al mismo tiempo, las nuevas operaciones concedidas volvieron a terreno positivo (1,9% a/a acumulado en enero-mayo), debido a una menor caída de las operaciones de financiación a empresas por importe superior a 1 millón de euros (-2,4% a/a en el acumulado enero-mayo). Esta evolución se corresponde con el agotamiento de los factores que en 2016 desincentivaron el crecimiento del crédito empresarial: entorno de incertidumbre nacional e internacional y abaratamiento de la deuda corporativa. **Por el lado de los sectores minoristas (familias y pymes⁹), se constata una desaceleración del crédito** durante los cinco primeros meses de 2017 (4,5% a/a en el acumulado enero-mayo) debida, en parte, al efecto base derivado de la refinanciación de carteras por eliminación de las cláusulas suelo entre enero y mayo de 2016 (véase el Gráfico 3.9).

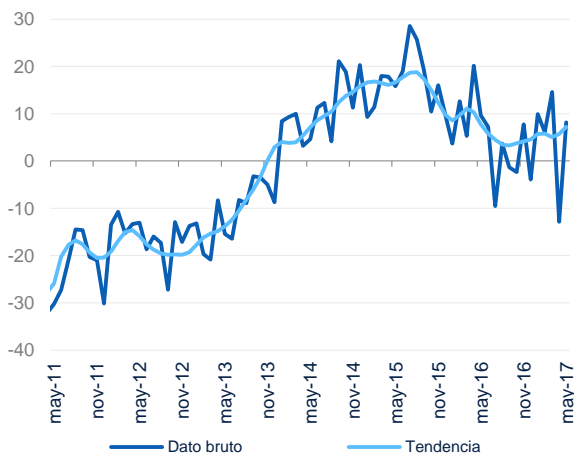
El stock de crédito al sector privado moderó su caída al cierre del primer trimestre de 2017 (-2,1% a/a en marzo frente al -3,8% a/a a finales de 2016). Al mismo tiempo, las nuevas operaciones concedidas volvieron a terreno positivo (1,9% a/a acumulado en enero-mayo), debido a una menor caída de las operaciones de financiación a empresas por importe superior a 1 millón de euros (-2,4% a/a en el acumulado enero-mayo). Esta evolución se corresponde con el agotamiento de los factores que en 2016 desincentivaron el crecimiento del crédito empresarial: entorno de incertidumbre nacional e internacional y abaratamiento de la deuda corporativa. **Por el lado de los sectores minoristas (familias y pymes⁹), se constata una desaceleración del crédito** durante los cinco primeros meses de 2017 (4,5% a/a en el acumulado enero-mayo) debida, en parte, al efecto base derivado de la refinanciación de carteras por eliminación de las cláusulas suelo entre enero y mayo de 2016 (véase el Gráfico 3.9).

Por otra parte, el precio del nuevo crédito se ha mantenido en mínimos (véase el Gráfico 3.10), gracias a la reducción del euríbor, la contención del riesgo soberano, las holgadas condiciones de liquidez para los bancos (favorecidas en parte por las subastas del BCE) y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, en algunas carteras continúa evidenciándose la llegada a un umbral mínimo, en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses. Por otro lado, los tipos para adquisición vivienda (2,17% TAE en mayo 2017, 17 pbs 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

9: El crédito a pymes se aproxima por el concedido en cuantías inferiores a un millón de euros

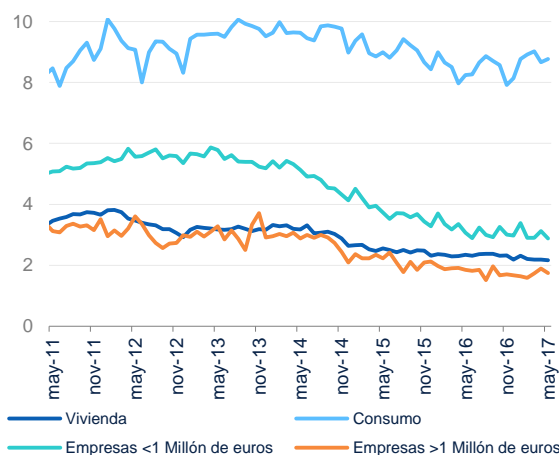
comisiones, las hipotecas españolas siguen siendo más baratas que las de muchos países europeos, como Francia o Irlanda.

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: revisión al alza de las perspectivas de crecimiento

Los fundamentos de la economía española siguen avalando la recuperación de la actividad durante el presente bienio. De hecho, la información conocida a la fecha de cierre de este informe obliga a volver a revisar al alza las estimaciones de crecimiento tanto para 2017 como para 2018. Así, **el presente año finalizaría con un avance del PIB del 3,3%, y la economía se desaceleraría hasta el 2,8% en 2018** (véase el Cuadro 3.1).

Composición equilibrada del crecimiento

La recuperación de la actividad y del empleo continuará apoyándose en factores tanto internos como externos. El crecimiento de la economía global (3,3% en 2017 y 3,4% en 2018) favorecerá a las exportaciones españolas, a pesar de la incertidumbre que persiste respecto al *brexit* o a la política comercial de los Estados Unidos. El buen pulso exportador, junto a los bajos precios del petróleo, la política monetaria expansiva, los fundamentos domésticos y la corrección gradual de los desequilibrios estructurales, apoyarán el avance de la demanda interna. No obstante, el menor empuje que ejercerán algunos de estos factores clave -como las políticas fiscal y monetaria- justifica las expectativas de desaceleración suave a lo largo del bienio.

Cuadro 3.1 España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T17	2T17(e)	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1.9	2.1	2.6	2.6	2.2	2.3
G.C.F Privado	2.5	2.5	2.9	3.2	2.7	2.4
G.C.F AA. PP.	0.1	0.7	2.0	0.8	0.8	1.9
Formación Bruta de Capital Fijo	3.8	3.6	6.0	3.1	4.4	4.8
Equipo y Maquinaria	5.0	4.0	8.9	5.0	5.1	4.6
Construcción	3.0	3.2	4.9	1.9	3.7	4.7
Vivienda	5.5	6.3	3.1	3.7	6.5	6.4
Otros edificios y Otras Construcciones	0.7	0.5	6.4	0.4	1.2	3.0
Demanda nacional (*)	2.2	2.4	3.3	2.8	2.6	2.7
Exportaciones	8.4	5.2	4.9	4.4	7.0	4.9
Importaciones	6.4	3.0	5.6	3.3	5.3	5.2
Saldo exterior (*)	0.8	0.8	-0.1	0.4	0.7	0.1
PIB real pm	3.0	3.2	3.2	3.2	3.3	2.8
PIB nominal pm	4.1	3.9	3.7	3.6	4.5	5.3
Empleo total (EPA)	2.3	2.9	3.0	2.7	2.9	2.7
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	18.8	17.4	22.1	19.6	17.1	15.3
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	2.5	2.7	3.0	2.9	2.7	2.3

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

El entorno global para la economía española ha mejorado

A pesar de la apreciación esperada del tipo de cambio del euro, **el crecimiento estimado de la zona euro para 2017 se ha revisado ligeramente al alza** (en 0,3pp hasta el 2,0% en 2017) y se mantiene para 2018 (1,7%). Las estimaciones de BBVA Research sugieren que esta mejora en las expectativas de la demanda europea podría trasladarse a la economía española a razón de uno a uno.

Adicionalmente, el precio del petróleo ha empezado a moderar su trayectoria ascendente, hasta situarse el del tipo Brent en torno a los 48 dólares por barril al cierre de esta publicación (véase el Gráfico 3.11). La información disponible indica que el grueso de la corrección en las expectativas alcistas se corresponde con una ampliación de la oferta y, en consecuencia, podría **tener un impacto neto positivo sobre la actividad**¹⁰: ampliaría la renta disponible de los hogares y mejoraría los márgenes empresariales, lo que estimularía tanto a la demanda como a la oferta agregada. Si la caída del precio del combustible estuviera relacionada con una reducción de la actividad a nivel mundial, las expectativas no serían tan optimistas.

10: Los esfuerzos de la OPEP por estabilizar el mercado continúan viéndose limitados por el aumento de la producción en de otros países exportadores, donde destaca la producción de crudo no convencional en EE. UU. (*shale-oil*).

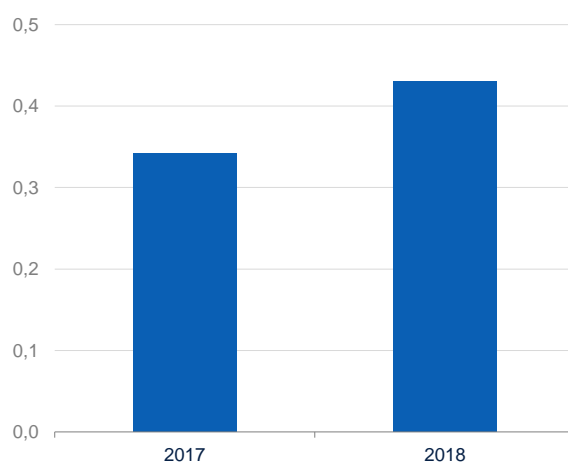
Con todo, las previsiones de BBVA Research indican que los precios se situarán en torno a los 52 y 56 dólares por barril en 2017 y 2018 en media anual, un 9% y 4% por debajo de los valores estimados hace tres meses. Esta revisión a la baja supone un sesgo positivo para el crecimiento que, en promedio podría alcanzar los 0,4pp durante el presente bienio (véase el Gráfico 3.12)¹¹.

Gráfico 3.11 Escenarios de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.12 España: impacto de la revisión a la baja del precio del petróleo causada por un aumento de la oferta (desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base de hace seis meses)



Fuente: BBVA Research

El BCE prepara la salida: ¿cuándo y cómo?

La recuperación sostenida de la actividad en la zona euro, junto con el aumento de la inflación (y sus expectativas) y la moderación del riesgo político constituyen un **entorno propicio para que el Banco Central Europeo (BCE) inicie la retirada de los estímulos**. Como primeros pasos, el BCE ha modificado su balance de riesgos sobre el crecimiento (de bajista a neutral) y sobre la inflación, dando por sentado que el riesgo de deflación prácticamente ha desaparecido. En consecuencia, se ha suprimido el sesgo bajista sobre los tipos de interés, si bien mantiene los niveles en cotas históricamente bajas (el de refinanciación en 0% y el de depósito en -0,40%) y continúa con el programa de compra de activos (QE). Por tanto, la política monetaria sigue siendo muy acomodaticia y a la autoridad monetaria le queda todavía un largo recorrido que desandar que, en todo caso, será gradual y seguirá estando condicionado a la evolución de la economía y de los riesgos.

A la vuelta de verano, **es previsible que el BCE comunique una reducción en el programa de compras de activos a partir del año que viene**. Previsiblemente la reducción será paulatina y condicional a la marcha de la economía, de forma que las compras mensuales actuales de sesenta mil millones de euros podrían reducirse a razón

11: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de *shock* sobre en la actividad y los precios de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Segundo trimestre de 2011, disponible en: <https://goo.gl/ijivP>

de quince mil millones euros, hasta finalizar a mediados de 2018. La siguiente fase, probablemente pasados unos meses, será subir los tipos de interés. A medida que el BCE se sume a la Fed en la retirada de los estímulos monetarios probablemente aumentará la volatilidad en los mercados financieros. En este contexto, el diseño y la comunicación de la estrategia de salida cobran especial importancia.

El flujo de crédito bancario volverá a la senda de crecimiento

Hacia delante, se espera una recuperación del flujo de crédito, tanto por razones de demanda como de oferta. La demanda de crédito se verá estimulada por la tendencia positiva en la actividad, tanto nacional como internacional, y por los todavía bajos tipos de interés. Por el lado de la oferta, contribuirán 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.

El tono expansivo de la política fiscal se modera y la demanda pública crece

La consolidación de la recuperación económica, junto con los cambios normativos en materia de tributos aprobados en el último trimestre de 2016, están impulsando la recaudación tributaria, lo que favorecerá un aumento del gasto público. No obstante, la necesidad de reducir el déficit público para cumplir con los objetivos mantendrá las **tasas de crecimiento del consumo público real por debajo de las del PIB durante el bienio 2017-2018** (0,8% a/a en 2017 y 1,9% en 2018).

Por su parte, el fuerte ajuste de la inversión pública observado en los últimos años hace esperar una progresiva recuperación de la misma en el medio plazo. De esta forma, se espera que **la inversión en otras construcciones registre una tasa de crecimiento del 1,2% en 2017 y se acelere hasta el 3,0% en 2018**, impulsada tanto por la inversión privada no residencial como por las perspectivas de avance de la obra pública, una vez superado el protocolo de déficit excesivo.

La inversión encabeza la recuperación de la demanda doméstica

El crecimiento del consumo de los hogares se ralentizará hasta el 2,6% en 2017 y el 2,4% en 2018 debido, sobre todo, a la moderación de algunos estímulos transitorios vigentes hasta 2016, como la rebaja fiscal, el Programa de Incentivo al Vehículo Eficiente (PIVE), la demanda embalsada y la caída notable de los precios energéticos¹². Se prevé que los fundamentos del gasto continúen mostrando signos de fortaleza, aunque el repunte de la inflación moderará el ascenso de la renta y la riqueza en términos reales. La creación de empleo impulsará el avance de la renta disponible de las familias, y la recuperación del precio de la vivienda elevará su riqueza inmobiliaria. La riqueza financiera neta también contribuirá al aumento del gasto, y lo hará en mayor cuantía que en 2016 dada la evolución favorable de las cotizaciones bursátiles. Además, la financiación al consumo seguirá creciendo, apoyada en unos tipos de interés todavía reducidos. Por último, la mejora de la percepción de los hogares

12: Un análisis detallado de la evolución del consumo de los hogares se puede encontrar en la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre de 2017, disponible aquí: <https://goo.gl/zGqZ7W>

sobre la situación económica en el primer semestre anticipa una mayor disposición a consumir durante el segundo, si bien el recorrido a la baja de la tasa de ahorro es limitado.

La inversión en maquinaria y equipo seguirá creciendo durante el presente bienio. La necesidad de satisfacer a una demanda externa en aumento, junto a la recuperación de la demanda doméstica, seguirán impulsando a esta partida del gasto. Asimismo, el mantenimiento del precio del petróleo en niveles relativamente bajos y el contexto de tipos de interés reducidos incrementarán el ahorro de las empresas y favorecerán la ampliación de la capacidad instalada de las firmas. Por ello, y teniendo en cuenta el desempeño excepcional durante el primer trimestre, **la previsión de crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo en 2017 se revisa 1,5pp al alza hasta el 5,1% anual**, mientras que la de 2018 se mantiene en torno al 4,6%.

La recuperación de la inversión se consolida

La inversión en vivienda seguirá avanzando en su recuperación. Se espera que la demanda de viviendas crezca algo más de lo esperado hace tres meses, gracias a la mejora prevista en la confianza, la renta disponible y la riqueza financiera de los hogares. Asimismo, y a pesar de la subida de tipos que se presume para finales de 2018, el coste de la financiación se mantendrá en niveles reducidos en el escenario de previsión. Todo ello bajo la perspectiva, cada vez más generalizada, de una revalorización del precio de la vivienda para los próximos trimestres. De este modo, se prevé que los promotores y constructores inmobiliarios sigan iniciando nuevas obras, sobre todo en las zonas con una economía más activa y en aquellas donde más se ha reducido la sobreoferta. En este contexto, se espera que **la inversión residencial crezca un 6,5% en 2017, 2,2pp más que en el escenario anterior. Un mayor dinamismo que se dejará notar también en el 2018**, donde el crecimiento de esta partida se ha revisado 0,7pp al alza, hasta el 6,4% anual¹³.

El crecimiento de los flujos comerciales se mantendrá sólido durante el presente bienio

La mejora de las expectativas de crecimiento para Europa, unida a las expectativas de recuperación de los mercados emergentes (principalmente, en América Latina) sustenta la previsión de una demanda sólida para las exportaciones españolas, en un contexto de bajos precios del petróleo. No obstante, se mantiene la incertidumbre inherente al *brexit* y a la política comercial de EE. UU., cuya previsión de crecimiento se revisa ligeramente a la baja (hasta el 2,1% en 2017 y el 2,2% en 2018).

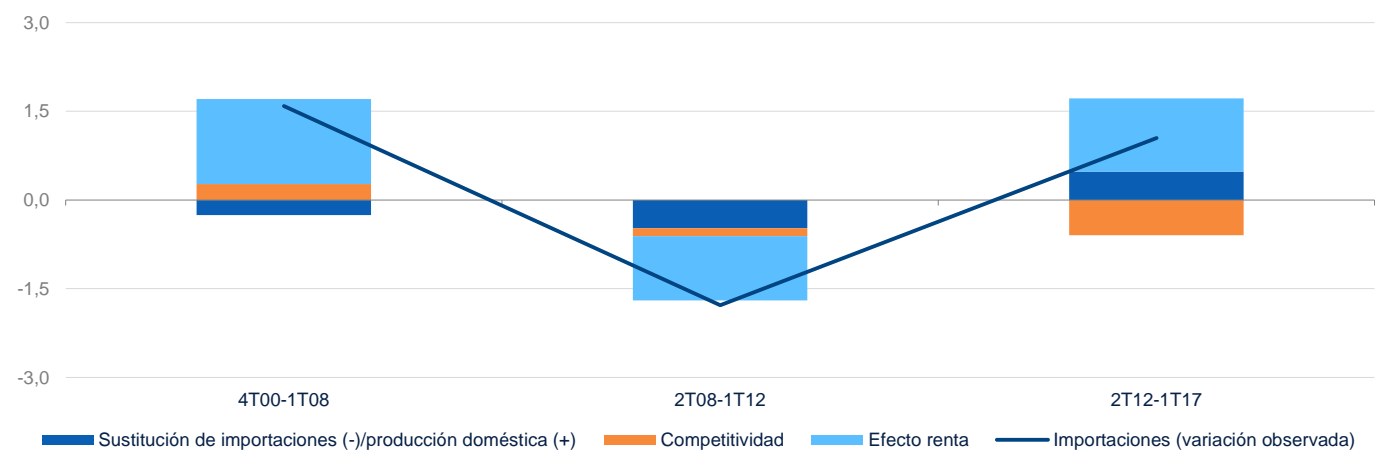
El dinamismo exportador se reafirma

En este contexto, y teniendo en cuenta el fuerte crecimiento de 1T17, **las previsiones de ventas al exterior para 2017 se revisan al alza y se mantienen para 2018.** Se espera que las exportaciones totales avancen 7,0% este año (1,2pp más que lo previsto hace tres meses) y 4,9% el próximo. En particular, se estima que la venta de bienes al exterior crecerá a un ritmo medio del 5,9% durante el presente bienio, mientras que el consumo de no residentes crecerá a una tasa promedio del 5,5%.

13: Para más detalles véase la revista Situación Inmobiliaria España de julio de 2017, de próxima publicación

La evolución prevista de la demanda final propiciará **nuevamente un avance elevado de las compras al exterior durante el presente bienio (promedio de los dos años: 5,4%)**. De hecho, las estimaciones de BBVA sugieren que el proceso de sustitución de importaciones observado durante la recesión se podría estar revirtiendo¹⁴: durante la recuperación, los mayores ingresos y el aumento de la propensión a importar han reactivado las compras de bienes al exterior, a pesar de que las mejoras de competitividad-precio de la economía española prosiguen (véase el Gráfico 3.13).

Gráfico 3.13 España: descomposición del crecimiento de las importaciones no energéticas



Fuente: BBVA Research a partir de INE

En todo caso, el crecimiento esperado para las importaciones no compensará al de las exportaciones en 2017, por lo que **la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento será positiva (0,7pp del PIB, mientras que en 2018 será marginalmente negativa (-0,1pp)**. Lo anterior, unido a los todavía bajos precios del crudo, contribuirá al mantenimiento de los **saldos positivos en la cuenta corriente** (promedio: 2,0% del PIB durante dicho período).

La tasa de paro descenderá más de cuatro puntos en el bienio

Se crearan un millón de empleos a lo largo de 2017 y 2018

La evolución favorable de la actividad económica prevista para 2017 y 2018 ha redundado en una mayor creación de empleo que la esperada hace tres meses.

Así, se prevé que la ocupación aumente en promedio el 2,9% este año, dos décimas más que en 2016. Dada la atonía prevista de la población activa¹⁵, el crecimiento del empleo se traducirá en una disminución de 2,5 puntos de la tasa de paro hasta el 17,1%. La ocupación seguirá avanzando en 2018 a un ritmo similar (2,7%), y la tasa de desempleo caerá hasta el 15,3%.

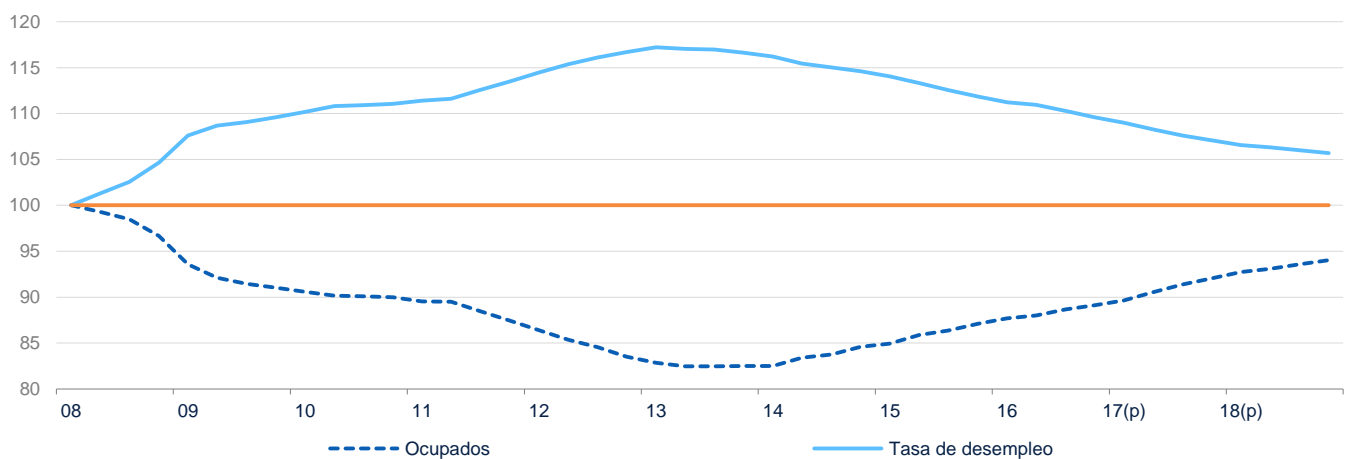
Pero el dinamismo esperado del mercado laboral será insuficiente para recuperar los niveles precrisis. Como ilustra el Gráfico 3.14, en el cuarto trimestre de 2018 la ocupación sería en torno a un 6% menor que a comienzos del

14: Recuadro de Sustitución... La crisis trajo consigo una reducción de las importaciones debido a la disminución de la renta y riqueza nacional, las ganancias de competitividad-precio y una mayor disposición a consumir bienes nacionales

15: En línea con lo expuesto en la revista Situación España del 2T17, se espera que la población activa aminore su ritmo de caída hasta el -0,3% en 2017 y aumente el 0,5% en 2018, casi un punto menos que el crecimiento promedio histórico.

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 alrededor del 2,5% en promedio en el bienio 2017-2018– sugiere un repunte mínimo del crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo hasta el 0,5% en 2018.

Gráfico 3.14 España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100, datos CVEC)



(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inflación subyacente se mantendrá estable y moderada

La inflación general se situará por debajo del objetivo marcado por el BCE para el área monetaria

La desaceleración de la inflación en el segundo trimestre confirmó que los factores que la presionaron al alza en el primero (climatología adversa y efecto base en los precios de la energía) fueron de naturaleza temporal. Si se prolonga esta trayectoria, **2017 se cerrará con una inflación media anual del 1,9%**, 0,2pp menos de lo previsto hace tres meses, dada la revisión a la baja del precio del petróleo. Por su parte, los fundamentos domésticos y la política monetaria sustentan una trayectoria estable para los precios subyacentes (1,1% de crecimiento en promedio anual para 2017) que, en todo caso, siguen sin experimentar efectos de segunda ronda tras el encarecimiento de las materias primas y el aumento del Salario Mínimo Interprofesional (SMI) en el arranque del año¹⁶. En 2018 la inflación subyacente aumentará gradualmente (1,5% en promedio anual) lo que unido a la absorción del efecto base en los precios de la energía, situará a la general en el 1,7%.

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.

16: 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>

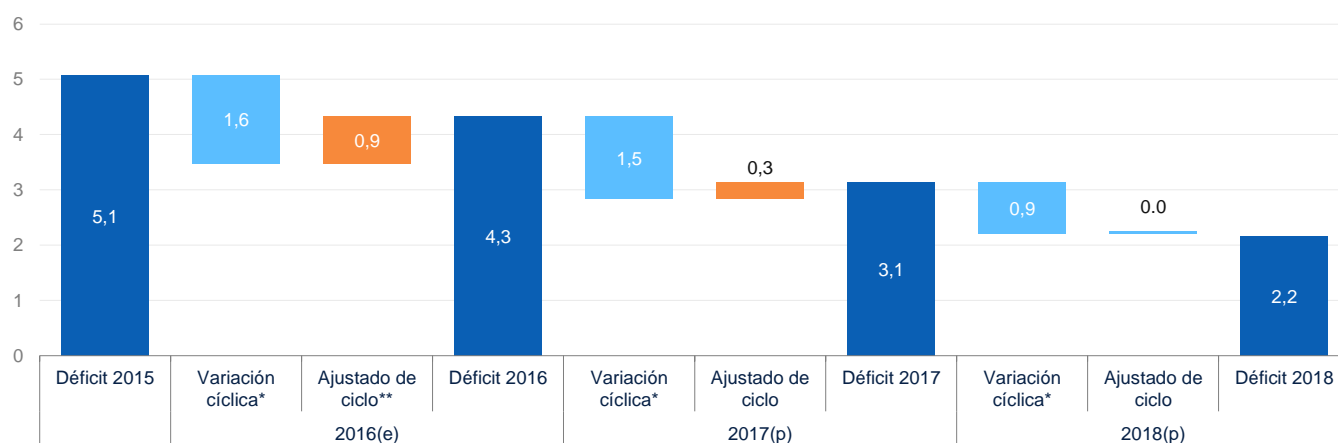
Los objetivos presupuestarios son alcanzables

Las previsiones de BBVA Research sugieren un crecimiento de la recaudación tributaria que se apoya tanto en la recuperación cíclica de las bases imponibles como en las subidas impositivas de finales de 2016¹⁷. Por el lado del gasto, se espera que siga ajustándose a lo largo del presente bienio, dada la mejora prevista en el mercado laboral - que reducirá el importe de las prestaciones por desempleo- y el descenso de los costes financieros, que contribuye aminorar la carga por intereses de la deuda.

De esta forma, se espera que el ciclo económico vuelva a corregir el deterioro fiscal durante los próximos dos años. En un escenario sin cambios en la política fiscal, **el déficit público se reduciría hasta situarse en el 3,1% en 2017 y 2,2% en 2018, en línea con los objetivos de estabilidad**. Así, el deterioro previsto para el saldo estructural primario alcanzaría las tres décimas hasta 2018, en línea con una progresiva **moderación del tono expansivo de la política fiscal observada durante los dos últimos años** (véase el Gráfico 3.15).

En este escenario, las previsiones del Gobierno contenidas en la actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para 2017-2018 se presumen alcanzables, al menos en el corto plazo. El Gobierno apuesta por mantener una ratio de ingresos públicos ligeramente por encima del 38% del PIB, favorecida por el buen tono del escenario macroeconómico; mientras que el gasto público mantendría una senda decreciente, ayudada por la aplicación de la regla de gasto que sitúa su crecimiento por debajo de la evolución del PIB nominal. De esta forma, prevé que el saldo primario ajustado de ciclo permanezca constante y en torno al 0,1% del PIB potencial; escenario algo más optimista que el equilibrio estimado por BBVA Research.

Gráfico 3.15 AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal, excluidas las ayudas a entidades financieras (pp del PIB)



(e): avance; (p): previsión.

(1) Incluye los cambios en la carga de intereses

(2) 2016: 0,6pp deterioro estructural + 1,0pp políticas expansivas – 0,7pp medidas de ajuste fiscal

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

17: 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)

El nivel de deuda continúa siendo elevado y un riesgo

Así, **España saldría del protocolo de déficit excesivo en 2018, pero tendrá que seguir realizando esfuerzos que garanticen la consecución de los objetivos de medio plazo.** Por un lado, la deuda pública permanecerá en niveles todavía elevados (se estima un 95,4% del PIB a finales de 2018), muy alejados del límite legal del 60% del PIB. Por otro lado, ni el escenario del Gobierno ni el presentado por BBVA Research contemplan un ajuste del saldo estructural, por lo que se incumpliría la recomendación de la Comisión de realizar una mejora estructural a un ritmo medio de 0,5pp del PIB anuales.

Junto a todo ello, existen riesgos sobre la aplicación de la regla de gasto, sobre todo en las haciendas territoriales, dada la complejidad de su cálculo y la poca relación existente entre dicha regla y la fijación de los objetivos de estabilidad. Igualmente, la normalización de los mercados financieros ha puesto sobre la agenda la necesidad de dar una salida a las comunidades autónomas de los distintos mecanismos de financiación que se han establecido. Estos, más allá de proveer liquidez a las haciendas autonómicas, se han mostrado como el principal instrumento de disciplina fiscal. Todo ello apunta a que **el principal reto de la política fiscal española es la necesidad de mejorar el marco normativo en el que se desenvuelve.**

Los riesgos que penden sobre el escenario se mantienen

Si bien las perspectivas económicas para el bienio han mejorado, dado el buen comportamiento del sector exterior, la inversión y el empleo, persisten riesgos externos e internos sobre el crecimiento. A nivel externo, se mantiene la incertidumbre respecto al devenir del comercio global, vinculada al sentido que puedan tomar tanto la política comercial en EE. UU., como la materialización de la salida del Reino Unido de la UE. Igualmente, persisten las dudas sobre el momento y la intensidad de la retirada de estímulos monetarios por parte del BCE. Un tensionamiento de las condiciones de financiación que fuera inesperado y violento, afectaría especialmente a una economía apalancada como la española. Por otro lado, las citas electorales en algunas de las principales economías de la zona euro (Alemania en septiembre de 2017 e Italia en los primeros meses de 2018) suponen una incógnita adicional en el panorama exterior.

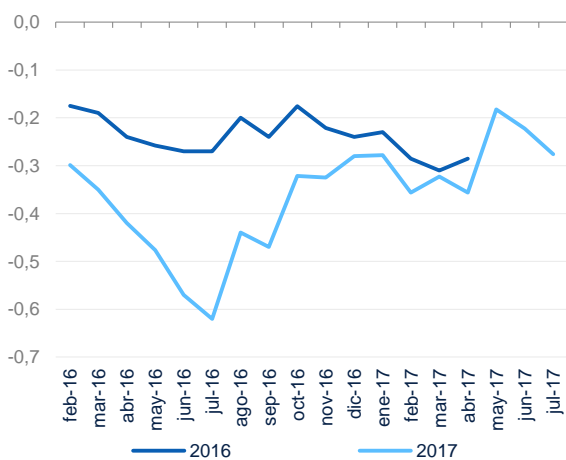
En el entorno doméstico, los efectos de la incertidumbre sobre la política económica se reducen pero no desaparecen. Según las estimaciones de BBVA Research, este factor podría seguir mermando el crecimiento en 0,2pp durante el presente año (véase el Gráfico 3.15)¹⁸. Hacia delante, será **clave la capacidad de generar consensos** sobre las medidas oportunas para apuntalar la recuperación de la actividad y del empleo, y mejorar el funcionamiento de la economía a largo plazo.

Por otro lado, **no se pueden descartar presiones inflacionistas a partir del próximo año.** Las estimaciones de BBVA Research indican que, si bien el elevado nivel de paro podría estar impidiendo repuntes persistentes en los precios y salarios –por ejemplo, tras el encarecimiento de las materias primas y del SMI a principios de 2017-, este elemento de contención podría estarse agotando. Así, a medida de que el desempleo cíclico se absorba durante el

18: 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>

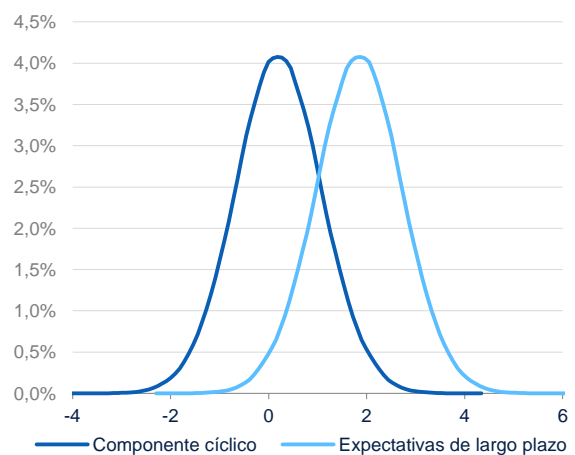
bienio –esto es, que la tasa de paro se aproxime a su nivel estructural–, aumentará la probabilidad de observar, por ejemplo, incrementos en la remuneración de los asalariados por encima de las expectativas de largo plazo (véase el Gráfico 3.17). De materializarse esto, y de no estar acompañados por mejoras en la productividad, podrían afectar negativamente a la competitividad de las empresas, al crecimiento de las exportaciones y, sobre todo, a la creación de empleo.

Gráfico 3.16 España: impacto estimado de la incertidumbre sobre la política económica en el PIB según fecha de estimación (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.17 España: funciones de distribución de probabilidad de la inflación salarial (2018)



Estimaciones realizadas en base a la NAWRU, utilizando la remuneración por asalariado de la CNTR.
Fuente: BBVA Research

4. Cuadros

Cuadro 4.1 Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017	2018
EEUU	2,4	2,6	1,6	2,1	2,2
Eurozona	1,3	1,9	1,7	2,0	1,7
Alemania	1,6	1,5	1,8	1,9	1,8
Francia	1,0	1,0	1,1	1,5	1,5
Italia	0,2	0,7	1,0	1,3	1,2
España	1,4	3,2	3,2	3,3	2,8
Reino Unido	3,1	2,2	1,8	1,5	1,1
Latam *	0,8	-0,4	-1,3	0,8	1,6
México	2,3	2,7	2,0	1,6	2,0
Brasil	0,5	-3,8	-3,6	0,6	1,5
Eagles **	5,4	4,7	5,0	5,0	5,1
Turquía	5,2	6,1	2,9	5,0	4,5
Asia Pacífico	5,6	5,6	5,6	5,2	5,2
Japón	0,2	1,1	1,0	0,8	0,9
China	7,3	6,9	6,7	6,5	6,0
Asia (ex. China)	4,2	4,5	4,6	4,1	4,4
Mundo	3,5	3,3	3,2	3,3	3,4

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.2 Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017	2018
EEUU	2,53	2,13	1,84	2,36	2,62
Alemania	1,22	0,52	0,13	0,44	1,14

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017	2018
USD-EUR	0,75	0,90	0,90	0,91	0,86
EUR-USD	1,33	1,11	1,11	1,10	1,17
GBP-USD	1,65	1,53	1,35	1,26	1,28
JPY-USD	105,82	121,07	108,82	113,70	118,50
CNY-USD	6,14	6,23	6,64	6,88	7,10

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

(Fin de periodo, %)	2014	2015	2016	2017	2018
EEUU	0,25	0,50	0,75	1,50	2,00
Eurozona	0,05	0,05	0,00	0,00	0,25
China	5,60	4,35	4,35	4,35	4,10

Fecha de cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.
Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5 UEM: previsiones macroeconómicas (a/a) (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

(Fin de periodo, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB a precios constantes	1,3	1,9	1,7	2,0	1,7
Consumo privado	0,8	1,8	2,0	1,5	1,5
Consumo público	0,7	1,3	1,8	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	1,6	3,0	3,4	4,3	3,1
Inventarios (*)	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0
Demanda interna (*)	1,3	1,7	2,1	2,2	1,6
Exportaciones (bienes y servicios)	4,4	6,0	2,9	5,1	3,2
Importaciones (bienes y servicios)	4,9	6,1	4,2	5,8	3,4
Demanda externa (*)	0,0	0,2	-0,4	-0,1	0,0
Precios					
IPC	0,4	0,0	0,2	1,6	1,4
IPC subyacente	0,9	0,8	0,8	1,1	1,4
Mercado laboral					
Empleo	0,5	1,0	1,4	1,4	1,2
Tasa desempleo (% población activa)	11,6	10,9	10,0	9,3	8,8
Sector público					
Déficit (% PIB)	-2,6	-2,1	-1,5	-1,2	-1,1
Deuda (% PIB)	92,0	90,3	89,2	87,6	85,5
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,5	3,2	3,3	3,0	2,9

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.
Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.6 España: previsiones macroeconómicas (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017	2018
Actividad					
PIB real	1,4	3,2	3,2	3,3	2,8
Consumo privado	1,6	2,8	3,2	2,7	2,4
Consumo público	-0,3	2,0	0,8	0,8	1,9
Formación Bruta de Capital	3,8	6,0	3,1	4,4	4,8
Equipo y Maquinaria	8,3	8,9	5,0	5,1	4,6
Construcción	1,2	4,9	1,9	3,7	4,7
Vivienda	6,2	3,1	3,7	6,5	6,4
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	1,9	3,3	2,8	2,6	2,7
Exportaciones	4,2	4,9	4,4	7,0	4,9
Importaciones	6,5	5,6	3,3	5,3	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,5	-0,1	0,4	0,7	0,1
PIB nominal	1,1	3,7	3,6	4,5	5,3
(Miles de millones de euros)	1037,0	1075,6	1113,9	1163,7	1225,9
PIB sin inversión en vivienda	1,2	3,2	3,2	3,1	2,6
PIB sin construcción	1,4	3,0	3,4	3,2	2,6
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	1,2	3,0	2,7	2,9	2,7
Tasa de paro (% población activa)	24,4	22,1	19,6	17,1	15,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	1,1	3,0	2,9	2,7	2,3
Productividad apartente del factor trabajo	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,2	-0,5	-0,2	1,9	1,7
IPC (fin de periodo)	-1,0	0,0	1,6	1,2	1,9
Deflactor del PIB	-0,3	0,5	0,3	1,2	2,5
Remuneración por asalariado	0,0	0,4	0,0	0,6	1,7
Coste laboral unitario	-0,3	0,2	-0,4	0,0	1,2
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,4	1,9	2,0	1,9
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	100,4	99,8	99,4	98,3	95,4
Saldo AA.PP. (% PIB)	-5,9	-5,1	-4,3	-3,1	-2,2
Hogares					
Renta disponible nominal	0,9	1,9	2,5	3,4	4,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	9,1	8,4	8,0	7,0	7,2

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de abril de 2017.

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

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
- Euribor: 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
- pbs: 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

Giancarlo Carta
giancarlo.carta@bbva.com
+34 673 69 41 73

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

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

Antonio Marín
antonio.marín.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