

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

1^{er} TRIMESTRE DE 2018 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL



Índice

1. Editorial	3
2. El crecimiento global se reafirma	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española	12
4. Cuadros	31
5. Glosario	34

Fecha de cierre: **12 de enero de 2018**

1. Editorial

Se mantienen las previsiones de crecimiento del PIB para 2017 y 2018 en el 3,1% y 2,5% respectivamente. Además, se espera que la recuperación continúe en 2019, con un avance similar al de este año (2,3%) y que la mejora de la economía comience a trasladarse a un crecimiento mayor de los salarios. Estas perspectivas positivas son consecuencia de la fortaleza que muestra actualmente la economía española y de la expectativa de un entorno global favorable, a pesar de la subida del precio del petróleo y del aumento en la incertidumbre relacionado con el entorno político en Cataluña. A este respecto, aunque se estima un impacto negativo sobre la actividad, los datos conocidos y la evolución de los índices de sentimiento apuntan a un efecto limitado, consistente con la continuación de la recuperación.

Los datos más recientes confirman la fuerte inercia de la actividad. En particular, se estima que el crecimiento del PIB durante el 4T17 habría sido del 0,8% t/t, una tasa que en términos anualizados continúa por encima del 3%. Este dinamismo se debe a la positiva aportación de la demanda interna, pero también a la recuperación que se observa en la venta de bienes al exterior. Así, el consumo de las familias habría mantenido la fortaleza que le ha caracterizado durante todo el año, en un entorno de aumento de la renta disponible de los hogares, apoyada por la creación de empleo, bajo coste de financiación y alta disponibilidad de crédito. En todo caso, el aumento del consumo se encuentra por debajo del observado para el PIB. Esto es importante dado que permite que se prevea un punto de inflexión en la caída que se ha producido en la tasa de ahorro de los hogares, que alcanza niveles históricamente bajos. Por otra parte, las exportaciones de bienes parecen haber consolidado la recuperación iniciada durante el tercer trimestre del año anterior, apoyadas por el favorable entorno global. Lo anterior probablemente justifica la positiva evolución de la inversión en maquinaria y equipo, que durante la segunda parte de 2017 habría mostrado tasas de crecimiento relativamente elevadas.

La incertidumbre, sobre todo relacionada con el entorno político en Cataluña, podría estar teniendo ya un efecto sobre la actividad económica. En todo caso, por el momento el impacto parece limitado y en línea con lo que se preveía. Distintos indicadores apuntan a que el crecimiento del PIB durante la primera mitad del 2018 podría ser ligeramente inferior al observado en promedio durante los últimos tres años. En primer lugar, la percepción externa sobre la economía española acusa un deterioro relativo moderado, que se refleja en una evolución relativamente menos positiva de algunas variables financieras. En segundo lugar, algunos sectores y regiones muestran una evolución diferencial. Así, el turismo se ha resentido particularmente. Además, distintos indicadores de gasto y empleo apuntan a que el crecimiento en Cataluña se estaría moderando más que en el resto del país y que lo anterior se estaría trasladando hacia otras comunidades autónomas cercanas. Finalmente, tanto los indicadores financieros como los relacionados con la actividad real o los que miden la incertidumbre muestran que aunque el impacto habría sido intenso, también su alcance habría sido bastante limitado por el momento. Esto es consistente con un escenario de continuación del crecimiento durante los próximos meses.

Hacia delante, una recuperación global sincronizada y el descenso de la incertidumbre en la UEM apoyarán la evolución de las exportaciones. La revisión al alza en el crecimiento, sobre todo en Europa, compensará la posible pérdida de competitividad que supondrá un precio del petróleo algo más elevado de lo previsto en la edición anterior de esta publicación. Asimismo, tanto el sentimiento de los inversores como las políticas de los bancos centrales apuntan a un entorno financiero de baja volatilidad y costes del crédito reducidos por un período prolongado de tiempo. De particular importancia ha sido la reducción de la incertidumbre política en Europa, tanto la relacionada con el ciclo electoral, como con los incipientes avances hacia el *brexít*.

A nivel doméstico, la política fiscal continuará siendo neutral, mientras que el impulso de la monetaria se hará cada vez más evidente en la evolución del crédito. En un entorno sin cambios en la política económica, se espera que España salga del Procedimiento de Déficit Excesivo y disminuya el déficit a niveles alrededor del 2,4% del PIB a finales de 2018. Esta reducción se explicará por la contribución de la mejora económica a la reducción del desequilibrio en las cuentas públicas. Por otro lado, las nuevas operaciones de crédito continúan creciendo, lo que junto a la ralentización de las amortizaciones adelanta el fin del período de desapalancamiento en el sector privado. A lo anterior contribuyen factores tanto de demanda como de oferta, que deberían mantenerse durante los próximos dos años, lo que sostendrá el crecimiento del gasto interno.

En todo caso, el escenario no está libre de riesgos. Por un lado, existe incertidumbre sobre cuándo se presentarán y aprobarán los Presupuestos Generales del Estado para 2018. Esto puede tener costes en la actividad económica si supone el retraso en la implementación de proyectos de inversión, expansión de plantilla o gasto en consumo de las administraciones públicas. Asimismo, la aproximación de **la culminación de un nuevo ciclo electoral a nivel autonómico y local** eleva los riesgos sobre las cuentas públicas, dadas las desviaciones observadas respecto a la regla de gasto en 2015. Por otro lado, es posible que la continuación de la recuperación en ciertas empresas, en algunos sectores y en las comunidades autónomas con menor paro empiece a tener un **impacto cada vez mayor en la formación de salarios**. Este crecimiento es bienvenido si es consecuencia de mejoras de la productividad. Sin embargo, si estos aumentos se derivan de la existencia de una elevada tasa de paro estructural, podrían aumentar la desigualdad entre los que tienen un puesto de trabajo y los que no. A este respecto, en la medida que el resto de la distribución de salarios no se vea afectada por el incremento en el Salario Mínimo Interprofesional (SMI), este aumento no debería tener un impacto significativo sobre la ocupación, ya que aunque relativamente significativo, su prevalencia es reducida. Sin embargo, existen ciertos colectivos cuya exposición es superior, al estar sujetos a contratos ligados al SMI, y para los que el aumento en el coste de contratación pudiera reducir su probabilidad de encontrar un puesto de trabajo.

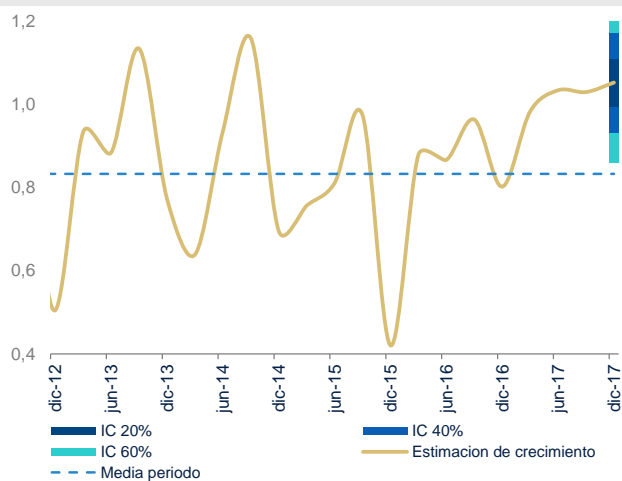
Finalmente, **aunque los indicadores de incertidumbre apuntan a una reducción desde los niveles alcanzados en octubre pasado, se mantienen elevados.** Más aún, es posible que algunos de los efectos sobre la actividad solamente se observen con retraso, dada la maduración que necesitan los grandes proyectos de inversión. Independientemente de lo anterior, los recientes eventos desvían la atención de las reformas necesarias que ayuden a aumentar su crecimiento potencial a medio plazo y a reducir la vulnerabilidad de la economía española, disminuyendo los desequilibrios que todavía persisten durante la recuperación.

2. El crecimiento global se reafirma

Crecimiento global robusto y sostenido en 2017

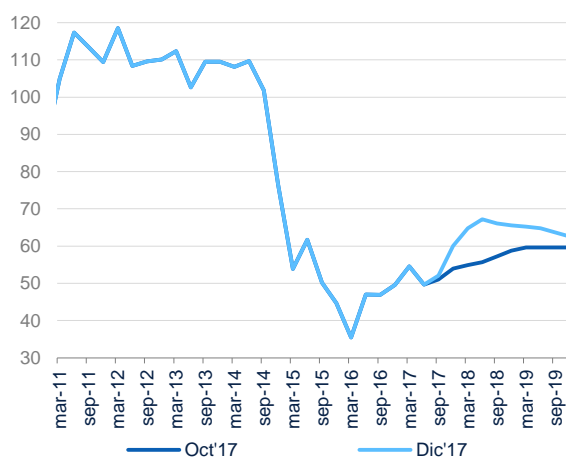
El crecimiento de la economía mundial se ha consolidado a finales de 2017 en torno al 1% t/t (véase el Gráfico 2.1), reflejando mejores resultados en todas las grandes áreas y perspectivas de mantener el buen tono en los próximos trimestres. El apoyo de la política económica, sobre todo en las economías desarrolladas, ha tenido finalmente un impacto claro en la economía real: la recuperación de la inversión que ha ganado tracción, apoyada por el aumento de la demanda y el comercio global que, a su vez, sigue impulsando la recuperación del sector industrial. Por su parte, el consumo privado sigue mostrando un buen comportamiento en las economías avanzadas y ha ido ganando impulso en las economías emergentes. Además, las perspectivas y la confianza en muchas de estas últimas se han visto favorecidas por el aumento del precio de las materias primas (véase el Gráfico 2.2), así como por los mercados financieros, que continúan propiciando la entrada de capitales. De este modo, los indicadores de confianza continuaron mejorando, tanto por el buen desempeño económico como por la reducción de los riesgos a corto plazo, y anticipan la continuidad de un panorama positivo. Así, el crecimiento mundial **podría haberse acelerado en cuatro décimas, hasta el entorno del 3,7% en 2017**, es decir dos décimas más de lo previsto hace tres meses.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Precio del barril de Brent (dólares por barril)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Durante los últimos tres meses han aumentado las **razones para mantener cierto optimismo en todas las grandes áreas**. En EE.UU. la recuperación se ha ido afianzando a lo largo del año, con tasas de crecimiento algo por encima de lo esperado, y mejoras en el mercado de trabajo. La reforma fiscal ha sido finalmente aprobada, lo que podría alargar la recuperación cíclica aunque no vaya a tener efectos muy significativos a largo plazo. Asimismo, los recientes nombramientos en la Fed apuntan a una política monetaria continuista, lo que se debería reflejar en una

normalización muy gradual de la misma. En China, las medidas aprobadas por las autoridades han conseguido estabilizar la economía a la vez que se han puesto en marcha algunas reformas estructurales y se ha aprobado una estrategia económica más centrada en controlar los desequilibrios y menos en cumplir los objetivos de crecimiento. Finalmente, en la eurozona se ha registrado un crecimiento de la actividad mayor de lo esperado en 2017, apoyado en la mejora del entorno global y en una demanda interna más robusta, que se está beneficiando de la menor incertidumbre política.

Este entorno de mayor crecimiento y aumento de la demanda ha venido acompañado hasta ahora por una **inflación moderada**, a pesar de las medidas expansivas de los principales bancos centrales y de la gradual reducción de la capacidad ociosa en las economías desarrolladas. Siguen, por tanto, las dudas sobre si los factores que subyacen a la debilidad de la inflación son de carácter transitorio o permanente. La globalización, la flexibilización de los mercados de trabajo, las bajas expectativas de inflación o el contenido aumento de la productividad podrían estar detrás de la menor reacción de los precios al aumento de la actividad y de que siga sin haber señales claras de acumulación de presiones inflacionistas, al menos de momento. En todo caso, el mayor crecimiento y el aumento del precio del petróleo deberían presionar al alza la inflación en el corto plazo, facilitando el **avance en la normalización de la actuación de los bancos centrales en las economías desarrolladas**, mientras que muchos de los de las **economías emergentes tienen aún margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento**.

Optimismo en los mercados financieros en plena normalización de los bancos centrales

El tono optimista ha sido la tónica generalizada en los mercados financieros durante el último trimestre de 2017. En ausencia de choques globales negativos, los fundamentos han seguido apoyando la toma de riesgo por parte de los inversores (véase el Gráfico 2.3). En particular, la notable mejora del entorno económico se ha sumado a unas condiciones financieras todavía muy acomodaticias -por la abundante liquidez en el sistema y los todavía bajos tipos de interés-, contribuyendo a mantener la volatilidad en mínimos históricos y dando un nuevo impulso a los activos de riesgo (es el caso de la deuda periférica o los activos de países emergentes). Ello está generando **crecientes dudas sobre una potencial sobrevaloración de algunos activos**, entre ellos la renta variable de países desarrollados, que ha mantenido su tendencia alcista. El **aplanamiento de la pendiente de la curva estadounidense**, debido a los bajos tipos de interés de largo plazo y a que los tipos cortos se están ajustando al alza en respuesta a las decisiones de política monetaria, es otro de los interrogantes que dejan los mercados de cara a 2018.

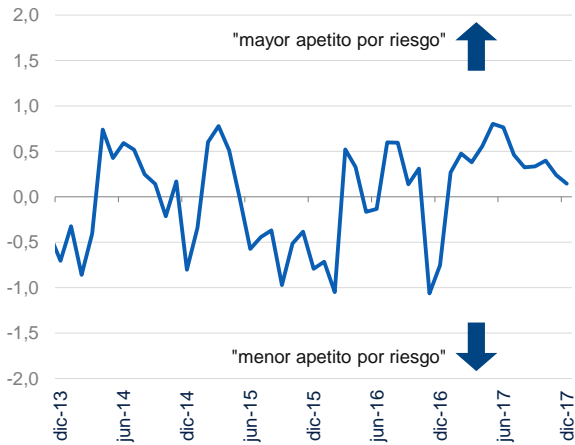
En lo que respecta a los **bancos centrales, no ha habido sorpresas**. Eso sí, **el escenario de fuerte crecimiento viene a avalar de forma cada vez más clara la normalización de la política monetaria**. De hecho, el mayor optimismo también se ha materializado en la revisión al alza de las previsiones de los principales bancos centrales, como la Fed de Estados Unidos o el BCE, y ha permitido la adopción de pasos adicionales en la retirada de los estímulos monetarios.

Así, **la Fed subió en diciembre los tipos hasta el 1,25-1,50%**, por quinta vez desde que iniciara el ciclo alcista de tipos a finales de 2015, al tiempo que **puso en marcha la reducción gradual de su balance**. La buena política de comunicación está permitiendo transitar a esta nueva fase de la política monetaria **sin generar sobresaltos en los mercados**. Es más, mantiene su expectativa de **tres subidas de 25 puntos básicos para 2018**, lo que coincide con nuestra previsión actual, ajustada al alza –una subida adicional- tras la aprobación de la reforma fiscal y su impacto estimado en crecimiento. Hasta el momento, el dólar no ha capitalizado los cambios en las decisiones de política fiscal y monetaria (frente al euro, sigue cotizando en el entorno del 1,20)

El **BCE**, según lo previsto, reducirá las compras de activos en 2018, aunque ha optado por una fórmula distinta a la de la Fed. De hecho, **recortará sustancialmente las compras a la mitad (hasta los 30 mM euros mensuales) pero, a cambio, extiende el programa hasta, al menos, septiembre**. Con todo ello, la autoridad monetaria mantiene su compromiso de no subir tipos hasta bien pasado el periodo de compras de activos buscando **anclar las expectativas de tipos**. Con todo ello, **es probable que el *quantitative easing* (QE) no acabe hasta otoño de este año** y, por tanto, **las subidas de tipos no se produzcan hasta 2019** (en marzo el tipo de depósito y en junio el tipo *repo* de acuerdo a nuestras previsiones). Con todo, es probable que el debate sobre la finalización del QE se intensifique en primavera.

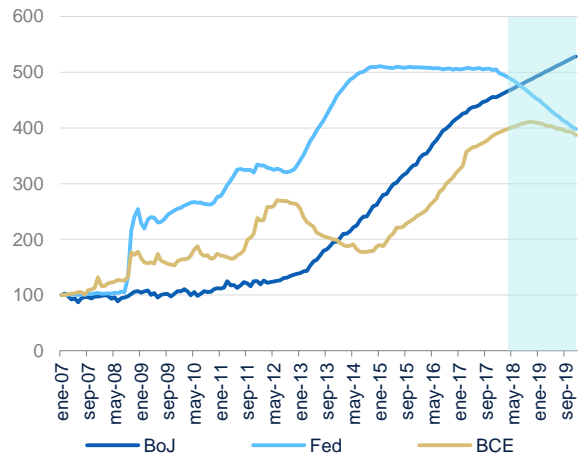
Otros bancos centrales, como el Banco de Inglaterra o el Banco de Canadá, **están dando pasos en esta misma dirección** (con subidas puntuales de tipos), y el Banco de Japón, aunque no ha cambiado su política, ha venido moderando también el ritmo de compras de activos. En definitiva, **los mercados financieros deberán acomodarse a un entorno monetario más “normal”: la liquidez será menos abundante y las condiciones de financiación menos acomodaticias** (véase el Gráfico 2.4).

Gráfico 2.3 Indicador de apetito por el riesgo (factor global usando flujos EPFR)



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

Gráfico 2.4 Balance de los bancos centrales (Índice 100 = Enero 2007)



Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

El crecimiento mundial tenderá a estabilizarse en 2018-19

Nuestras **previsiones apuntan a que el crecimiento global se acelerará ligeramente en el bienio 2018-19 (alrededor de una décima) hasta el 3,8%** (véase el Gráfico 2.5), lo que supone una revisión al alza de unas tres décimas respecto al escenario presentado hace tres meses. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para EE.UU. como China y la Eurozona en 2018, debido fundamentalmente a la mejor evolución de la actividad en los últimos trimestres, pero también a las medidas económicas en marcha en las dos primeras áreas. En las economías de América Latina ahora esperamos una recuperación algo más fuerte este año, por la revisión al alza de la demanda global y el aumento del precio de las materias primas. A pesar de la estabilidad del crecimiento mundial previsto, **seguimos viendo cierta moderación del crecimiento en las economías desarrolladas para 2019**, mientras que en la mayoría de las economías emergentes se seguirá consolidando la recuperación. Además, **aunque menores que hace tres meses, siguen existiendo riesgos, sobre todo de carácter político**, que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados financieros.

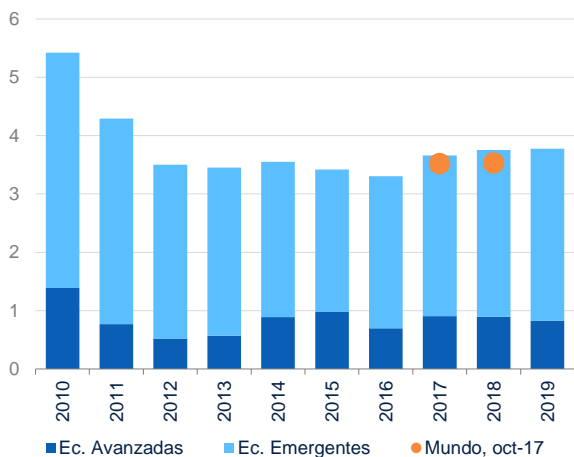
EE.UU.: mayor crecimiento económico en el corto plazo

La actividad volvió a crecer **algo más de un 3% en términos anualizados en el tercer trimestre de 2017**, y aunque los indicadores más recientes sugieren cierta desaceleración de la actividad en el último trimestre de 2017, ésta parece ser transitoria y debida a la finalización de las obras de reconstrucción después de los huracanes y al retraso de la inversión a la espera de algunas medidas fiscales. **Varios factores han apoyado la fortaleza reciente de la economía.** El aumento del precio del petróleo y la depreciación del dólar impulsaron la inversión, mientras que la mayor demanda global favoreció el crecimiento de las exportaciones. Además, el consumo ha crecido a un ritmo relativamente estable y sólido a pesar a que la mejora del mercado de trabajo es más gradual, a una mayor inflación

y a un cierto endurecimiento de las condiciones financieras. Finalmente, el gasto público contribuyó de manera más positiva al crecimiento después de que el Congreso acordara aumentar los topes de gasto discrecional. Con todo ello, el PIB habría aumentado un **2,2% en 2017**.

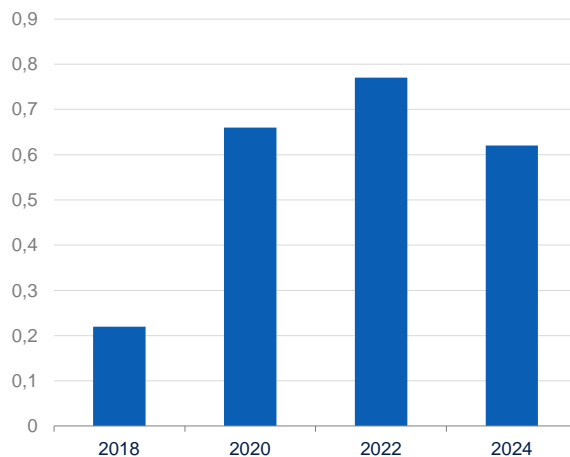
La **mejora tanto de los fundamentos domésticos como de los globales** podría elevar el crecimiento en 2018 en torno a dos décimas, mientras que estimamos que la **reforma fiscal** podría contribuir con otras dos décimas, lo que **hace que revisemos al alza la previsión del crecimiento del PIB para 2018 hasta el 2,6%** (véase el Gráfico 2.6). El efecto de los menores impuestos a las rentas personales no será muy grande, al afectar principalmente a los ingresos más altos, con menor propensión a consumir, por lo que el mayor impacto vendrá de la reducción impositiva a las empresas, aunque también esperamos que sea relativamente limitado dado el carácter temporal de algunas provisiones, así como por los mayores costes de financiación y un posible aumento del ahorro en vez de la inversión. Teniendo en cuenta todos estos factores, estimamos que el **efecto acumulado de la reforma fiscal en el nivel del PIB sería de alrededor del 0,6% hacia 2024**. Aunque la política monetaria seguirá siendo acomodaticia, la mejora de las perspectivas económicas refuerza el proceso de normalización iniciado por la Fed, por lo que esperamos que se inicie cierta moderación del crecimiento hasta el 2,5% en 2019. **A pesar de que los riesgos se han reducido, son todavía altos**, ya que sigue habiendo una elevada tensión política y continúa la amenaza de un viraje claramente proteccionista, mientras algunos activos podrían estar mostrando ciertos signos de sobrevaloración.

Gráfico 2.5 Previsión crecimiento PIB mundial por áreas (%)



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 2.6 Impacto de la reforma impositiva de EE. UU. en PIB (%)



Fuente: BBVA Research

China: desaceleración más moderada

Los datos más recientes apuntan a que el crecimiento de la economía se mantuvo estable en la segunda mitad del año pasado, mostrando cierta resistencia a las medidas que han ido adoptando las autoridades para atajar las vulnerabilidades financieras y buscar un desapalancamiento ordenado de la economía. Como resultado, el **crecimiento podría haberse estabilizado en el 6,7% en 2017**, con una ligera desaceleración tanto del consumo como de la inversión, que se habría compensado con una contribución positiva de las exportaciones netas. A pesar del buen desempeño económico, **se espera una moderación del crecimiento hacia adelante, si bien algo menos intensa** de la esperada hace tres meses gracias al mejor entorno internacional y a la estrategia de política económica tras el XIX Congreso del Partido Comunista.

Los factores que subyacen a este escenario no han variado: **menor apoyo de las políticas económicas**, con una política monetaria más prudente, el endurecimiento regulatorio, la eliminación de la sobrecapacidad de las empresas y una política fiscal menos expansiva. **No obstante, la eliminación del objetivo estricto de crecimiento apunta a un mayor foco en la reducción de desequilibrios, mientras que las medidas orientadas a la apertura de la economía y las reformas estructurales deberían ayudar a mejorar el crecimiento potencial.** Ahora esperamos que el PIB se desacelere hasta el 6,3% en 2018 (tres décimas más alto de lo previsto hace tres meses), y en 2019 hasta alrededor del 6%. El aumento de los precios de las materias primas presionará al alza la inflación, tras haberse mantenido moderada a finales del año pasado, si bien se compensará en parte por una divisa algo más fuerte y por el endurecimiento regulatorio. Así, esperamos una aceleración de la inflación en 2018 hasta el 2,3% (desde el 1,7% de año pasado) y que continuaría en 2019 hasta el 2,5%. Como resultado, **el banco central mantendrá el tipo de interés de referencia este año**, recayendo la cautela y la prudencia de la política monetaria sobre las herramientas regulatorias y macroprudenciales.

La estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han **reducido los riesgos domésticos en el corto plazo**, pero siguen siendo elevados en el medio plazo, y a ellos se suman los riesgos externos ligados al aumento del proteccionismo.

Eurozona: revisión al alza del crecimiento, pero moderándose en 2018-19

La **recuperación de la economía de la zona euro se ha consolidado a lo largo de 2017**. De hecho, el crecimiento ha sorprendido positivamente, se mantiene relativamente estable en torno del 0,6% trimestral, está siendo más equilibrado por componentes y es generalizado por países. **La fortaleza de la demanda interna y la aportación positiva de las exportaciones netas han permitido una aceleración del avance del PIB del área en seis décimas hasta el entorno del 2,4% en 2017.**

Hacia delante, el buen momento económico podría prolongarse, si bien parece difícil mantener este fuerte momento cíclico, claramente por encima del crecimiento potencial, en todo el horizonte de previsión. Con todo, **los datos recientes, junto con el aumento de la demanda global y la reducción de la incertidumbre, nos han llevado a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2018 en cuatro décimas, hasta el 2,2%**, mientras que estimamos un crecimiento del 1,8% en 2019.

La menor incertidumbre tras los resultados electorales del año pasado junto con el aumento de los beneficios empresariales apuntalará la **recuperación de la inversión, aunque se moderará algo en 2018-19** tras el fuerte crecimiento observado en los últimos dos años y medio. También se beneficiará del **impulso de las exportaciones**, si bien podrían ir desacelerándose debido a la fortaleza del euro y la estabilización del crecimiento mundial. Por otro lado, la creación de empleo perderá algo de fuerza (alrededor del 1% en 2018-19 tras aumentar un 1,6% en 2017), pero sustentará la renta disponible de los hogares y un **crecimiento sólido del consumo privado**.

La inflación se moderó en el tramo final del año por los efectos base de los precios de la energía, y es probable que se prolongue en los primeros meses de este año para llevar la inflación general hasta tasas de alrededor del 1%. No obstante, **ahora esperamos unos precios del barril del Brent alrededor de un 16% más altos este año** que lo que preveíamos hace tres meses, por lo que dicho efecto base debería ir desvaneciéndose a partir de marzo **y nos ha llevado a revisar la previsión de la inflación general al alza en tres décimas hasta el 1,5% para 2018 y el 1,6% en 2019**. Para la **inflación subyacente seguimos esperando un aumento gradual hasta el 1,3% en 2018 y el 1,6% en 2019**, empujada por la fortaleza de la demanda doméstica, la mejora del mercado de trabajo y la desaparición de la capacidad ociosa de la economía.

Los **riesgos domésticos en el conjunto de la zona euro siguen sesgados a la baja, pero se han reducido y son moderados**. A pesar de que el panorama político se despejó en parte en 2017, todavía hay riesgos latentes, como las elecciones italianas en marzo o las dificultades para profundizar en el proyecto europeo. Las negociaciones del *Brexit* han avanzado, pero todavía se está lejos de garantizar que no sea un evento disruptivo si no se alcanza un acuerdo comercial a principios de 2019.

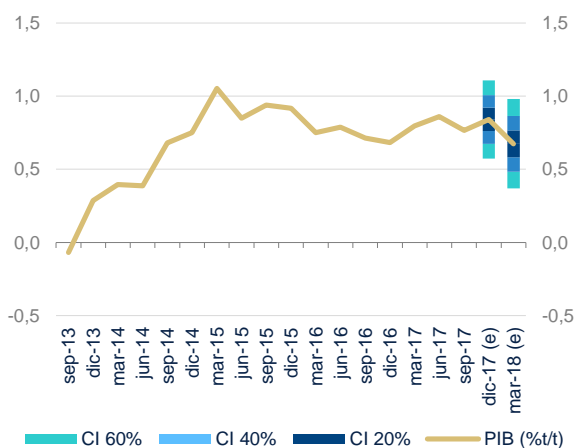
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

El ritmo de recuperación es sólido, pero se podría estar moderando

La información conocida a la fecha de cierre de este informe indica que, a pesar de la incertidumbre de política económica –derivada del entorno político en Cataluña–, **la economía española podría haber crecido el 0,8% t/t CVEC en el 4T17 (previsión del modelo MICA-BBVA)**. De confirmarse esta estimación, el aumento del PIB en el 2017 habría alcanzado el 3,1%, que supera al previsto hace un año (2,7%) y supone el tercer avance anual por encima de la media histórica desde 2007¹.

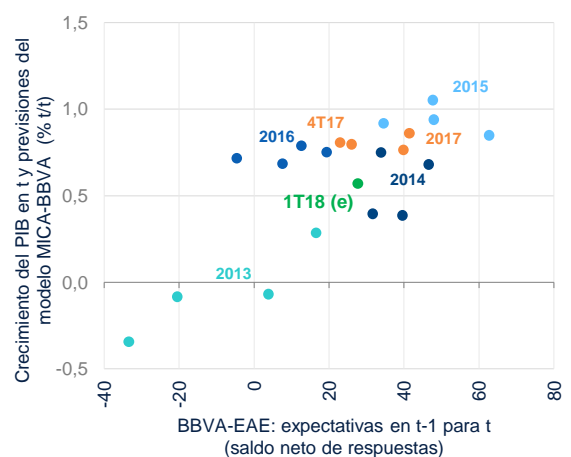
A pesar de lo anterior, las estimaciones en tiempo real de BBVA Research indican que **el crecimiento del PIB se está moderando ligeramente en el primer trimestre de 2018** (previsión del modelo MICA-BBVA: entre 0,6% y 0,7% t/t, véase el Gráfico 3.1). No obstante, el ritmo de avance continuará siendo saludable, en línea con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)², que revelan unas expectativas de crecimiento positivas para los próximos meses (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: El crecimiento medio anual entre 1971 y 2016 se situó entorno del 2,5%.

2: 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>

Todas las partidas de la demanda doméstica crecen

Las señales que se extraen de los indicadores de gasto³ sugieren que, por tercer trimestre consecutivo, el consumo privado podría haber crecido el 0,7% t/t (2,7% a/a) en 4T17. De cumplirse esta previsión, el año **2017 se habría cerrado con un avance medio anual del gasto de los hogares del 2,5% a/a**, cuatro décimas por debajo del observado en el año anterior. Respecto a la demanda pública, se estima que la tendencia de alza moderada continuó en la parte final del año 2017. Así, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que el crecimiento del gasto en consumo final de las administraciones públicas podría haberse acentuado 0,2pp hasta el 0,6% t/t (2,2% a/a) en el 4T17. En consecuencia, **el pasado ejercicio económico habría finalizado con un incremento promedio del consumo público del 1,2% a/a**, cuatro décimas por encima del registrado en 2016.

Por el lado de **la inversión en maquinaria y equipo**, los indicadores parciales de coyuntura⁴ sugieren que, tras la volatilidad observada en la parte central del año (-0,1% t/t en 2T17 y 2,5% t/t en 3T17), esta partida de la demanda podría haber crecido el 1,4% t/t (4,0% a/a) en 4T17. Así, a pesar de la incertidumbre de política económica experimentada en la recta final del año, **2017 podría terminar con un avance de esta partida de la inversión del 6,2% anual**, 1,2pp por encima del alcanzado en 2016.

Por su parte, la información disponible⁵ indica que la **inversión residencial podría estar recuperando tracción**, tras la desaceleración observada en el tercer trimestre del pasado año. Así, se estima que la inversión en vivienda podría haber aumentado el 1,4% t/t (7,9% a/a) en 4T17. En consecuencia, **este componente de la demanda habría sumado durante 2017 un 7,6% a la recuperación emprendida en 2016 (4,4%)**. En cuanto a la inversión en otras construcciones, BBVA Research estima un crecimiento del 0,3% t/t (1,2% a/a) en 4T17, con lo que 2017 habría concluido con un crecimiento promedio de 1,5% a/a (0,9% en 2016).

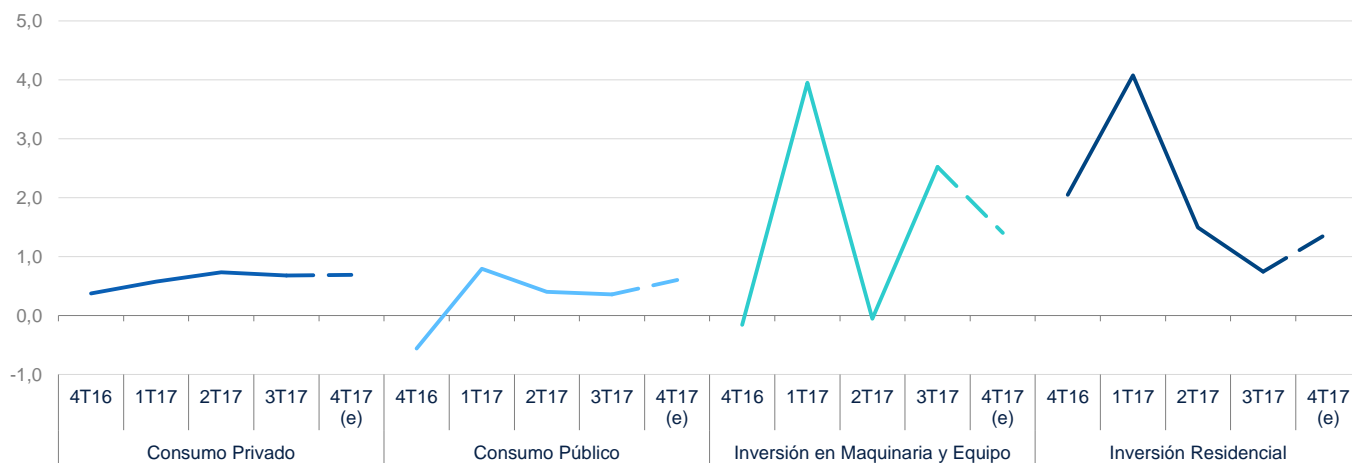
El gasto interno explicó la mayor parte del crecimiento en 2017

En resumen, los indicadores parciales de coyuntura señalan que en 4T17 **la demanda doméstica podría haber aportado 0,7pp al aumento trimestral del PIB** gracias al avance de todas sus partidas. Con este cierre del año, **la contribución de la demanda interna al crecimiento interanual promedio del PIB en 2017 se cifraría en los 2,4pp**, tan sólo dos décimas menos que en 2016.

3: Las rentas salariales, las cotizaciones bursátiles, el crédito y las ventas minoristas perdieron fuerza, mientras que las matriculaciones de turismos crecieron y la confianza no mostró signos de deterioro pese a la incertidumbre de política económica.

4: Los indicadores cualitativos, como la confianza o la cartera de pedidos, mostraron un importante dinamismo durante 4T17 mientras que el IPI continuó creciendo en el comienzo del trimestre, tras el espectacular dato del mes de septiembre. Por el contrario los indicadores de gasto, como la venta de vehículos industriales o las importaciones de bienes de capital muestran cierto estancamiento.

5: Se espera un nuevo crecimiento de la iniciación de obra nueva en el 4T17. Además, el empleo en la construcción sigue mostrando un crecimiento superior a la media, en parte también por la recuperación que se aprecia en la obra pública y en la obra no residencial. Por el contrario, se aprecia una moderación en los índices de confianza de los agentes del sector.

Gráfico 3.3 España: crecimiento observado y previsiones de los principales componentes de la demanda doméstica (% t/t)


(e) estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Las exportaciones se recuperan al cierre del año

Tras dos trimestres de atonía, **las exportaciones totales españolas podrían haberse recuperado en el 4T17 (1,2% t/t, 4,6% a/a), lo que posibilitaría terminar el año con una expansión media ligeramente superior a la registrada en 2016 (5,1% frente 4,8%)**. En particular, los indicadores disponibles⁶ sugieren que la ganancia de tracción se habría debido principalmente a las **exportaciones de bienes (véase el Gráfico 3.4), que habrían crecido un 1,5% t/t (5,4% a/a) en 4T17 y un 5,0% en promedio durante el conjunto de 2017 (3,1% en 2016)**.

Por su parte, **las exportaciones de servicios habrían avanzado marginalmente en el 4T17 (0,4% t/t, 2,8 %a/a), y se habrían desacelerado en el conjunto del año (5,3% frente al 8,8% en 2016)**. Por un lado, la información conocida⁷ indica que la incertidumbre de política económica, junto con los atentados terroristas del mes de agosto en Cataluña podrían haber contribuido a una caída del consumo de no residentes en territorio nacional en 4T17 (-0,6% t/t 5,1% a/a) lo que, en todo caso, no habría sido suficiente para empañar el cierre positivo para 2017 **(+8,7% frente al 9,7% en 2016)**. Por otro lado, se estima que las exportaciones de servicios no turísticos habrían aumentado un 1,1% t/t (1,3% a/a) en el último trimestre de 2017 y cerrarían el ejercicio económico con un incremento promedio cercano al 3,0% (5,2pp por debajo del crecimiento registrado en 2016).

La demanda externa habría aportado 0,5pp al crecimiento de 2017

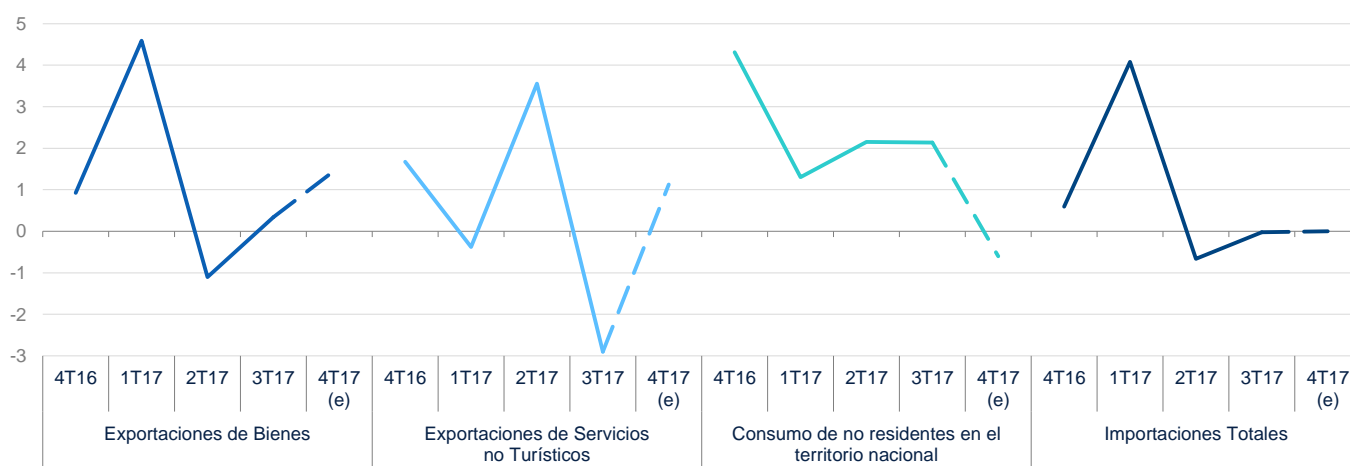
En línea con el comportamiento de la demanda final, la información disponible al cierre de esta revista sugiere que **las importaciones habrían crecido el 1,1% t/t (4,5% a/a) durante el 4T17 y cerrarían 2017 con un incremento del 3,9% (2,7%**

6: Las exportaciones de grandes empresas se aceleraron en 4T17, mientras que la cartera de pedidos de exportaciones se estancó. Además, la información disponible de la balanza comercial también apunta a un repunte de las exportaciones de bienes en el trimestre.

7: Las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles cayeron un -1,9% t/t CVEC en 3T17. En contrapartida, las entradas registradas aumentaron (06% t/t CVEC). Por su parte, los ingresos por turismo de la balanza de pagos cayeron un -1,7% m/m CVEC en octubre.

en 2016). Este comportamiento, junto con el esperado para las exportaciones totales, daría lugar a **una aportación de 0,1pp t/t (0,2pp a/a) de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española en 4T17 y de 0,5pp para el conjunto del año (0,7pp en 2016).**

Gráfico 3.4 España: crecimiento observado y previsiones de los principales componentes de la demanda externa (% t/t)



(e) estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Mayor creación de empleo a pesar de la incertidumbre

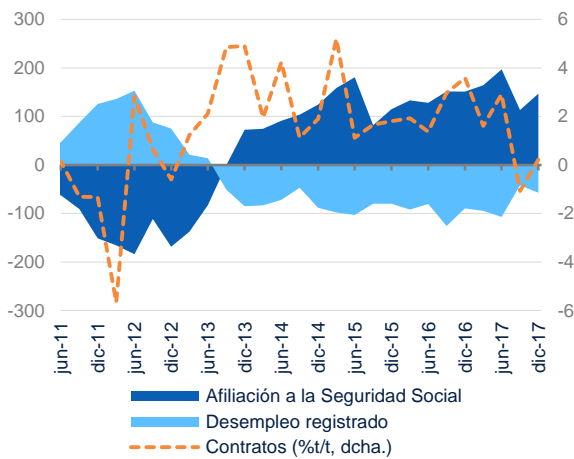
Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación **a la Seguridad Social aumentó el 0,8% t/t en el cuarto trimestre, dos décimas más que en el tercero** (véase el Gráfico 3.5). Tras descender inesperadamente entre julio y septiembre, la contratación creció marginalmente (0,2% t/t CVEC) en los tres meses finales del año. Dado que el número de contratos temporales se estancó y el de indefinidos creció el 2,4% t/t CVEC, la ratio de contratación temporal disminuyó hasta el 90,5% CVEC. La caída del paro registrado, generalizada por sector de actividad, también se aceleró en el 4T17. Así, el número de parados se redujo el -1,7% t/t CVEC, medio punto más que en el 3T17.

Se prevé que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al cuarto trimestre confirme la evolución apuntada por los registros de afiliación y desempleo. Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la ocupación habría aumentado en torno a ocho décimas entre septiembre y diciembre en términos desestacionalizados, en línea con lo ocurrido en el 3T17. Dado que se espera que la población activa apenas haya variado, la tasa de paro habría descendido siete décimas, hasta el 16,1% CVEC (véase el Gráfico 3.6).

El sector servicios habría vuelto a impulsar la ocupación en 2017

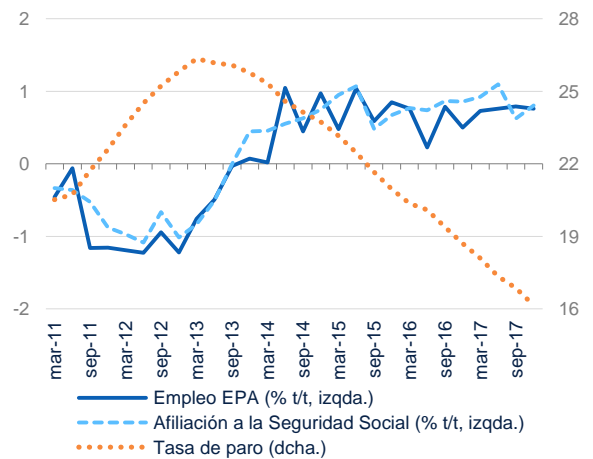
De este modo, con el dato del 4T17 se cerraría el cuarto año consecutivo de creación de empleo. En promedio, la ocupación habría crecido en torno a 500.000 personas en 2017, casi 30.000 más que en 2016. De nuevo, el aumento de la ocupación se habría concentrado en el sector servicios (ocho de cada diez nuevos empleos) y en los asalariados con contrato temporal. De cumplirse la caída esperada de la población activa para el conjunto del año (-85.000 personas), la tasa de paro se situaría alrededor del 17,1%, 2,5 puntos menos que en 2016.

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

El crecimiento de los precios se modera, mientras que el de los salarios se mantiene acotado

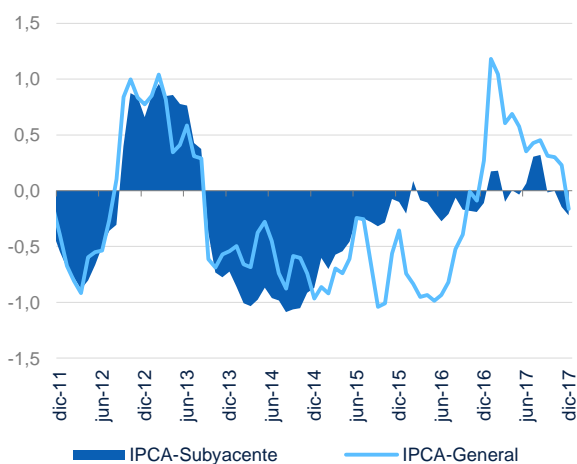
La inflación general se atenúa durante el cuarto trimestre de 2017 hasta alcanzar el 1,1% a/a en diciembre (2,0% en el promedio del año). **Detrás de esta evolución destaca la debilidad de la inflación subyacente**, que se moderó cuatro décimas entre septiembre y diciembre hasta el 1,1% a/a (1,1% en el promedio del año). **También habría contribuido la desaceleración de los precios de la energía** que, no obstante, responde a la absorción del efecto base generado por los repuntes observados a finales de 2016 y principios de 2017.

Las ganancias de competitividad-precio se mantienen

En este contexto, **el diferencial de inflación general respecto a la zona del euro se redujo hasta situarse en posición ligeramente favorable a España (-0,2pp)**. Igualmente, las estimaciones de BBVA Research indican que, utilizando como referencia la inflación subyacente, el diferencial de crecimiento de los precios se ha tornado favorable a España (véase el Gráfico 3.7).

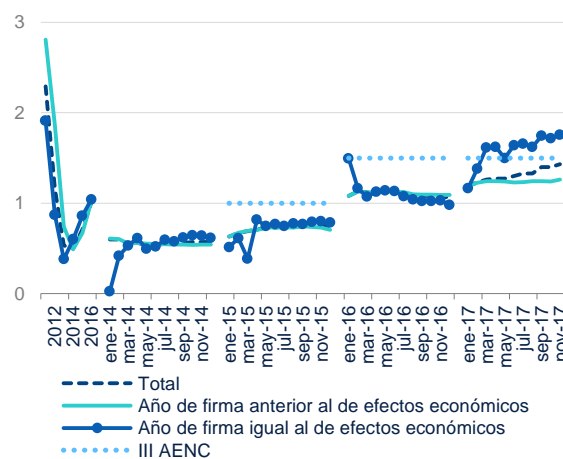
Las demandas de aumentos salariales apenas se han acentuado durante el cuarto trimestre. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta noviembre fue similar al registrado hasta septiembre (1,4%). Si bien la moderación continuó en los acuerdos revisados plurianuales (1,3%), el aumento pactado de la retribución superó el 1,7% en los firmados a lo largo del año en curso, que vinculan a 2.303.000 trabajadores⁸. Con todo, el incremento salarial promedio 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 precedente⁹ (véase el Gráfico 3.8).

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 flujo de crédito crece

El stock de crédito al sector privado moderó su caída en octubre hasta el -1,5% a/a (-2,0% en septiembre). Al mismo tiempo, la variación de **las nuevas operaciones concedidas continúa consolidándose en terreno positivo** (5,5% a/a en el acumulado del año hasta noviembre), debido a la mejora de las operaciones de financiación a empresas por importes superiores al millón de euros (0,5% a/a frente al -32,8% en el conjunto de 2016). Por el lado

El crédito afianza su tendencia de mejora

de los sectores minoristas (familias y pymes¹⁰), también se constata una mejora del flujo de crédito en los once primeros meses de 2017 (8,1% a/a, véase el Gráfico 3.9)¹¹.

8: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo rozó los siete millones hasta noviembre, cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2017 (4.591.000), un 2,2% menor que la registrada hasta noviembre de 2016.

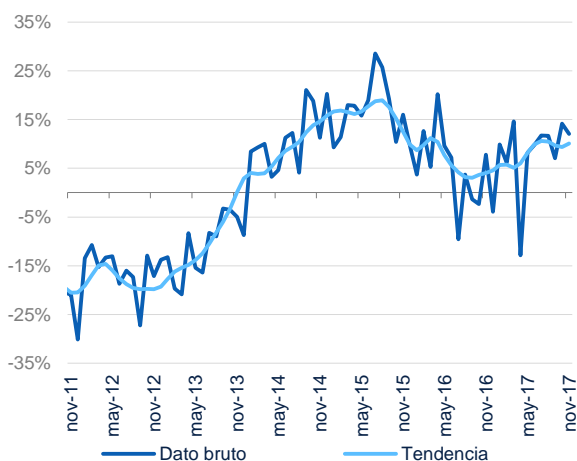
9: El III AENC, suscrito a comienzos de junio de 2015 por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo. En 2015 no debían superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017 dependería de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones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

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

11: 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.

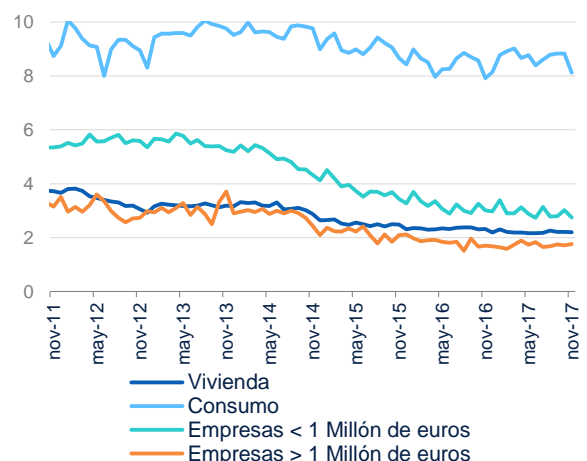
Por otra parte, el precio del nuevo crédito se mantiene en mínimos (véase el Gráfico 3.10), favorecido por el euríbor negativo, las condiciones de liquidez para los bancos, la relativa contención del riesgo soberano –a pesar de la incertidumbre de política económica- y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, en algunas carteras podría haberse alcanzado un umbral mínimo de estrechamiento de los márgenes de intereses, en un entorno de cambios en la estructura de plazos. Asimismo, los tipos para adquisición de vivienda (2,20% TAE promedio en noviembre, 12 pbs menos que hace un año), muestran una clara resistencia a continuar disminuyendo, apoyados por la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo. Atendiendo a este indicador, que incorpora comisiones, las hipotecas españolas siguen siendo más baratas que las de muchos países europeos, como Francia o Irlanda.

Gráfico 3.9 España: nuevas operaciones de crédito al sector minorista (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.10 España: tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (% TAE)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2018-2019: la recuperación continúa, pero se desacelera

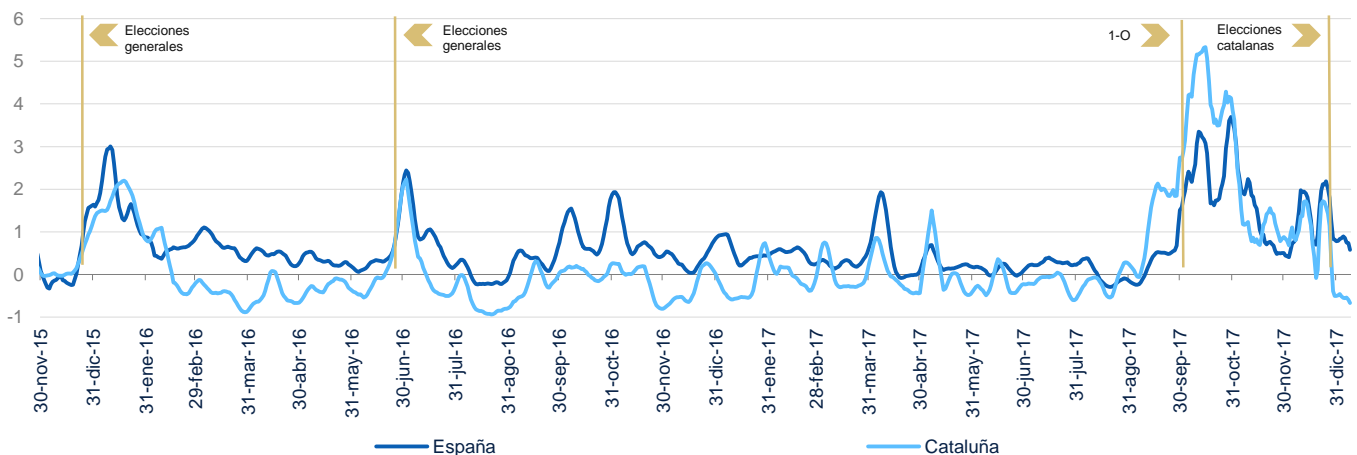
Los fundamentos de la economía española avalan la continuidad del crecimiento en los próximos años, aunque a un ritmo menor que el observado desde el inicio de la recuperación. Estas expectativas de desaceleración se sustentan en la moderación del impulso hasta ahora proporcionado por la política monetaria expansiva y los bajos precios del petróleo, así como en el agotamiento de la demanda doméstica embalsada y en un tono prácticamente neutral de la política fiscal. A estos factores, se suma el efecto negativo de la incertidumbre de política económica derivada del entorno político catalán (véase el Gráfico 3.11).

Los vientos de cola pierden intensidad

Las expectativas de crecimiento se han mantenido con respecto a las presentadas en la anterior edición de esta publicación. Si bien el desarrollo previsto de los principales socios comerciales se ha mantenido estable y sigue

augurando una demanda de exportaciones, la demanda interna se desacelerará. Ello se debe a que sus fundamentos son aún sólidos, pero menos acentuados que en años anteriores. Esta ralentización de la demanda final no evitará una nueva expansión de las importaciones que, junto a un cierto agotamiento en las exportaciones turísticas, hará que el bienio se cierre con una contribución marginal de la demanda externa neta al crecimiento (0,2pp a/a en 2018 y 0,0% a/a en 2019).

Gráfico 3.11 España y Cataluña: índices de incertidumbre de política económica (desviaciones estándar respecto a la media, media móvil de una semana)



Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

Así, el presente año se saldrá con un crecimiento anual del 2,5%, mientras que en 2019 la economía avanzará el 2,3%, ocho décimas menos que el promedio observado durante el bienio precedente (véase el Cuadro 3.1). A pesar de la desaceleración, la demanda interna seguirá siendo el principal soporte del crecimiento (2,3pp en promedio) mientras que la recuperación de las importaciones limitará la contribución de la demanda externa neta (0,1pp en promedio). Con todo, de cumplirse este escenario, el avance de la actividad sería suficiente para crear cerca de 860.000 puestos de trabajo en el conjunto de los dos años (120.000 menos que en el bienio precedente) y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 14,0% en 2019¹².

12: En términos de fin de periodo, la ocupación aumentará 783.000 personas y la tasa de paro se reducirá hasta el 13,4% a finales de 2019.

Cuadro 3.1 España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	3T17	4T17(e)	2016	2017(p)	2018 (p)	2019 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,0	2,6	2,5	2,2	2,1	1,9
G.C.F Privado	2,4	2,7	2,9	2,5	2,2	1,9
G.C.F AA. PP.	1,0	2,2	0,8	1,2	1,8	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	5,4	5,8	3,3	5,0	3,7	4,4
Equipo y Maquinaria	6,3	8,0	5,0	6,2	3,5	4,3
Construcción	4,9	4,3	2,4	4,3	3,4	4,1
Vivienda	8,6	7,9	4,4	7,6	5,3	5,7
Otros edificios y Otras Construcciones	1,6	1,2	0,9	1,5	1,6	2,7
Demanda nacional (*)	2,7	3,1	2,5	2,6	2,4	2,3
Exportaciones	4,9	4,6	4,8	5,1	4,4	5,2
Importaciones	4,0	4,5	2,7	3,9	4,4	5,8
Saldo exterior (*)	0,4	0,2	0,7	0,5	0,2	0,0
PIB real pm	3,1	3,3	3,3	3,1	2,5	2,3
PIB nominal pm	4,2	4,7	3,6	4,1	4,2	4,4
Empleo total (EPA)	2,8	3,1	2,7	2,7	2,5	2,0
Tasa de paro (% población activa)	16,4	16,1	19,6	17,1	15,3	14,0
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	2,9	3,1	3,0	2,9	2,2	1,7

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e) estimación; (p) previsión.

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

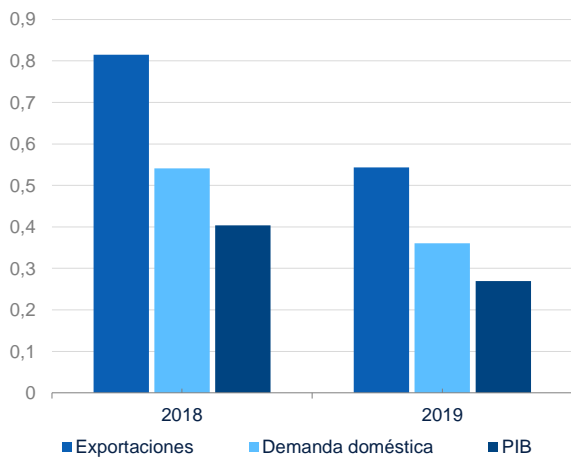
El entorno exterior para la economía española sigue siendo favorable

La revisión al alza del crecimiento global esperado (3,8% en 2018 y 2019) proporcionará una mayor demanda potencial para las exportaciones españolas a lo largo del bienio, a pesar de la apreciación esperada del tipo de cambio del euro. En particular, resulta de especial relevancia la mejora en las expectativas de crecimiento de la demanda europea (que crecerá el 2,2% en 2018 y el 1,8% en 2019) ya que, según las estimaciones de BBVA Research, podrían trasladarse a razón de uno a uno a la economía española (véase el Gráfico 3.12).

En este contexto, la trayectoria del precio del petróleo se ha corregido al alza, hasta situarse el del tipo Brent en torno a los 64 dólares por barril durante el mes de diciembre. Hacia delante, las previsiones de BBVA Research indican que, en promedio, el precio se situará en torno a los 65 dólares por barril durante los próximos dos años, un 11,9% por encima del valor estimado hace tres meses. En todo caso, se prevé que el impacto de esta revisión sobre la actividad económica en España no sea importante (véase el Gráfico 3.13)¹³. En concreto, se estima que una parte significativa del incremento en precios se explica por la aceleración de la actividad a nivel global y, en consecuencia, la mayor demanda podría mitigar el efecto negativo sobre márgenes y renta disponible que se derive del encarecimiento energético.

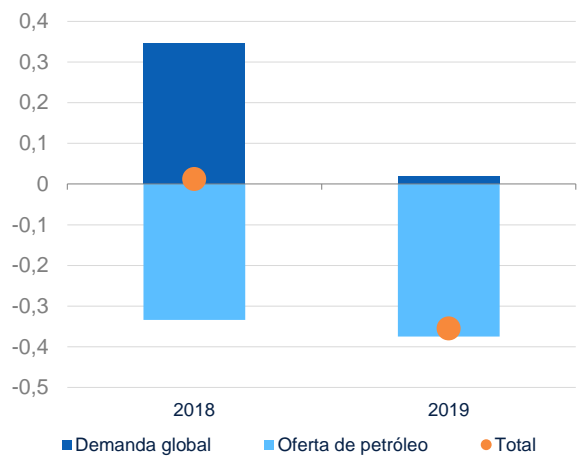
13: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de shock sobre la actividad y los precios de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2011, disponible en: <https://goo.gl/6DM3cE>

Gráfico 3.12 España: impacto de la revisión 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

Gráfico 3.13 España: impacto de la revisión del precio del petróleo (desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base de hace tres meses)



Fuente: BBVA Research

El BCE prepara la retirada progresiva de los estímulos monetarios durante el presente bienio

Tras la recalibración del programa de compra de activos anunciada en octubre, **el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener el tono de la política monetaria en su reunión de diciembre**. Sin embargo, la autoridad monetaria se mostró más confiada en lo relativo al balance de sesgos en la actividad y los precios de la eurozona. Así, aumentó significativamente la previsión de crecimiento para los próximos años, tras el fuerte repunte del PIB

Sin cambios en el tono de la política monetaria, a pesar del mejor balance de riesgos

observado en el segundo semestre de 2017, los sólidos fundamentos domésticos y la mejora de la demanda global. Asimismo, revisó al alza la previsión de inflación para 2018 –dado el aumento de los precios de la energía–, y más importante aún, afirmó que prevé que se sitúe en el 1,7% (alrededor del objetivo) en 2020.

En este contexto, el BCE reiteró que **el programa de compra de activos continuará en 2018, aunque entre enero y por lo menos hasta septiembre, las adquisiciones disminuirán hasta alcanzar un ritmo mensual de 30.000 millones de euros**, sin que se haya establecido fecha de caducidad. Sobre este punto, sin embargo, existe un debate en el seno del BCE, con varios miembros abiertamente partidarios de poner fin al programa. En lo que respecta a los tipos de interés, la autoridad monetaria sostiene el de referencia en el 0% y el de depósito en el -0,40%, y **continúa fiel a su compromiso de mantener las tasas de interés sin cambios hasta mucho más allá del horizonte de las compras de activos netos**.

En resumen, el BCE afronta en 2018 un reto importante: ajustar la recalibración del programa de compra de activos, definir su fecha de finalización y empezar a comunicar la siguiente fase de salida, en la que se producirán las subidas de los tipos de interés. Por el momento, el banco central no tiene prisa, pero es importante que esté listo para ajustar su política. De hecho, las minutas de la reunión de política monetaria de diciembre apuntan a que a principios de este año el BCE es probable que revise su orientación futura de política monetaria. A medida que la expansión económica gane más fuerza, el componente de tipos de interés en la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) adquirirá mayor importancia.

El crédito bancario mantendrá una senda positiva durante el período 2018-2019

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. Por el lado de la oferta, contribuirán positivamente la mejora experimentada en las condiciones de liquidez (gracias a los avances observados hacia la unión bancaria en Europa y a la política monetaria expansiva del BCE) y el menor riesgo de las carteras. No obstante, la nueva Ley Hipotecaria española, que previsiblemente se aprobará durante 2018, cambiará sustancialmente el marco jurídico (en términos de requisitos para ejecución, comisiones por amortización anticipada o posibilidad de conversión de tipos fijos en variables, entre otros aspectos), lo que podría afectar al precio de estos créditos.

Con todo, se prevé que la recuperación de las nuevas operaciones de crédito acompañe a 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. Bajo estas favorables condiciones **se espera que el stock de crédito se estabilice y alcance crecimiento positivo a lo largo de la segunda parte de 2018**, tras 10 años de desaplanamiento crediticio del sector privado.

La demanda pública aumentará a un ritmo moderado

El crecimiento de la inversión pública se mantiene moderado

En un escenario sin cambios en la política económica, se espera que el tono de la política fiscal vuelva a ser neutral en 2018 y 2019, como ya lo fue en 2017. Así, la recuperación cíclica de la recaudación tributaria permitirá un nuevo **aumento del gasto en consumo público (en promedio del 1,7% en términos reales para el presente bienio)**. Mientras, la inversión en otras construcciones, afectada en parte por el proceso de contención del gasto público, presentará una senda de crecimiento sostenido con tasas en torno al 2%.

Todos los componentes de la demanda privada crecerán, aunque a un menor ritmo que en el bienio precedente

Tras situarse en torno al 2,5% en 2017, **se prevé que el crecimiento del consumo privado se ralentice hasta el 2,2% en 2018 y el 1,9% en 2019**. En línea con el escenario presentado en noviembre, se prevé que los fundamentos del gasto de las familias continúen mostrando signos de fortaleza, aunque menos acentuados que en los años precedentes. A pesar de que no se augura un repunte de la inflación, el avance de la renta disponible real de las familias se moderará por el menor dinamismo de la creación de empleo. La riqueza financiera neta seguirá contribuyendo al aumento del gasto, pero probablemente menos que en 2017 debido, en parte, a la conclusión del proceso de desapalancamiento. Asimismo, la financiación al consumo, apoyada en unos tipos de interés todavía reducidos, continuará aumentando, aunque a un ritmo menor que en el bienio 2016-2017, mientras que la riqueza

Los fundamentos de la demanda interna continúan sólidos, aunque menos acentuados

inmobiliaria cobrará aliento, favorecida por la aceleración del crecimiento del precio de la vivienda. Por último, se prevé que la mayor incertidumbre existente en el 4T17 repercuta sobre el gasto de los hogares en 2018, lo que podría contener el recorrido a la baja de su tasa de ahorro.

El crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo se mantendrá en niveles elevados durante el período 2018-2019, aunque será previsiblemente menor que el observado desde el inicio de la recuperación. A esta desaceleración contribuirán la menor demanda embalsada de maquinaria y equipo, la desaceleración prevista de algunos de los componentes de la demanda doméstica y, en el corto plazo, la incertidumbre de política económica. Asimismo, algunos elementos del entorno internacional, tales como la progresiva retirada de los estímulos monetarios -esperada para el presente bienio-, el encarecimiento de los precios del petróleo y la apreciación del tipo de cambio, contribuirán a la moderación del crecimiento. Por el contrario, la evolución esperada de la demanda de exportaciones seguirá apoyando la ampliación de la capacidad instalada. En balance, se espera que, tras tres años creciendo a una tasa media anual del 7,6%, la inversión en maquinaria y equipo se incremente a tasas del 3,5% y el 4,3% en 2018 y 2019, respectivamente.

La inversión en vivienda se consolidará como una de las partidas de la demanda más dinámicas en los próximos ejercicios, apoyada en la sólida recuperación de sus fundamentos. La economía seguirá creando empleo en el próximo bienio, lo que junto a las condiciones de financiación favorables, alentará a la demanda doméstica de viviendas. Además, el mayor crecimiento esperado en los países vecinos mantendrá la relevancia de la demanda foránea. Todo ello en un entorno de todavía bajos tipos de interés que mantendrá el coste de la financiación en cotas relativamente bajas. En este contexto, los empresarios del sector seguirán poniendo en marcha nuevos proyectos, a pesar de la presión que se deriva de la incertidumbre de política económica. En resumen, se espera que, tras cerrar el año pasado con un crecimiento del 7,6%, la inversión avance el 5,3% el 2018 y el 5,6% en 2019.

Las exportaciones se mantendrán dinámicas

El buen tono de las expectativas de crecimiento a nivel global continúa avalando una demanda potencial sólida para las exportaciones españolas, pese a la corrección gradual de los precios del petróleo y a la apreciación del tipo de cambio del euro frente a distintas monedas. No obstante, algunos elementos de incertidumbre se mantienen y condicionan el devenir de la demanda externa en el corto plazo. En el entorno exterior persisten las dudas sobre las condiciones del *brexit* y su posible impacto sobre variables financieras y reales. En el entorno nacional, varios factores parecen estar teniendo un impacto negativo en el sector turístico. En primer lugar, la pérdida de competitividad observada durante los últimos años. En segundo lugar, el deterioro de la percepción exterior tras los atentados terroristas sufridos el pasado mes de agosto en Cataluña. Finalmente, la incertidumbre de política económica no ha terminado de remitir y parece estar reflejando ya en una menor actividad en el sector turístico catalán.

El sector turístico podría estar alcanzando niveles de saturación

Con todo, las previsiones de ventas al exterior para 2018 y 2019 siguen siendo positivas: **se espera que las exportaciones totales avancen el 4,4% este año y el 5,2% el próximo**, ambas cifras en línea con lo previsto hace tres meses. Por su parte, **se espera que las ventas de bienes al exterior crezcan a un ritmo medio anual del 5,2%** durante el presente bienio, y que el incremento del **consumo de no residentes se desacelere desde el 8,7% en 2017 hasta el 2,8% en 2018 y el 2,9% en 2019**. 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 en el sector.

La evolución prevista de la demanda final propiciará **nuevamente un avance elevado de las importaciones durante el presente bienio (5,6% en promedio)** que, consecuentemente, limitará la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento (0,2 pp en 2018 y 0,0pp en 2019). En todo caso, esta evolución del saldo exterior favorecerá el mantenimiento de la balanza por cuenta corriente en positivo (promedio del bienio: 1,7% del PIB).

Continúa la creación de empleo, con práctico estancamiento de la productividad del factor trabajo

Dado que las expectativas de crecimiento de la actividad para 2018 y 2019 apenas han cambiado respecto al escenario de noviembre, las perspectivas de creación de empleo tampoco lo han hecho. Tras avanzar en torno al 2,7% en 2017, **se prevé que la ocupación crezca en promedio el 2,5% en 2018 y se modere hasta el 2% en**

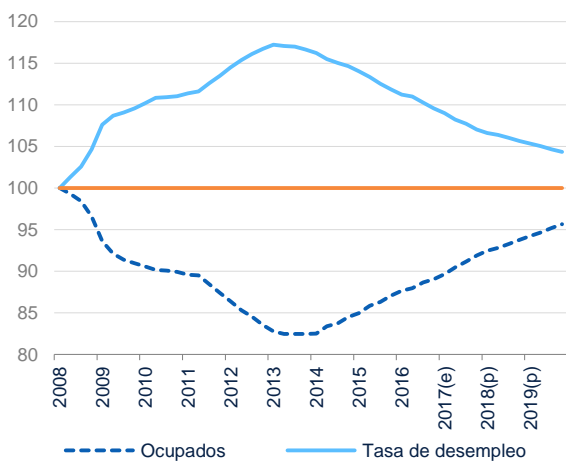
Incluso a finales de 2019, el empleo no habrá recuperado sus niveles precrisis

2019. Aunque se espera que la población activa aumente alrededor de tres décimas en 2018 y en 2019, se estima que el crecimiento del empleo se traduzca en una **disminución de más de tres puntos de la tasa de paro hasta el 14% en 2019**. Así pues, si bien la recuperación del mercado laboral se prolongará durante el bienio 2018-

2019, todavía queda un largo camino por recorrer para alcanzar los niveles precrisis. Como ilustra el Gráfico 3.14, a finales de 2019 el nivel de empleo se situará en torno a un 4% por debajo del existente a comienzos de 2008, mientras que la tasa de desempleo será cuatro puntos mayor. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo – que crecerá alrededor del 2% en promedio en el bienio 2018-2019– sugieren un repunte exiguo de la productividad aparente del factor trabajo (véase el Gráfico 3.15).

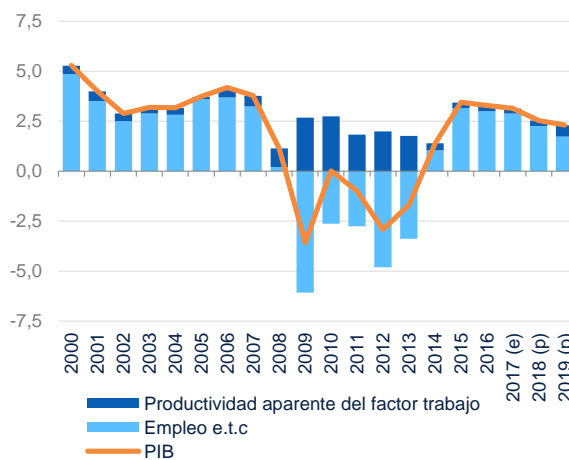
El incremento del 4% del salario mínimo interprofesional (SMI) en 2018 apenas condiciona las perspectivas del mercado laboral, dado el reducido porcentaje de trabajadores que lo perciben y la expectativa de que no se transmita al resto de la distribución salarial. En todo caso, sí puede dificultar el acceso al empleo de ciertos colectivos. Al respecto, BBVA Research (2017) advirtió que el aumento del SMI en 2017 dañaría la empleabilidad de colectivos que muestran una mayor exposición a contratos ligados al SMI: las mujeres, los jóvenes, los extranjeros, los menos cualificados, los contratados a tiempo parcial, los temporales y quienes cuentan con una menor antigüedad en la empresa¹⁴.

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.15 España: crecimiento de la productividad aparente del trabajo (%)



Fuente: BBVA Research

La tendencia de la inflación será positiva, aunque moderada

A pesar del aumento reciente en los precios de la energía, el arranque de 2018 continuará estando marcado por el agotamiento del efecto base tras los mayores repuntes observados hace un año. **La inflación general se acentuará a partir del segundo trimestre y el año se cerrará con una media anual en torno al 1,6%**, dos décimas por encima de la estimada hace tres meses, que se explican por la revisión al alza en el precio de las materias primas. Por su parte, **la inflación subyacente mantendrá una tendencia gradual al alza (1,2% en promedio anual para**

14: Más detalles en Archondo, I., J. R. García y C. Ulloa (2017): "Repercusiones del aumento del salario mínimo en España", Observatorio Económico BBVA, mar-17. Disponible en: <https://goo.gl/baXZ7a>

2018), apoyada en la reducción esperada de la tasa de paro y en los estímulos que todavía otorga la política monetaria. En 2019 los precios subyacentes seguirán creciendo (1,4% en promedio anual) lo que, junto a los precios de la energía, situará a la inflación general en el 1,7%.

De cumplirse estas estimaciones, **el diferencial de inflación general respecto al área del euro se mantendrá prácticamente cerrado durante el bienio 2017-2018** tras situarse en posición desfavorable a España en 2017

La economía no perderá competitividad (0,5pp en promedio). Igualmente, en términos del componente subyacente el diferencial de inflación será prácticamente nulo.

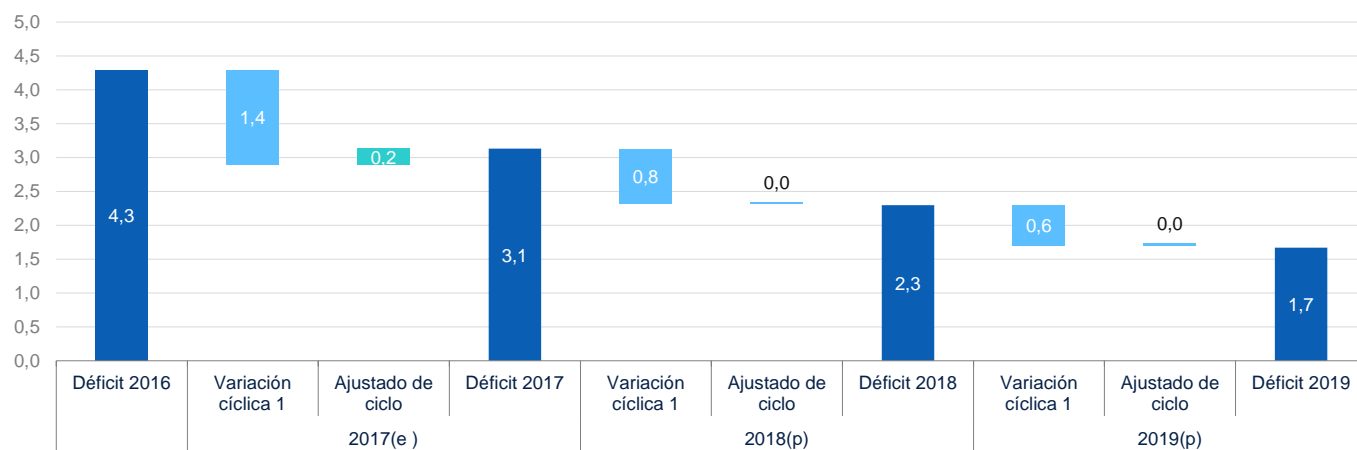
La recuperación cíclica favorece el cumplimiento de los objetivos de estabilidad del próximo bienio

La información disponible hasta septiembre de 2017 sobre la ejecución presupuestaria del conjunto de las administraciones públicas confirma el tono prácticamente neutral de la política fiscal, tal y como se preveía a comienzos de ese año. Si bien se estima un ajuste en la ratio de gasto sobre PIB en 2017 (un punto porcentual por debajo del observado en 2016), dicho ajuste habría tenido origen en la mejora del mercado laboral –que aminora el importe de las prestaciones por desempleo-, en los menores costes de la financiación, y en un ritmo de crecimiento del resto del gasto público por debajo de el del PIB nominal. **Por el lado de los ingresos, el impacto de las**

España saldrá del protocolo de déficit excesivo en 2018 **medidas adoptadas en el último trimestre de 2016 resultó algo menor a lo esperado**, aunque suficiente para facilitar cerrar 2017 con un déficit en torno al 3,1% del PIB, lo que supone una reducción de 1,2 pp del PIB, y el cumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria.

A lo largo del bienio 2018-2019, el ciclo económico continuará aminorando el déficit, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por la reducción de las prestaciones sociales, a lo que se sumará una menor carga de intereses. Así, dada la ausencia de nuevos anuncios de política de ajuste, **el déficit de se reduciría tan sólo por el impacto del ciclo, y se situaría en torno al 2,4% del PIB en 2018 y el 1,7% del PIB** en 2019, ligeramente por encima de los objetivos de estabilidad requeridos por la Comisión Europea (véase el Gráfico 3.16).

Gráfico 3.16 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

En este contexto, se estima que el saldo primario estructural se habría deteriorado en torno a 0,2pp del PIB en 2017, mientras que para 2018 y 2019 se prevé una estabilización del mismo en torno al -0,1% del PIB. De esta forma, la corrección estructural de las cuentas públicas ayudará a acercarse al cumplimiento de los objetivos de déficit, pero seguirá estando lejos del ritmo de ajuste recomendado por la Comisión (0,5pp anual) para reducir significativamente el elevado nivel de deuda pública (se estima un 98,2% del PIB en 2017).

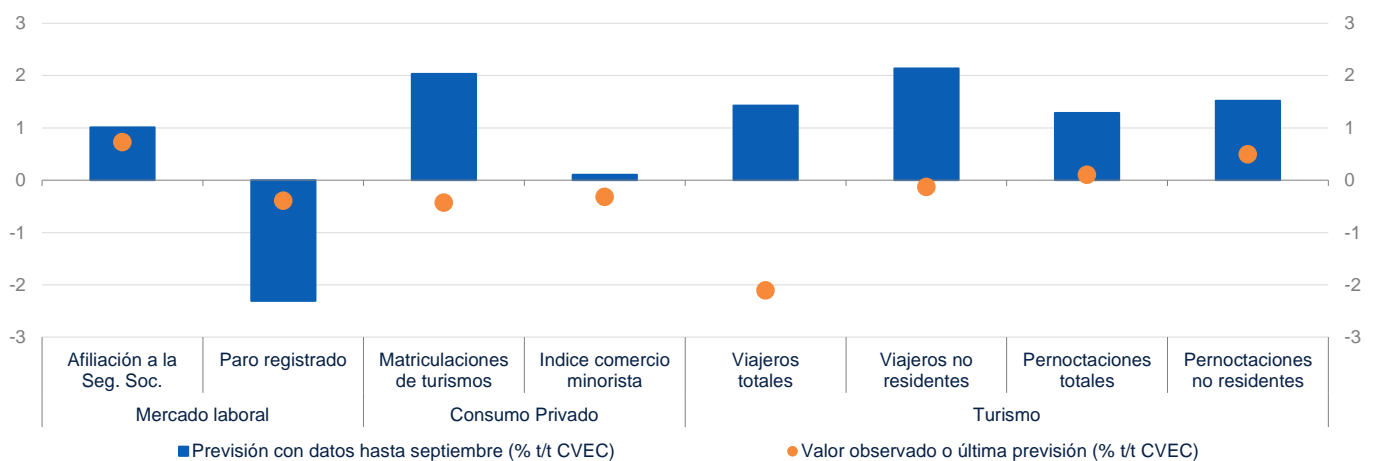
Los riesgos sobre el escenario siguen siendo relevantes

Si bien las previsiones contempladas en esta publicación no difieren significativamente de las presentadas hace tres meses, continúan habiendo algunos **riesgos**. 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 dificultades para formar gobierno en Alemania y de las próximas elecciones en Italia permanecen como una incógnita adicional en el panorama exterior.

En el entorno doméstico, **la incertidumbre sobre la política económica sigue siendo relevante tras las elecciones en Cataluña**, a pesar de haberse moderado respecto al máximo histórico alcanzado a principios de octubre. Aunque hasta ahora se mantienen las tendencias favorables para el conjunto de la economía española, sí que se observa una evolución algo peor que la esperada en algunos indicadores del mercado laboral, consumo y turismo, sobre todo en Cataluña (véase el Gráfico 3.17). Adicionalmente, los agregados bursátiles españoles y la prima de riesgo acusan un peor comportamiento que el observado en otros países del entorno lo que, probablemente, se dejará notar en la economía real durante los próximos meses (véase el Gráfico 3.18). Así, las estimaciones de BBVA Research indican que la incertidumbre sobre la política económica observada hasta la fecha podría restar entre 0,1pp y 0,3pp al

crecimiento del PIB en 2018 y 2019 (entre 0,3pp y 1,0pp para Cataluña) (Véase Gráfico 3.19)¹⁵. Si la incertidumbre no se disipa favorablemente, o peor aun, si se incrementa, podría tener un impacto más relevante sobre las decisiones económicas de empresas y familias.

Gráfico 3.17 Cataluña: datos observados y previsiones en un escenario de ausencia de incertidumbre política económica (% t/t CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de ANFAC, INE y MEySS

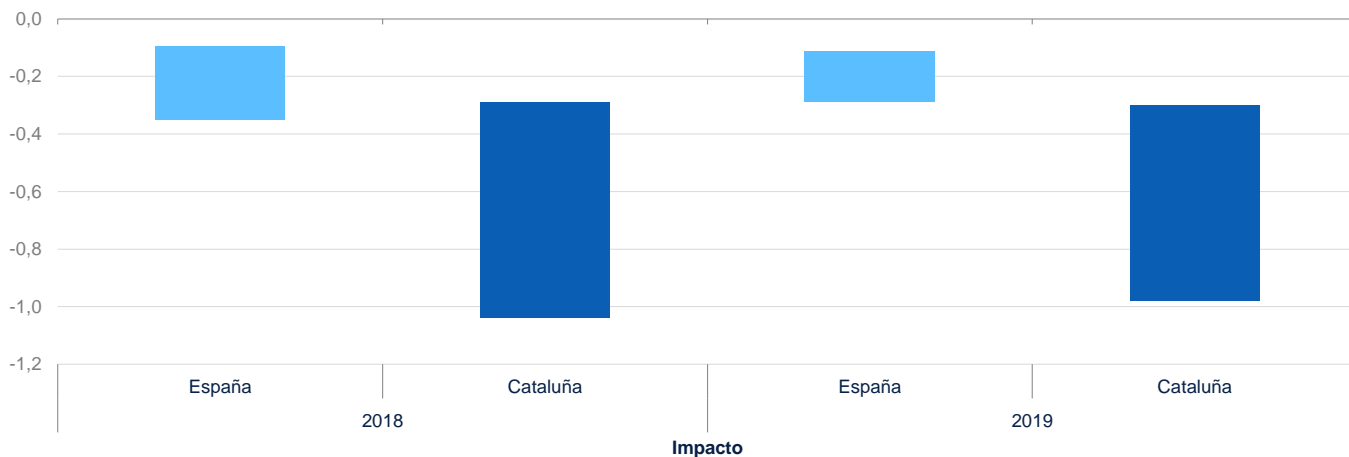
Gráfico 3.18 Indicadores financieros (Índice sep-17=100, medias mensuales)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

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>

Gráfico 3.19. España y Cataluña: impacto estimado de la incertidumbre de política económica en el PIB (desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base)



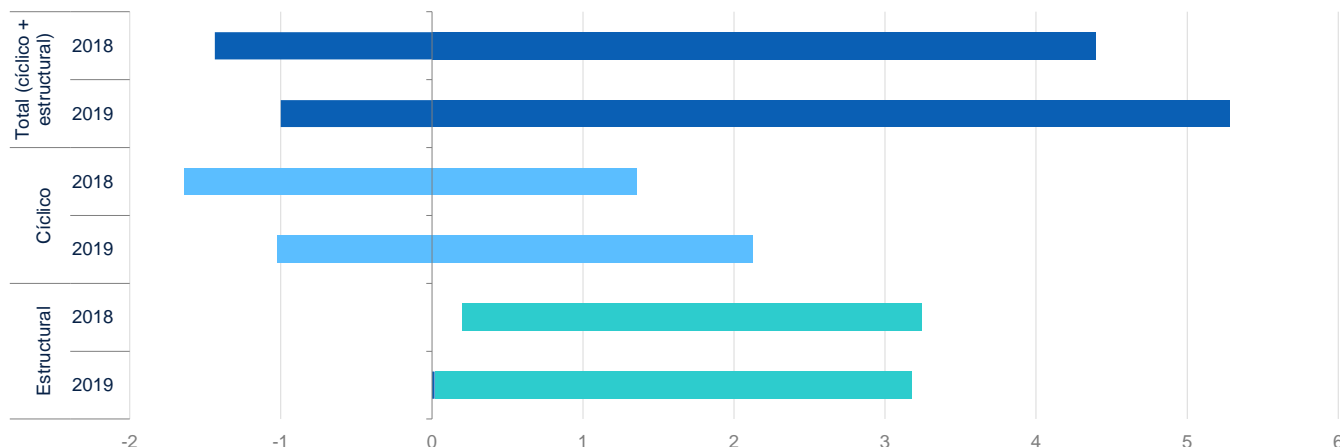
Fuente: BBVA Research

En el plano fiscal, aunque España saldrá del protocolo de déficit excesivo en 2018 persistirán retos importantes. En términos de las cuentas públicas, los riesgos se concentran en las presiones al alza sobre el gasto público derivadas de las próximas elecciones municipales y autonómicas en 2019, así como en los desembolsos puntuales destinados al rescate de algunas autopistas de peaje¹⁶. Igualmente, existe incertidumbre sobre los ingresos públicos, dada la situación actual de prórroga presupuestaria y las importantes desviaciones sobre las previsiones iniciales observadas en los últimos ejercicios. Por otro lado, el cumplimiento de los objetivos de estabilidad y la situación superavitaria de las corporaciones locales abre la posibilidad a una relajación en la aplicación de la regla de gasto. A más largo plazo, los retos se centran en mejorar la eficiencia del gasto público, garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas y abordar una reforma integral de la financiación territorial.

Por otro lado, **no se puede descartar un agotamiento** de la recuperación del empleo, como consecuencia de restricciones de capacidad en algunos sectores o de falta de mano de obra cualificada. Así, a medida que el desempleo cíclico se absorba –esto es, que la tasa de paro se aproxime a su nivel estructural–, es posible que se observe una ralentización de la recuperación de la ocupación parcialmente compensada por un aumento de los salarios. Lo anterior podría aumentar la desigualdad entre aquellos que tienen un puesto de trabajo y los que no. Dadas las previsiones de BBVA Research de crecimiento del PIB y del empleo, el incremento de la remuneración por asalariado no debería superar el entorno del 2% en el bienio para que la tasa de paro disminuya en línea con las previsiones presentadas en esta publicación.

¹⁶: Actualmente hay abiertos procedimientos judiciales sobre ocho autopistas de peaje que podrían derivar en una responsabilidad patrimonial entre los 3.700 millones que estima el Tribunal de Cuentas y los 2.000 millones que el Gobierno ha incluido en el Plan presupuestario para 2018.

Gráfico 3.20 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

En resumen, el entorno actual trae consigo un coste de oportunidad relevante para España, ya que está parece estar retrasando la discusión sobre las reformas que ayudarían a reducir más rápidamente los desequilibrios estructurales y/o prepararían a la economía para crecer cuando los vientos externos no sean tan favorables. Hacia delante, sería conveniente construir los consensos necesarios para que la prioridad legislativa pudiese concentrarse en la consolidación de la recuperación y la reducción de la desigualdad. En particular, resultan clave mejoras en el funcionamiento del mercado laboral, el sistema de pensiones y la financiación autonómica.

4. Cuadros

Cuadro 4.1 Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Promedio anual, %)	2015	2016	2017	2018	2019
EE. UU.	2,9	1,5	2,2	2,6	2,5
Eurozona	2,0	1,8	2,4	2,2	1,8
Alemania	1,5	1,9	2,6	2,4	1,8
Francia	1,0	1,1	1,9	1,9	1,6
Italia	0,9	1,1	1,6	1,5	1,3
España	3,4	3,3	3,1	2,5	2,3
Reino Unido	2,3	1,9	1,4	1,2	1,4
Latam *	-0,1	-1,0	1,1	1,7	2,5
México	3,3	2,9	1,9	2,0	2,2
Brasil	-3,5	-3,4	1,0	2,1	3,0
Eagles **	4,8	5,2	5,4	5,4	5,5
Turquía	6,1	3,2	7,0	4,5	4,3
Asia Pacífico	5,6	5,6	5,6	5,5	5,5
Japón	1,4	0,9	1,4	1,0	1,2
China	6,9	6,7	6,7	6,3	6,0
Asia (ex. China)	4,6	4,7	4,6	4,7	5,0
Mundo	3,4	3,3	3,7	3,8	3,8

* 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 enero de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

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

(Promedio anual, %)	2015	2016	2017	2018	2019
EEUU	2,13	1,84	2,33	2,62	3,02
Alemania	0,52	0,13	0,37	0,76	1,25

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

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio

(Promedio anual, %)	2015	2016	2017	2018	2019
EUR-USD	0,90	0,90	0,89	0,83	0,81
USD-EUR	1,11	1,11	1,13	1,20	1,23
USD-GBP	1,53	1,35	1,29	1,34	1,44
JPY-USD	121,07	108,82	112,20	115,38	119,33
CNY-USD	6,23	6,64	6,76	6,69	7,07

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

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4 Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

(Fin de periodo, %)	2015	2016	2017	2018	2019
EEUU	0,50	0,75	1,50	2,25	2,75
Eurozona	0,05	0,00	0,00	0,00	0,50
China	4,35	4,35	4,35	4,35	4,10

Fecha de cierre de previsiones: 12 de enero 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, %)	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB a precios constantes	2,0	1,8	2,4	2,2	1,8
Consumo privado	1,8	2,0	1,8	1,7	1,6
Consumo público	1,3	1,7	1,1	1,2	1,1
Formación bruta de capital fijo	3,0	4,5	4,1	4,1	3,3
Inventarios (*)	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	1,9	2,3	2,2	2,1	1,8
Exportaciones (bienes y servicios)	6,1	3,3	4,7	3,7	3,6
Importaciones (bienes y servicios)	6,5	4,7	4,6	3,9	4,1
Demanda externa (*)	0,1	-0,5	0,2	0,1	0,0
Precios					
IPC	0,0	0,2	1,5	1,5	1,6
IPC subyacente	0,8	0,8	1,1	1,3	1,6
Mercado laboral					
Empleo	1,0	1,3	1,6	1,3	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	10,9	10,0	9,1	8,3	7,9
Sector público					
Déficit (% PIB)	-2,1	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8
Deuda (% PIB)	89,9	88,9	86,5	83,6	81,0
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,1	3,3	3,3	3,2	3,0

(p) previsión.
Fecha cierre de previsiones: 12 de enero de 2017.
Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

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

(Promedio anual, %)	2015	2016	2017	2018	2019
Actividad					
PIB real	3,4	3,3	3,1	2,5	2,3
Consumo privado	3,0	2,9	2,5	2,2	1,9
Consumo público	2,1	0,8	1,2	1,8	1,9
Formación Bruta de Capital	6,5	3,3	5,0	3,7	4,4
Equipo y Maquinaria	11,5	5,0	6,2	3,5	4,3
Construcción	3,8	2,4	4,3	3,4	4,1
Vivienda	-1,0	4,4	7,6	5,3	5,7
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	3,9	2,5	2,6	2,4	2,3
Exportaciones	4,2	4,8	5,1	4,4	5,2
Importaciones	5,9	2,7	3,9	4,4	5,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,4	0,7	0,5	0,2	0,0
PIB nominal	4,1	3,6	4,1	4,2	4,4
(Miles de millones de euros)	1080,0	1118,5	1164,9	1213,8	1266,7
PIB sin inversión en vivienda	3,6	3,2	2,9	2,4	2,1
PIB sin construcción	3,4	3,4	3,0	2,4	2,1
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	3,0	2,7	2,7	2,5	2,0
Tasa de paro (% población activa)	22,1	19,6	17,1	15,3	14,0
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,2	3,0	2,9	2,2	1,7
Productividad aparente del factor trabajo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,5	-0,2	2,0	1,6	1,7
IPC (fin de periodo)	0,0	1,0	1,5	1,2	1,9
Deflactor del PIB	0,6	0,3	1,0	1,6	2,0
Remuneración por asalariado	1,6	-0,3	0,0	1,6	2,4
Coste laboral unitario	1,4	-0,6	-0,2	1,3	1,8
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,9	1,8	1,9	1,7
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	99,4	99,0	98,1	96,4	94,1
Saldo AA.PP. (% PIB)	-5,2	-4,3	-3,1	-2,3	-1,7
Hogares					
Renta disponible nominal	2,2	2,0	2,8	4,6	4,9
Tasa de ahorro (% renta nominal)	8,8	7,9	6,4	7,4	8,4

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p) previsión.

Fecha cierre de previsiones: 12 de enero 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
- BOE: Boletín Oficial del Estado
- CC. OO: Comisiones Obreras
- CEOE: Confederación Española de Organizaciones Empresariales
- CEPYME: Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa
- CG: Consejo de Gobierno
- CNTR: Contabilidad Nacional Trimestral
- CVEC: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario
- EAE – BBVA: Encuesta de Actividad Económica de BBVA
- EAGLES: Economías emergentes y líderes del crecimiento (Emerging and Growth-Leading Economies)
- EPA: Encuesta de Población Activa
- E.t.c: Empleo equivalente a tiempo completo
- Euríbor: Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro interbank Offered Rate)
- EE.UU: Estados Unidos de América
- FED: Reserva Federal (Federal Reserve System)
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- GDELT: La Base de Datos Global de eventos, idioma y tono
- IPC: Índice de Precios al Consumo
- JPY: Yen Japonés
- 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
- QE: Flexibilización cuantitativa (Quantitative easing)
- RDL: Real Decreto-Ley
- SMI: Salario mínimo interprofesional
- TAE: Tasa anual equivalente
- TPV: Terminal Punto de Venta
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria
- UGT: Unión General de Trabajadores
- USD: Dólar Estadounidense

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

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

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.izquierdo@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

maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

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

Dépósito Legal: M-31254-2000