

Situación España

4º TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL



01
La marcha de la economía española apunta a un crecimiento del 3,3% en 2016

02
Aunque se mantienen las expectativas de desaceleración en el corto plazo, hasta el 2,5% en 2017, hay sesgos al alza

03
El objetivo de déficit de 2016 es alcanzable pero será necesario un ajuste adicional de 0,5pp para cumplir el de 2017

04
Es necesario reducir la incertidumbre de política económica y la implementación de reformas ambiciosas para aumentar el crecimiento más allá de 2017

Índice

1. Editorial	3
2. Entorno global	6
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española	10
4. Cuadros	25

Fecha de cierre: 4 de noviembre de 2016

1. Editorial

Aunque se mantienen las expectativas de desaceleración, el crecimiento está siendo más robusto de lo esperado. En consecuencia, se prevé que la economía española crezca durante el presente bienio algo más de lo estimado hace tres meses. Sin embargo, no cambia la expectativa de que durante los próximos meses se observe un dinamismo algo menor de la actividad y que, en consecuencia, el crecimiento del PIB se modere desde el 3,3% en 2016 hasta el 2,5% el siguiente año. Así, factores internos y externos harán que el crecimiento de la demanda doméstica y de las exportaciones se modere, lo que podría ralentizar el ritmo de absorción de los todavía elevados desequilibrios que presenta la economía española. Para reducir esta vulnerabilidad, será fundamental la disminución de la incertidumbre sobre la política económica y la implementación de medidas ambiciosas para aumentar el crecimiento más allá de 2017.

La economía global mejora, aunque todavía se encuentra afectada por factores estructurales que mantienen el crecimiento por debajo del promedio de los últimos 20 años. Recientemente se ha consolidado un entorno de mayor confianza y menor volatilidad en los mercados financieros, que se refleja en el buen comportamiento de algunos activos con riesgo. Asimismo, el crecimiento del PIB mundial parece afirmarse, impulsado por el mayor dinamismo que se observa en algunas economías emergentes. En todo caso, la recuperación sigue siendo débil, en parte por la desaceleración que se observa en el proceso de globalización. Esto, junto con un intenso calendario electoral en las economías desarrolladas y la ausencia de presiones inflacionarias, hará que los bancos centrales continúen apoyando el crecimiento con tipos de interés en mínimos históricos. Más allá del momento cíclico que se vive, existe evidencia de que los agentes tendrán que aprender a convivir con un coste de financiación relativamente bajo por un período inusualmente largo de tiempo. A este respecto, aunque comienza a observarse un mayor consenso sobre las políticas que serían necesarias para elevar el crecimiento global y salir del entorno de tipos bajos, el apoyo político para poder llevarlas a cabo parece todavía lejano.

En España, el crecimiento del PIB se mantiene alrededor del 3%, gracias a las políticas fiscal y monetaria, eventos coyunturales y el impacto de las reformas implementadas. Durante el tercer trimestre del año el producto aumentó un 0,7% respecto al trimestre anterior, lo que confirma la fortaleza de la recuperación. Esto, a pesar del *brexit*, (cuyos efectos sobre las exportaciones españolas parecen moderados y más intensos en bienes que en servicios), y de que el aumento en la incertidumbre sobre la política económica en España estaría teniendo un menor impacto del que se esperaba. Esta aparente fortaleza de la economía española ante la adversidad puede deberse a efectos que han más que compensado el deterioro esperado. En primer lugar, el impacto positivo que continúa teniendo la política monetaria sobre las variables financieras ha impedido que la volatilidad en los mercados haya sido más elevada y de mayor duración. En segundo lugar, la política fiscal ha sido más expansiva de anticipado. El déficit público se mantiene en el 5,0% del PIB y muestra una rigidez a la baja gracias a la reducción de la carga impositiva tanto de familias como de empresas. Esta desviación respecto al objetivo que se tenía a principios de año (3,6%) ha supuesto un impulso inesperado y significativo a la actividad. En tercer lugar, la incertidumbre política en algunos de los competidores del sector turístico español continúa teniendo un efecto positivo sobre el flujo de visitantes al país. Finalmente, las reformas implementadas durante los

últimos años podrían estar teniendo un impacto superior al estimado, lo que explicaría el buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo.

Se mantiene la previsión de desaceleración, aunque por el momento el crecimiento se manifiesta algo más intenso de lo esperado. La información conocida al cierre de esta publicación apunta a que el PIB podría volver a aumentar entre un 0,7% y un 0,8% durante el cuarto trimestre del año. Sin embargo, se prevé que durante el primer semestre de 2017 puedan producirse tasas de crecimiento más moderadas como consecuencia de distintos factores que podrían suponer una demanda menos dinámica. En el sector privado, el agotamiento de algunos de los impulsos observados durante los últimos meses explicaría el menor crecimiento. Por ejemplo, la tendencia al alza en los precios del petróleo limita el impacto que el menor coste de la energía puede tener en la renta disponible de familias y empresas. Asimismo, la disminución del coste de financiación en las nuevas operaciones de crédito se encuentra restringido por la barrera de los tipos nominales del cero por ciento y por la prima de riesgo del soberano español. Por otro lado, aunque no exista todavía evidencia concluyente sobre el impacto del *brexit* sobre la economía real, eso no quiere decir que no se vaya a producir. La depreciación de la libra ha sido intensa y la reducción de la demanda interna británica afectará a la actividad de algunos sectores y regiones particularmente expuestos a este riesgo. Además, la probabilidad de continuar observando eventos de carácter geopolítico que sigan dando una ventaja comparativa adicional al sector turístico español es reducida. Finalmente, el gobierno ha anunciado medidas que tienen como objetivo compensar en parte la desviación del déficit público respecto a los objetivos de fin de año, lo que tendrá un impacto negativo en la demanda interna el siguiente año.

Es deseable un plan creíble, multianual, con medidas concretas, que ayude a eliminar la incertidumbre sobre el proceso de consolidación fiscal. La más reciente modificación de la forma de pago del Impuesto de Sociedades ayudará a reducir el desequilibrio en las cuentas públicas hasta el entorno del 4,6% del PIB a finales de este año. Al cumplir con el nuevo objetivo definido por el Consejo Europeo para 2016, las acciones tomadas ayudan a cubrir el déficit de credibilidad en el que había incurrido el conjunto de las administraciones públicas con las instituciones europeas. Sin embargo, la medida tendrá efectos negativos. A corto plazo, los efectos sobre la actividad posiblemente sean reducidos, ya que los cambios introducidos en el Impuesto de Sociedades afectan principalmente al manejo de liquidez de las grandes empresas. Los costes, por tanto, deberían ser limitados, tanto porque este tipo de empresas tienen acceso a financiación, como porque el coste de ésta se encuentra en niveles históricamente bajos. Asimismo, existe evidencia de que las grandes corporaciones han aumentado sensiblemente su ahorro durante el último año, lo que les permitiría, en general, hacer frente a estas obligaciones sin costes dramáticos en sus planes de crecimiento. En todo caso, a más largo plazo, cuando se incrementen los tipos de interés, el coste de esta medida puede ser mayor. Más aún, el principal efecto negativo de los cambios introducidos puede ser el innecesario aumento en la incertidumbre sobre la política tributaria, que disminuiría el nivel de inversión a largo plazo. Para compensar lo anterior, sería deseable que se anunciase un plan que detallara medidas concretas y realistas a lo largo de los siguientes cuatro años (minimizando el impacto sobre el crecimiento anual) para llevar a las finanzas públicas a una situación de superávit estructural.

El principal problema de la economía española continúa siendo el desempleo. Es necesario un consenso alrededor de una agenda destinada a reducir el paro estructural, la temporalidad y aumentar la productividad. Las distintas interpretaciones de la reciente sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea del 14 de septiembre¹ sobre la indemnización por despido de los contratos de interinidad han introducido incertidumbre sobre su posible aplicación a los contratos temporales. Esto puede tener un efecto negativo sobre las decisiones de contratación de las empresas, particularmente en el empleo de trabajadores con menor nivel de cualificación. Por lo tanto, sería deseable que dicha sentencia fuera vista como una oportunidad para avanzar hacia un mercado de trabajo menos segmentado y más eficiente. Así, sería aconsejable un acuerdo entre los agentes sociales y el Ministerio de Empleo y Seguridad Social encaminado a tomar las medidas necesarias para dar certidumbre a empresas y trabajadores, al mismo tiempo que se avance en la reducción de la elevada tasa de temporalidad.

1: Los detalles de la sentencia pueden encontrarse en <https://goo.gl/PfLW1d>

2. Entorno global

Calma en los mercados financieros, gracias a la estabilización del ciclo y el continuo apoyo de la política monetaria

Los últimos meses han deparado pocas novedades sobre el desempeño de la economía mundial. Las **tensiones financieras se han mantenido relativamente moderadas** y los precios de los principales activos financieros han recuperado los niveles anteriores al referéndum sobre el *brexit*. Al mismo tiempo, **la actividad global parece dar señales de una ligera mejora**, tras una primera mitad del año débil, y el comercio internacional se estabiliza. Todo ello con el continuo apoyo de los bancos centrales.

El impacto de la política monetaria puede estar cerca de su límite

Por un lado, los **impulsos fiscal y monetario puestos en marcha en China** a principios de año, con el propósito de estabilizar el crecimiento, han dado sus frutos y van a permitir a su economía alcanzar el objetivo de crecimiento a corto plazo marcado por las autoridades, aunque a costa de acumular crecientes desequilibrios. Por otro lado, **el tono más cauto de la Fed en EE. UU. confirma una normalización muy gradual de los tipos de interés**, que continuará luego de que se materialice la segunda subida de tipos, previsiblemente el próximo mes de diciembre. Por su parte, **el BCE muy probablemente extenderá su programa de compras de bonos más allá de marzo de 2017, tras haberlo aumentado antes del verano. No obstante**, la aparición en el debate de un posible *tapering* (moderación del ritmo de compras de activos) está generando incertidumbre y recuerda que la política monetaria puede estar cerca de alcanzar el límite de su expansión. Finalmente, Japón sigue experimentando con objetivos de tipos de interés a largo plazo y con declaraciones que apuntan a una mayor tolerancia a tasas de inflación por encima del objetivo en los próximos años. Esto puede ser algo generalizado (aunque tal vez no tan explícito en otros bancos centrales), sobre todo en un entorno de aumento de los precios del petróleo que, por efecto base, impulsará la inflación en el corto plazo..

Mientras tanto, **en las economías emergentes continúa la entrada de capitales** impulsada por la búsqueda de rentabilidad y la baja volatilidad, **a lo que se une la recuperación del precio del petróleo y de otras materias primas**. Respecto a las divisas, el esperado aumento de tipos por parte de la Fed antes de fin de año está favoreciendo la apreciación generalizada del dólar.

La recuperación global avanza a ritmo estable, pero sin visos de aceleración a corto plazo

Nuestras estimaciones, basadas en el indicador BBVA-GAIN, apuntan a que **el crecimiento mundial seguirá siendo moderado en la segunda mitad de este año** (0,7% t/t en 3T16 y 0,8% t/t en 4T16), lo que supone un avance similar al de los últimos dos años (alrededor del 3% a/a) (Gráfico 2.1). Aunque los indicadores disponibles no dan indicios claros de aceleración en el corto plazo, sí despejan algunas dudas sobre la moderación del crecimiento en algunas **economías emergentes** durante el segundo semestre del año (fundamentalmente China), y parecen confirmar la **resistencia de las economías desarrolladas** a los

shocks observados antes del verano y al aumento de la incertidumbre política. Aun así, la recuperación en los países más avanzados continúa estando basada en el consumo privado y no en la inversión, mientras se dan incipientes señales de leve mejoría del comercio global.

El crecimiento global se mantendrá en el entorno del 3%

Con todo, **hemos revisado ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento mundial**, en parte, por los resultados peores de lo esperado en la primera mitad del año en algunas áreas, como por ejemplo EE. UU. En cualquier caso, el crecimiento global se mantendrá en el entorno del 3% y con una aceleración del crecimiento en la

segunda parte del año (Gráfico 2.2).

A pesar de la estabilización del crecimiento, éste se encuentra aún en tasas demasiado débiles. En este contexto, se ha recrudecido el debate sobre el papel de las distintas políticas económicas. **La política monetaria ya se encuentra cerca de sus límites**, de hecho, se han acrecentado las dudas sobre el efecto marginal de las nuevas medidas y sobre el impacto negativo que pudieran tener en la estabilidad financiera. Por ello, **han aumentado las llamadas para complementarla con otras políticas, fiscales y estructurales** que, de manera coordinada puedan asegurar tasas de crecimiento más dinámicas, apuntalando el potencial a largo plazo y dejando de sobrecargar a la política monetaria. Algunos países, como EE. UU. o Alemania, tienen margen de maniobra para implementar medidas fiscales expansivas (que no es probable que vayan a utilizar, especialmente en Europa), mientras que muchos otros podrían actuar sobre la composición del gasto público, de tal manera que estuviese más orientado al crecimiento sin implicar un aumento de los desequilibrios fiscales.

Los riesgos están sesgados a la baja

El panorama de riesgos a la baja es amplio, y en algunos casos de marcado carácter político, como viene siendo habitual en los últimos trimestres. Aunque el anuncio del *brexít* ha estado lejos de suponer un evento sistémico, las negociaciones no han comenzado aún (lo harán cuando el Reino Unido invoque el artículo. 50 del Tratado europeo, probablemente en marzo de 2017) y, de momento, no parece que vayan a ir enfocadas hacia un estatus que mantenga a Reino Unido dentro del mercado único europeo, por lo que podría pesar en la confianza a partir del año que viene. En el resto de Europa, existe el peligro de estancamiento o reversión de las reformas conseguidas en algunos países de la periferia, con el referéndum constitucional de Italia como cita más inminente, y la aparición, en los últimos meses, de una preocupación mayor de los mercados por la situación del sistema bancario. A ello se unen otros riesgos de carácter más geopolítico, como el retorno de la crisis de refugiados.

En EE. UU., el panorama político se aclarará tras las elecciones, para saber si llevará a un proceso de medidas que hagan frente a los riesgos de un crecimiento potencial menor en el largo plazo. Pero más allá de ello, es importante que la estrategia de **subidas de tipos de interés por parte de la Fed** se haga de manera calibrada para minimizar los efectos colaterales que, por otra parte, pueden ser especialmente disruptivos en el mundo emergente.

A medio y largo plazo, **el mayor riesgo para la economía global sigue ligado a los desequilibrios de la economía china**, que no dan señales de disminuir, sino más bien al contrario, lo que puede llevar más adelante a ajustes bruscos.

EE. UU. sorprende a la baja en el primer semestre y se acrecienta la incertidumbre sobre el potencial de la economía a largo plazo

En EE. UU., los datos más recientes apuntan a que, tras un primer semestre débil, el crecimiento en la segunda mitad del año será menos fuerte de lo que preveíamos hace tres meses lo que **nos lleva a revisarlo a la baja para este año en 0,4pp hasta el 1,6%**. Esto supone una clara moderación de la actividad respecto al avance medio, cercano al 2,5%, del bienio 2014-15.

El crecimiento de EE. UU. se revisa a la baja en 2016

La composición del crecimiento sigue alentando las preocupaciones sobre el potencial a medio plazo, al continuar mostrando **una economía a dos velocidades** con un consumo privado sólido pero una inversión que podría retroceder ligeramente en el conjunto de 2016. Esto último, tras haber avanzado algo menos del 1% en promedio en los últimos cinco años. Las **expectativas de un menor potencial de crecimiento a largo plazo** podrían estar lastrando las decisiones de inversión y, a su vez, retroalimentar un menor avance de la productividad en el futuro, con un mercado de trabajo prácticamente en pleno empleo. Con todo, seguimos esperando un **avance moderado en torno al 2% en 2017**.

Las dudas sobre la fortaleza de la demanda doméstica, condicionada también hasta ahora por la incertidumbre de los resultados de las elecciones presidenciales en noviembre, y la lenta recuperación global apoyan una **normalización muy gradual de la política monetaria**. Por ello sigue descontándose una subida de tipos de interés de la Fed en diciembre y otras dos subidas de 25 puntos básicos en 2017.

Las medidas de las autoridades chinas estabilizan el crecimiento, pero seguirá desacelerándose, y hay riesgos a largo plazo

El crecimiento de la economía china se estabilizó en el 6,7% a/a en el tercer trimestre del año apoyado en un consumo sólido y el aumento del crédito, todo ello **gracias a las medidas de expansión monetaria y, sobre todo, fiscales**. Esto último también se reflejó en el ligero aumento de la inversión total, si bien la privada siguió desacelerándose, lo que sugiere que **continúa el proceso de desapalancamiento del sector privado. Este panorama, y el reciente aumento de los precios de la vivienda, llevarán al banco central a retrasar las bajadas del tipo de interés** hasta el año que viene, por lo menos hasta la efectividad de las medidas macroprudenciales puestas en marcha.

Con todo, las autoridades han conseguido estabilizar la economía y despejar las dudas sobre una desaceleración fuerte, por lo que revisamos al alza la previsión de crecimiento para 2016 en 0,2pp hasta el 6,6% (tras el 6,9% en 2015). **No obstante, el escenario continúa siendo de una gradual desaceleración hasta crecer el 5,8% en 2017**. Por su parte, **los riesgos a corto plazo aumentan**, sobre todo el calentamiento del sector inmobiliario y sus efectos sobre la estabilidad financiera, que se suman tanto a la

depreciación del renminbi y la salida de capitales, como también al mayor endeudamiento de las empresas. A largo plazo, las dudas sobre las perspectivas de crecimiento continúan ante el lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave, en particular las empresas públicas.

La zona euro avanza a ritmo estable a pesar del *brexit* y el aumento de la incertidumbre política

Los datos disponibles para el tercer trimestre sugieren que **la economía de la eurozona aguanta relativamente bien el aumento de la incertidumbre**, sobre todo política, desde mediados de año. De hecho, la estimación preliminar muestra que el crecimiento **se habría mantenido estable** (0,3% t/t como en 2T16) impulsado nuevamente, según nuestras previsiones, por el consumo privado, pero también por la mejora de las exportaciones y unas perspectivas algo más positivas para la inversión. No obstante, seguimos siendo cautos, ya que el desenlace de algunos eventos a finales de año (referéndum constitucional en Italia, ligado a la estabilidad de su gobierno) y principios del que viene (inicio de las negociaciones del *brexit*) hacen difícil pensar en una aceleración del crecimiento en los próximos trimestres.

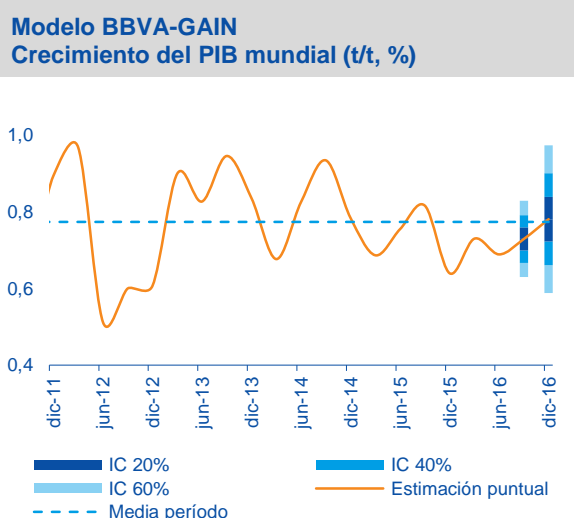
La previsión de crecimiento para la zona euro se mantiene para 2016 y 2017

Hacia adelante, **los soportes domésticos al crecimiento prosiguen en línea con lo esperado y las políticas continuarán apoyando la recuperación**. Por un lado, la política fiscal será algo expansiva en el conjunto de la zona euro este año y el que viene, aunque todavía están pendientes las decisiones sobre el ajuste requerido a España o sobre la relajación de los requisitos a Italia. Por otro lado, el BCE mantiene su

compromiso de mantener una política monetaria muy expansiva mientras no haya indicios claros de que la tendencia de la inflación al objetivo sea sostenible. Por ello, esperamos que, en diciembre, aborde un ajuste de los parámetros del programa de compra de activos y lo extienda más allá de marzo de 2017.

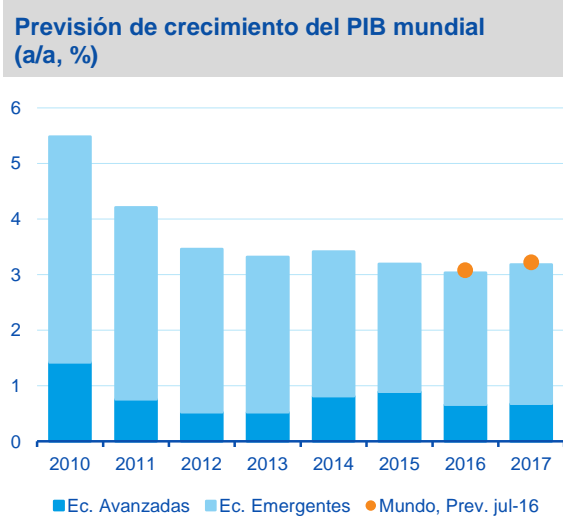
En este contexto, **mantenemos nuestra previsión de crecimiento del 1,6% en 2016 y del 1,5% en 2017, con un balance de riesgos bajistas**.

Gráfico 2.1



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2



Fuente: IMF y BBVA Research

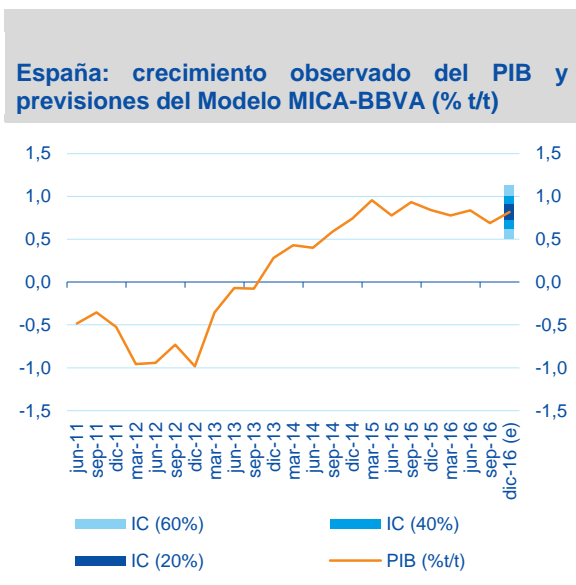
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

Crecimiento estable, pero con expectativas de desaceleración a corto plazo

La estimación avance del PIB, publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), indicó que **la economía española creció el 0,7% t/t (3,2% a/a) en el 3T16²**. De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre julio y agosto habría sido ligeramente menor que el registrado durante el último año, tal y como indicaban las estimaciones en tiempo real de BBVA Research³ (entre 0,7% y 0,8% t/t).

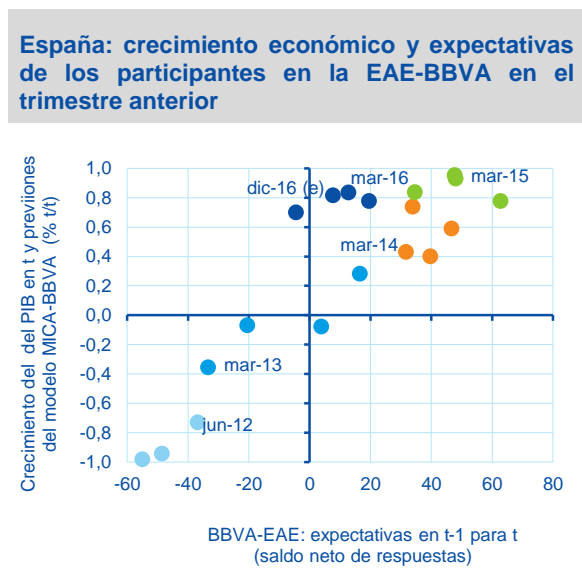
De cara al cuarto trimestre, la información conocida a la fecha de cierre de este informe sugiere que **la recuperación prosigue a un ritmo similar, o incluso ligeramente superior, que el registrado en el 3T16 (previsión del modelo MICA-BBVA: entre 0,7% y 0,8% t/t)** (véase el Gráfico 3.1). Este ritmo de crecimiento se encontraría en línea con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), que evidencian una mejora en las expectativas de crecimiento respecto al pasado trimestre (véase el Gráfico 3.2). Sin embargo, se prevé que durante el primer semestre de 2017 puedan producirse tasas de crecimiento más moderadas como consecuencia de distintos factores que podrían suponer una demanda menos dinámica

Gráfico 3.1



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

Gráfico 3.2



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

2: La Contabilidad Nacional Trimestral del 3T16 se publicará el 25 de noviembre, siendo posible la revisión de la estimación avance
3: Véase el Observatorio Económico de España de octubre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/t2OYhE>

La demanda doméstica privada moderó su crecimiento, mientras que el de la pública volvió a terreno positivo en el 3T16

En línea con el buen comportamiento de la renta y el crédito a los hogares durante el tercer trimestre, las señales que arrojan algunos de los indicadores parciales de gasto⁴ y expectativas de los hogares sugieren la estabilización del ritmo de crecimiento del consumo privado. Así, **el gasto de los hogares podría haber aumentado en torno al 0,6% t/t (3,0% a/a) en el tercer trimestre, igual que en el 2T16** (véase el Gráfico 3.3), y podría registrar tasas similares durante el último trimestre del año.

Respecto de la demanda pública, se estima que la misma haya vuelto a terreno positivo al arranque del segundo semestre, tras corregirse a la baja más de lo esperado al cierre del primero. En particular, los datos disponibles de ejecución presupuestaria sugieren que **el gasto en consumo final real de las administraciones públicas podría haber cerrado el tercer trimestre creciendo en torno al 0,7% t/t (1,0% a/a)**, incremento que podría repetirse durante el último trimestre del año.

Por el lado de la **inversión en maquinaria y equipo**, los indicadores parciales de coyuntura⁵ apuntan a una **moderación de su crecimiento hasta el 1,1% t/t (5,9% a/a) en el 3T16**, retomando la tendencia de desaceleración que se observó hasta el primer trimestre y que podría continuar al cierre del año.

El crecimiento habría vuelto a apoyarse en el gasto doméstico

Por su parte, la información disponible⁶ indica que **la inversión en vivienda habría crecido en torno al 0,9% t/t (2,9 % a/a) en el tercer trimestre**, un ritmo que podría mantenerse durante los últimos meses del año y que **confirmaría el carácter puntual de la desaceleración registrada en 2T16**. Sin embargo, no toda la inversión en construcción

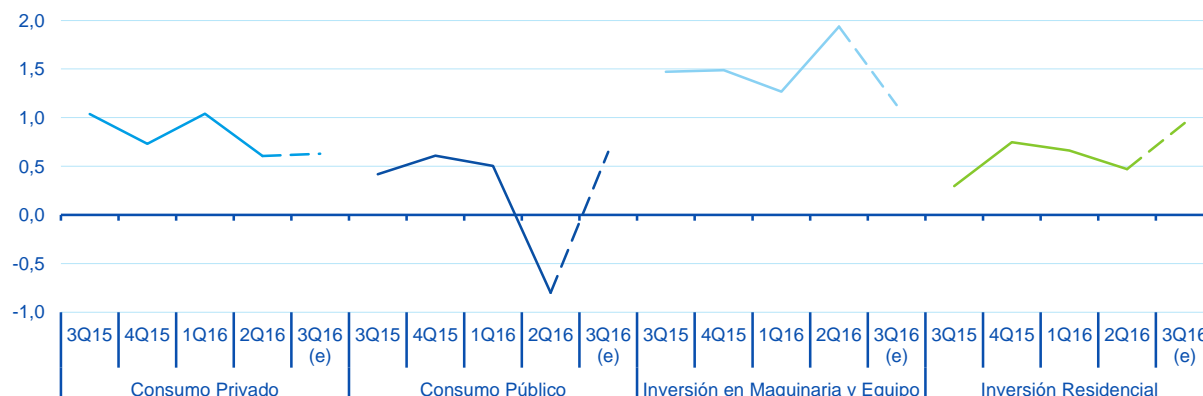
se habría acelerado en el 3T16. En este sentido, BBVA Research estima que **la inversión en otras construcciones habría moderado su crecimiento hasta el 0,5% t/t (2,3% a/a)** en el tercer trimestre.

4: El comercio al por menor y el consumo de servicios siguen exhibiendo un fuerte dinamismo, mientras que las ventas interiores de grandes empresas y el gasto en tarjetas apenas ha variado y las matriculaciones de turismos se redujeron.

5: Si bien la confianza empresarial se recuperó en el trimestre, tanto la venta de vehículos industriales como el índice de producción industrial y las importaciones de bienes de capital crecieron menos. Por otro lado, la cartera de pedidos de bienes de equipo se redujo respecto al trimestre anterior.

6: Destacan tanto la afiliación en el sector de la construcción como la iniciación de vivienda, que se han comportado mejor que en el trimestre precedente.

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

La demanda externa moderó su dinamismo, aunque sólo temporalmente

Tras un segundo trimestre excepcional, la demanda exterior se habría desacelerado hasta rozar el crecimiento nulo durante el tercer trimestre del año. Así, los indicadores disponibles de comercio exterior apuntan a un **estancamiento de las exportaciones de bienes en el 3T16 (0,0% t/t, 3,0% a/a)**⁷ debido, al menos en parte, a la desaceleración que comenzó a observarse en las exportaciones dirigidas al Reino Unido (6,5% a/a acumulado en julio-agosto frente al 11,3% a/a acumulado enero-junio). Respecto de las exportaciones de servicios, si bien el comportamiento del turismo exterior continúa siendo saludable⁸, la información disponible sugiere que **el aumento del consumo de no residentes en territorio nacional se habría atenuado hasta el 0,6% t/t (5,9% a/a)** mientras que el de las exportaciones de servicios no turísticos lo habría hecho hasta el 0,9% t/t (13,0% a/a), 3,5pp menos que lo registrado en el 2T16.

La demanda externa no habría contribuido al crecimiento trimestral

En línea con el comportamiento de la demanda final, la información disponible al cierre de esta revista sugiere que **el crecimiento de las importaciones durante el 3T16 fue marginal (0,2% t/t; 4,2% a/a)**. Este comportamiento, junto con el esperado para las exportaciones totales, habría dado lugar a una **aportación nula (+0,0pp) de la demanda externa neta al crecimiento trimestral de la economía española**.

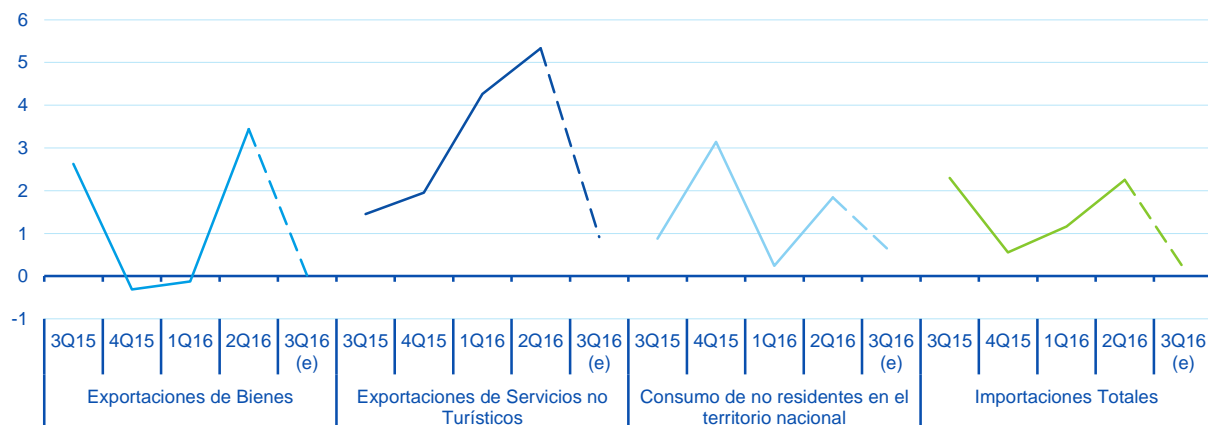
Con todo, se estima que la atonía observada en los flujos comerciales sea de carácter temporal ya que responde, al menos en parte, a la corrección a la baja tras el intenso repunte registrado al cierre del primer semestre. De cara al cuarto trimestre, la estabilización del comercio global permite prever tasas positivas en la demanda externa.

7: Tanto las exportaciones de grandes empresas y la cartera de pedidos de exportaciones moderaron su crecimiento en el 3T16, mientras que la información disponible de la balanza comercial apunta a una caída de las exportaciones de bienes en el trimestre.

8: La entrada de turistas no residentes en hoteles creció en el entorno del 1,0% t/t CVEC, mientras que las pernoctaciones de los mismos disminuyeron el 0,7% t/t CVEC.

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 continuó durante el tercer trimestre

La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 3T16 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y desempleo⁹. El empleo aumentó en 226.500 personas debido en parte a causas estacionales. Descontado este factor, el número de ocupados recuperó dinamismo (0,8% t/t) tras la sorpresa a la baja registrada en el trimestre precedente (0,4% t/t). El sector privado, en particular los servicios, continuó liderando la creación de empleo.

El empleo repuntó en 3T16 y la tasa de paro bajó del 20%

El aumento de la ocupación y el ligero retroceso de la población activa (-27.400 personas) propiciaron una **reducción de 1,1 puntos de la tasa de paro hasta el 18,9%**. Descontada la estacionalidad, se estima que la tasa de desempleo habría disminuido seis décimas hasta el 19,4%, 6,9 puntos por debajo del máximo cíclico alcanzado en 1T13 (véase el Gráfico 3.5).

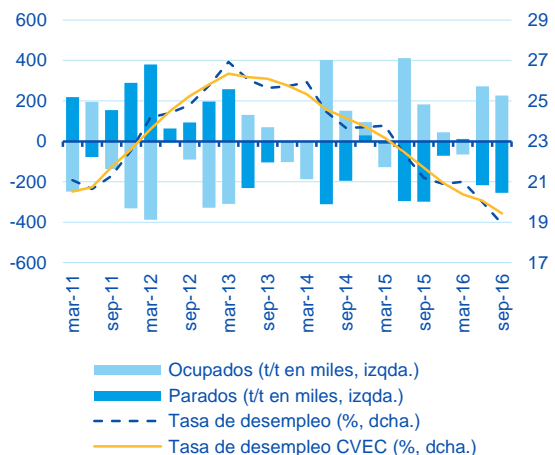
El repunte de la contratación temporal (245.900 personas) y la caída del número de asalariados con contrato indefinido (-29.000 personas) provocaron un **repunte de la tasa de temporalidad en el 3T16** (hasta el 27,0%). Corregida la estacionalidad, el porcentaje de asalariados con contrato temporal se incrementó en cinco décimas hasta el 26,3%, 3,6 puntos por encima de su mínimo cíclico registrado en el primer trimestre del 2013 (véase el Gráfico 3.6)¹⁰.

9: Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación a la Seguridad Social aumentó el 0,7% t/t CVEC en el tercer trimestre, una décima menos que en el segundo. El dinamismo de la contratación también se moderó cuatro décimas hasta el 1,6% t/t. Por el contrario, el paro registrado descendió el 2,8% t/t CVEC entre julio y septiembre, medio punto más que en el 2T16. Los registros de octubre prolongaron la tendencia positiva de tercer trimestre. Descontada la estacionalidad, las estimaciones de BBVA Research indican que el aumento de la afiliación se situó en torno a las 90.000 personas, mientras que la caída del desempleo fue de 40.000. Para más información, véase <https://goo.gl/VZeiqd>.

10: La evaluación detallada de los datos de la EPA del 3T16 se encuentra en <https://goo.gl/oS2Vwj>

Gráfico 3.5

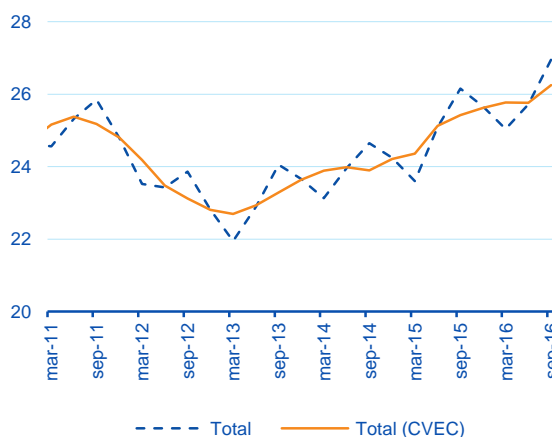
España: ocupados, parados y tasa de desempleo



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.6

España: tasa de temporalidad (% de asalariados con contrato temporal)



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

La inflación retomó su trayectoria ascendente

Los precios generales al consumo registraron su primera tasa de crecimiento positiva en lo que va del año a finales del 3T16 (0,2% a/a en septiembre)¹¹, como consecuencia de la menor presión a la baja en los precios de la energía y la **práctica estabilidad de inflación subyacente (0,8% a/a en septiembre)**¹². De acuerdo con

La inflación volvió a terreno positivo en septiembre

las estimaciones de BBVA Research, el crecimiento sostenido de los precios subyacentes tiene lugar en un contexto de inflación moderada y estable en Europa que, en consecuencia, limita las ganancias de competitividad-precio de la economía española. Así, aunque se mantiene favorable, **el diferencial de inflación tendencial respecto a la zona del euro ha disminuido casi un punto desde su máximo en octubre de 2013**, hasta los 0,2pp en septiembre (véase el Gráfico 3.7)¹³.

Las demandas salariales se mantuvieron estables durante el tercer trimestre, en línea con la **inflación subyacente**. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo se situó en el 1,1% a/a entre julio y septiembre en los convenios revisados plurianuales y en el 1,0% en los firmados a lo largo del año en curso, que vinculan a 1.200.600 trabajadores¹⁴. Como se aprecia en el Gráfico 3.8, el aumento de la retribución en el tercer trimestre fue similar al registrado en la primera mitad del 2016 y menor que el 1,5%,

11: El indicador adelantado del IPC señaló una aceleración de 0,5pp en la inflación general hasta el 0,7% a/a, que se corresponde con un aumento de la inflación energética. Nuestras estimaciones sugieren que la inflación subyacente se habría mantenido estable en torno al 0,7% a/a.

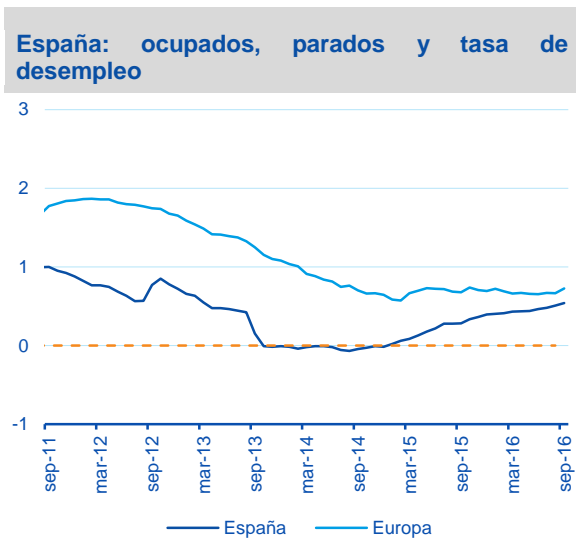
12: La aportación del componente subyacente al crecimiento interanual de los precios se situó, en septiembre, cerca de los 0,7pp, mientras que la del componente residual en los -0,5pp (energía: -0,6pp).

13: Para más detalles sobre el cálculo de la inflación tendencial a través del método de medias podadas, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2014, disponible en: <http://goo.gl/j0r1T8>

14: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo rozó los 6,6 millones hasta septiembre cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2016 (5.378.000). Si bien esta cifra es un 27% mayor que la registrada hasta junio de 2015, no debe ser interpretada como un aumento de la cobertura de la negociación colectiva ya que, desde comienzos del año en curso, la Estadística de Convenios Colectivos también incorpora los convenios acordados pero todavía no registrados.

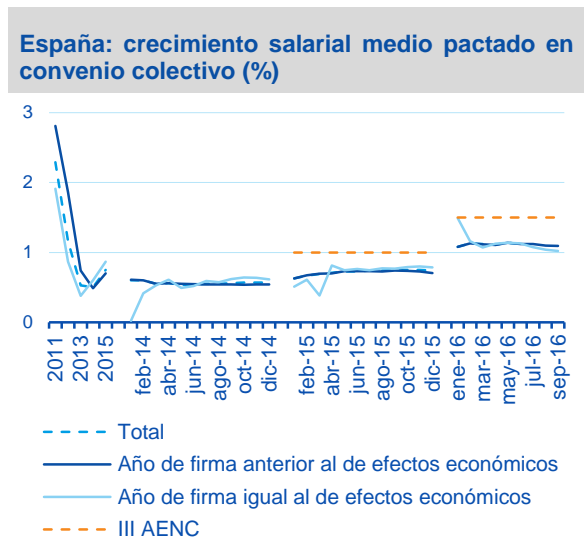
cifra establecida como límite máximo en el III Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) para el conjunto del año¹⁵.

Gráfico 3.7



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.8



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.
(* Los datos de 2015 y 2016 son provisionales. Las cifras desde 2013 no son homogéneas con las de los años precedentes.
Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

El nuevo crédito destinado a familias y pymes continúa creciendo, aunque se desacelera

El stock de crédito al sector privado continuó reduciéndose en el 3T16, aunque a un menor ritmo que en el primer semestre (-4,1% a/a en agosto). De igual forma, las nuevas operaciones concedidas prolongaron su tendencia a la baja (-13,9% a/a acumulado en enero-septiembre) condicionadas, principalmente, por las operaciones de financiación a empresas por importe superior a 1 millón de euros (-33,2% a/a en enero-septiembre). Esta menor demanda de crédito bancario por parte de las grandes empresas responde, al menos en parte, al entorno de incertidumbre nacional e internacional y a la tendencia creciente a financiar sus necesidades mediante otras fuentes (ahorro propio y emisiones de deuda). A ello habría contribuido el abaratamiento de la emisión de deuda propiciada por el programa de compra de deuda corporativa del BCE y la eliminación de los pagos fraccionados (por un 12%) del impuesto de Sociedades, ya que probablemente una parte del mismo se satisfacía mediante crédito¹⁶. Por el lado de los sectores minoristas (familias y pymes), se observa una desaceleración del crecimiento del crédito, si bien se acumula una subida del 5,2% a/a en enero-septiembre.

El crédito a grandes empresas mantiene su tendencia a la baja

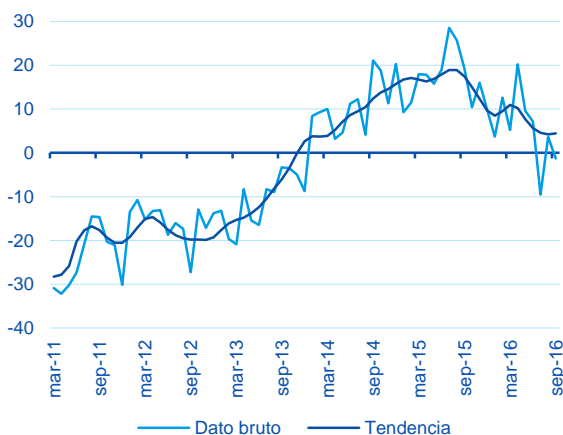
15: El III AENC, suscrito a comienzos de junio del pasado año por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, fija límites a los incrementos salariales pactados en convenio colectivo. En 2015 no debían superar el 1% y en 2016, el 1,5%. El aumento en 2017 dependerá de la evolución del crecimiento del PIB en 2016 y de las previsiones macroeconómicas del Gobierno. Si bien el acuerdo no impone explícitamente la inclusión de cláusulas de revisión salarial, sí indica que el crecimiento salarial pactado en el bienio 2015-2016 deberá ser mayor que la suma de las inflaciones de ambos años.

16: Las últimas medidas del gobierno en funciones, que recuperan y elevan los pagos fraccionados para finales de este año (al 23%), podrían revertir parcialmente la caída de los créditos a grandes empresas.

Por otra parte, el precio del nuevo crédito ha mantenido su tendencia a la baja, favorecido por la reducción del Euribor, las mejores condiciones de liquidez para los bancos (gracias en parte a las subastas del BCE), el menor riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, en algunas carteras existe evidencia de haber llegado a un umbral mínimo en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses y de cambios en la estructura de la clase de préstamo. Por otro lado, los tipos para adquisición vivienda (2,37% TAE en agosto, 5pb menos que hace un año), muestran una clara resistencia a continuar reduciéndose dada la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo.

Gráfico 3.9

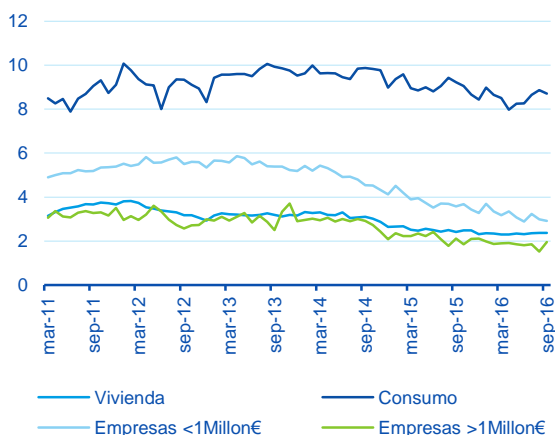
España, nuevas operaciones de crédito sector minorista (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.10

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



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

Escenario 2016-2017: cambio de marchas

Los fundamentos de la economía española avalan la continuidad de la recuperación durante lo que resta del bienio 2016-2017. De hecho, la información conocida a la fecha de cierre de este informe confirma los sesgos al alza que se mantenían sobre el escenario y obligan a revisar las estimaciones de crecimiento en 0,2pp tanto para 2016 como en 2017. Sin embargo, se mantienen las expectativas de moderación del ritmo de crecimiento en el corto plazo, habida cuenta del entorno de incertidumbre -tanto interna como externa- y del menor viento de cola que empiezan a ejercer factores como el precio del petróleo o las políticas fiscal y monetaria. Así **el presente año finalizaría con un avance del PIB del 3,3%, y la economía se desacelerará hasta el 2,5% en 2017** (véase el Cuadro 3.1). Este avance de la

El crecimiento se moderará desde el 3,3% en 2016 hasta el 2,5% en 2017

actividad será suficiente para acumular una creación neta de empleo en torno a los 875 mil puestos de trabajo en el bienio y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 17,7% al final del periodo¹⁷.

A pesar de la desaceleración prevista para 2017, el crecimiento continuará apoyándose en factores tanto internos como externos. Si bien se mantienen focos de incertidumbre importantes (respecto a la velocidad de crecimiento global o el *brexit*, por ejemplo) el entorno internacional seguirá apoyando a la demanda de exportaciones. Igualmente, la demanda interna continuará viéndose favorecida por la mejora de sus fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y la política monetaria expansiva. El aumento de la demanda final se volverá a traducir en una expansión de las importaciones que, dado el escenario previsto para la demanda exterior, se saldará con una ligera aportación de la demanda externa neta al crecimiento.

Cuadro 3.1

España: previsiones macroeconómicas					
(% a/a salvo indicación contraria)	2T16	3T16(e)	2015	2016 (p)	2017 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,8	2,5	2,6	2,7	2,2
G.C.F Privado	3,4	3,0	2,9	3,3	2,3
G.C.F AA. PP.	0,7	1,0	2,0	1,2	1,8
Formación Bruta de Capital Fijo	3,7	4,0	6,0	4,1	3,4
Equipo y Maquinaria	6,3	5,9	8,9	6,3	3,8
Construcción	2,1	2,6	4,9	2,6	2,7
Vivienda	2,2	2,9	3,1	3,1	3,5
Otros edificios y Otras Construcciones	2,0	2,3	6,4	2,3	2,2
Demanda nacional (*)	3,0	2,8	3,3	3,0	2,3
Exportaciones	7,2	5,1	4,9	5,5	3,5
Importaciones	6,4	4,3	5,6	5,1	3,1
Saldo exterior (*)	0,4	0,4	-0,1	0,2	0,2
PIB real pm	3,4	3,2	3,2	3,3	2,5
PIB nominal pm	4,0	4,2	3,7	4,1	4,7
Empleo total (EPA)	2,4	2,7	3,0	2,8	2,5
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	20,0	18,9	22,1	19,7	18,1
Empleo total (e.t.c.)	2,7	2,7	3,0	2,8	2,0

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e): estimación; (p): previsión.

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

17: En términos promedio, la ocupación crecerá a un ritmo medio anual del 2,7% y la tasa de paro se situará en torno a 18,1% en 2017.

El impacto de la política monetaria expansiva se modera

El BCE mantiene su compromiso de utilizar todos los instrumentos estabilizadores contemplados dentro de su mandato mientras continúen los riesgos que penden sobre la inflación. En octubre, el Consejo de Gobierno (CG) de la autoridad monetaria mantuvo en mínimos históricos los tipos de interés de referencia (0,0%) y de facilidad de depósito (-0,4). En lo que respecta a las medidas no convencionales, la autoridad monetaria confirmó que se mantendrán las compras mensuales de activos en 80.000 millones de euros hasta marzo de 2017 o incluso posteriormente, si fuese necesario.

La flexibilización de la política monetaria en Europa –junto con las expectativas de que la Reserva Federal siga un proceso de normalización incremental de la política monetaria en los EE. UU (condicionada a la evolución de su economía en el corto plazo)– contribuyen a mitigar la volatilidad financiera. Sin embargo, su mayor impacto sobre las cifras de crecimiento podría haber quedado atrás, dadas las limitaciones inherentes a la cota cero de los tipos de interés. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren que las reformas estructurales en Europa y en España, junto con la política monetaria del BCE, permitieron que la oferta de crédito se expandiera entre 2013 y 2015, contribuyendo en 0,8pp al crecimiento anual medio del PIB (tras lastrarlo -1,0pp anual entre 2008 y 2012). Durante el bienio 2016-2017, la caída de tipos está siendo limitada y, por lo tanto, el impacto sobre el crecimiento anual rondará los 0,1pp en promedio.

El flujo de crédito bancario volverá a la senda de crecimiento

Hacia delante, es de esperar que el total de nuevo crédito frene su retroceso, tanto por razones de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, el sector minorista continuará mostrando una tendencia positiva y se convertirá en el protagonista del nuevo crédito (ya supone el 62% del total acumulado en 2016). Asimismo, la mejor situación económica de las empresas (especialmente en el caso de las que exportan), la obligación de volver a hacer pagos fraccionados del Impuesto de Sociedades, la potencial finalización del programa de compra de bonos corporativos por parte del BCE en marzo 2017 y los menores precios del crédito favorecerán la recuperación de las operaciones a grandes empresas. Por el lado de la oferta, contribuirán positivamente la mejora experimentada en las condiciones de liquidez (gracias a la unión bancaria y a la política ultra expansiva del BCE) y el menor riesgo de las carteras. La recuperación de las nuevas operaciones de crédito debería acompañar la mejora de la actividad económica, de forma que la banca atienda a la demanda solvente y en especial al sector minorista, que es más dependiente de la financiación bancaria.

La política fiscal se tornará contractiva en 2017

La información conocida sobre la ejecución presupuestaria del conjunto de las Administraciones Públicas confirma que **el tono de la política fiscal en 2016 está siendo más expansivo que lo esperado a comienzos de año.** Por el lado de los ingresos, las estimaciones de BBVA Research sugieren que la caída estructural de la recaudación por impuestos directos, derivada de las rebajas impositivas de 2015 y 2016, se verá compensada sólo parcialmente por las medidas de corrección del déficit aprobadas a lo largo del año y por la recuperación del ciclo económico. Por el lado del gasto, se estima que el ajuste continúa debido, en gran medida, a la mejora en el mercado laboral –que aminora el importe de las prestaciones por desempleo– y por la disminución de los costes financieros. Así, se prevé que el consumo público real cierre

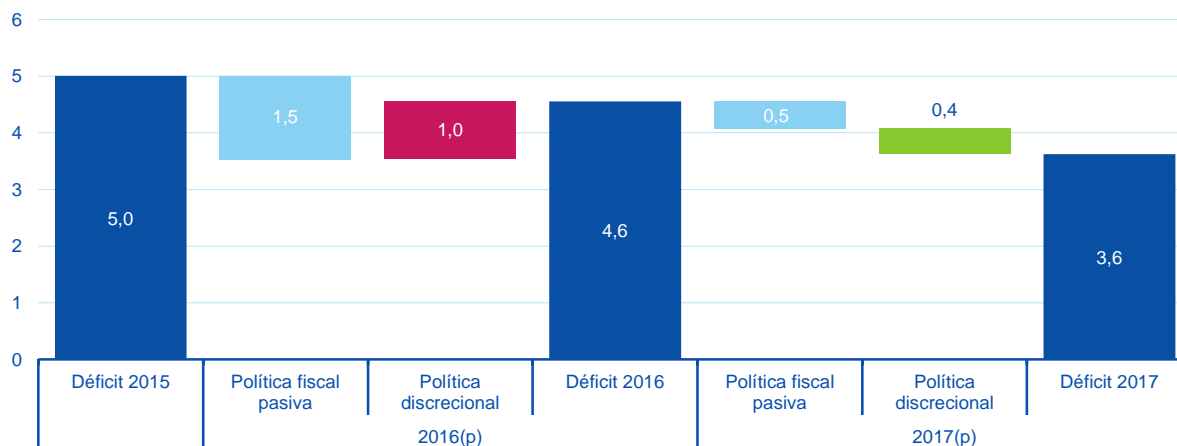
el 2016 con un crecimiento del 1,2%, mientras que la inversión en construcción no residencial (afectada por la obra pública) avance el 2,3%.

En un escenario sin cambios en la política económica, **el tono de la política fiscal pasaría a ser ligeramente contractivo en 2017**. Sin embargo, el crecimiento anual del gasto en consumo público real podría alcanzar el 1,8% debido, al menos en parte, al efecto base provocado por la caída registrada a mediados de 2016. Mientras la inversión en otras construcciones presentará una tasa de expansión en torno al 2,2%, impulsada por la inversión privada no residencial, que compensará las perspectivas de estabilización de la obra pública.

En resumen, **el ciclo económico volverá a favorecer la contención del déficit, pero no será suficiente como para compensar el impacto negativo de las medidas discrecionales expansivas ya adoptadas en 2016**. No obstante, las medidas de corrección de déficit aprobadas a lo largo del año y, sobre todo, la modificación de los pagos fraccionados del impuesto de sociedades¹⁸, ayudarán a contrarrestar parte del impacto, por lo que el déficit de 2016 disminuirá hasta alinearse con el objetivo de estabilidad (4,6% del PIB). Sin embargo, en un escenario sin cambios en la política fiscal y aun cuando se espera que el ciclo económico continúe corrigiendo el deterioro en las cuentas públicas, el déficit se reduciría tan sólo hasta el 3,6% del PIB en 2017, 0,5pp por encima del objetivo fijado para ese año (véase el Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11

AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal (pp del PIB)



(a): avance; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

Con todo, **la política fiscal del próximo bienio estará supeditada a la capacidad del nuevo gobierno para cumplir los compromisos adquiridos con la Comisión Europea** en agosto. En este contexto, el pasado 14 de octubre el Gobierno envió a la Comisión el Plan presupuestario para 2017, cumpliendo

Los compromisos asumidos sugieren un ajuste adicional de 0,5pp del PIB en 2017

18: Acuerdo de no disponibilidad de crédito, adelanto del cierre del presupuesto del Estado a julio, y aprobación de un pago mínimo de los pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades

así con el calendario marcado por el componente corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Dicho Plan no aporta novedades, y presenta un escenario sin cambios ni medidas nuevas, en el cual se prorrogan los Presupuestos Generales del Estado de 2016. El Plan remarca las medidas de ajuste fiscal ya aprobadas a lo largo de 2016, las cuales permitirán el cumplimiento del objetivo de estabilidad de 2016; pero no así el de 2017. De esta manera, en el escenario planteado queda pendiente un ajuste del déficit público de alrededor de 0,5pp del PIB en 2017, que tendrá que afrontar el nuevo Gobierno. Asimismo, el escenario mantiene la incertidumbre sobre la decisión del Parlamento Europeo de suspender tanto la sanción por incumplimiento de los objetivos de estabilidad como la retención de parte de los fondos estructurales, lo cual supondría un freno a la inversión pública.

La demanda doméstica privada, principal fuente de crecimiento económico, se ralentizará en 2017

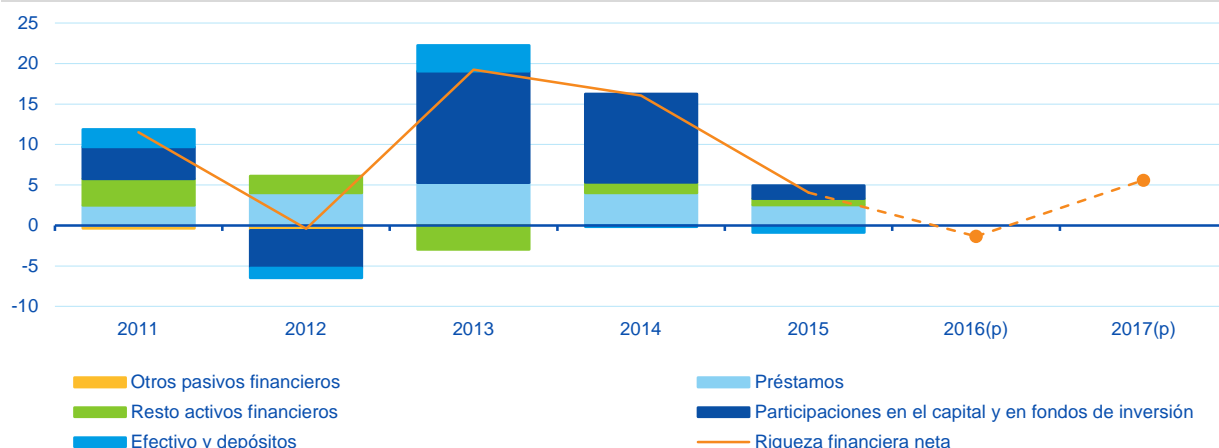
Las perspectivas del consumo de los hogares continúan siendo positivas. La creación de empleo, la menor presión fiscal y la baja inflación siguen favoreciendo a la renta real disponible durante el segundo semestre de 2016. El crecimiento previsto de la riqueza inmobiliaria y la expectativa de que los tipos de interés oficiales permanezcan en niveles históricamente bajos también incentivan el consumo privado. Además, las nuevas operaciones de financiación al consumo siguen aumentando y sustentan el gasto a corto plazo. Por el contrario, la contribución de la riqueza financiera neta al crecimiento del gasto de los hogares es más modesta que en los años precedentes. La evolución decepcionante de las cotizaciones bursátiles atenúa la importancia de las participaciones en el capital y en fondos de inversión, que han explicado casi un 70% del incremento de la riqueza financiera neta desde 2012, como ilustra el Gráfico 3.12. En consecuencia, el balance de los fundamentos apunta a un **crecimiento del consumo privado del 3,3% en 2016**, en línea con lo previsto en septiembre.

El crecimiento del gasto de los hogares alcanzará el 2,3% el próximo año, tres décimas más de lo esperado hace dos meses. No obstante, se mantienen las perspectivas de ralentización del consumo respecto a 2016, dado el menor dinamismo previsto de algunos de los determinantes del gasto –como la renta y la riqueza inmobiliaria en términos reales–, la desaparición de factores transitorios que han incentivado el consumo hasta 2016 –como la rebaja fiscal–, el incremento de los costes energéticos y las repercusiones de la incertidumbre sobre la política económica experimentada en 2016¹⁹.

19: Los consumidores alteran sus patrones de gasto y ahorro si tienen dudas sobre cómo las medidas de política económica influirán en su renta futura. Por ejemplo, la posibilidad de que la presión fiscal sobre un determinado bien o servicio cambie puede motivar un adelantamiento o un aplazamiento de su demanda. Pero además de su efecto directo sobre las intenciones de compra, la incertidumbre política influye indirectamente en el consumo a través de sus consecuencias sobre la creación de empleo. En concreto, las empresas pueden modificar sus planes de inversión, de contratación y de despido cuando el grado de incertidumbre sobre la política económica cambia, lo que condiciona, tarde o temprano, las decisiones de gasto de los hogares. Para más detalles, véase el Recuadro 1 de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre de 2016.

Gráfico 3.12

España: contribuciones al crecimiento de la riqueza financiera neta de los hogares (promedios anuales en %)



Datos hasta 1T16; previsiones en adelante
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Las perspectivas de crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo para 2016 y 2017 siguen siendo positivas y se mantienen en torno a las presentadas en septiembre. No obstante, ello es consistente con la desaceleración de este componente de la inversión, dado el menor dinamismo previsto de la demanda final, junto a la incertidumbre en torno a las políticas económicas que se llevarán a cabo en el futuro y la que se desprende del *brexit*. Asimismo, tanto la estabilización de los precios del petróleo, como la política monetaria expansiva del BCE, continuarán facilitando la financiación de nuevos proyectos de inversión con fondos propios y ajenos, aunque probablemente con una menor intensidad que la observada hasta ahora. Así, ante la ausencia de novedades relevantes, se prevé que **la inversión en maquinaria y equipo pasará de crecer el 6,3% en 2016 al 3,8% en 2017**.

En torno al mercado inmobiliario, el escenario tampoco muestra cambios relevantes respecto al descrito en septiembre. Así, se espera que las transacciones residenciales continúen mostrando dinamismo tanto en 2016 como 2017, enmarcadas en un contexto en el que la recuperación en el sector parece estar consolidada. Ello

La recuperación del mercado inmobiliario parece consolidada

seguirá sustentándose tanto en la evolución positiva de la renta bruta de los hogares como en la continuidad de las favorables condiciones financieras a las que pueden acceder tanto las familias como los empresarios, que incentivarán la puesta en marcha de proyectos residenciales y se traducirán en incrementos de la iniciación de obra nueva. Asimismo, la recuperación de los precios de la vivienda beneficia a la dinámica del mercado, ya que supone menor incertidumbre entre los compradores y un incremento del colateral de familias y empresas al solicitar nuevos préstamos. No obstante, la evaluación respecto a las consecuencias del *brexit* sobre la demanda de vivienda por parte de ciudadanos británicos continúa siendo negativa. En resumen, se mantienen las perspectivas de crecimiento de **la inversión en vivienda del 3,1% en 2016 y del 3,5% el siguiente año**. Con ello, tanto en el año en curso como en el siguiente, esta partida de la inversión contribuirá con 0,15pp al crecimiento de la economía.

Los flujos comerciales continuarán creciendo, a pesar de la incertidumbre externa

El entorno global para las exportaciones españolas apenas ha sufrido cambios respecto al escenario de BBVA Research publicado en septiembre. En este contexto, tanto las expectativas respecto a los bajos precios del petróleo como las asociadas al tipo de cambio del euro ligeramente depreciado se han mantenido estables. Por otro lado, el comercio global parece haberse estabilizado y la demanda de las economías en desarrollo da signos de un mejor desempeño debido, al menos en parte, a la menor volatilidad en los precios de las materias primas. No obstante, se mantiene la incertidumbre en torno a la concreción de la salida del Reino Unido de la UE y la contienda electoral en los EE. UU. De esta forma, **las previsiones respecto al crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios se sitúan en el 5,5% para 2016 y el 3,5% para 2017**, lo que en todo caso es una evolución positiva del comercio exterior. Así, se espera una desaceleración de la venta de bienes al exterior desde el 3,8% en 2016 hasta el 3,0% el siguiente año, mientras que las de servicios lo hagan desde el 9,4% hasta el 4,7% en 2017.

En este contexto, **se espera que el turismo continúe siendo un pilar relevante del comercio exterior en el corto plazo** impulsado, al menos en parte, por un contexto geopolítico que sigue siendo negativo en algunos de los principales competidores del mercado turístico español. Así, las estimaciones de BBVA indican que el deterioro sólo de este

factor podría haber explicado en torno al 30% o el 35% del incremento del número de turistas extranjeros entre 2010 y 2015, con efectos especialmente significativos en las regiones insulares. Durante el primer semestre de 2016, el nuevo repunte de las tensiones geopolíticas en mercados competidores dio lugar a un aumento de 705 miles de pernoctaciones de no residentes, un 33% del aumento total registrado en el periodo²⁰.

Las tensiones geopolíticas explicaron cerca del 33% del incremento del turismo extranjero en el 1S16

Si bien la desaceleración de la demanda final incidirá negativamente en **las importaciones, su crecimiento seguirá siendo elevado** (4,4% anual en el promedio del bienio). De esta forma, **la aportación de la demanda exterior al crecimiento será marginalmente positiva en 2016 y en 2017 (0,2pp cada año)**. A pesar de lo anterior, los todavía bajos precios del petróleo siguen aliviando la factura energética de la economía española con el exterior, contribuyendo a mantener **los saldos positivos en la balanza por cuenta corriente durante el próximo bienio (promedio: 1,5% del PIB)**.

Menor dinamismo de la creación de empleo en 2017

Las perspectivas de crecimiento para el cuarto trimestre del año sugieren que la ocupación podría cerrar el 2016 con un aumento del 2,8%, una décima menos de lo esperado hace dos meses. La tasa de desempleo se reduciría 2,4 puntos hasta el 19,7% (19,6% en septiembre). **Las expectativas de desaceleración de la economía para 2017 presionan a la baja la creación prevista de empleo hasta el**

20: El Observatorio Económico con los detalles sobre estas estimaciones estará próximamente disponible para el lector interesado en <http://goo.gl/kfkzhA>

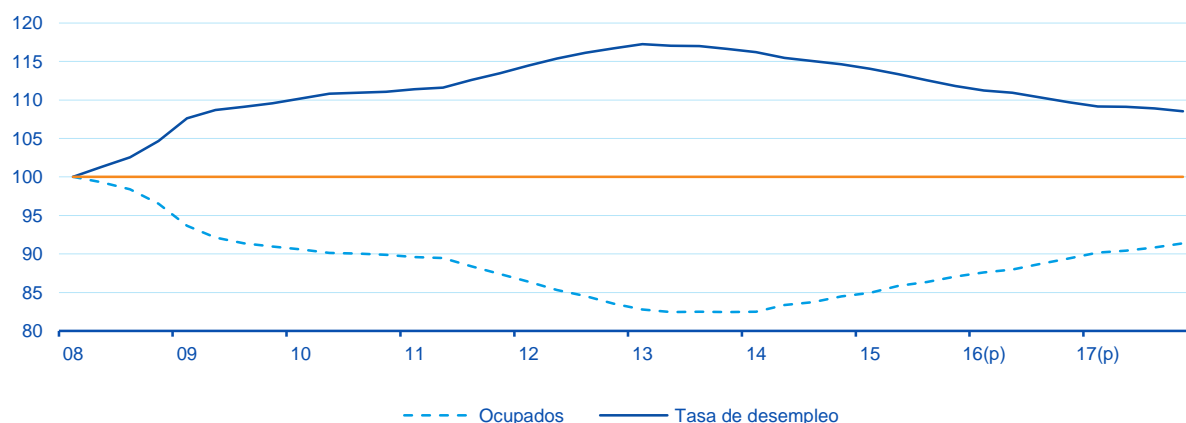
2,5%. Sin embargo, el crecimiento exiguo de la población activa compensaría el menor aumento de la ocupación, por lo que la tasa de paro continuaría disminuyendo hasta el 18,1%.

Como ilustra el Gráfico 3.13, **en el cuarto trimestre de 2017 la ocupación sería en torno a un 8,6% menor que a comienzos del año 2008**, mientras que la tasa de desempleo se situaría 8,6 puntos por encima²¹. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo –que crecerá alrededor del 2,5% en promedio en el bienio 2016-2017– sugiere un repunte exiguo de la productividad aparente del factor trabajo hasta converger en 2017 a las cifras precrisis.

A pesar de la mejora del mercado de trabajo, todavía queda un largo camino por recorrer

Gráfico 3.13

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



(p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los precios volverán a crecer de forma sostenida en 2017

A pesar de haber vuelto a terreno positivo al cierre del tercer trimestre, la **inflación general cerrará el 2016 con una media anual negativa (-0,3%)**, como consecuencia de la caída de los precios de la energía durante los primeros compases del año. Sin embargo, los determinantes domésticos han sustentado tasas positivas tanto para la inflación subyacente como para el deflactor implícito del PIB a lo largo del año, lo que se saldará con un crecimiento medio anual del 0,9% y del 0,7%, respectivamente.

Las estimaciones de BBVA Research sugieren que **tanto la inflación general como la subyacente se mantendrán en terreno positivo en 2017 (1,7% y 1,1% en promedio anual, respectivamente)**. Aunque el arranque del año estará marcado por la volatilidad derivada del efecto base en los precios de la energía, la inflación se mantendrá la mayor

La inflación se mantendrá por encima del 1% en 2017

21: Para afianzar la recuperación del empleo, BBVA Research propone acometer una reforma integral del mercado de trabajo que incluya un cambio del sistema de protección del empleo para incentivar la contratación indefinida, la modernización del sistema de negociación colectiva y una modificación integral de las políticas del mercado de trabajo. Una propuesta al respecto se puede consultar en BBVA Research (2016). Véase BBVA Research (2016): "Hacia un mercado de trabajo más eficiente y equitativo", *Observatorio Económico BBVA*, mayo. Disponible en: <https://goo.gl/zcwmsn>.

parte de 2017 por debajo del objetivo marcado por el BCE para el conjunto de la zona del euro. Así, una vez dejado atrás el episodio de tasas negativas en la inflación general se constata que la estabilidad tendencial se sustenta tanto en la mejora de la actividad y del empleo, como en los **estímulos de la política monetaria** (bajos tipos de interés, fomento de la disponibilidad de crédito y expansión cuantitativa).

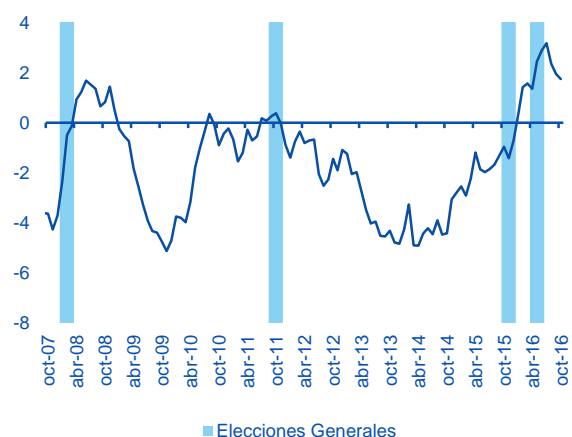
El escenario no está exento de riesgos

Si bien las previsiones se corrigen al alza respecto a las descritas en la anterior edición de esta publicación, los riesgos externos e internos persisten. A nivel externo, se mantiene la inquietud por el bajo crecimiento registrado, tanto del PIB como de la productividad, en las principales economías desarrolladas (donde destaca EE.UU.). Adicionalmente, sigue siendo incierto el recorrido que tomarán las negociaciones para materializar la salida del Reino Unido de la UE, lo que puede generar un entorno de creciente volatilidad, y tener un mayor impacto negativo sobre la actividad económica que el actualmente estimado.

En el entorno doméstico, queda pendiente por resolver la forma en que se llevará a cabo el **ajuste necesario (de alrededor de 0,5pp del PIB) para cumplir el objetivo de déficit pactado para 2017**. El tipo de medidas de política fiscal que finalmente se implementen determinará el impacto que pueda observarse sobre el crecimiento. Asimismo, una sentencia reciente del Tribunal de Justicia de la Unión Europea ha introducido incertidumbre sobre la legislación en el mercado laboral, cuyas consecuencias no son claras para el mantenimiento del proceso de creación de empleo. Finalmente, aunque la incertidumbre de política económica se ha moderado en el segundo semestre, continúa siendo relevante y, según las estimaciones de BBVA Research, podría seguir restando alrededor de 0,5pp al crecimiento durante el presente bienio (Gráficos 3.14 y 3.15)²².

Gráfico 3.14

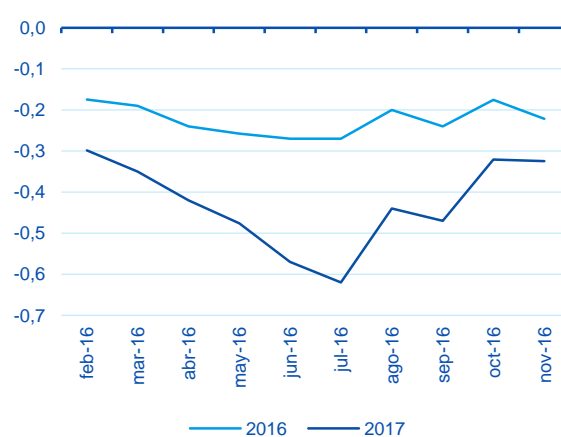
España: Incertidumbre de Política Económica (SM12 del componente idiosincrático en desviaciones típicas)



El sombreado se corresponde a un período de 3 meses alrededor de las elecciones generales
Fuente: BBVA Research a partir del EPU de Baker et al. (2015)

Gráfico 3.15

España: impacto estimado de la incertidumbre sobre la política económica en el pib según fecha de estimación



Fuente: BBVA Research

22: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica sobre la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al Primer trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/nRnxi7>

4. Cuadros

Cuadro 4.1

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto						
(Promedio anual, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6	2,1
Eurozona	-0,8	-0,2	1,1	1,9	1,6	1,5
Alemania	0,7	0,6	1,6	1,5	1,8	1,5
Francia	0,2	0,6	0,7	1,2	1,2	1,3
Italia	-2,9	-1,7	0,2	0,6	0,7	0,9
España	-2,9	-1,7	1,4	3,2	3,3	2,5
Reino Unido	1,3	1,9	3,1	2,2	1,9	0,6
Latam *	2,8	2,8	0,7	-0,4	-1,3	1,5
México	3,8	1,6	2,2	2,5	1,8	2,2
Brasil	1,9	3,0	0,1	-3,8	-3,0	0,9
Eagles **	5,3	5,4	5,3	4,6	4,8	4,9
Turquía	2,1	4,2	3,0	4,0	2,7	3,5
Asia Pacífico	5,8	5,8	5,6	5,5	5,5	5,1
Japón	1,7	1,4	-0,1	0,6	0,6	0,8
China	7,8	7,8	7,3	6,9	6,6	5,8
Asia (ex. China)	4,3	4,3	4,2	4,3	4,4	4,5
Mundo	3,5	3,3	3,4	3,2	3,0	3,2

* 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: 4 de noviembre de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.2

Tipo de interés de la deuda pública a 10 años						
(Promedio anual, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	1,79	2,34	2,53	2,13	1,72	1,79
Alemania	1,57	1,63	1,25	0,54	0,08	0,13

Fecha de cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de cambio						
(Promedio anual)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USD-EUR	0,78	0,75	0,75	0,90	0,90	0,90
EUR-USD	1,29	1,33	1,33	1,11	1,11	1,11
GBP-USD	1,59	1,56	1,65	1,53	1,34	1,22
USD-JPY	79,77	97,45	105,82	121,07	107,85	111,75
USD-CNY	6,31	6,20	6,14	6,23	6,63	7,00

Fecha de cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.4

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de interés de política monetaria

(Fin de periodo, %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EEUU	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,25
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00
China	6,00	6,00	5,60	4,35	4,35	4,10

Fecha de cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2016.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 4.5

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PIB a precios constantes	-0,8	-0,2	1,1	1,9	1,6	1,5
Consumo privado	-1,2	-0,5	0,8	1,7	1,6	1,4
Consumo público	-0,3	0,2	0,6	1,4	1,7	1,1
Formación bruta de capital fijo	-3,2	-2,4	1,5	2,9	2,2	2,4
Inventarios (*)	-0,9	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	-2,2	-0,6	1,1	1,7	1,7	1,5
Exportaciones (bienes y servicios)	2,8	2,3	4,4	6,1	2,4	2,8
Importaciones (bienes y servicios)	-0,7	1,5	4,8	6,1	2,9	3,2
Demanda externa (*)	1,4	0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,1
Precios						
IPC	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,4
IPC subyacente	1,8	1,3	0,9	0,8	0,8	1,2
Mercado laboral						
Empleo	-0,4	-0,7	0,6	1,1	1,3	0,9
Tasa desempleo (% población activa)	11,4	12,0	11,6	10,9	10,1	9,7
Sector público						
Déficit (% PIB)	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,8
Deuda (% PIB)	89,5	91,3	92,0	90,4	89,6	88,5
Sector exterior						
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,2	2,2	2,4	3,1	3,4	3,2

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2016.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.6

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

	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Actividad					
PIB real	-1,7	1,4	3,2	3,3	2,5
Consumo privado	-3,2	1,6	2,8	3,3	2,3
Consumo público	-2,1	-0,3	2,0	1,2	1,8
Formación Bruta de Capital	-3,4	3,8	6,0	4,1	3,4
Equipo y Maquinaria	5,0	8,3	8,9	6,3	3,8
Construcción	-8,6	1,2	4,9	2,6	2,7
Vivienda	-10,2	6,2	3,1	3,1	3,5
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-3,1	1,9	3,3	3,0	2,3
Exportaciones	4,3	4,2	4,9	5,5	3,5
Importaciones	-0,5	6,5	5,6	5,1	3,1
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,4	-0,5	-0,1	0,2	0,2
PIB nominal	-1,4	1,1	3,7	4,1	4,7
(Miles de millones de euros)	1025,6	1037,0	1075,6	1119,8	1172,8
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-2,8	1,2	3,0	2,8	2,5
Tasa de paro (% población activa)	26,1	24,4	22,1	19,7	18,1
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-3,4	1,1	3,0	2,8	2,2
Productividad apartente del factor trabajo	1,7	0,3	0,3	0,5	0,3
Precios y costes					
IPC (media anual)	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	1,7
IPC (fin de periodo)	0,3	-1,0	0,0	0,7	1,3
Deflactor del PIB	0,4	-0,3	0,5	0,8	2,1
Remuneración por asalariado	1,4	0,0	0,4	0,8	1,2
Coste laboral unitario	-0,3	-0,3	0,2	0,4	0,8
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,5	1,0	1,4	1,3	1,7
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	93,7	99,3	99,2	100,2	99,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,6	-5,7	-5,0	-4,6	-3,6
Hogares					
Renta disponible nominal	-0,9	0,9	1,9	3,4	3,9
Tasa de ahorro (% renta nominal)	9,9	9,1	8,4	8,9	8,8

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p): previsión.

Fecha cierre de previsiones: 4 de noviembre de 2016.

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

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

Economista Jefe de España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61

Ignacio Archondo
ignacio.archondo@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

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

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

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

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

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

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

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

Juan Ruiz
juan.ruiz2@bbva.com
+34 646 825 405

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

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

Con la colaboración de:

Modelización y Análisis de

Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Económicos

Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

José Félix Izquierdo
jfelix.izquierd@bbva.com

Mercados Financieros

Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

María Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

Depósito Legal: M-31254-2000