

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

**BBVA** Research

# Situación España

Cuarto trimestre 2018

Unidad de España y Portugal

The slogan "Creando Oportunidades" is written in a teal, sans-serif font on a white background.

Creando Oportunidades

## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Entorno global: el crecimiento se modera ligeramente y los riesgos se intensifican</b>	<b>6</b>
<b>3. Perspectivas de crecimiento de la economía española</b>	<b>11</b>
<b>4. Tablas</b>	<b>27</b>
<b>5. Glosario</b>	<b>31</b>

Fecha de cierre: **11 de octubre de 2018**

# 1. Editorial

**Se revisan a la baja las expectativas de crecimiento del PIB en España hasta el 2,6% en 2018 y el 2,4% en 2019 (tres y una décima menos, respectivamente, que nuestro escenario de hace tres meses), debido a que la actividad no avanzó tanto como se estimaba durante el primer semestre del año.** De particular importancia para explicar la desaceleración es la caída en el crecimiento tanto de las exportaciones como del consumo privado. Respecto a las ventas de bienes al exterior, algunos factores que han afectado negativamente a su evolución podrían revertirse durante la segunda parte del año. Sin embargo, otros que han incidido sobre el gasto de los hogares o sobre el sector turístico podrían perdurar. Hacia delante, se espera que el crecimiento se mantenga fuerte, aunque por debajo del promedio de los últimos tres años, debido a la recuperación prevista de la demanda externa, la posible reversión de la tendencia alcista en el precio del petróleo y el impulso de las políticas monetaria y fiscal. En todo caso, los riesgos continúan siendo numerosos y la incertidumbre acerca de su realización podría ser suficiente para aminorar el crecimiento durante los próximos meses por debajo de nuestras previsiones.

**Como se ha mencionado, el crecimiento del PIB en la primera mitad de 2018 presentó una peor evolución de la que se estimaba.** La reciente revisión de los datos de Cuentas Nacionales por parte del INE mostró que durante el primer trimestre del año el avance del producto habría sido una décima inferior a lo inicialmente publicado (0,7% vs. 0,8%). Adicionalmente, a pesar del fuerte crecimiento del empleo, el aumento del PIB durante el segundo trimestre estuvo dos décimas por debajo de lo estimado por BBVA Research (0,6% frente a 0,8%). Lo anterior explica la totalidad de la revisión a la baja en el crecimiento esperado para el promedio del año desde el 2,9 al 2,6% a/a. La desaceleración proviene de un incremento algo menor del consumo privado y de las exportaciones de bienes y, más recientemente, también de las de servicios turísticos. En contrapartida, la inversión, tanto en construcción como en maquinaria y equipo, se mantiene con crecimientos relativamente elevados.

**Durante el tercer trimestre del año, la variación del PIB podría haber repuntado hasta el 0,7% t/t.** Esto sería consecuencia de la recuperación en el gasto en consumo, tanto público como privado, después del práctico estancamiento observado entre abril y junio. Aunque se espera una aceleración de las exportaciones de bienes, ésta podría ser compensada por la caída en los flujos turísticos. Finalmente, la contribución de la inversión al crecimiento podría ralentizarse temporalmente dados los elevados aumentos registrados durante la primera parte del año.

**Hacia delante, se espera que el crecimiento se mantenga relativamente elevado y se sitúe más de medio punto por encima del de la UEM.** Así, las exportaciones de bienes podrían acelerarse dada la continuación de la recuperación en los principales socios comerciales, la reciente depreciación del euro frente al dólar, las expectativas de una reversión parcial en la actual tendencia en el precio del petróleo, la ausencia de presiones inflacionarias a nivel doméstico y el excelente comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo. Asimismo, la política monetaria continuará siendo expansiva y los bajos tipos de interés seguirán incentivando el crecimiento de la demanda de crédito. Esto puede ser especialmente favorable para la recuperación del segmento residencial del sector de la construcción, intensivo en el uso de mano de obra y cuya contribución a la creación de empleo debería ir en aumento. Finalmente, la política fiscal se ha vuelto expansiva. Esto se refleja ya en el aumento de la inversión pública y podría consolidarse durante los próximos meses a medida que los estímulos aprobados en los Presupuestos Generales del Estado para 2018 vayan poniéndose en marcha.

**En todo caso, también se prevé la consolidación de un entorno de menor crecimiento de la economía española respecto a años pasados.** En primer lugar, porque la tendencia de moderación del consumo privado se prolongará en el tiempo. En particular, la “demanda embalsada” parece haberse agotado. Durante los dos últimos años, el gasto de las familias ha crecido por encima de lo consistente con el ritmo de recuperación de

variables como su renta disponible y su riqueza, tanto financiera como inmobiliaria, y con la evolución de la tasa de ahorro, históricamente reducida. Así, buena parte de la compra de bienes (duraderos) en los últimos años habría sido consecuencia de posponer el gasto durante la crisis y de su posterior realización una vez reducida la incertidumbre.

**En segundo lugar, aumentan las dudas sobre la sostenibilidad de la contribución del turismo a la creación de empleo.** Existen distintos factores que pueden explicar la ralentización de los flujos turísticos. Aunque algunos tienen una naturaleza temporal, otros apuntan a que el sector podría reducir su contribución a la recuperación en un futuro cercano. Por ejemplo, las empresas han perdido competitividad-precio durante los últimos años. Primero, como consecuencia de las restricciones de capacidad que se han ido generando en algunos destinos y el aumento de precios resultante. Segundo, gracias a la apreciación del euro frente al dólar observada en la segunda mitad del año anterior. Por otro lado, las externalidades negativas que ha producido la expansión del sector han generado un aumento en la regulación que podría haber contribuido a su desaceleración. Asimismo, el crecimiento de la demanda interna en los principales países de origen de los turistas que visitan España ha perdido dinamismo. Finalmente, los atentados terroristas del año pasado en Cataluña, junto con la mejora en la percepción de seguridad en destinos alternativos, contribuirían a explicar el debilitamiento del sector. Algunos de estos factores han revertido ya, como la apreciación del tipo de cambio, o se espera que lo hagan en los próximos trimestres, como el encarecimiento del petróleo. Más aún, las empresas tomarán medidas, por ejemplo concentrándose en segmentos con mayor valor añadido. En todo caso, se espera que la tendencia de redireccionamiento de los turistas hacia otros destinos continúe y que tenga un impacto negativo en los márgenes del sector, en la inversión y en la capacidad de creación de empleo.

**En tercer lugar, el precio del petróleo ha aumentado considerablemente respecto a los valores observados hace un par de años.** La primera respuesta de las empresas exportadoras parece haber sido la de absorber en márgenes el incremento en los costes de transporte, sin trasladar a sus clientes el aumento en el valor de los insumos. Lo anterior parece no haber afectado de manera importante a la inversión o a la creación de empleo. En todo caso, esto podría ser temporal si se consolida un escenario de mantenimiento de precios alrededor de los actuales niveles, o incluso incrementos adicionales.

**Por último, la incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada, tanto a nivel global como en España.** Así, el aumento de los conflictos comerciales entre algunas de las principales economías del mundo pone en riesgo la globalización como mecanismo de generación de riqueza, y podría estar ya teniendo efectos negativos sobre la inversión y el crecimiento. Adicionalmente, la probabilidad de que no se alcance un acuerdo sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea va en aumento. A esto se suma la propuesta por parte del Gobierno italiano de exceder los objetivos de déficit previamente establecidos para los próximos años, lo que lo puede llevar a un enfrentamiento con las instituciones europeas y a un repunte de las primas de riesgo periféricas. Por otro lado, la Reserva Federal de los EE. UU. continúa aumentando el tipo de interés de referencia en dólares, lo que ha provocado una recomposición de carteras de inversión y una mayor volatilidad en los flujos hacia mercados emergentes, algunos de los cuales han exacerbado la reacción con errores de política económica. A este respecto, el impacto negativo parece estar acotado a países a los que España tiene una exposición reducida en términos comerciales. Sin embargo, el riesgo de un escenario de contagio hacia otros mercados se mantiene.

**En España, es necesario reducir la incertidumbre sobre las medidas que se implementarán durante los próximos años, dada la desaceleración que muestra la economía, los elevados desequilibrios que persisten y un entorno externo cada vez más vulnerable.** Si se cumplieran las previsiones que se presentan en esta publicación, el déficit público caería al 2,2% del PIB a finales del siguiente año en un escenario sin cambios de política económica y, por lo tanto, sin nuevas medidas fiscales. Esto supone que para reducirlo a niveles, entre el 1,3% y el 1,8% del PIB (que son los objetivos de estabilidad en debate), deberían aprobarse medidas de ajuste adicionales, más allá de las que se incluyan para compensar cualquier aumento en el gasto

que pudiera darse. Además, es deseable que la reducción del déficit público se haga minimizando el impacto sobre la actividad económica, evaluando el gasto, identificando y eliminando el que sea ineficiente, y dando certidumbre sobre la sostenibilidad a largo plazo. A este respecto, sería importante evitar la implementación de medidas que agraven el desequilibrio en el sistema de pensiones y pospongan su resolución. Si se decide aumentar la carga fiscal, debería hacerse siguiendo estrictos criterios de eficiencia, es decir, con mayor imposición indirecta, fomentando el ahorro y los flujos estables de financiación en una sociedad todavía dependiente de la financiación externa y cuidando de no afectar la competitividad de las empresas, bajo el riesgo de reducir la inversión, la innovación, la creación de empleo o el crecimiento de la productividad. Finalmente, una de las mejores maneras de impulsar un crecimiento inclusivo, con aumento de los salarios en función de la productividad, es a través de reformas ambiciosas del mercado laboral que reduzcan la tasa de desempleo estructural y la temporalidad, y que continúen avanzando en la determinación de las remuneraciones de los trabajadores en función de la situación de la empresa, en un entorno de mayor competencia en los mercados de productos.

## 2. Entorno global: el crecimiento se modera ligeramente y los riesgos se intensifican

La economía global sigue mostrando datos positivos, pero en un entorno de dudas crecientes. La inercia del crecimiento ha continuado en los últimos tres meses, prolongada por el efecto del estímulo fiscal en EE. UU. y una cierta estabilidad de las economías china y europea. Sin embargo, **se ha intensificado la escalada proteccionista entre EE. UU. y China**, mientras que la apreciación del dólar se ha reflejado en un aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes que, aunque con una clara diferenciación entre países, ha supuesto un importante ajuste en aquellas que son más vulnerables, como Turquía y Argentina. En este contexto, tanto **la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) avanzan en la normalización de la política monetaria**, lo que supone un endurecimiento paulatino de las condiciones monetarias que seguirá presionando a las economías emergentes en los próximos trimestres. A pesar ello, no parece que estemos ante una crisis sistémica en estos países. Ante un escenario global de relativa continuidad con una ligera desaceleración en 2019, el principal riesgo en el corto plazo continúa siendo el proteccionismo.

### Ligera ralentización del crecimiento global en la segunda mitad de 2018 y menor sincronización

Los datos disponibles hasta septiembre sugieren que **el crecimiento mundial se habría desacelerado nuevamente en el tercer trimestre del año** (BBVA-GAIN: 0,9% trimestral frente al 1,0% en el 2T18) (véase el Gráfico 2.1) y se habrían **intensificado las diferencias por regiones**. La fortaleza de la economía de EE. UU. contrasta con la moderación en China y en la Eurozona y, sobre todo, con las correcciones observadas en las economías emergentes más vulnerables al aumento de las tensiones financieras.

El **crecimiento del sector industrial es moderado** y sigue sin recuperarse del mal desempeño de principios de año. Este comportamiento **parece reflejar más el empeoramiento de las perspectivas sobre la demanda interna en los países emergentes que el sólido avance del comercio global** hasta agosto. No obstante, todavía es pronto para que los datos de comercio reflejen los posibles efectos negativos de la escalada proteccionista protagonizada por EE. UU. y China. Al contrario, ambas economías podrían haberse visto favorecidas por el adelanto de algunos intercambios comerciales ante la amenaza de nuevas subidas arancelarias.

**Los indicadores de confianza hasta agosto también apuntan a la moderación gradual del crecimiento mundial, si bien continúan en niveles elevados.** El deterioro de la confianza del sector manufacturero se debe al empeoramiento de las expectativas de empleo y de los pedidos del exterior, afectados por la incertidumbre sobre las relaciones comerciales y por la necesidad de algunas economías emergentes de reducir sus niveles de déficit externo. Las perspectivas sobre la evolución del sector servicios también se han deteriorado, aunque se mantienen por encima de la media histórica, en parte apoyadas en la fortaleza de la demanda doméstica en las economías desarrolladas. En concreto, las ventas al por menor sugieren que la tendencia a la baja del gasto de los hogares durante los últimos meses se ha detenido, por lo que **el consumo probablemente seguirá contribuyendo al crecimiento mundial.**

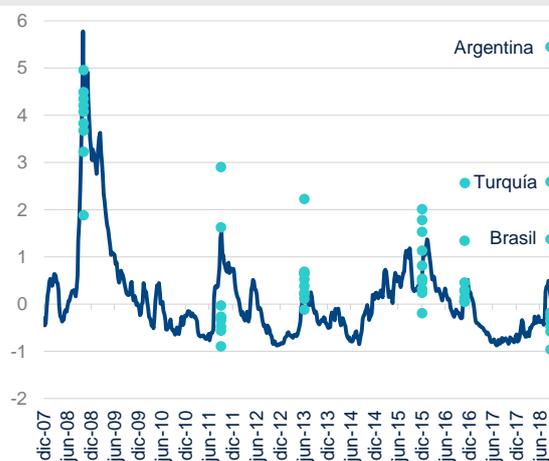
**La evolución de los precios de las materias primas ha moderado la inflación tras el repunte del primer semestre. La subyacente, por su parte, permanece contenida,** pero se espera que aumente de forma gradual como consecuencia de la solidez de la demanda interna en las economías avanzadas y de la traslación a precios de las depreciaciones de las monedas en las economías emergentes.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial (% t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Índice BBVA de tensiones financieras para economías emergentes (índice normalizado)



Fuente: BBVA Research

## La normalización de la política monetaria y el aumento de la incertidumbre seguirán presionando a las economías emergentes

A pesar de confirmarse los signos de moderación de la economía mundial en el último trimestre, **la inercia global continúa siendo positiva, sobre todo en las economías desarrolladas, y refuerza el proceso de normalización en marcha de los principales bancos centrales en los próximos trimestres**, lo que seguirá afectando a las condiciones financieras en los mercados emergentes. En este entorno, **el sentimiento de aversión al riesgo de los inversores se ha prolongado y ha afectado, sobre todo, a los países emergentes más vulnerables**, es decir, aquellos con mayores necesidades de financiación externa y elevado endeudamiento en moneda extranjera (véase el Gráfico 2.2).

En este contexto, sobresalieron las repercusiones sobre **Argentina y Turquía**. Sus divisas se depreciaron un 30% y un 24% durante los últimos tres meses, respectivamente, a la vez que su prima de riesgo aumentó. Sin embargo, **las tensiones se moderaron tras la adopción de medidas en materia monetaria y fiscal**. Por otro lado, las disputas comerciales continúan, pero con efectos hasta ahora limitados, a lo que ha ayudado el hecho de que **China haya estabilizado su divisa y frenado la desaceleración del crecimiento** a través de estímulos de política económica.

El otro foco de atención en los mercados ha sido **Europa**, y por un doble motivo. En primer lugar, **el riesgo ligado a Italia se ha incrementado** durante el verano y, sobre todo, tras la propuesta fiscal del gobierno –que se desvía de la senda marcada por la Comisión Europea– con la consecuente ampliación de la prima de riesgo italiana hasta los 300 puntos básicos. Con todo, el contagio al resto de países periféricos ha sido muy limitado. En segundo lugar, el **impasse en el que se encuentran las negociaciones del *brexit*** ha aumentado la probabilidad de una salida de la UE sin acuerdo.

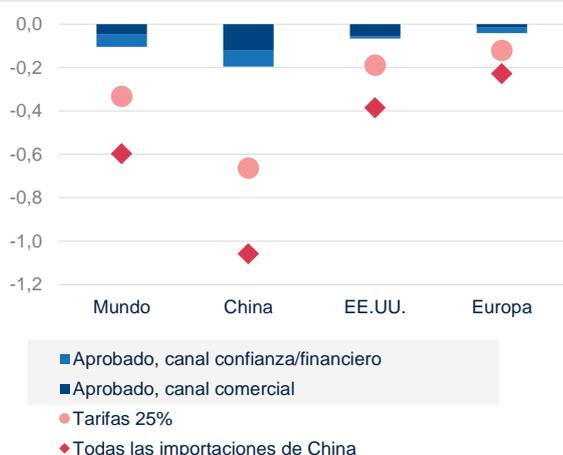
El **tensionamiento de las condiciones globales de financiación continuará muy probablemente en el horizonte de previsión**. Por un lado, la **Fed prosigue con la normalización de su política monetaria**. Tras incrementar 75 puntos básicos (pb) su tipo de intervención en lo que va de año (actualmente en el 2,25%), se espera **una subida adicional de 25 pb hasta alcanzar el 2,5% al cierre de este año y el 3,25% a finales de**

**2019.** Por su parte, el BCE ha iniciado su estrategia de salida (ver más abajo). Unido a esto, se ha mantenido la presión de apreciación sobre el dólar frente a las principales divisas, impulsada por los flujos de huida hacia la calidad y un diferencial de tipos crecientemente favorable.

**La incertidumbre sobre la escalada proteccionista sigue siendo elevada.** A pesar de que las tensiones comerciales entre EE. UU y algunas áreas se han relajado por el momento, el acuerdo con México y Canadá todavía tiene que ser ratificado. Además, se reabrirán las negociaciones sobre el sector de automoción con Europa después de las elecciones estadounidenses en noviembre. Entretanto, **ya se han materializado algunas de las amenazas proteccionistas de EE. UU. a China**, con sus respectivas contramedidas por parte del país asiático. EE. UU. ha aprobado una subida de aranceles hasta el 10% para importaciones de productos chinos por valor de 200.000 millones de dólares, que se suman así a los 50.000 millones de dólares de importaciones gravadas con aranceles del 25%. Por su parte, China ha reaccionado aumentando sus aranceles hasta el 10% para importaciones estadounidenses por valor de 60.000 millones de dólares, adicionales al incremento de hasta el 25% a productos por valor de 50.000 millones de dólares. **El impacto sobre el PIB de estas medidas**, junto con el de las ya aprobadas para las importaciones al acero y al aluminio, **a través del canal comercial es limitado** (alrededor de una décima de PIB para China). Sin embargo, a este impacto directo se podrían añadir otros **efectos indirectos como consecuencia del descenso en la confianza de los agentes económicos y de las repercusiones en los mercados financieros**, que repercutirían principalmente sobre China y otras economías emergentes y que podrían restar alrededor de otra décima de crecimiento (véase el Gráfico 2.3).

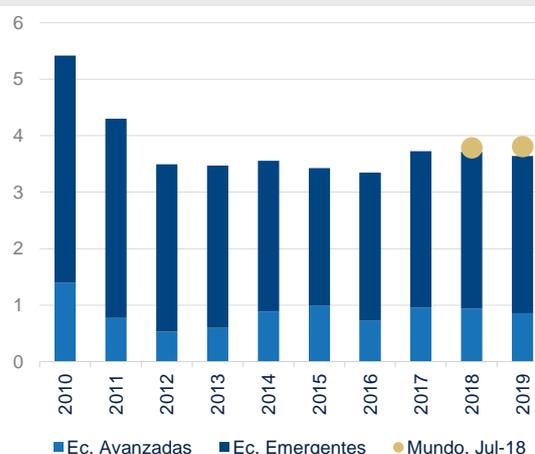
Las negociaciones con China probablemente se retomarán a finales de año, y si no satisfacen las demandas de EE. UU. (sobre todo, en materia de derechos de propiedad intelectual), **el arancel del 10% aprobado en septiembre podría aumentar hasta el 25% a partir de enero de 2019.** En este escenario, y asumiendo que China reacciona con la misma subida, **el impacto en el crecimiento sería más significativo.** Como se advierte en el Gráfico 2.3, el incremento de tarifas podría restar alrededor de siete décimas al crecimiento de la economía china y dos décimas al de la estadounidense, que supondrían tres décimas menos de avance del PIB mundial y una del europeo. Aunque las autoridades chinas están dispuestas a aplicar políticas para apoyar el crecimiento, una guerra comercial que afectase a todos sus intercambios comerciales podría hacer descarrilar la recuperación mundial.

Gráfico 2.3 Efecto sobre el crecimiento del PIB de subidas arancelarias de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-2020, pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.4 Previsiones crecimiento del PIB mundial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

## El BCE ha reafirmado su estrategia de salida y no anticipa subidas de tipos hasta la segunda mitad de 2019

En línea con lo esperado, en las dos reuniones que han tenido lugar durante el periodo estival el BCE reiteró que **el programa de compra de activos (APP) concluirá en diciembre de este año**, dado el progreso hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, a la vez que **mantuvo intacto el anclaje de las expectativas sobre los tipos de interés**.

El BCE dejó claro que el programa de compra de bonos continuará activo hasta final de año a un ritmo mensual de 15.000 millones de euros entre octubre y diciembre, cuando finalizarán las compras netas de activos. En lo que respecta a los tipos de interés, la autoridad monetaria mantiene el de referencia en el 0% y el de depósito en el -0,40%, pero repitió que los de referencia permanecerán sin cambios hasta el verano de 2019, al menos. En este contexto, sin alteraciones en el rumbo de la política monetaria, la expectativa de BBVA Research sobre la evolución **de los tipos de interés se mantiene, con un primer incremento del tipo de depósito en septiembre de 2019 (+15pb) y del tipo oficial de referencia (+25pb) en diciembre del mismo año**.

Con el final del programa de compra de activos a la vista, en **los próximos meses la atención se centrará en saber cómo se instrumentará la política de reinversión del principal de los valores adquiridos bajo el programa de compras APP que vayan venciendo, y cuándo y a qué ritmo subirán los tipos de interés**. Hasta ahora, el BCE parece estar satisfecho con las expectativas de los mercados, que descuentan una primera subida de tipos en octubre de 2019, y no parece tener prisa por hacer cambios en su orientación hacia adelante, aunque en la primera parte del próximo año se prevé que comience a dar pistas sobre ello.

## La revisión a la baja en las economías emergentes explica la moderación esperada del crecimiento global

**La previsión de crecimiento global se revisa alrededor de una décima a la baja tanto en 2018 como en 2019 hasta el 3,7% y el 3,6%** (véase Gráfico 2.4), respectivamente, en la medida que la ligera moderación anticipada para la segunda mitad del año en curso se consolide hacia delante. Esta desaceleración de la actividad global se explica **fundamentalmente por el menor avance previsto de algunas economías emergentes**, sobre todo de aquellas con mayores vulnerabilidades en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global.

**En EE. UU., el aumento del consumo y la solidez de la inversión respaldan un crecimiento del 2,8% en 2018 y 2019**. La fortaleza del consumo privado se apoya en el dinamismo del mercado de trabajo y el mayor crecimiento de los salarios, lo que refuerza el optimismo de los hogares. Por su parte, la inversión todavía se beneficia de unas condiciones financieras favorables y el aumento de los precios del petróleo. Sin embargo, la aceleración de la economía en el segundo trimestre parece transitoria tras el fuerte impulso del sector exterior, y se espera cierta moderación en los próximos trimestres debido a la apreciación del dólar. En este contexto, la fortaleza de la demanda interna, en parte impulsada por una política fiscal más expansiva, y el repunte del precio del petróleo han acelerado la inflación en lo que llevamos de año, mientras que la subyacente permanece estable alrededor del 2%.

**En China, las autoridades están llevando a cabo políticas más acomodaticias para intentar frenar la desaceleración de la demanda doméstica y contrarrestar el aumento del proteccionismo**. El buen desempeño de la economía en el primer semestre del año aconseja revisar la previsión de crecimiento del PIB ligeramente al alza en dos décimas hasta el 6,5% en 2018 y mantener la de 2019 en el 6%. En el ámbito fiscal, se están llevando a cabo reducciones de impuestos, tanto a trabajadores como a empresas, y se está favoreciendo el

incremento de la inversión en infraestructuras. En el monetario, las principales medidas están orientadas a animar a que los bancos extiendan el crédito a las pequeñas y medianas empresas y a estabilizar el tipo de cambio.

**En la Eurozona, la fortaleza de la demanda interna y unas políticas acomodaticias podrían compensar la mayor incertidumbre y la ralentización de la demanda global.** Tras la desaceleración observada en el primer trimestre, el crecimiento parece haberse estabilizado en lo que llevamos de año, por lo que **se mantienen las previsiones de crecimiento del PIB en el 2% en 2018 y el 1,7% en 2019.** Se anticipa un mayor apoyo del consumo privado, sustentado en la mejora del mercado laboral, y de la inversión, impulsada por unas condiciones financieras favorables y la absorción de la capacidad ociosa de las economías. La depreciación del euro desde el segundo trimestre de este año, sumada a un comercio mundial aún dinámico, seguirá dando soporte a las exportaciones, aunque no impedirá una menor contribución de la demanda externa por el dinamismo de las importaciones ligadas a la inversión. En este contexto, el repunte de la inflación ha respondido al encarecimiento de la energía, por lo que debería moderarse en los próximos meses si se mantienen los precios del petróleo, mientras que la inflación subyacente sólo aumentará gradualmente, sobre todo en 2019.

## **El proteccionismo y la estrategia de salida de la Fed, riesgos más significativos en el horizonte de previsión. La incertidumbre política en Europa cobra relevancia**

El escenario global sigue estando amenazado por riesgos a la baja. Por un lado, **la amenaza de una guerra comercial sigue sin disiparse y podría agravarse tras las elecciones de noviembre en EE. UU.**, sobre todo con China, pero también se reabrirán las negociaciones con la UE y Japón. Si bien el impacto directo de las medidas sería limitado, el riesgo de una guerra comercial **podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo en los mercados y frenar los flujos globales de inversión directa**, con el consiguiente impacto en el potencial de crecimiento global. Además, la **escalada del precio del petróleo** por las sanciones a Irán es también una amenaza a tener en cuenta por su potencial impacto asimétrico por países.

Por otro lado, en un entorno financiero más volátil, **el aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes podría intensificarse**, sobre todo en los países más vulnerables, **y tener un efecto amplificador de los riesgos globales.** La combinación de un avance del proteccionismo y una normalización más acelerada de la política monetaria de EE. UU., junto con una posible desaceleración de la economía mundial, podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes y elevar la probabilidad de un parón de flujos de capital. En este contexto, la posibilidad de un ajuste brusco de la economía China se mantiene, ya que algunas medidas orientadas a combatir la desaceleración de la demanda y los efectos de las medidas proteccionistas impuestas por EE. UU. podrían limitar o retrasar el proceso de desapalancamiento y de reestructuración de su economía.

Por último, **se han intensificado los riesgos políticos en Europa.** En Italia, el incremento previsto del déficit podría ampliar las dudas sobre la sostenibilidad de sus cuentas públicas, lo que elevaría aún más su prima de riesgo y acarrearía un potencial rebrote en las tensiones financieras de los mercados de bonos periféricos. Por último, no se puede descartar una eventual salida sin acuerdo de Reino Unido de la UE.

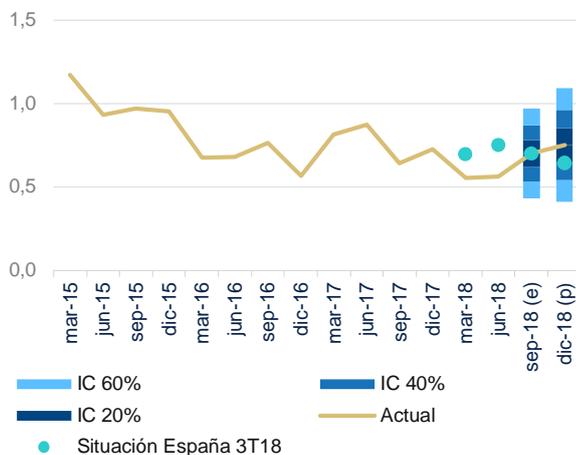
### 3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

#### La actividad sigue avanzando, aunque la incertidumbre respecto al ritmo de crecimiento aumenta

La información conocida a fecha de cierre de este informe indica que la **economía española podría haber crecido el 0,7% t/t CVEC (2,5% a/a)**<sup>1</sup> en el 3T18 (previsión del modelo MICA-BBVA<sup>2</sup>). De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre julio y septiembre habría vuelto a ubicarse en la cota inferior del intervalo de las previsiones realizadas a principios del trimestre (MICA-BBVA: entre 0,7% y 0,9% t/t).

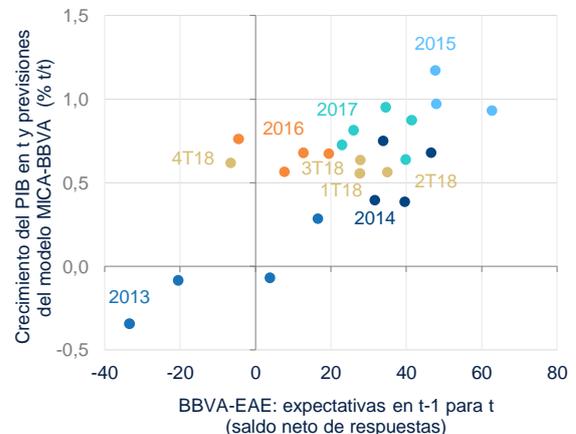
De cara al cuarto trimestre, las estimaciones de BBVA Research sugieren que la mejora de la actividad podría mantenerse, como ilustra el Gráfico 3.1 (previsión del modelo MICA-BBVA: entre 0,7% y 0,9% t/t; entre 2,5% y 2,7% a/a). Sin embargo, la incertidumbre sobre el ritmo de avance ha aumentado, tal y como evidencia la visión menos favorable que se extrae de los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)<sup>3</sup> (véase el Gráfico 3.2).

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



(e) Estimación; (p) Previsión.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



Fuente: BBVA

1: CVEC: corregido de variaciones estacionales y efecto calendario.

2: Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <https://bit.ly/2OTgt11>

3: 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: <https://bit.ly/2pKEh31>

## La demanda doméstica se mantiene a la cabeza del crecimiento económico

El gasto en consumo, tanto privado como público, está recuperando parte del dinamismo perdido en el segundo trimestre. Así, las señales que se extraen de los indicadores de gasto.<sup>4</sup> sugieren que el consumo de los hogares podría haber aumentado en torno al 0,6% t/t (2,0% a/a) en el 3T18, tras el práctico estancamiento que se observó en el trimestre anterior (0,1% t/t). De forma similar, los datos disponibles de ejecución presupuestaria muestran que el consumo final de las administraciones públicas podría haber repuntado hasta el 1,0% t/t (2,3% a/a), nueve décimas más que en el 2T18.

En lo que respecta a la inversión en maquinaria y equipo, se estima que el crecimiento se habría mantenido en cotas saludables entre julio y septiembre. Los indicadores parciales.<sup>5</sup> apuntan a que, pese a la volatilidad de la serie en el último bienio, esta partida podría avanzar el 1,2% t/t (8,4% a/a), alrededor de un punto por debajo del crecimiento medio observado desde comienzos de 2017. Por otro lado, se constata la continuidad de la recuperación de la inversión residencial. Así, los datos conocidos hasta la fecha.<sup>6</sup> indican que el avance de la inversión en vivienda se habría mantenido en torno al 0,7% t/t (5,6% a/a) en el 3T18. Finalmente, se estima que el incremento en la inversión en otras construcciones se habría desacelerado hasta el 0,6% t/t (6,0% a/a) tras el dato excepcional registrado en el 2T18 (3,9% t/t; 6,9% a/a).

En resumen, **BBVA Research estima que la demanda doméstica se mantiene a la cabeza del crecimiento de la economía española en el corto plazo** (contribución estimada de 0,7pp al crecimiento trimestral del PIB), merced al avance generalizado de sus componentes (Gráfico 3.3).

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

4: Dichos indicadores vuelven a mostrar señales mixtas. Por un lado, se constata una aceleración de las matriculaciones de turismos (pese al estancamiento del canal particular), de las ventas de grandes empresas y de la nueva financiación al consumo. Además, la confianza de los hogares y la actividad del sector servicios mantienen un nivel elevado. Por el contrario, la evolución de los precios bursátiles fue negativa, y se espera una ralentización de la renta salarial, así como un descenso marginal de las ventas al por menor.

5: Los indicadores constatan, principalmente, una aceleración de las ventas de vehículos industriales y un ligero avance en el IPI de los bienes de equipo. Por el contrario, tanto las importaciones de bienes de capital, como la confianza industrial y la cartera de pedidos de los bienes de equipo se estancan.

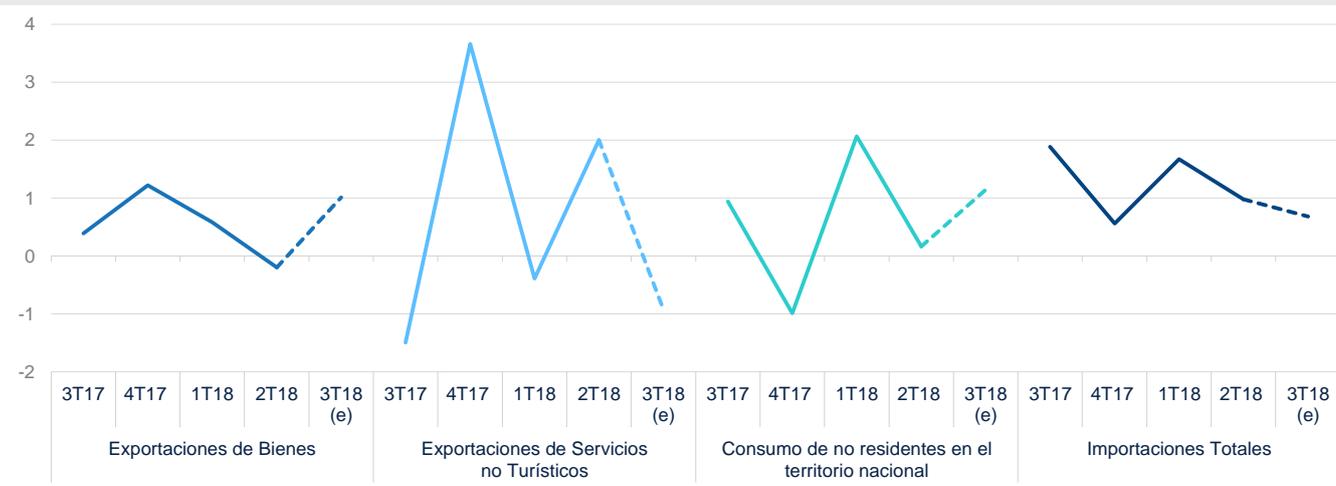
6: La afiliación en la construcción avanzó a lo largo del 3T18 un promedio mensual del 0,6%, el triple de la total. Por su parte, los datos del mes de julio referente a visados reflejan un avance de los mismos del 5,2% m/m CVEC.

## Más exportaciones de bienes, pero menos de servicios

En el tercer trimestre las exportaciones totales podrían haber aumentado levemente (0,4% t/t; 2,6% a/a, véase el Gráfico 3.4). Por un lado, se estima que, con un crecimiento del 1,0% t/t (2,2% a/a), las ventas de bienes al exterior habrían recuperado cierta tracción tras la atonía observada durante el primer semestre del año (0,2% t/t en promedio)<sup>7</sup>. Por otro lado, las exportaciones de servicios se podrían haber corregido a la baja (-0,9% t/t; 2,6% a/a), tras el crecimiento moderado registrado en el trimestre anterior (1,2% t/t; 3,1% a/a). En particular, se estima que tanto el consumo de no residentes (-0,9% t/t; 0,3% a/a)<sup>8</sup>, como las exportaciones de servicios no turísticos habrían descendido (-0,9% t/t; 4,4% a/a). Si bien parte del agotamiento de las ventas al exterior responde a cambios transitorios, como el incremento del precio del petróleo, la debilidad de la demanda europea o la apreciación del tipo de cambio efectivo real, en el caso del turismo puede también explicarse por factores permanentes, como la recuperación de algunos mercados competidores.

Dada la composición del avance de la demanda final, **las importaciones probablemente habrían vuelto a crecer por encima de las exportaciones** durante el tercer trimestre del año (0,7% t/t; 4,0% a/a). En consecuencia, se estima que **la demanda externa neta encadenaría tres trimestres con una contribución negativa al crecimiento (-0,1pp t/t; -0,3pp a/a)**.

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



(e) Estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

## La recuperación del mercado de trabajo pierde impulso

Descontadas las variaciones por causas estacionales, **la afiliación a la Seguridad Social aumentó el 0,6% t/t (2,9% a/a) en el tercer trimestre, una décima menos que en el segundo** (véase el Gráfico 3.5). El descenso del paro registrado, generalizado por sector de actividad, también se ralentizó entre julio y septiembre. Así, el número de parados se redujo el -1,2% t/t CVEC (-6,0% a/a), cuatro décimas menos que en el trimestre precedente. Desde

7: Tras la consolidación de niveles en julio (0,0% m/m CVEC), la información disponible de la balanza comercial apunta a una leve recuperación de las exportaciones de bienes en el tercer trimestre debido, principalmente, al comportamiento de las ventas de bienes intermedios. Las exportaciones de las grandes empresas de la industria también anticipan un repunte de las ventas al exterior.

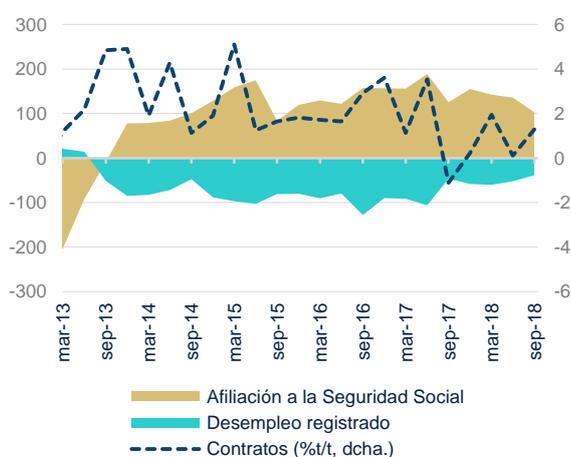
8: Con información hasta el mes de agosto, los indicadores parciales del turismo muestran un retroceso en el 3T18. Las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles descendieron el 1,8% t/t CVEC. Sin embargo, la llegada de visitantes en frontera creció sólo el 0,7% y el gasto de los turistas, el 1,4%, más de un punto por debajo de los registros del 2T18 en ambos casos.

mediados de 2013, la afiliación ha crecido el 16,2% CVEC, pero todavía se encuentra un 2,9% por debajo del máximo precrisis alcanzado a comienzos de 2008. Aunque el desempleo ha retrocedido el 33,7% en los últimos cinco años, supera en un 63,8% el nivel registrado a mediados de 2007.

**La atonía de la creación de empleo contrasta con el dinamismo de la contratación.** Tras estancarse en el 2T18 (0,1% t/t CVEC), el número de contratos repuntó hasta el 1,3% t/t CVEC (3,6% a/a) entre julio y septiembre. Aunque la contratación temporal avanzó cinco décimas (1,4% a/a), la indefinida lo hizo el 8,3% t/t CVEC (25,8% a/a), por lo que la ratio de temporalidad continuó disminuyendo hasta el 88,9% CVEC. Desde finales de 2013, el porcentaje de contratos temporales se ha reducido cuatro puntos, como se aprecia en el Gráfico 3.6.

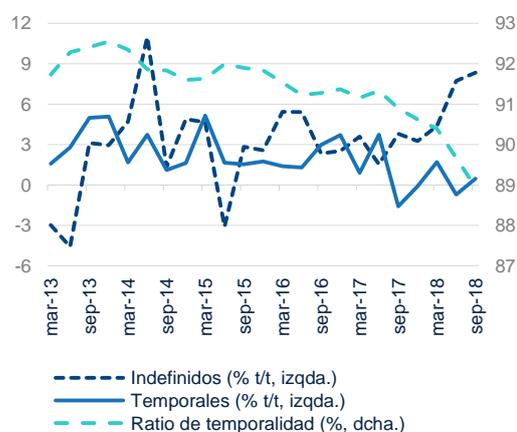
**Se prevé que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 3T18 confirme la evolución apuntada por los registros de afiliación y desempleo.** Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la ocupación habría aumentado entre cinco y seis décimas en el tercer trimestre en términos desestacionalizados (2,5% a/a), casi la mitad que en el segundo. Si la población activa apenas crece, como se prevé, la creación de empleo se traduciría en un descenso de cuatro décimas de la tasa de paro hasta el 15,0% CVEC (14,5% en términos brutos).

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



Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

Gráfico 3.6 España: evolución de la contratación (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

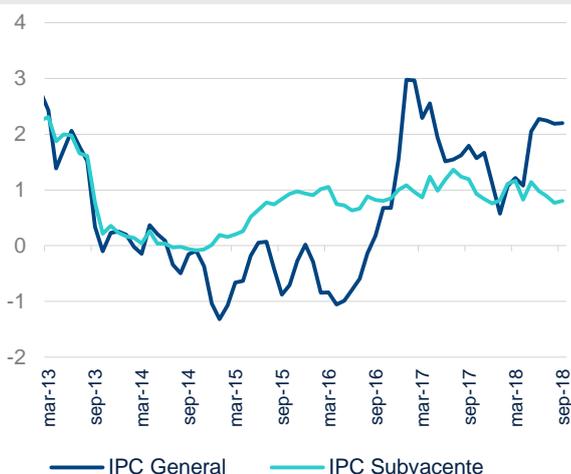
## Precios y salarios aumentan, pero todavía de forma contenida

Tras el repunte observado durante el primer semestre del año, la inflación general se mantuvo estable, en torno al 2,3% a/a, entre julio y septiembre. La inflación energética se consolida en cotas cercanas al 12% a/a tras la escalada observada en los dos trimestres precedentes, provocada por el encarecimiento de los precios del petróleo. Por su parte, la inflación subyacente descendió gradualmente y cerró el mes de septiembre en el 0,8% a/a (véase el Gráfico 3.7). Con todo, las estimaciones de BBVA Research indican que el **diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantiene prácticamente cerrado**, tanto en términos de la general como de la subyacente.

**Las demandas salariales han repuntado, aunque marginalmente, durante el tercer trimestre.** El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta agosto rozó el 1,6% a/a, media décima más que el registrado

al cierre del 2T18. En línea con lo sucedido desde comienzos de 2017, el aumento acordado de la retribución en los acuerdos revisados plurianuales (1,5%) fue menor que el de los firmados a lo largo del año en curso (2,0%), que vinculan a 1.785.000 trabajadores<sup>9</sup>. Como se aprecia en el Gráfico 3.8, el incremento salarial que se pactó en los convenios firmados hasta agosto coincide con el recomendado en el IV Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC).<sup>10</sup>

Gráfico 3.7 España: inflación general y subyacente (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



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 2017 y 2018 son provisionales.

Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

## El nuevo crédito modera el paso en los primeros ocho meses de 2018

El stock de crédito al sector privado ralentizó ligeramente su caída hasta el -3,0% a/a en julio. El volumen de nuevas operaciones continúa aumentando con fuerza (10,0% a/a hasta agosto), aunque ha perdido tracción en el inicio del segundo semestre. El crecimiento de las operaciones de financiación a empresas de más de un millón de euros también ha ido de más a menos, pero todavía alcanza el 10,3% a/a en el acumulado enero-agosto. En cambio, las operaciones inferiores a un millón de euros, con un comportamiento vacilante y crecimiento retrasado respecto al resto de carteras, parecen mejorar en la segunda parte del año y aumentan el 6,2% a/a hasta agosto (véase el Gráfico 3.9). La nueva financiación a familias también avanza con ímpetu y hasta agosto crece el 17,5% a/a.

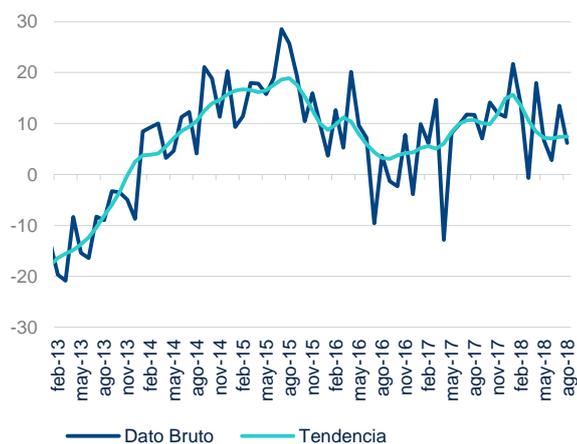
El precio del nuevo crédito se mantiene en mínimos, favorecido por los bajos tipos de interés, las buenas condiciones de liquidez para los bancos, la contención del riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, en algunas carteras existe evidencia de haberse alcanzado un umbral mínimo en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses y de cambios en la estructura de plazos (véase el Gráfico 3.10). Al respecto, los tipos para adquisición de vivienda (2,21% TAE promedio en agosto, 1 punto básico

9: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 7,5 millones hasta agosto cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2018 (5.742.000), un 31,3% mayor que la cifra registrada hasta agosto de 2017.

10: El IV AENC, suscrito a comienzos de julio de 2018 por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, recomienda aumentos salariales en torno al 2% en 2018, 2019 y 2020, más una parte variable que dependerá, entre otros factores, de la evolución de la productividad, los resultados de la empresa y el absentismo injustificado.

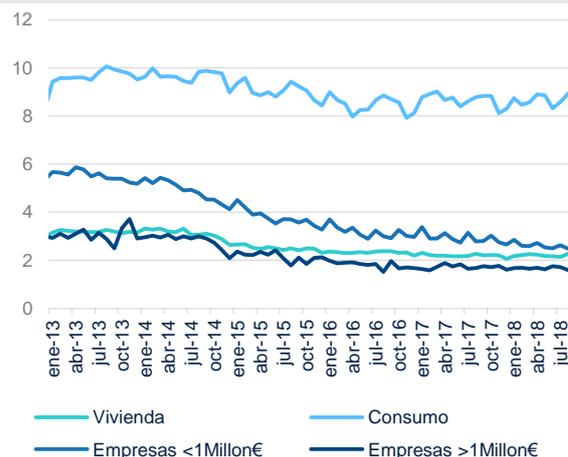
más que hace un año), muestran una clara resistencia a continuar disminuyendo, dada la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo.

Gráfico 3.9 España: nuevas operaciones de crédito al sector minorista (% a/a del dato bruto y de su tendencia)



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: revisión a la baja en las expectativas de crecimiento

Los fundamentos de la economía española avalan la continuidad de la recuperación durante el presente bienio. No obstante, la pérdida de impulso de la demanda observada durante el primer semestre del año, aconseja **revisar a la baja el crecimiento esperado en el corto plazo** (véase el Cuadro 3.1). Así, BBVA Research estima que **el avance del PIB se desacelerará hasta el 2,6% a/a en promedio en 2018 y el 2,4% en 2019**, tres y una décima por debajo de lo previsto en la anterior edición de esta publicación. A la luz del agotamiento de la demanda embalsada de bienes de consumo y de la recuperación gradual de los mercados turísticos competidores, se espera que tanto el consumo privado doméstico como el de no residentes moderen su crecimiento hasta alinearse con la evolución de sus determinantes. En contrapartida, se prevé que las exportaciones de bienes y la inversión en maquinaria y equipo repunten y que la recuperación de la inversión en construcción se consolide (véase el Cuadro 3.1). Con todo, el avance de la actividad será suficiente para crear 920.000 puestos de trabajo y disminuir la tasa de paro hasta el entorno del 13,7% en el promedio de 2019.<sup>11</sup>

11: La ocupación aumentará en 930.00 personas entre el 4T17 y el 4T19 y la tasa de paro se situará por debajo del 13%.

Cuadro 3.1 España: previsiones macroeconómicas (% a/a salvo indicación contraria)

(% a/a salvo indicación contraria)	1T18	2T18	3T18 (e)	2017	2018 (p)	2019 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,9	2,2	2,1	2,4	2,4	1,9
G.C.F Privado	3,1	2,3	2,0	2,5	2,4	1,8
G.C.F AA. PP.	2,4	1,9	2,3	1,9	2,3	2,3
Formación Bruta de Capital Fijo	3,9	7,7	6,2	4,8	6,0	5,0
Equipo y Maquinaria	1,9	11,1	8,4	6,0	7,4	5,0
Construcción	5,7	7,0	5,8	4,6	6,1	5,0
Vivienda	9,3	7,0	5,6	9,0	6,8	6,0
Otros edificios y Otras Construcciones	2,1	6,9	6,0	0,6	5,5	4,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	2,9	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>
Exportaciones	3,4	2,3	2,6	5,2	2,8	5,7
Importaciones	4,7	5,2	3,9	5,6	4,7	6,2
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	0,1	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>
<b>PIB real pm</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	3,0	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>
<b>PIB nominal pm</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	4,2	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>
Empleo total (EPA)	2,4	2,8	2,5	2,6	2,6	2,2
Tasa de paro (% población activa)	16,7	15,3	14,5	17,2	15,3	13,7
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	2,6	2,5	2,4	2,9	2,4	2,1

(\*) Contribuciones al crecimiento.

(e) Estimación; (p) Previsión.

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

## La política monetaria sigue apoyando al crecimiento y compensa parcialmente la presión que ejercen algunos vientos de cara

El coste de financiación de la economía española se mantiene en niveles reducidos y favorecerá el avance de la mayor parte de los componentes de la demanda agregada, al menos hasta que el proceso de normalización monetaria del BCE gane terreno. Además, la estrategia de política monetaria de la FED contribuirá a que el tipo de cambio del euro respecto al dólar continúe favoreciendo a las exportaciones.<sup>12</sup> (véase la sección 1).

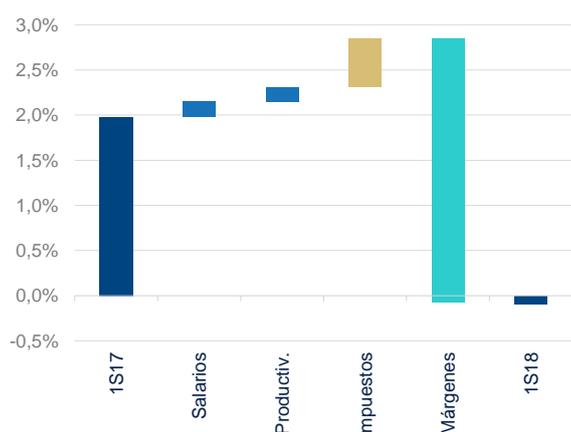
Así, el tono acomodaticio de la política monetaria permitirá compensar, al menos parcialmente, las repercusiones de los vientos de cara de origen externo que se ciernen sobre la economía española. Entre estos, destaca el aumento del proteccionismo -que, hasta el momento, habría tenido un impacto limitado sobre la cesta exportadora española- y la presión al alza en los precios del petróleo (hasta el entorno de los 73,2 dólares por barril en el promedio del bienio).<sup>13</sup> Al respecto, los datos recientes indican que, probablemente al ser percibido

12: BBVA Research estima que una apreciación permanente del tipo de cambio del euro respecto al dólar de un 5% implica una apreciación del tipo de cambio efectivo nominal equivalente a un 1,7%. El impacto estimado para el crecimiento del PIB durante el primer año se sitúa entre los 0,2pp y 0,3pp, y la presión sobre el avance anual de las exportaciones se cifra en 1,3pp.

13: Puesto que el encarecimiento del petróleo responde en su mayor parte a perturbaciones en la oferta, y dada la dependencia energética de la economía española, esto podría restar cerca de tres décimas al crecimiento en el presente año y ocho décimas durante el próximo. Para más detalles acerca de la estimación

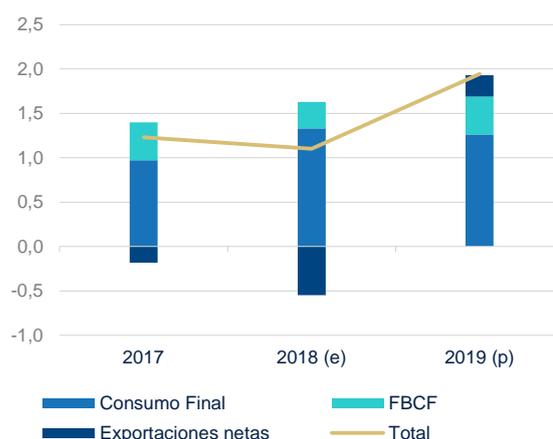
como temporal, la mayor parte del encarecimiento energético no se ha trasladado en su totalidad a los precios de la producción -principalmente, de los bienes y servicios exportables-, sino que ha sido absorbido, vía márgenes y con repercusiones apenas perceptibles sobre el empleo y la inversión (véanse los Gráficos 3.11 y 3.12).

Gráfico 3.11 España: deflactor PIB (% promedio anualizado de la tasa de crecimiento t/t y contribuciones)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.12 España: deflactor PIB (% y contribuciones)



(e) Estimación.

(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Una demanda interna menos dinámica, pero que continuará liderando el crecimiento

**La evolución del consumo privado será menos favorable que la prevista en julio.** BBVA Research pronostica que el crecimiento del gasto de los hogares se moderará hasta el 2,4% en 2018 y el 1,8% en 2019, dos y tres décimas menos, respectivamente, que en el escenario precedente. ¿Qué factores explican la pérdida de tracción del consumo privado? En primer lugar, la desaparición de los elementos transitorios que incentivaron el gasto en los años precedentes, como la atonía de los precios del petróleo y la demanda embalsada de bienes duraderos.<sup>14</sup> (véase el Gráfico 3.13). En segundo lugar, el menor dinamismo de algunos de los determinantes del consumo, como la riqueza financiera neta, afectada, entre otros aspectos, por el descenso de las cotizaciones de los activos financieros. Por último, el impacto de la incertidumbre, que acota el recorrido a la baja de la tasa de ahorro (véase el Gráfico 3.14). Por el contrario, el impulso fiscal de naturaleza permanente incluido en los Presupuestos Generales del Estado.<sup>15</sup> de 2018 y el crecimiento ininterrumpido de la riqueza inmobiliaria y de la financiación.<sup>16</sup>, apoyado en unos tipos de interés reducidos, sostendrán el avance del consumo.

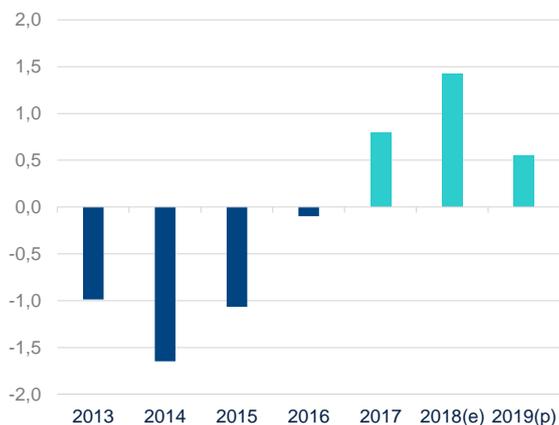
de los efectos del precio del petróleo por tipología de shock sobre la actividad y los precios de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2011, disponible en: <https://bit.ly/2E5UKbC>

14: Entre 2013 y 2016, el consumo de los hogares creció por encima de lo explicado por sus fundamentos de largo plazo (renta disponible, riqueza y tipos de interés) como consecuencia de la absorción de la demanda embalsada de bienes duraderos durante la crisis. Este factor deja de contribuir al crecimiento del gasto de los hogares en 2017 a medida que la demanda embalsada desaparece.

15: Los PGE correspondientes a 2018 incluyen medidas presupuestarias por un importe de 11.000 millones de euros de renta disponible, que, según las estimaciones de BBVA Research, contribuirán en cuatro décimas al crecimiento del consumo privado en el bienio 2018-2019. Véase la revista Situación España correspondiente al tercer trimestre de 2018, disponible en: <https://bit.ly/2pIO4py>

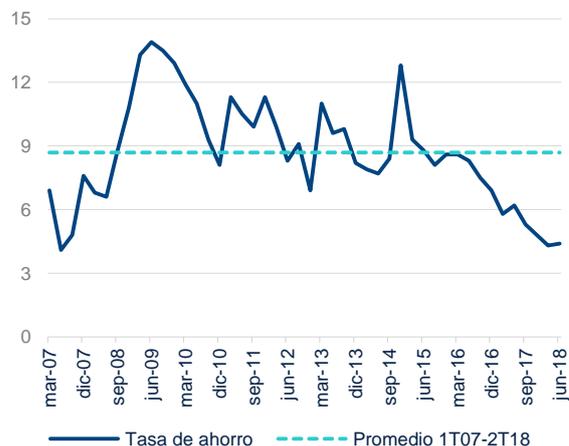
16: La riqueza inmobiliaria real ha crecido en torno a un 18% desde mediados de 2013, y se prevé que continúe aumentando en línea con el precio de la vivienda. La financiación al consumo, que ha avanzado a tasas de dos dígitos desde 2014, seguirá creciendo durante los próximos trimestres, aunque a tasas ligeramente más contenidas.

Gráfico 3.13 España: diferencia entre el consumo observado y el explicado por sus fundamentos\* (% del consumo explicado por sus fundamentos)



(\*) Renta disponible, riqueza financiera e inmobiliaria y tipos de interés.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

Gráfico 3.14 España: tasa de ahorro de los hogares (% de su renta bruta disponible, datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

**La inversión en maquinaria y equipo se mantendrá dinámica en el corto y medio plazo.** Se estima que tras crecer el 6,0% a/a en promedio en 2017, su avance se acelere hasta el 7,4% en el presente año y se corrija suavemente hasta el 5,0% en 2019. Lo anterior supone una revisión al alza de más de cuatro puntos en el crecimiento acumulado para el conjunto del bienio respecto al esperado hace tres meses. El dinamismo previsto de la inversión productiva se sustenta en el aumento gradual que se prevé tengan el resto de componentes de la demanda doméstica, la recuperación de las exportaciones de bienes y el bajo coste de la financiación del que todavía goza la economía española. Al respecto, se constata que el uso de la capacidad productiva en sectores como el de la producción de maquinaria y equipo se mantiene en un máximo histórico (véase el Gráfico 3.15), lo que refleja la necesidad de incrementos adicionales en la inversión para satisfacer la demanda prevista. Los anteriores factores de soporte serán suficientes para compensar los vientos de cara que se ciernen sobre esta partida de la demanda, entre los que destacan, a nivel externo, el aumento del precio del petróleo y, a nivel interno, la incertidumbre de política económica.

Gráfico 3.15 España: utilización de la capacidad productiva en maquinaria y equipo (Desviaciones respecto al promedio histórico, pp)



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

Por su parte, **el sector inmobiliario mantiene una evolución positiva y estable**. La mayor oferta de crédito - apoyada en unos tipos de interés todavía reducidos<sup>17</sup>-, el dinamismo del mercado de trabajo y los niveles elevados de la confianza de los hogares actúan como soporte del crecimiento del sector y propician la puesta en marcha de nuevos proyectos e inversiones. En este contexto, se estima que la inversión residencial aumentará el 6,8% a/a en promedio durante 2018 y el 6,0% en 2019, tan sólo 0,5pp menos que el avance previsto anteriormente para el conjunto del bienio. Por su parte, se estima un repunte de la inversión en otras construcciones del 5,5% en 2018 y del 4,0% en 2019 impulsada, principalmente, por las administraciones territoriales.

En cuanto al **sector público**, se estima que la política fiscal mantendrá un tono expansivo durante 2018. La evolución del gasto en 2019 dependerá del momento en el que se puedan aprobar los Presupuestos Generales del Estado y de las medidas que se incluyan. En un entorno sin cambios en la política económica, se calcula que **el consumo final de las administraciones públicas se acelerará cuatro décimas hasta el 2,3% en 2018 y 2019**.

## Los flujos comerciales perderán impulso en 2018, pero lo retomarán en 2019

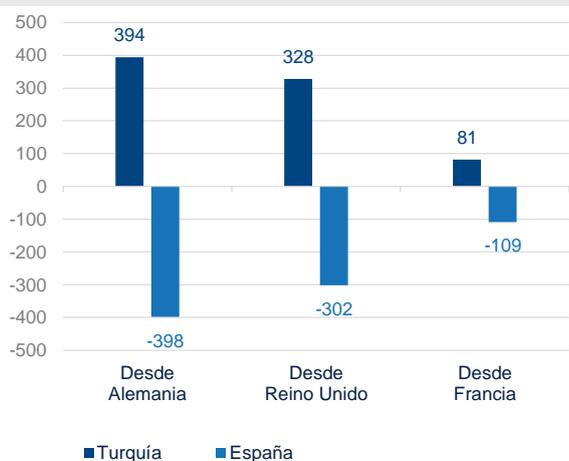
A pesar de la apreciación moderada del tipo de cambio efectivo real para la economía española (de 0,7pp en promedio para el bienio), **el crecimiento global esperado (3,7% en 2018 y 3,6% en 2019) proporcionará un entorno favorable para las exportaciones**. No obstante, la evidencia disponible sugiere que ya se ha empezado a materializar el agotamiento de algunos de los vientos de cola que favorecieron el avance de las ventas al exterior durante los últimos años, lo que obliga a revisar a la baja su ritmo de crecimiento. Entre estos, destacan la recuperación de mercados turísticos competidores y la tendencia al alza en los precios del petróleo.

**Así, se espera que las exportaciones totales se desaceleren 3,4pp hasta el 2,8% a/a en promedio este año y que avancen el 5,7% durante el próximo** (0,7 pp y 0,3pp por debajo de lo previsto hace tres meses, respectivamente). En particular, se prevé que, tras crecer el 5,2% en 2017, las ventas de bienes al exterior moderen su avance hasta el 2,8% en 2018 -0,2pp menos de lo previamente estimado-, y recuperen tracción en

17: El tipo de interés hipotecario de nuevas operaciones cerró el mes de agosto en el 2,28%, 0,15pp más que en el mes anterior. Este ascenso podría estar relacionado con el aumento de la proporción de hipotecas a tipo fijo, que en agosto representaron casi el 40% del total. Por otro lado, el euríbor 12 meses mantiene la tendencia de tímida subida iniciada en marzo de 2018. Entre febrero de 2018, mes en el que alcanzó el mínimo (-0,19%) y agosto de 2018 (-0,17%), el tipo de referencia subió 3 puntos básicos.

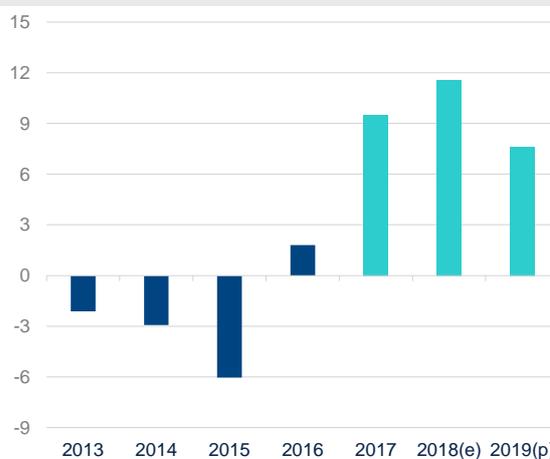
2019 hasta el 6,2%. Por su parte, se estima que las ventas de servicios crezcan a un ritmo medio anual del 3,7% durante el presente bienio, lo que contrasta con el fuerte avance observado en el precedente (7,1% en promedio anual). En particular, se calcula que el incremento **del consumo de no residentes en el territorio nacional se desacelere desde el 8,9% en 2017 hasta el 2,1% en 2018 y el 1,1% en 2019, apenas la mitad de lo esperado hace tres meses**. Detrás de esta revisión a la baja subyacen algunos factores estructurales ya mencionados en anteriores ediciones de esta publicación. A nivel doméstico, se ha observado un aumento en precios y pérdida de competitividad ante restricciones de crecimiento de la oferta y el incremento de la demanda en los destinos más solicitados. Adicionalmente, los atentados terroristas del año pasado en Cataluña también habrían contribuido a limitar las visitas de turistas extranjeros. A nivel externo, destaca, por un lado, el repunte en el coste de transporte ligado al aumento en el precio del combustible. Por otro, se observa una recuperación de algunos de los mercados competidores aquejados en los años pasados por las tensiones geopolíticas, tales como Turquía, donde la depreciación del tipo de cambio nominal también ha resultado fundamental (véase el Gráfico 3.16). Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren que cerca de 10pp del crecimiento del turismo durante los últimos años no puede ser explicado por los fundamentos tradicionales. Por tanto, en ausencia de una gestión proactiva por parte de las empresas, que les permita mejorar la competitividad y el valor añadido de su producto, la ralentización en el sector podría perdurar en el tiempo (véase el Gráfico 3.17).<sup>18</sup>

Gráfico 3.16 España: entrada de turistas en frontera en Turquía y España (variación en miles de personas)



Fuente: BBVA Research a partir de Turkstat e INE

Gráfico 3.17 España: exportaciones de servicios turísticos en niveles (% del consumo de no residentes explicado por sus fundamentos)



(e) Estimación.

(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research

La evolución prevista de la demanda final propiciará un **avance de las importaciones en torno al 5,5% a/a en promedio durante el presente bienio** que, en consecuencia, limitará la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento (-0,5pp en 2018 y 0,0pp en 2019). Si bien esta evolución del saldo exterior es consistente con una desaceleración del saldo de la balanza por cuenta corriente, se mantienen las expectativas de superávit para el conjunto del bienio (promedio: 1,3% del PIB).

18: Para más información sobre este aspecto, véase el observatorio de BBVA Research: "¿Afectan las tensiones geopolíticas en mercados competidores al turismo español?", disponible en <https://bit.ly/2pQHhul>

## La recuperación del mercado de trabajo continuará en 2019, pero a menor ritmo

Aunque las expectativas de crecimiento económico para 2018 empeoran ligeramente respecto a las albergadas hace tres meses, se revisa al alza la previsión de creación de empleo debido a la sorpresa positiva registrada en el 2T18.<sup>19</sup> **Se espera que la ocupación crezca el 2,6% a/a en promedio durante 2018**, tres décimas más que en el escenario previo. Dado que el aumento de la población activa será modesto, **la creación de empleo se traducirá en una disminución de dos puntos de la tasa de paro hasta el 15,3%. El incremento de la ocupación y el descenso de la tasa de desempleo se prolongarán en 2019**, pero a un ritmo menor, hasta el 2,2% y el 13,7%, respectivamente.

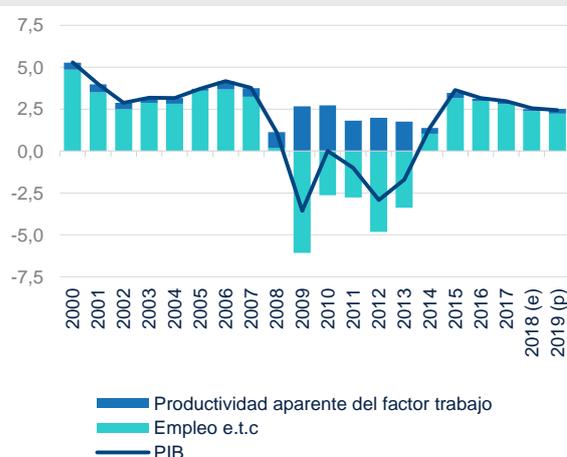
Si se cumplen las previsiones de BBVA Research, el número de ocupados rozaría los veinte millones a finales de 2019 y la tasa de desempleo se ubicaría en el 13%. **Sin embargo, aún quedaría camino por recorrer para recuperar los niveles precrisis.** Como muestra el Gráfico 3.18, a finales de 2019 el nivel de empleo se situaría en torno a un 4% por debajo del existente a comienzos de 2008, mientras que la tasa de desempleo sería cuatro puntos mayor. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo (ETC) – que aumentará alrededor del 2,3% en promedio en el bienio 2018-2019– anticipan una contribución limitada de la productividad aparente del factor trabajo (véase el Gráfico 3.19).

Gráfico 3.18 España: nivel de empleo ETC y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



(e) Estimación.  
(p) Previsión.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.19 España: crecimiento de la productividad aparente del trabajo (%)



(e) Estimación.  
(p) Previsión.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

19: Véase <https://bit.ly/2OLKWHK>

## La inflación se mantendrá en cotas todavía moderadas durante el presente bienio

Tras estabilizarse durante el tercer trimestre, **BBVA Research espera que la inflación general disminuya gradualmente en lo que resta de año y alcance una media en torno al 1,7%**. Esta evolución responde, en buena medida, a las variaciones observadas a lo largo del ejercicio económico tanto en el precio de la energía como en el tipo de cambio del euro. A pesar de lo anterior, siguen sin vislumbrarse efectos significativos de segunda ronda (es decir, de traspasos a márgenes o salarios del aumento en el coste de la energía), y se prevé que **la inflación subyacente se mantenga relativamente estable durante los meses finales del año (0,9% en promedio anual para 2018)**.

En 2019 los precios subyacentes seguirán creciendo (1,1% en promedio anual), dada la prolongación de la caída en la tasa de paro y el carácter todavía acomodaticio de la política monetaria. Lo anterior, unido al efecto base negativo en los precios de la energía, situarán a la inflación general en el 1,6%, una décima por debajo de lo previsto hace tres meses.

De cumplirse estas estimaciones, **el diferencial de inflación respecto a la zona del euro se mantendrá prácticamente cerrado durante el bienio 2018-2019** tras situarse en posición desfavorable a España en 2017. Igualmente, se prevé que el componente subyacente de la inflación se equipare al observado en el conjunto de la eurozona.

## La incertidumbre marca la agenda de la política fiscal en 2019

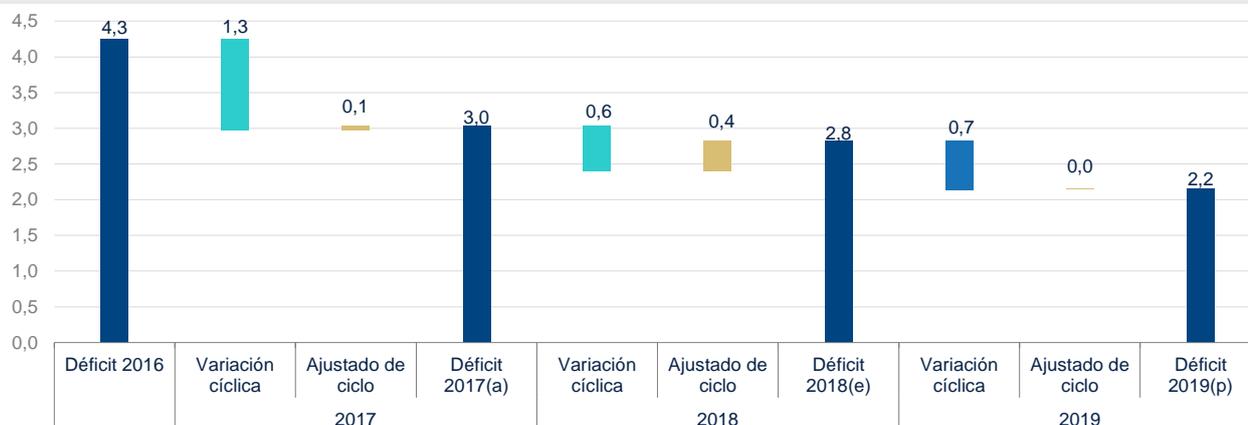
La información disponible de ejecución presupuestaria hasta julio de 2018 viene a confirmar que la recuperación de la actividad económica estaría impulsando la recaudación tributaria de forma algo más moderada que lo esperado a comienzos de año.<sup>20</sup> Por su parte, el gasto público ha acelerado ligeramente su crecimiento, favorecido por las medidas expansivas.<sup>21</sup> aprobadas en los PGE 2018, que se están reflejando, fundamentalmente, en la remuneración de asalariados, las prestaciones sociales y, sobre todo, en el gasto de inversión.

En un escenario de crecimiento algo más moderado que el previsto hace tres meses, la corrección cíclica del desequilibrio fiscal se situaría en torno a seis décimas del PIB en 2018. Sin embargo, **las medidas discrecionales aprobadas durante el presente año compensarán buena parte de esa mejora cíclica y, como resultado, el déficit del conjunto de las administraciones públicas se reducirá tan solo dos décimas, hasta el 2,8% del PIB**. Para 2019, en un escenario sin cambios en la política fiscal, se espera una nueva corrección cíclica de las cuentas públicas hasta el 2,2% del PIB (véase el Gráfico 3.20).

20: Véase <https://bit.ly/2OhGeSB>

21: Entre las medidas aprobadas destacan por su impacto en la actividad la subida de los salarios a los funcionarios públicos, el aumento de las pensiones, la rebaja parcial del IRPF y la autorización para reinvertir el superávit de las CC. AA. y CC. LL. en 2017 en inversiones financieramente sostenibles. Todo ello suma un importe de 7.000 millones de euros en 2018. Se espera que estas medidas fiscales procíclicas den un impulso al crecimiento en el corto plazo de entre tres y ocho décimas a lo largo del bienio 2018-2019.

Gráfico 3.20 AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal, excluidas las ayudas a entidades financieras (pp del PIB)



(a) Avance; (e) Estimación; (p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda e INE

**Estas previsiones suponen un deterioro del saldo estructural de alrededor de cuatro décimas del PIB**, lo que en el actual contexto de desaceleración económica, eleva la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones fiscales. Hacia adelante, la política fiscal está condicionada por la incertidumbre sobre el momento en el que se aprobarán los Presupuestos Generales del Estado para 2019 y las medidas que se incluirán. Las previsiones que aquí se publican se han hecho considerando sólo las políticas aprobadas hasta el momento.

## Los riesgos a la baja continúan dominando el balance de sesgos

Al igual que hace tres meses, el escenario no está exento de riesgos que, en caso de materializarse, darían lugar a una desaceleración mayor de la actividad en el corto plazo. **En lo que respecta al entorno exterior, se constata un aumento de la incertidumbre de política económica.** En primer lugar, el agravamiento de los **tensiones comerciales entre EE. UU. y China** pone en riesgo la expansión del comercio global y, por tanto, de la inversión y del crecimiento. En segundo lugar, se ha incrementado la probabilidad de que no se alcance un acuerdo sobre la **salida ordenada del Reino Unido de la Unión Europea**. En tercer lugar, al entorno de incertidumbre en Europa se añade la **intención del Gobierno italiano de incumplir los objetivos de déficit**, lo que ya ha derivado en un aumento de su coste de financiación, con un impacto casi nulo, por el momento, sobre España.

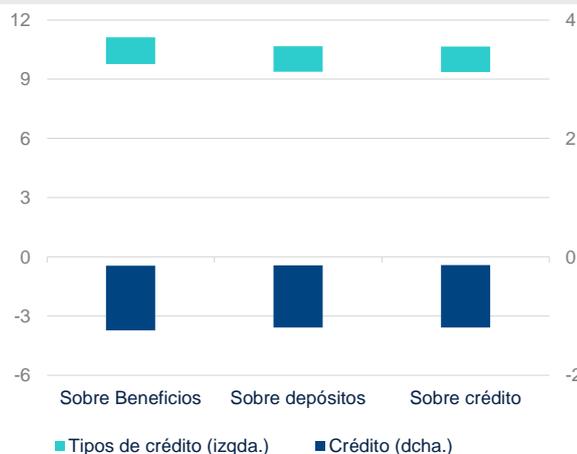
Por otro lado, aunque el **aumento del precio del petróleo** no se ha trasladado por completo a los precios de la producción y no parece estar afectando de manera importante a la inversión o a la creación de empleo, esto podría ser temporal si se consolida un escenario de mantenimiento de precios alrededor de los actuales niveles, o incluso incrementos adicionales. Finalmente, **los cambios en la estrategia de política monetaria de EE. UU. están suscitando una recomposición de las carteras de inversión y una mayor volatilidad en los flujos hacia mercados emergentes**, algunos de los cuales han exacerbado la reacción con errores de política económica. Si bien el impacto parece estar acotado a países a los que España tiene una exposición comercial reducida, el riesgo de un escenario de contagio hacia otros mercados se mantiene.

**A nivel doméstico, la incertidumbre sobre la política económica continúa elevada.** BBVA Research ha venido estimando en anteriores publicaciones su impacto sobre la actividad económica, que, por el momento, ha

sido limitado. En 2018 se situaría en torno a las tres décimas de PIB, en línea con lo previsto para 2017..<sup>22</sup> Si bien la aprobación de los PGE 2018 ayudó a reducir la incertidumbre sobre las políticas que se implementarían en el corto plazo, persisten las dudas sobre las medidas que finalmente se incluirán en los PGE 2019 y su aprobación, así como sobre el contexto político en Cataluña.

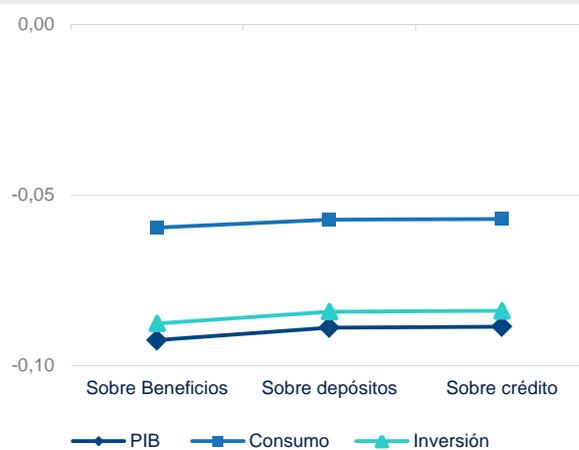
De cumplirse el escenario planteado por BBVA Research para este año, sería necesario adoptar medidas fiscales adicionales por un importe equivalente a cuatro décimas del PIB para reducir el déficit hasta el entorno del 1,8% del PIB durante el siguiente año..<sup>23</sup> En este sentido, **lo recomendable para disminuir el desequilibrio en las cuentas públicas sería la identificación de gasto ineficiente y su eliminación**. Si fuera necesario incrementar la carga fiscal, deberían seguirse criterios de eficiencia que limitaran el impacto negativo en la actividad. A este respecto, la carga impositiva sobre el trabajo y sobre las empresas en España no es muy diferente de la observada en el resto de la UEM. Sí existe una divergencia en lo referente al nivel de la imposición indirecta. Más aún, la creación de impuestos finalistas sólo es recomendable si existen externalidades negativas que se quieran reducir. Este no es el caso de la actividad bancaria, donde un aumento de la fiscalidad sobre el sector daría lugar a un incremento en el coste de la financiación, una disminución en la provisión de crédito y, finalmente, un menor crecimiento del PIB y de la inversión (véanse los gráficos 3.21 y 3.22)..<sup>24</sup>

Gráfico 3.21 España: efecto en el largo plazo de un impuesto a la banca\* en los tipos del crédito y en el crecimiento del crédito (pb y %, respectivamente)



(\*) Aumento ex-ante de la recaudación impositiva en un 0,1% del PIB.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.22 España: Efecto en el largo plazo de un impuesto a la banca\* en crecimiento del PIB, consumo e inversión (%)



(\*) Aumento ex-ante de la recaudación impositiva en un 0,1% del PIB.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por otro lado, **los riesgos vinculados a un posible agotamiento en el ritmo de creación de empleo van en aumento**. En particular, y ante el carácter previsiblemente estructural de la ralentización del turismo, crecen las dudas sobre la capacidad de otros sectores con mayores tasas de crecimiento, tales como la construcción, para crear puestos de trabajo. De hecho, el número de nuevos afiliados procedentes de la construcción durante el periodo 2014-2017 apenas supuso la décima parte de la creación de empleo en el turismo (véase el Gráfico 3.23). Además, la tasa de paro se acerca a su nivel estructural, por lo que es posible que, ante las restricciones de capacidad o la falta de mano de obra cualificada en sectores específicos, el avance de la ocupación se ralentice y los salarios aumenten por encima de la productividad. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research indican que el incremento de la remuneración por asalariado para el conjunto de la economía debería situarse en el

22: Las estimaciones de BBVA Research indican que los aumentos de la incertidumbre de política económica registrados desde enero de 2016 drenaron cerca de tres décimas al crecimiento en 2016 y 2017. 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://bit.ly/2NwxUZO>

23: Objetivos de estabilidad en discusión: el 1,3% aprobado en julio del año pasado y el 1,8% propuesto por el actual Gobierno.

24: Para más detalles, véase el observatorio económico "Efectos macroeconómicos de los impuestos al sistema bancario", disponible en: <https://bit.ly/2DwxcMu>

entorno del 2,0% anual en el bienio para que la tasa de paro se modere en línea con las previsiones presentadas en esta publicación.<sup>25</sup>

Gráfico 3.23 España: afiliación a la Seguridad Social en construcción y turismo (variación anual en miles de personas)



(e): Estimación.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.24 España: descomposición del crecimiento esperado de la remuneración por asalariado (\*) (intervalo de confianza al 90%)



(\*) Estimaciones realizadas a partir de la NAWRU, utilizando la remuneración por asalariado de la CNTR.  
Fuente: BBVA Research

25: En este umbral se sitúa el principio de acuerdo rubricado por los agentes sociales para renovar el Acuerdo Estatal de Negociación Colectiva hasta 2020.

## 4. Tablas

Cuadro 4.1 Producto interior bruto (promedio anual, %)

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

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

\*\* Bangladesh, Brasil, China, Egipto, Filipinas, India, Indonesia, Irán, Malasia, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Turquía y Vietnam.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2018.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.2 Inflación (promedio anual, %)

	2015	2016	2017	2018	2019
EE. UU.	0,1	1,3	2,1	2,5	2,6
Eurozona	0,0	0,2	1,5	1,7	1,7
Alemania	0,1	0,4	1,7	1,9	1,8
Francia	0,1	0,3	1,2	1,9	1,7
Italia	0,1	-0,1	1,3	1,3	1,7
España	-0,5	-0,2	2,0	1,8	1,6
Reino Unido	0,0	0,7	2,7	2,5	2,1
Latam *	8,3	9,8	6,7	7,0	7,8
México	2,7	2,8	6,0	4,9	4,1
Brasil	9,0	8,8	3,5	3,7	4,8
Eagles **	5,0	4,4	4,1	5,0	5,6
Turquía	7,7	7,8	11,1	17,4	23,4
Asia Pacífico	2,2	2,3	2,1	2,6	2,9
Japón	0,8	-0,1	0,5	1,0	1,0
China	1,4	2,0	1,7	2,2	2,5
Asia (ex. China)	2,8	2,5	2,4	3,0	3,3
Mundo	3,0	3,2	3,3	4,0	4,2

(\*) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

(\*\*) Bangladesh, Brasil, China, Egipto, Filipinas, India, Indonesia, Irán, Malasia, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Turquía y Vietnam.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2018.

Fuente: BBVA Research

**Cuadro 4.3 Tipo de interés de la deuda pública a 10 años (promedio anual, %)**

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
EE. UU.	2,13	1,84	2,33	2,89	3,37
Alemania	0,52	0,13	0,37	0,52	1,04

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2018.  
Fuente: BBVA Research

**Cuadro 4.4 Tipos de cambio (promedio anual)**

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
EUR-USD	0,90	0,90	0,89	0,84	0,83
USD-EUR	1,11	1,11	1,13	1,19	1,21
USD-GBP	1,53	1,35	1,29	1,35	1,41
JPY-USD	121,07	108,82	112,20	110,68	116,25
CNY-USD	6,23	6,64	6,76	6,48	6,46

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2018.  
Fuente: BBVA Research

**Cuadro 4.5 Tipos de interés oficiales (fin de periodo, %)**

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
EE. UU.	0,50	0,75	1,50	2,50	3,25
Eurozona	0,05	0,00	0,00	0,00	0,25
China	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2018.  
Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.6 UEM: previsiones macroeconómicas (a/a, %)

	2015	2016	2017	2018	2019
PIB a precios constantes	1,9	1,9	2,5	2,0	1,7
Consumo privado	1,8	1,9	1,7	1,4	1,6
Consumo público	1,3	1,9	1,2	1,2	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,6	3,8	2,8	3,1	3,0
Inventarios (*)	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0
Demanda interna (*)	2,2	2,3	1,7	1,8	1,8
Exportaciones (bienes y servicios)	6,3	2,9	5,5	3,1	3,6
Importaciones (bienes y servicios)	7,5	4,1	4,1	3,0	4,1
Demanda externa (*)	-0,2	-0,4	0,8	0,1	-0,1
<b>Precios</b>					
IPC	0,0	0,2	1,5	1,7	1,7
IPC subyacente	0,8	0,8	1,1	1,2	1,5
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	1,0	1,4	1,6	1,4	1,0
Tasa desempleo (% población activa)	10,9	10,0	9,1	8,3	7,8
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-2,0	-1,5	-0,9	-0,7	-0,8
Deuda (% PIB)	89,9	89,0	86,7	84,0	81,5
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,9	3,2	3,2	3,1	3,0

(\*) Contribuciones al crecimiento.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2018.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.7 España: previsiones macroeconómicas (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

(Promedio anual, %)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Actividad</b>					
PIB real	3,6	3,2	3,0	2,6	2,4
Consumo privado	3,0	2,8	2,5	2,4	1,8
Consumo público	2,0	1,0	1,9	2,3	2,3
Formación Bruta de Capital	6,7	2,9	4,8	6,0	5,0
Equipo y Maquinaria	11,9	5,2	6,0	7,4	5,0
Construcción	3,6	1,1	4,6	6,1	5,0
Vivienda	-0,9	7,0	9,0	6,8	6,0
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	3,9	2,4	2,9	3,1	2,5
Exportaciones	4,2	5,2	5,2	2,8	5,7
Importaciones	5,4	2,9	5,6	4,7	6,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,3	0,8	0,1	-0,5	0,0
PIB nominal	4,2	3,5	4,2	3,7	4,4
(Miles de millones de euros)	1081,2	1118,7	1166,3	1209,2	1262,7
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	3,0	2,7	2,6	2,6	2,2
Tasa de paro (% población activa)	22,1	19,6	17,2	15,3	13,7
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,3	3,0	2,9	2,4	2,1
Productividad aparente del factor trabajo	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	-0,5	-0,2	2,0	1,8	1,6
IPC (fin de periodo)	0,0	1,0	1,1	2,0	1,5
Deflactor del PIB	0,5	0,3	1,2	1,1	1,9
Remuneración por asalariado	0,9	-0,5	0,3	0,9	2,1
Coste laboral unitario	0,5	-0,6	0,2	0,8	1,8
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,9	1,9	1,4	1,3
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	99,4	99,0	98,3	96,7	94,2
Saldo AA.PP. (% PIB)	-5,2	-4,3	-3,1	-2,8	-2,1
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	2,3	1,8	1,6	3,5	4,4
Tasa de ahorro (% renta nominal)	8,9	8,0	5,7	5,3	6,2

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2018.

(\*) 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
- CNY: Yuan chino
- CVEC: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario
- EAE – BBVA: Encuesta de Actividad Económica de BBVA
- EAGLES: Economías emergentes y líderes del crecimiento (Emerging and Growth-Leading Economies)
- EPA: Encuesta de Población Activa
- e.t.c: Empleo equivalente a tiempo completo
- Euríbor: Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro interbank Offered Rate)
- FED: Reserva Federal (Federal Reserve System)
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- 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
- MTMySS: Ministerio de Trabajo, Migraciones 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
- pb: Puntos básicos
- pm: Precio de mercado
- pp: Puntos porcentuales
- t/t: Variación trimestral

## AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

## Este informe ha sido elaborado por la unidad de España y Portugal

### Economista Jefe de España y Portugal

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

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

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

Luis Díez  
luismiguel.diez@bbva.com  
+34 697 70 38 67

Víctor Echevarría  
victor.echevarria@bbva.com

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

Félix Lores  
felix.lores@bbva.com  
+34 91 374 01 82

Dmitry Petrov  
dmitry.petrov.becas@bbva.com  
+34915375482

Virginia Pou  
virginia.pou@bbva.com  
+34 91 537 77 23

Jonathan Poveda  
jonathan.poveda.becas@bbva.com  
+34915375482

Salvador Ramallo  
salvador.ramallo@bbva.com  
+34 91 537 54 77

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

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

Camilo Andrés Ulloa  
camiloandres.ulloa@bbva.com  
+34 91 537 84 73

### Con la colaboración de:

Escenarios Económicos  
Globales  
Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

Agustín García  
agustin.garcia@bbva.com

Rodrigo Falbo  
rodrigo.falbo@bbva.com

Mercados Financieros  
Globales  
Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

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

Economía Digital  
Alejandro Neut  
robertoalejandro.neut@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

Regulación Digital y Tendencias  
Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

Regulación  
Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros  
Olga Cerqueira  
olga.gouveia@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

Turquía, China y Big Data  
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

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 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