

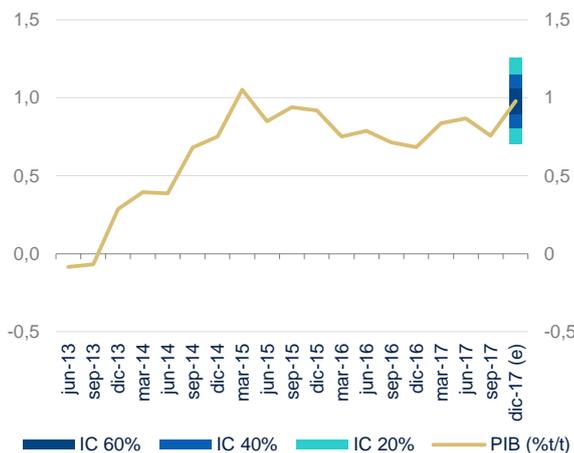
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

El ritmo de recuperación se modera a partir del segundo semestre

La estimación avance del PIB, publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), indicó que la economía española creció el 0,8% t/t (3,1% a/a) en el 3T17². De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad habría vuelto a ubicarse en la cota inferior del intervalo de las previsiones (MICA-BBVA: entre 0,8% y 1,0% t/t), como ya ocurrió en el 2T17 (0,9% t/t frente a una previsión del 1,0%).

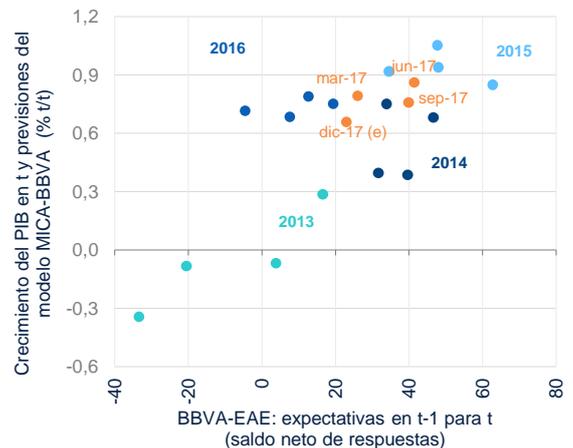
Las estimaciones de BBVA Research sugieren que los efectos de la incertidumbre sobre la política económica podrían empezar a notarse a lo largo del cuarto trimestre del año. Sin embargo, dada la inercia en la recuperación económica, el ritmo de crecimiento del PIB se mantendría en cotas no muy lejanas a las registradas hasta el tercer trimestre (previsión del modelo MICA-BBVA: entre el 0,8% y el 1,0% t/t) (véase el Gráfico 3.1). Esta perspectiva se encuentra en línea con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), que evidencian una moderación en las expectativas de crecimiento respecto al primer semestre del año (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

2: La Contabilidad Nacional Trimestral del 3T17 se publicará el 30 de noviembre, siendo posible la revisión de la estimación avance.

Consumo e inversión sustentan el avance de la demanda doméstica

La pérdida de dinamismo de los indicadores parciales de gasto³, la renta salarial y las cotizaciones bursátiles sugieren que, a pesar del aumento de la confianza, el crecimiento del consumo privado se habría moderado ligeramente en el 3T17. **Así, el gasto de los hogares podría haber crecido el 0,7% t/t (2,6 % a/a) en el tercer trimestre**, 0,2 pp menos que en el segundo (véase el Gráfico 3.3).

Respecto a la demanda pública, se estima una continuidad del dinamismo observado desde el comienzo del año. En particular, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que **el gasto en consumo final de las administraciones públicas se habría incrementado el 0,6% t/t en el 3T17 (1,2% a/a)**, después de crecer el 0,5% t/t en el 2T17. Por su parte, se estima **que la inversión en otras construcciones** -compuesta por la inversión privada no residencial y la inversión pública- **habría crecido el 0,5% t/t (1,5% a/a)** entre julio y septiembre, tras el práctico estancamiento observado en el primer semestre.

Por el lado de la **inversión en maquinaria y equipo**, los indicadores parciales de coyuntura⁴ sugieren que, tras contraerse inesperadamente en el segundo trimestre (-0,1% t/t), **esta partida de la demanda habría vuelto a crecer en el 3T17 (2,0% t/t; 5,7% a/a)**. Al mismo tiempo, la información disponible⁵ indica que **la inversión residencial habría aumentado el 1,9% t/t (9,8%% a/a)** en el 3T17, consolidando así la recuperación del sector inmobiliario. Al respecto, los datos recientes constatan que el crecimiento durante el último año (1,9% t/t en promedio) excedió ampliamente al estimado a finales del verano de 2016 (0,8% t/t en promedio).

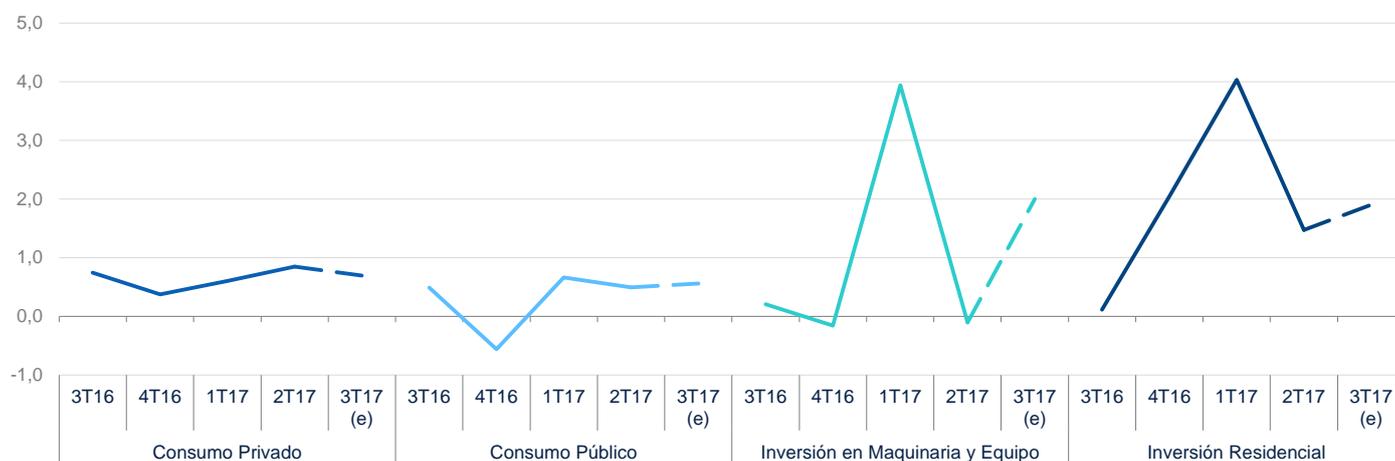
La demanda doméstica sigue impulsando el crecimiento...

En resumen, los indicadores parciales de coyuntura señalan que en el 3T17 **la demanda doméstica habría aportado 0,8pp al aumento trimestral del PIB** gracias al avance de todas sus partidas.

3: Las ventas interiores de grandes empresas y el comercio minorista se moderaron, mientras que las matriculaciones de turismos se estancaron.

4: Algunos indicadores como la confianza industrial o la cartera de pedidos experimentaron un deterioro significativo en el trimestre, mientras que las importaciones de bienes de capital y la producción industrial aumentaron, aunque a ritmos reducidos, y las matriculaciones de vehículos industriales cobraron dinamismo.

5: Todos los indicadores fueron positivos. Además, la afiliación en el sector de la construcción siguió creciendo por encima de la media.

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 prolongan su atonía en el corto plazo

Las exportaciones totales se habrían mantenido estancadas en el tercer trimestre. En particular, los indicadores disponibles –ventas exteriores de grandes empresas y cartera de pedidos– sugieren que si bien las exportaciones de bienes habrían moderado su caída⁶ (1,1pp hasta el -0,2% t/t, 4,2% a/a), las de servicios habrían ralentizado significativamente su crecimiento (-2,8pp hasta el 0,2% t/t, 6,4 %a/a) (véase el Gráfico 3.4).

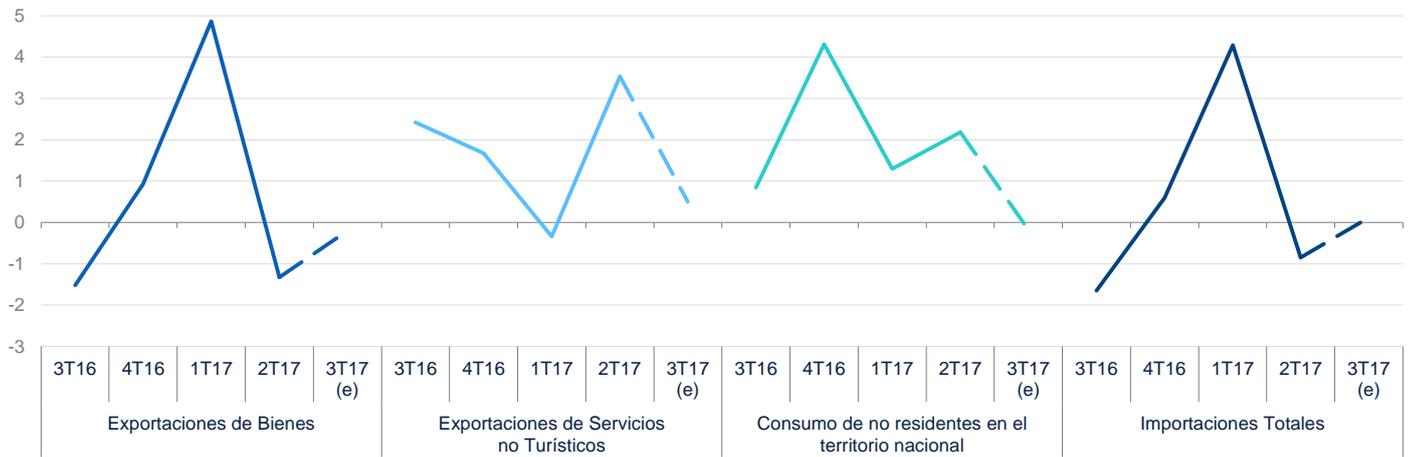
Respecto a las exportaciones de bienes, la información conocida sugiere que la apreciación del tipo de cambio del euro habría prolongado la atonía de las ventas fuera de la eurozona durante el segundo y tercer trimestres (véase el Gráfico 3.5). Respecto a las ventas de servicios, se constata una evolución negativa en los indicadores de turismo externo⁷, de modo que el consumo de no residentes en territorio nacional se habría reducido el -0,2% t/t (7,8% a/a).

...A diferencia de la externa En línea con las exportaciones, la información disponible al cierre de esta publicación sugiere que, tras retroceder en 2T17, las importaciones se habrían estancado en 3T17 (0,1 t/t, 4,1% a/a). Sin embargo, este estancamiento no habría sido suficiente para prolongar la contribución positiva de la demanda externa al crecimiento registrada desde comienzos de 2016 (0,2pp en promedio trimestral desde 1T16).

6: La información disponible de la balanza comercial también apunta a una disminución de las exportaciones de bienes en el trimestre.

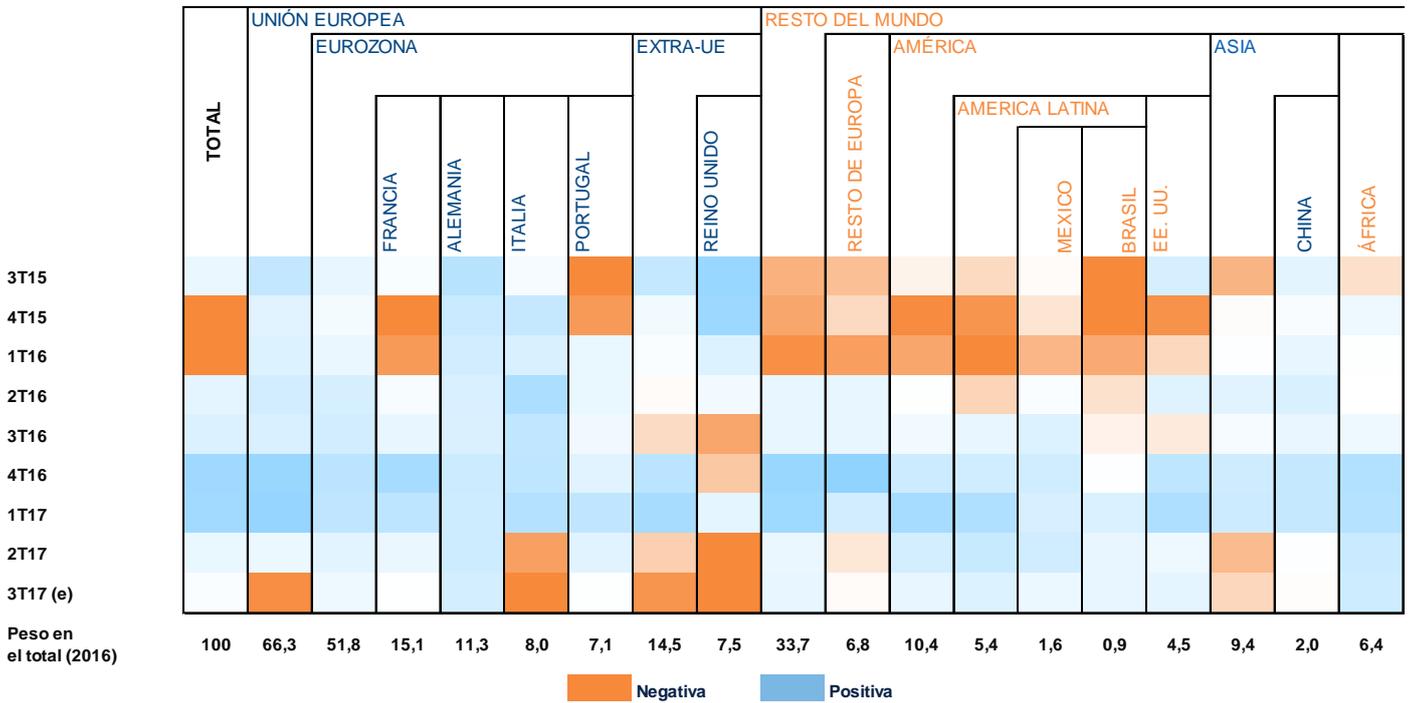
7: Las pernottaciones de turistas no residentes en hoteles cayeron el -2,3% t/t CVEC en el 3T17. Además, las entradas registradas aumentaron el 0,6% t/t CVEC, manteniendo la atonía observada en el trimestre anterior. Por su parte, los ingresos por turismo de la balanza de pagos cayeron el -1,5% m/m CVEC en agosto.

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

Gráfico 3.5 España: crecimiento tendencial de las exportaciones de bienes (% t/t)



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

La recuperación del mercado laboral perdió tracción en el tercer trimestre

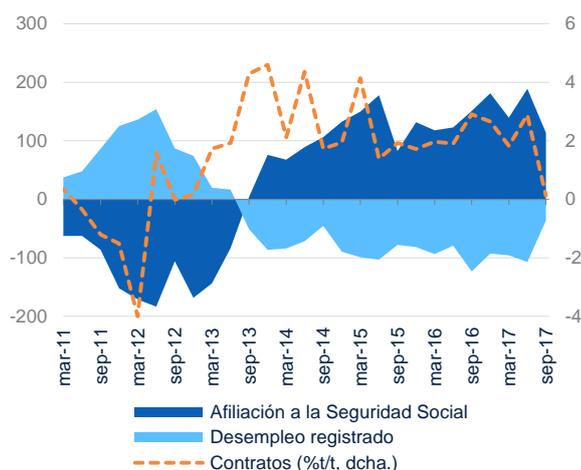
Descontadas las variaciones por causas estacionales, **la afiliación a la Seguridad Social creció el 0,7% t/t en el tercer trimestre**, cuatro décimas menos que en el segundo (véase el Gráfico 3.6). La contratación se estancó por primera vez desde el 3T12 (0,1% t/t CVEC) debido a la disminución de la temporal (-0,3% t/t CVEC). Aunque el aumento del número de contratos indefinidos se aceleró 2,4 puntos hasta el 4,8% t/t CVEC, la ratio de temporalidad se mantuvo en torno al 91% CVEC entre julio y septiembre. El descenso del paro registrado también se ralentizó hasta el -1,1% t/t CVEC, casi dos puntos menos que en el 2T17, por el menor empuje del sector servicios y la evolución decepcionante de la agricultura.

La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 3T17 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y desempleo. El empleo aumentó en 235.900 personas, lo que propició una reducción de la tasa de paro de ocho décimas (hasta el 16,4%), a pesar del aumento inesperado de la población activa (en 53.300 personas). Descontada la estacionalidad, el incremento de la ocupación fue menor (0,7% t/t), y la tasa de desempleo se redujo en cinco décimas, hasta situarse en cifras de comienzos de 2009 (16,9%)

Incremento de la temporalidad por motivos estacionales

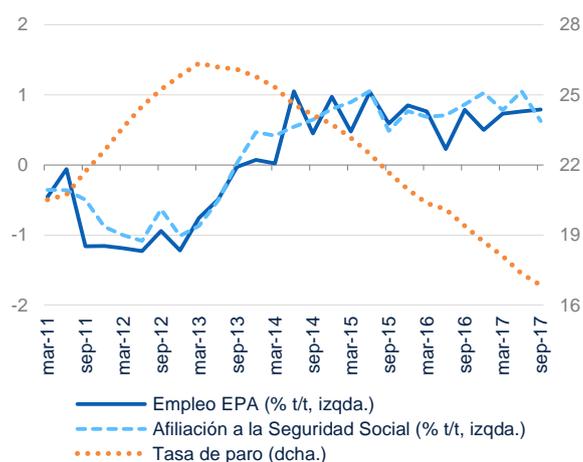
El repunte de la contratación temporal (149.000 personas) superó al de los asalariados con contrato indefinido (67.500 personas), por lo que la tasa de temporalidad aumentó seis décimas hasta el 27,4%. Corregida la estacionalidad, el porcentaje de asalariados con contrato temporal se mantuvo estable en el 26,7%, cuatro puntos por encima de su mínimo cíclico registrado en el primer trimestre del 2013 (véase el Gráfico 3.7)⁸.

Gráfico 3.6 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 3.7 España: indicadores del mercado de trabajo (datos CVEC)



(e) estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS e INE

8: La evaluación detallada de los datos de la EPA del 3T17 se encuentra en <https://goo.gl/UqF9Mb>

El crecimiento de los precios y salarios se mantuvo acotado

La inflación general se incrementó gradualmente durante el tercer trimestre hasta alcanzar, según el indicador avance, el 1,8% a/a en septiembre⁹. Detrás de este aumento se encuentra el repunte de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, que responde, al menos en parte, a la absorción del efecto base generado

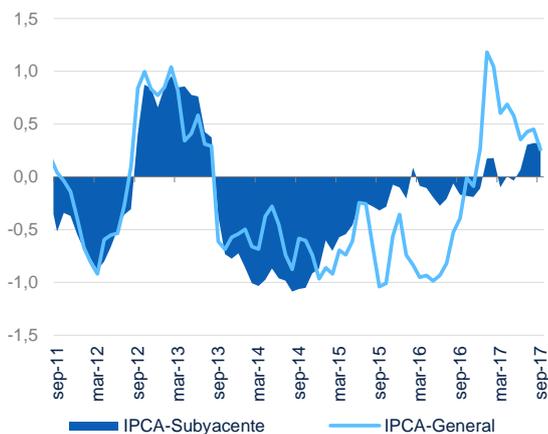
La energía y los alimentos no elaborados condicionan la inflación en el corto plazo

por las caídas registradas a mediados de 2016. Por su parte, la inflación subyacente se ha mantenido moderada y podría cerrar septiembre en torno al 1,2% a/a.

Con todo, las estimaciones de BBVA Research indican que el diferencial en el crecimiento de los precios respecto a la zona del euro es ligeramente desfavorable, tanto en términos de la inflación general como de la subyacente (0,4pp y 0,3pp, respectivamente) (véase el Gráfico 3.8).

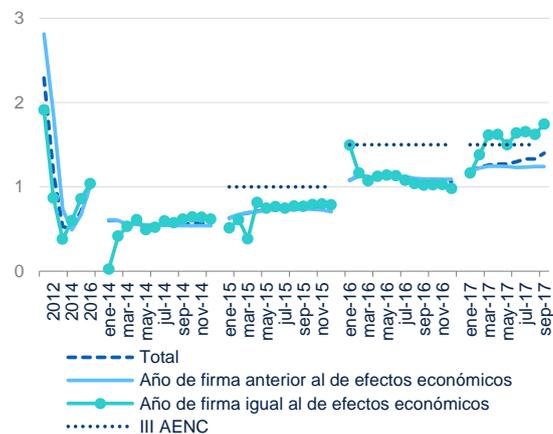
Al igual que los precios, las demandas salariales han ascendido durante el tercer trimestre. Aunque el crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta septiembre fue similar al registrado en el primer semestre y apenas superó el 1,2% a/a en los acuerdos revisados plurianuales, repuntó hasta el 1,7% en los firmados a lo largo del año en curso, que vinculan a 1.962.000 trabajadores¹⁰. Con todo, 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 precedente¹¹ (véase el Gráfico 3.9).

Gráfico 3.8 España: diferenciales de inflación respecto a la zona euro (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE e Eurostat

Gráfico 3.9 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

9: El indicador adelantado del IPC de octubre señaló una moderación de la inflación general de 0,2pp hasta el 1,6% a/a.

10: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 6,3 millones hasta septiembre cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2017 (4.385.000). Esta cifra es un 3,5% menor que la registrada hasta septiembre de 2016.

11: 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.

El nuevo crédito a empresas se recupera

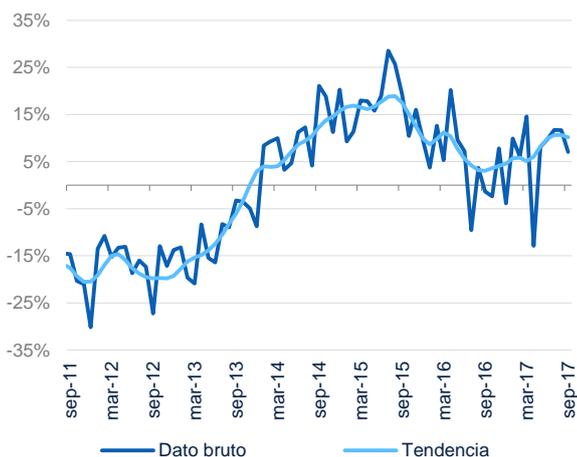
Los flujos de crédito afianzan su tendencia positiva

El stock de crédito al sector privado continuó disminuyendo en el tercer trimestre (-2,6% a/a en agosto). Al mismo tiempo, las nuevas operaciones concedidas se consolidan en terreno positivo (4,6% a/a en el acumulado hasta septiembre), debido

al repunte de las operaciones de financiación a empresas por importe superior a 1 millón de euros (0,8% a/a en el mismo periodo frente al -32,8% en 2016). Esta recuperación del nuevo crédito bancario a las grandes empresas se corresponde con el agotamiento de los factores que en 2016 lo desincentivaron: entorno de incertidumbre nacional e internacional y el abaratamiento de la deuda corporativa. Por el lado de los sectores minoristas (familias y pymes¹²), también se ha observado una recuperación del flujo crédito en los nueve primeros meses de 2017 (6,9% a/a)¹³.

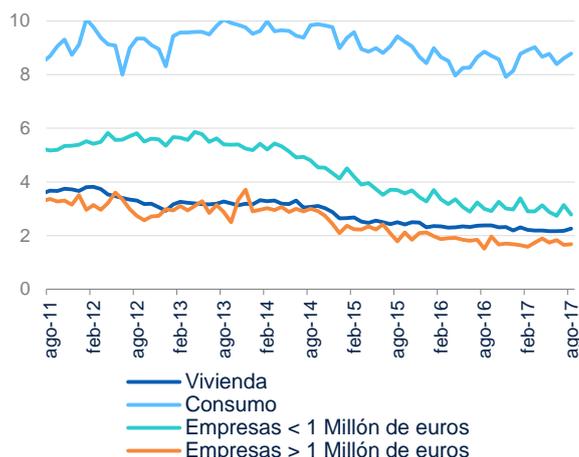
Por otra parte, el precio del nuevo crédito se ha mantenido en mínimos, favorecido por la reducción del euríbor, las mejores condiciones de liquidez para los bancos -gracias, en parte, a las subastas del BCE-, la contención del riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, en algunas carteras existe evidencia de haberse alcanzado un umbral mínimo en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses y de cambios en la estructura de plazos. Asimismo, los tipos para adquisición vivienda (2,21% TAE promedio en agosto, 16 pbs menos que hace un año), muestran una clara resistencia a continuar disminuyendo, 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 3.10 España: nuevas operaciones de crédito al sector minorista (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.11 España: tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (% TAE)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

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

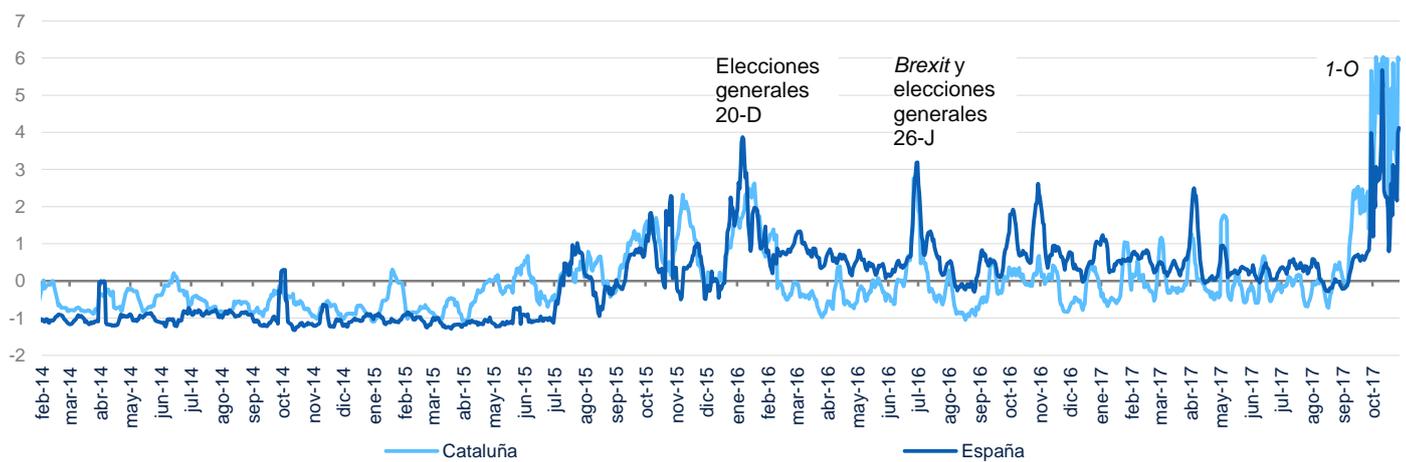
13: No obstante, este crecimiento es menor que el que podría haber tenido lugar dado el efecto base derivado de la refinanciación de carteras -que se computaron como nuevas operaciones- por la eliminación de las cláusulas suelo en abril de 2016.

Escenario 2017-2018: la incertidumbre sesga a la baja las expectativas de crecimiento, pero la recuperación continúa

La información conocida a la fecha de cierre de este informe aconseja revisar a la baja las previsiones de crecimiento para la economía española. Por un lado, el menor ímpetu que mostraron el empleo y la actividad durante la parte central del año moderan el avance del PIB en 0,2pp hasta el 3,1% en 2017. Por otro lado, las tensiones políticas en Cataluña han derivado en un repunte de la incertidumbre sobre la política económica hasta superar con creces los niveles registrados en enero 2016 (Véase Gráfico 3.12)¹⁴. Aunque al cierre de esta publicación los datos de actividad real y empleo todavía no evidencian deterioros económicamente significativos, la posible alteración de las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas en el corto plazo, explican en parte que se revise a la baja la estimación de crecimiento para 2018 en 0,3pp hasta el 2,5%¹⁵.

La incertidumbre sobre la política económica condiciona el crecimiento

Gráfico 3.12 España y Cataluña: índices de incertidumbre de política económica (desviaciones estándar respecto a la media)



Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

14: Tanto los niveles como la volatilidad del índice supera las cotas alcanzadas durante la consulta del 9N en 2014

15: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica en la actividad de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/TksUX0>

Cuadro 3.1 España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	2T17	3T17(e)	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,2	2,2	2,8	2,5	2,3	2,0
G.C.F Privado	2,6	2,5	3,0	2,9	2,6	2,1
G.C.F AA. PP.	1,1	1,2	2,1	0,8	1,3	1,8
Formación Bruta de Capital Fijo	3,5	5,3	6,5	3,3	4,7	3,6
Equipo y Maquinaria	3,9	5,7	11,5	5,0	5,6	2,8
Construcción	3,6	5,4	3,8	2,4	4,5	3,8
Vivienda	7,9	9,8	-1,0	4,4	8,2	5,9
Otros edificios y Otras Construcciones	-0,1	1,5	7,9	0,9	1,2	1,9
Demanda nacional (*)	2,3	2,8	3,9	2,5	2,6	2,3
Exportaciones	4,4	4,9	4,2	4,8	5,0	4,3
Importaciones	2,3	4,1	5,9	2,7	3,8	3,8
Saldo exterior (*)	0,8	0,4	-0,4	0,7	0,5	0,3
PIB real pm	3,1	3,1	3,4	3,3	3,1	2,5
PIB nominal pm	3,8	4,0	4,1	3,6	4,0	3,9
Empleo total (EPA)	2,8	2,8	3,0	2,7	2,7	2,3
Tasa de paro (% población activa)	17,2	16,4	22,1	19,6	17,1	15,5
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	2,9	2,7	3,2	3,0	2,8	2,1

(*) Contribuciones al crecimiento.

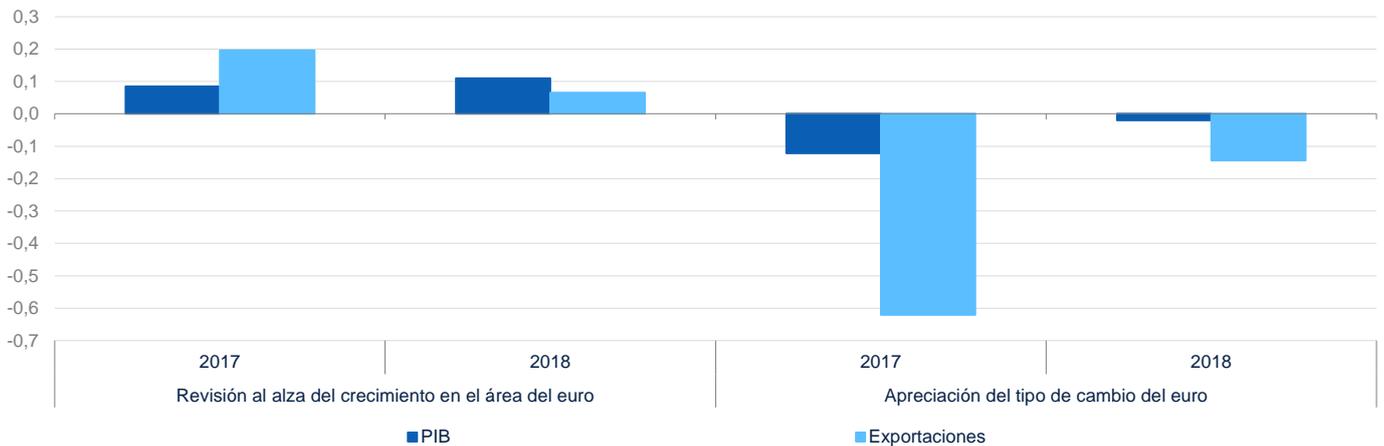
(e) estimación; (p) previsión.

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

El entorno exterior para la economía española sigue siendo favorable

El crecimiento global proporcionará una demanda potencial elevada para las exportaciones españolas, a pesar de la existencia de elementos de incertidumbre en el corto plazo que pueden condicionar las ventas de bienes y servicios no turísticos (*brexít* o a la política comercial de los Estados Unidos) y de servicios turísticos (ataques terroristas en Cataluña, entorno de mayor incertidumbre). Así, aunque se espera una mayor **apreciación del tipo de cambio del euro** frente al dólar que la presentada en la anterior edición de esta publicación (de 2,5 pp en 2017 y 2,8pp en 2018), **se ha revisado al alza el crecimiento estimado de la zona euro para 2017 y 2018** (en 0,1pp y 0,2pp hasta el 2,2% y el 1,8%, respectivamente). Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren que si bien el impacto del encarecimiento de la divisa europea sobre las exportaciones puede ser notable en el corto plazo, la mejora en las expectativas de la demanda de la UEM podrían compensar el efecto agregado sobre el crecimiento del PIB (véase el Gráfico 3.13)

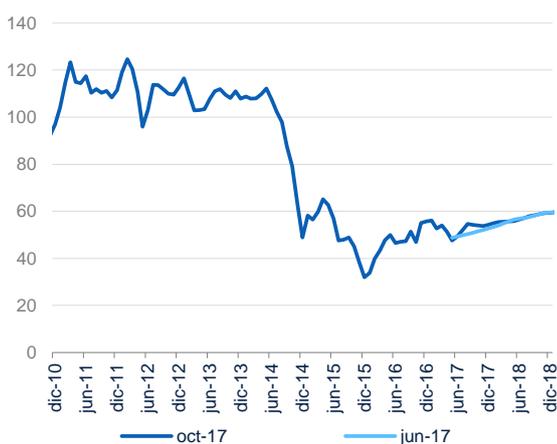
Gráfico 3.13 España: impacto de la revisión del tipo de cambio del euro frente al dólar y del crecimiento en la zona del euro (% a/a, desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base de hace tres meses)



Fuente: BBVA Research

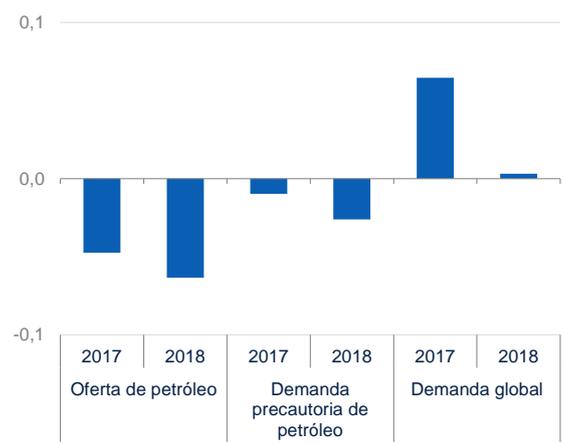
Adicionalmente, la trayectoria del precio del petróleo se ha corregido ligeramente al alza, hasta situarse el del tipo Brent en torno a los 55 dólares por barril al cierre de esta publicación (véase el Gráfico 3.14). Así, las previsiones de BBVA Research indican que, en promedio, los precios se situarán en torno a los 53 y 57 dólares por barril en 2017 y 2018, un 2,1% y 0,7% por encima, respectivamente, de los valores estimados hace tres meses, lo que, en todo caso, introduce un sesgo marginal para el crecimiento (véase el Gráfico 3.15)¹⁶.

Gráfico 3.14 Escenarios de precios del petróleo (US\$ por barril Brent)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.15 España: impacto de la revisión del precio del petróleo por tipología de shock (desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base de hace tres meses)



Fuente: BBVA Research

¹⁶ Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de *shock* sobre 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/6DM3cE>

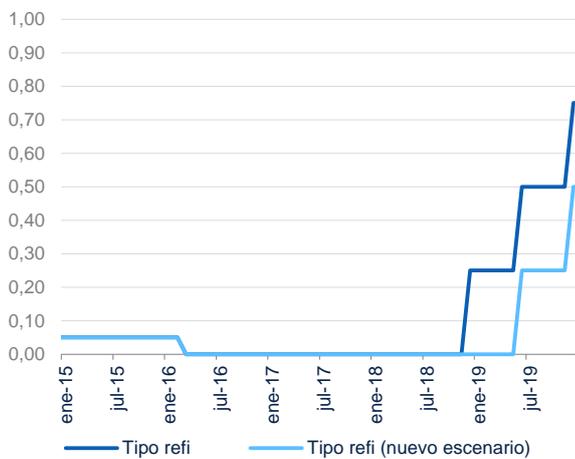
La retirada de estímulos monetarios del BCE comenzará en 2018

En línea con lo esperado, el BCE ha anunciado la reducción de estímulos monetarios a partir de enero de 2018 dada la buena marcha de la economía de la zona euro. En la reunión de política monetaria de octubre, el BCE anunció que a partir de enero comenzará a reducir su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) desde los 60 mil millones de euros mensuales actuales a 30 mil millones euros y lo extenderá hasta septiembre.

El retraso en la subida de tipos de interés apenas tendrá efectos sobre el crecimiento

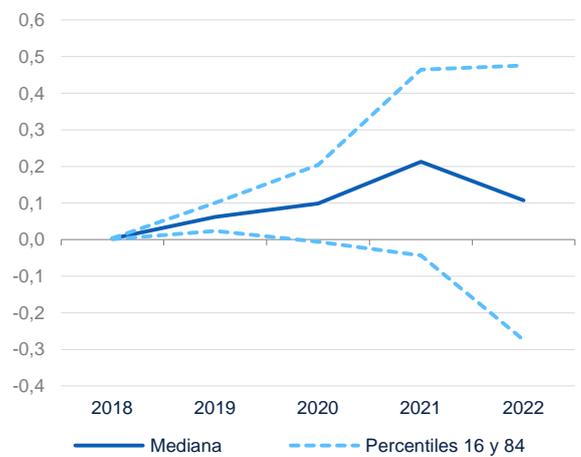
La expectativa de BBVA Research sobre la primera subida de tipos de interés se retrasa desde finales de 2018 hasta mediados de 2019 (véase el Gráfico 3.16). Las estimaciones de BBVA Research indican que dicho aplazamiento tendrá un impacto nulo sobre el crecimiento de la economía española en 2018, que aumentaría hasta una décima en el bienio 2019-2020, y que dejaría de ser estadísticamente significativo en adelante (véase el Gráfico 3.17).

Gráfico 3.16 Tipo de interés de referencia del BCE (%)



Fuente: BBVA Research a partir de BCE

Gráfico 3.17 España: impacto del aplazamiento de las subidas del tipo de interés oficial (desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

El flujo de crédito bancario mantendrá una senda positiva durante el bienio

Hacia delante, se espera que **el nuevo crédito continúe aumentando, tanto por razones de demanda como de oferta**. La demanda de crédito se verá estimulada por la tendencia positiva de la actividad, tanto nacional como internacional, y por los todavía bajos tipos de interés, que compensarán el efecto a corto plazo derivado de la prórroga del programa de compra de deuda corporativa del BCE hasta finales de 2017. Por el lado de la oferta, contribuirán positivamente la mejora experimentada en las condiciones de liquidez (gracias a la unión bancaria y a la

política ultra expansiva del BCE) y el menor riesgo de las carteras. **La recuperación de las nuevas operaciones de crédito acompañará la mejora de la actividad económica**, de forma que la banca atienda a la demanda solvente y, en especial, al sector minorista, que es más dependiente de la financiación bancaria.

La demanda pública aumentará a un ritmo moderado

La recuperación de la actividad favorece el repunte de los ingresos tributarios y otorga margen para que continúe la **tendencia alcista del gasto en consumo público**. Sin embargo, el compromiso de reducción del déficit provoca que

El crecimiento de la inversión pública se mantiene moderado

la tasa de crecimiento medio para el bienio 2017-2018 de **este componente de la demanda tan solo se revise tres décimas al alza respecto al escenario precedente hasta el 1,6% a/a.**

Igualmente, las obligaciones presupuestarias mantendrán la recuperación de la inversión pública en tasas de crecimiento reducidas, sobre todo en el actual ejercicio económico. De esta forma, se espera que **la inversión en otras construcciones registre un crecimiento del 1,2% en 2017 y del 1,9% en 2018**, impulsada tanto por la inversión privada no residencial como por el avance de la obra pública una vez superado el protocolo de déficit excesivo (véase la página 30).

La inversión seguirá liderando la recuperación de la demanda doméstica

Tras alcanzar el 2,9% en 2016, el crecimiento del consumo de los hogares se ralentizará hasta el 2,6% en 2017 y el 2,1% en 2018 debido, sobre todo, al aumento de la incertidumbre y a la desaparición de algunos estímulos transitorios vigentes hasta 2016, como la rebaja fiscal, la demanda embalsada y la caída notable de los precios energéticos. Se prevé que los fundamentos del gasto continúen mostrando signos de fortaleza, aunque menos acentuados que los previstos en julio. 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 continuada durante 2017 de las expectativas de los hogares sobre la situación económica anticipa crecimientos del gasto en los próximos trimestres, si bien el recorrido a la baja de la tasa de ahorro es limitado.

El repunte de la incertidumbre de política económica también incidirá negativamente en las decisiones de inversión. No obstante, la destinada a maquinaria y equipo continuará creciendo en los próximos trimestres, satisfaciendo así la mayor parte de las necesidades de capital físico derivadas del avance de la demanda interna y externa. En este contexto, el aplazamiento de las subidas de los tipos de interés y los todavía bajos precios del petróleo, favorecerán la financiación necesaria, tanto ajena como propia, para acometer ampliaciones de capacidad instalada de las firmas. En resumen, **se espera que la inversión en maquinaria y equipo crezca el 5,36% en 2017 y que, habida cuenta del entorno de mayor incertidumbre, modere su ritmo de avance hasta el 2,8% en 2018, 1,8pp menos que lo previsto al cierre del primer semestre.**

Los bajos tipos de interés continúan impulsando la inversión

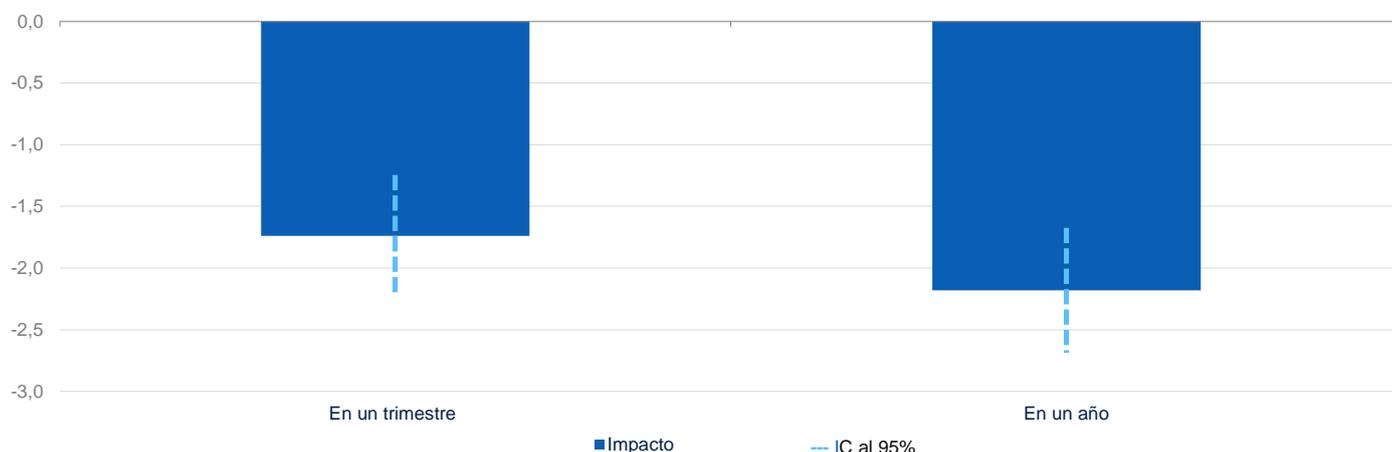
La inversión en vivienda consolidará su recuperación durante el presente bienio. El mercado inmobiliario sigue mostrando una tendencia positiva, que se plasma en el buen tono de la demanda y en incrementos del precio de la vivienda. A ello se une un dinamismo creciente de las operaciones de compraventa de suelo que, previsiblemente, se convertirán en nuevos desarrollos durante los próximos trimestres. En este contexto, la expectativa de que los costes de financiación se mantengan en niveles reducidos beneficia tanto a la demanda residencial como a los empresarios del sector. Así, la mejora de los fundamentos, y las sorpresas positivas que se han registrado en la inversión en vivienda durante los últimos nueve meses, permiten **elegir su previsión de crecimiento hasta el 8,2% en 2017** (1,7pp más que en el escenario previo). No obstante, teniendo en cuenta la sensibilidad del sector a la incertidumbre sobre la política económica –que podría ser superior a la de otros sectores dado el elevado peso de la regulación en la ejecución de proyectos inmobiliarios– **el crecimiento de esta partida de la demanda se revisa a la baja en 2018, en 0,5pp hasta 5,9%**

Las exportaciones retomarán su tendencia al alza a lo largo del bienio

La mejora de las expectativas de crecimiento para Europa, China y América Latina avala una **demanda potencial sólida para las exportaciones españolas** en un contexto de precios del petróleo reducidos. No obstante, la reciente apreciación del tipo de cambio del euro, junto con los elementos de incertidumbre presentes en el escenario, puede presionar a la baja la demanda externa en el corto plazo. En particular, a las dudas que persisten sobre el *brexit* y la política comercial de EE. UU., se añaden las repercusiones inherentes a los ataques terroristas en Cataluña y el entorno de incertidumbre que podría afectar las visitas de turistas hacia esa comunidad y también, hacia el resto del país. Al respecto, BBVA Research estima que el aumento de las tensiones turísticas producido por el ataque terrorista en Barcelona podría aminorar las pernoctaciones de extranjeros en comunidades de sol y playa en 1,7% durante el trimestre siguiente al atentado, respecto al escenario en el que el atentado no se hubiera producido (véase el Gráfico 3.18)¹⁷.

17: Distintos factores podrían aminorar el impacto negativo. Entre estos, se puede mencionar la escasez de destinos alternativos, el que hasta ahora los ataques no tengan recurrencia o que existe espacio para que los empresarios ajusten márgenes para mantener la afluencia de visitantes.

Gráfico 3.18 España: impacto de los atentados terroristas en Cataluña sobre las pernoctaciones de turistas extranjeros (desviación respecto al escenario base en pp)



Fuente: BBVA Research

En este contexto, **las previsiones de ventas al exterior se revisan a la baja para 2017 y 2018**. Se espera que las exportaciones totales avancen el 5,0% este año y el 4,3% el próximo, 2,5pp y 0,7pp menos de lo previsto hace tres meses, respectivamente.

El sector turístico podría estar alcanzando niveles de saturación

En particular, **se espera que las ventas de bienes al exterior crezcan a un ritmo medio anual del 4,6%** durante el presente bienio (-1,7pp menos de lo previamente estimado), y que el **consumo de no residentes se desacelere desde el 9,7% en 2016 hasta el 7,3% en 2017 y el 1,2% en 2018** (-1,1pp menos que lo esperado antes del verano). A esto último no sólo contribuirán los factores que pesan sobre la demanda turística en el corto plazo, sino también el posible agotamiento estructural de la oferta. La evidencia indica que el sector podría estar aproximándose a niveles de saturación –particularmente, en los destinos tradicionales de playa– y que, hacia delante, aumentará la probabilidad de que los incrementos en la demanda se trasladen a mayores precios y salarios, en lugar de impulsar el crecimiento y el empleo.

La evolución prevista de la demanda final propiciará **nuevamente un avance elevado de las importaciones durante el presente bienio (promedio de los dos años: 3,8%)** que, en todo caso, no impedirá que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento sea positiva tanto en 2017 (0,5 pp del PIB) como en 2018 (0,3 pp). Esto contribuirá al mantenimiento de los saldos positivos en la balanza por cuenta corriente (promedio del bienio: 1,7% del PIB).

La recuperación del empleo continuará a pesar de la revisión a la baja de la actividad

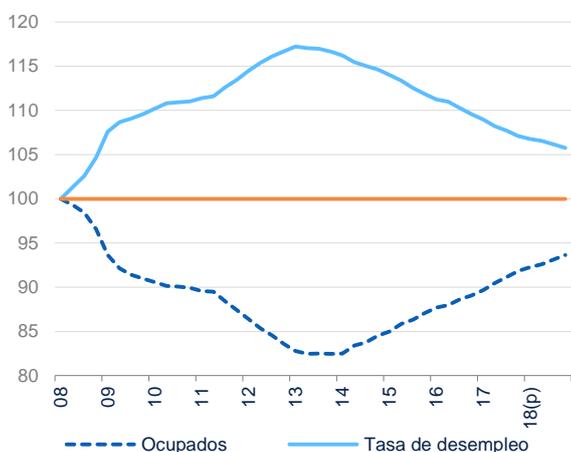
A finales de 2018, el mercado laboral no habrá recuperado sus niveles precrisis

Dado que las expectativas de crecimiento de la actividad para 2017 y 2018 son ahora más conservadoras que hace tres meses, la creación de empleo esperada también lo será. Se prevé que la ocupación aumente en promedio el 2,7% este año, igual que en 2016 y dos décimas menos que lo pronosticado en julio, y se modere

hasta el 2,3% en 2018 (cuatro décimas menos que en la revista precedente). Dada la atonía prevista de la población activa¹⁸, se estima que el crecimiento del empleo se traducirá en una disminución de 4,1 puntos de la tasa de paro hasta el 15,5% en 2018.

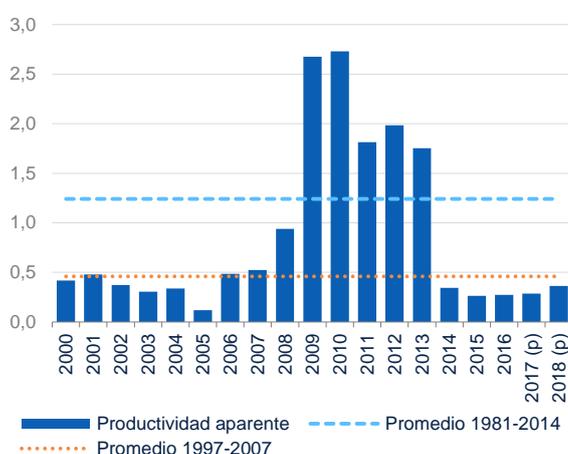
Aunque la recuperación del mercado laboral se prolongará durante el bienio, los niveles precrisis de ocupación y desempleo continúan lejos. Como señala el Gráfico 3.19, en el cuarto trimestre de 2018 la ocupación será un 6% menor que la existente a comienzos de 2008, mientras que la tasa de desempleo se situará casi seis puntos por encima. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo –que aumentará alrededor del 2,4% en promedio en el bienio 2017-2018– sugiere un repunte mínimo del crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo hasta el 0,4% en 2018 (véase el Gráfico 3.20).

Gráfico 3.19 España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 3.20 España: crecimiento de la productividad aparente del trabajo (%)



Fuente: BBVA Research

18: Los datos de la EPA del tercer trimestre indicaron una atonía mayor que la esperada de la población activa. Este hecho, unido a su naturaleza procíclica, aconsejan revisar ligeramente a la baja su crecimiento esperado. Así, se prevé que la población activa disminuya el 0,4% en 2017 y aumente el 0,3% en 2018, cuatro décimas menos que lo previsto en julio.

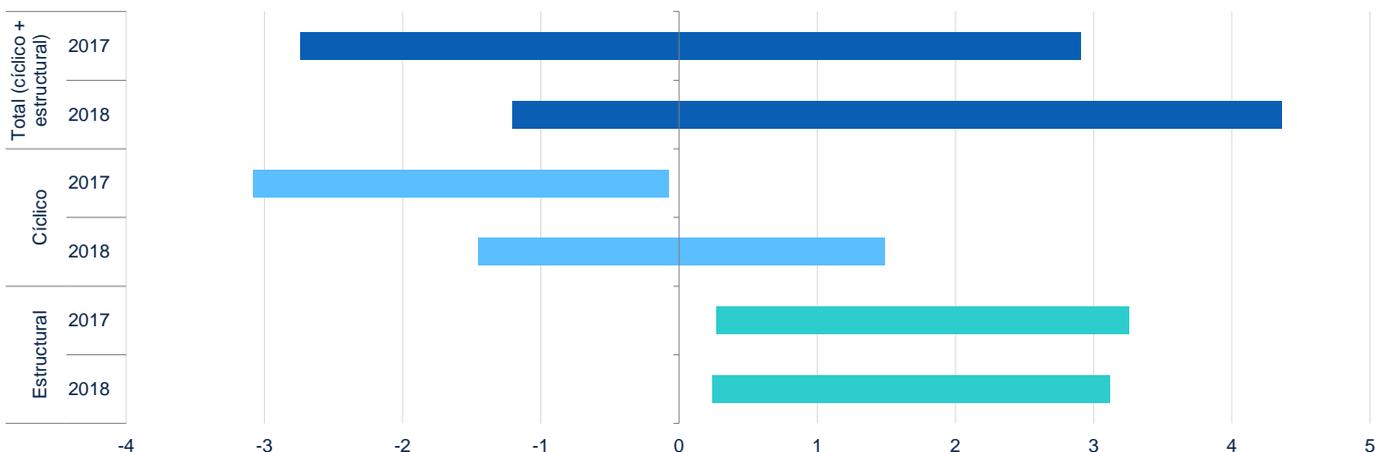
La tendencia de la inflación continuará moderada sin descartarse presiones sobre los salarios

La inflación subyacente se mantendrá estable

La evolución reciente de la inflación confirmó que los factores que la presionaron al alza durante el arranque del año (climatología adversa y efecto base en los precios de la energía) fueron de naturaleza temporal. Así, se estima que el **2017 se cerrará con una inflación media anual del 1,9%**, en línea con lo previsto hace tres meses, dado que la apreciación del tipo de cambio del euro compensará totalmente los efectos de la revisión 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). **En 2018 la inflación subyacente aumentará gradualmente (1,3% en promedio anual), lo que unido al agotamiento del efecto base en los precios de la energía, situará a la general en el 1,4%**. De cumplirse estas previsiones, el diferencial de inflación general respecto a la zona del euro, a favor de España durante los últimos tres años (-0,5pp en promedio), será ligeramente desfavorable en el presente bienio (0,2pp en promedio).

A tenor de lo anterior, **no se pueden descartar presiones al alza en los salarios a partir del próximo año**. Las estimaciones de BBVA Research indican que, aunque el elevado nivel de paro podría estar conteniendo los aumentos salariales –por ejemplo, tras el repunte de la inflación y del SMI a principios de 2017–, este elemento se podría estar agotando. Así, a medida que el desempleo cíclico se absorba –esto es, que la tasa de paro se aproxime a su nivel estructural–, aumentará la probabilidad de observar, por ejemplo, incrementos en la remuneración por encima de las expectativas de largo plazo (véase el Gráfico 3.21). Dadas las previsiones de crecimiento del PIB y del empleo de BBVA Research, el incremento de la remuneración por asalariado no debería superar el 2% en 2018 para que la tasa de paro continúe disminuyendo.

Gráfico 3.21 España: descomposición del crecimiento esperado de la remuneración por asalariado (Intervalo de confianza al 90% de probabilidad)



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

El tono de la política fiscal se torna neutral y contribuye al cumplimiento de los objetivos presupuestarios

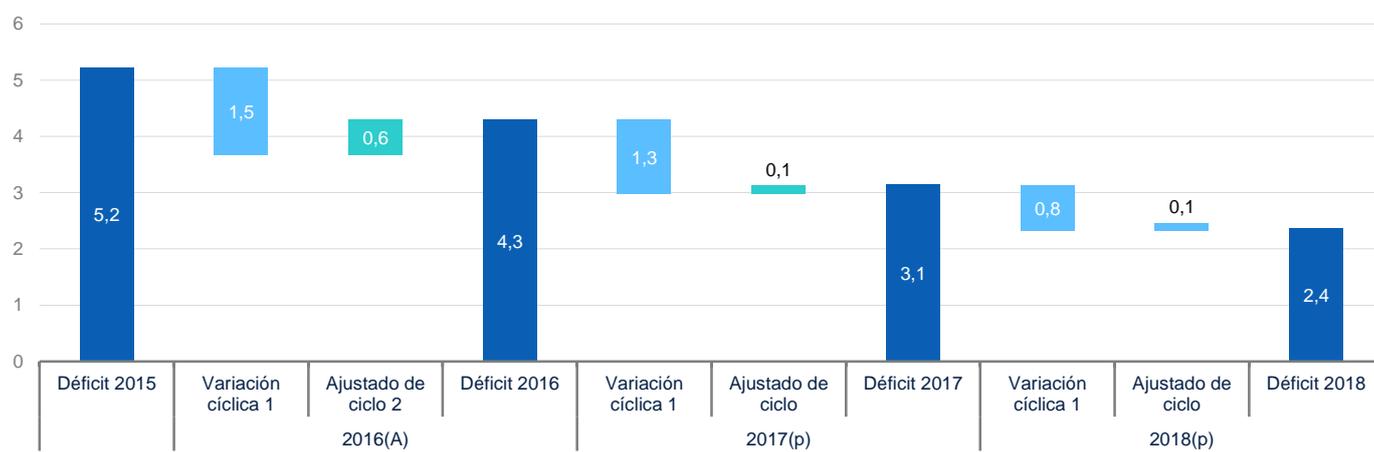
Los datos de ejecución presupuestaria conocidos hasta agosto ponen de manifiesto el **buen tono de la recaudación tributaria derivado de la recuperación cíclica** de las bases imponibles y de las subidas impositivas de finales de 2016¹⁹. Sin embargo, dicho dinamismo está siendo algo inferior a lo estimado a comienzos de 2017. Al mismo tiempo, se espera que la contención del gasto público del primer semestre continúe en la segunda parte del año, aunque con algo menos de intensidad como consecuencia de la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 201

El elevado nivel de deuda continúa siendo un riesgo

De esta forma, el ciclo económico volverá 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 el 2,4% en 2018**, en línea con los objetivos de estabilidad. Ello implicaría un deterioro del saldo estructural primario de dos décimas hasta 2018, que se vería compensado por un menor coste de la deuda. Así, el tono de la política fiscal se volverá neutral durante el bienio 2017-2018 (véase el Gráfico 3.22).

En este escenario, **las previsiones de déficit para 2017 incluidas en el Plan presupuestario para 2018 resultan alcanzables**, a pesar de que no es previsible que se logre el nivel de ingresos públicos estimado. Mientras tanto, el ajuste del gasto público podría ser algo mayor que el planteado por el Gobierno.

Gráfico 3.22 AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal, excluidas las ayudas a entidades financieras (pp del PIB)



(A) 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

19: En diciembre de 2016 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).

De cumplirse el escenario de BBVA Research, España saldría del protocolo de déficit excesivo en 2018. Sin embargo, en la medida en que la deuda pública permanezca en niveles por encima del 60% del PIB (se estima un 97,1% del PIB a finales de 2018), la economía española seguirá sometida a supervisión al menos durante los tres años siguientes. Durante ese periodo, la política fiscal habrá de garantizar la generación de superávit primarios suficientes como para reducir la deuda.

En este contexto, aunque las medidas de ajuste adoptadas en los últimos años van en la dirección correcta y han logrado que los objetivos de corto plazo sean alcanzables, todavía quedan importantes reformas (pensiones, financiación autonómica, fiscal, etc.) que garanticen una mejora estructural de las cuentas públicas.

El abanico de riesgos sobre el escenario se ha ampliado

Al igual que hace tres meses, los riesgos a la baja dominan el balance de sesgos. A nivel externo, persiste la incertidumbre en torno al comercio global, ligada al devenir de la política comercial en EE. UU. y a la salida del Reino Unido de la UE. Además, las consecuencias de las elecciones recientes en Alemania y de las próximas en Italia (en los primeros meses de 2018) permanecen como una incógnita adicional en el panorama exterior.

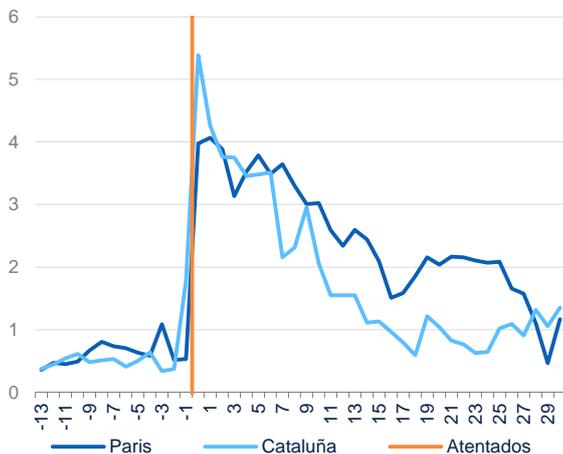
En el entorno doméstico, los acontecimientos recientes introducen incertidumbre en el escenario. Por un lado, los atentados terroristas en Cataluña han producido un aumento temporal de las tensiones similar al observado en otros episodios en distintos puntos de Europa, como París, Londres o Niza (véase el Gráfico 3.23)²⁰. Pese a que el efecto sobre el consumo agregado parece haberse diluido en gran medida (véase el Gráfico 3.24)²¹, no se puede descartar que el impacto negativo en sectores como el turístico o el inmobiliario perdure.

20: Los índices de inestabilidad se elaboran utilizando GDELT (<https://www.gdeltproject.org/>), una base de datos que recoge información de la prensa, radio, televisión y noticias online a nivel internacional, nacional, regional y local en más de 65 idiomas, proporcionando una amplia cantidad de información georreferenciada desde 1979 hasta hoy cada 15 minutos.

Estos índices recogen una doble dimensión para evaluar la "importancia" o "impacto" de un evento: la cobertura mediática hacia el tema en cuestión y el sentimiento, o tono medio, que destilan las noticias. El tono medio va de -100 (extremadamente negativo) a +100 (extremadamente positivo). Los valores habituales oscilan entre -10 y +10, siendo 0 un sesgo neutral. Esta puntuación puede utilizarse como método para filtrar el "contexto" de los eventos a fin de obtener una medida sutil de la importancia de un evento como aproximación al "impacto" del mismo.

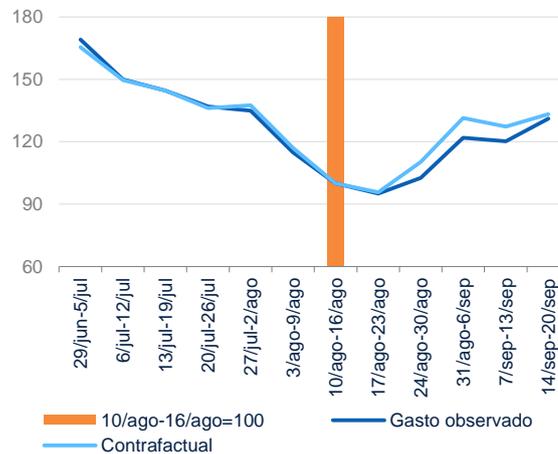
21: BBVA Data & Analytics y BBVA Research estiman que el gasto en Barcelona en las cuatro semanas posteriores al atentado fue 5,0pp menor del que se hubiera observado en condiciones normales. Sin embargo, los niveles de gasto se han normalizado a partir de septiembre.

Gráfico 3.23 Índices de inestabilidad* (Días tras los atentados (t=0))



*Volumen de noticias que incluyen inestabilidad, malestar social, atentado, conflicto y miedo normalizadas por el total de noticias
Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

Gráfico 3.24 Ciudad de Barcelona: gasto en TPV* (Semana anterior al atentado (10/ago-16/ago) = 100)

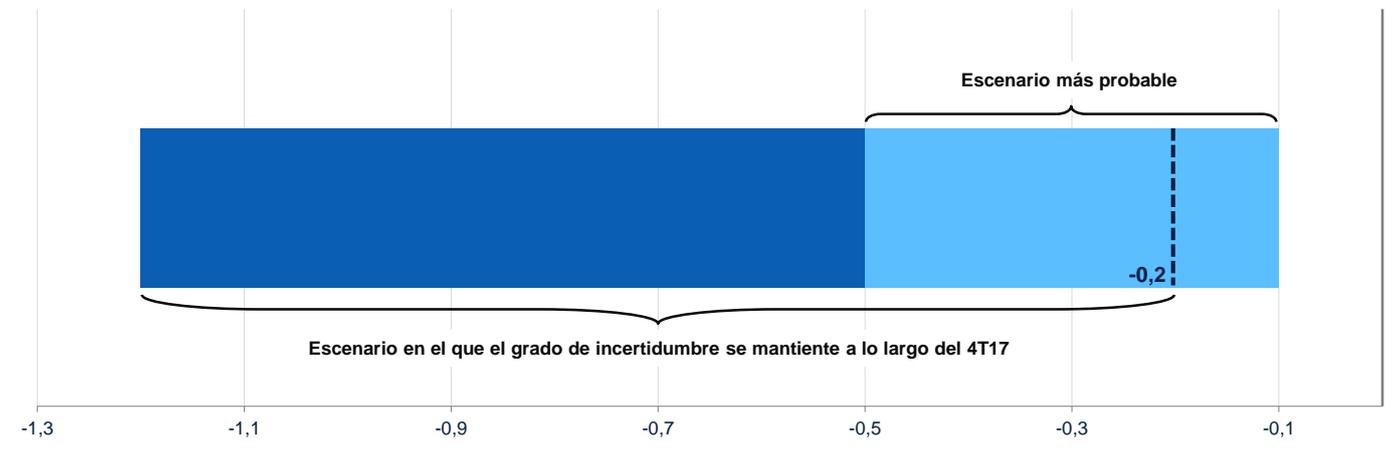


*Gasto en TPV BBVA por clientes y no clientes de BBVA más gasto de clientes BBVA en TPV no BBVA
Fuente: BBVA Data & Analytics y BBVA Research

Por otra parte, no se puede descartar que la persistencia de **las tensiones políticas actuales ejerza más presión sobre la recuperación si se intensifica o se dilata en el tiempo que la incorporada en la actualización del escenario macroeconómico**. Las estimaciones de BBVA Research indican que si el grado de incertidumbre de política económica se mantiene durante el cuarto trimestre, el crecimiento del PIB en 2018 podría situarse entre 0,2pp y 1,1pp por debajo del previsto en el escenario en ausencia de incertidumbre (cuando se estimaba un avance del 2,8%) (Véase Gráfico 3.25)²².

22: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica en la actividad de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/TksUX0>

Gráfico 3.25 España: rango de impacto del aumento de la incertidumbre de política económica observado en octubre según su grado de persistencia (desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

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

Ignacio Archondo
ignacio.archondo@bbva.com
+34 673 70 60 36

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

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

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

María Gómez de Olea
maria.gomezdeolea@bbva.com
+34 91 537 79 11

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

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

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

Agustín García
agustin.garcia@bbva.com

Mercados Financieros Globales

María Martínez
maria.martinez.alvarez@bbva.com

Sistemas Financieros

José Félix Izquierdo
jfelix.izquierd@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