

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

Segundo trimestre 2018

Unidad de España y Portugal

The background of the slide is a photograph of a modern, curved glass skyscraper with the BBVA logo on its upper facade. The building is set against a clear blue sky. In the foreground, there is a courtyard area with several green trees and a paved walkway. The overall aesthetic is clean and professional.

Creando Oportunidades

Índice

1. Editorial	3
2. Economía global: se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española	10
4. Cuadros	26
5. Glosario	29

Fecha de cierre: **6 de abril de 2018**

1. Editorial

Se revisa al alza el crecimiento esperado del PIB para España desde el 2,5% al 2,9% en 2018 y desde el 2,3% al 2,5% en 2019. A pesar de que la incertidumbre relacionada con el entorno político en Cataluña ha tenido hasta ahora el impacto que se preveía, varios factores, entre los que destaca un entorno global algo más favorable, parecen haberlo más que compensado. Hacia delante, las condiciones continuarán siendo propicias para que se mantenga la recuperación, se creen alrededor de un millón de puestos de trabajo en el conjunto de los siguientes dos años, y la tasa de paro se reduzca por debajo del 14% en promedio durante 2019. La posibilidad de una política fiscal algo más expansiva que en el bienio precedente podría llevar a la economía a un escenario incluso más positivo del que se presenta en esta publicación. En todo caso, la vulnerabilidad a cambios en el entorno externo se mantiene, en parte por los elevados desequilibrios que todavía existen, pero también como consecuencia de la persistencia de la incertidumbre relacionada con el entorno político y con la falta de consensos.

En línea con lo que se preveía, la incertidumbre ha tenido por el momento un impacto intenso sobre la demanda interna, aunque limitado en el tiempo y, en general restringido a Cataluña y a sectores particulares. Así lo muestra el comportamiento del gasto de las familias catalanas y la contracción de la inversión en equipo de las empresas en esta comunidad durante el 4T17, consistente con los incrementos en el ahorro precautorio que se han producido en el pasado en situaciones de volatilidad. También destaca el deterioro observado en indicadores relacionados con el sector turístico y, particularmente, en el catalán. En todo caso, existe evidencia que apunta a que empresas y familias en general han percibido el shock como algo transitorio. Por ejemplo, indicadores como la afiliación a la Seguridad Social o el crédito a los hogares apenas han modificado la trayectoria prevista antes de producirse el aumento de la incertidumbre. Así, las empresas probablemente habrían decidido absorber en márgenes la caída de la demanda (como muestra, por ejemplo, la caída de los precios en el sector turístico), sin traspasarla, por el momento, al empleo.

Sin embargo, esto no se ha traducido en la desaceleración de la actividad que se esperaba, gracias en gran parte a un entorno externo algo más favorable. En particular, el crecimiento del PIB podría haber aumentado en 1T18 hasta el 0,8% t/t, y los primeros datos de 2T18 apuntan a que se mantendría alrededor de esos niveles. Ambas estimaciones están por encima del escenario de hace 3 meses y confirman los sesgos al alza que ya se apuntaban entonces por la inercia que llevaba la economía española. A este nuevo fortalecimiento de la recuperación habrían contribuido tanto la positiva evolución de las exportaciones de bienes (particularmente de la industria y específicamente en Cataluña), como la solidez que sigue mostrando la inversión en maquinaria y equipo. Parte de lo anterior se explica por el buen comportamiento de la economía global, especialmente de la europea. Por otro lado, el crecimiento de la demanda interna y el mantenimiento de expectativas favorables se ha consolidado gracias a la mejora de la percepción externa sobre la economía española. Esto se ha traducido en una caída del coste de financiación a largo plazo del bono soberano. Todo lo anterior explicaría el mayor crecimiento. En todo caso, el consumo privado continúa mostrando una desaceleración en línea con lo previsto, que consolida el cambio hacia un modelo productivo cada vez más dependiente de las ventas al exterior.

Hacia delante se espera que el dinamismo de la economía global continúe apoyando el crecimiento, y que la contribución del sector de la construcción a la recuperación vaya en aumento. Las revisiones al alza en el crecimiento de la economía de los EE.UU. y en la UEM apoyarán el mantenimiento de un avance sólido de las exportaciones de bienes. Esto, incluso a pesar de las expectativas de apreciación del euro frente al dólar o al reciente aumento en el precio del petróleo, que pueden afectar negativamente la competitividad vía precio de las empresas españolas. En todo caso, se espera que esto sea compensado en parte por unas condiciones de financiación bancaria que continuarán siendo muy favorables, afianzadas por la consolidación de la caída en la prima de riesgo española ya observada durante los últimos meses. A nivel doméstico, el sector turístico podría dejar atrás la caída observada al cierre del pasado año, aunque lo hará habiendo sacrificado márgenes y seguirá

pesando sobre el sector el posible agotamiento de la oferta. Las perspectivas para la construcción de vivienda son positivas y estarán apoyadas en los bajos costes de financiación, la mejora de la renta disponible de las familias y los ajustes que se han producido en el sector desde el inicio de la crisis. Esto puede ser de particular importancia para la industria manufacturera que produce bienes complementarios a la inversión residencial. Asimismo, las medidas aprobadas que permiten un aumento de la inversión por parte de algunas corporaciones locales supondrán un apoyo adicional al crecimiento de la demanda interna.

La política comercial y la monetaria serán claves para evitar posibles escenarios de riesgo. Aunque por el momento no se contempla en el escenario central una guerra comercial, las amenazas sobre la imposición de aranceles a las importaciones en los EE.UU. -y su foco en China- elevan la incertidumbre y, dependiendo de las acciones que se tomen, podrían terminar ralentizando el crecimiento del intercambio de bienes y servicios a nivel global. En la misma línea, el avance en la negociación de las condiciones finales de la salida del Reino Unido de la Unión Europea continúa siendo lento y la incertidumbre podría incrementarse. Asimismo, aunque el riesgo político en la UE se ha reducido y en los próximos tres meses habrá debates importantes que podrían llevar a un avance en la agenda de integración europea, persisten algunos focos de preocupación (por ejemplo en Italia). Finalmente, aunque la presión sobre la inflación en las economías desarrolladas parece ser reducida, a pesar de lo avanzado del ciclo económico, la posibilidad de aumentos repentinos y significativos de precios podría llevar a cambios (y errores) en el patrón de salida de las políticas monetarias expansivas por parte de los bancos centrales. Esto sería especialmente negativo para una economía como la española, que todavía presenta elevados niveles de endeudamiento con el exterior y cuyos agentes son sensibles al aumento de los tipos de interés.

A nivel doméstico, preocupa la incertidumbre sobre la política económica. En línea con lo esperado, la tensión en el entorno político en Cataluña ha disminuido, por lo que su impacto será limitado (entre 0,2 y 0,3pp menos de PIB tanto en 2018 como en 2019). Sin embargo, una reversión de esta tendencia tendría consecuencias negativas. Más aún, la magnitud, que no la dirección, de los efectos a medio y largo plazo es todavía incierta. En todo caso, es preocupante la falta de consensos respecto a las medidas que habrán de implementarse durante los próximos años para consolidar la sostenibilidad de las cuentas públicas, lograr un sistema de financiación autonómica más eficiente, reducir la tasa de paro y temporalidad, impulsar mejoras en las políticas educativas y de formación de parados en un contexto de cambio en la demanda del empleo por el impulso tecnológico, o trabajar en incrementar la productividad, entre otros. En suma, se echan en falta políticas que afiancen la recuperación a medio plazo y aseguren que no se generarán desequilibrios ni más aumentos en la desigualdad. **En su ausencia, se perfila una política fiscal algo más laxa que en 2017, que aunque pone un sesgo al alza a corto plazo sobre las previsiones de crecimiento, puede incrementar la vulnerabilidad** de la economía española ante cambios en el entorno de financiación externo.

2. Economía global: se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista

La economía internacional se encuentra sometida a fuerzas divergentes. Los nuevos estímulos fiscales aprobados por la administración estadounidense prolongarán el buen momento cíclico de la economía mundial, favorecido hasta ahora por niveles de confianza elevados y el tono positivo de la actividad industrial y del comercio internacional. Por otro lado, la mayor vulnerabilidad que dicho estímulo fiscal genera en las cuentas públicas americanas, unida a unos mercados financieros que previsiblemente estarán sometidos a un entorno de mayor volatilidad que en 2017, hacen que el escenario sea más incierto. A ello se une la aceleración de la retórica proteccionista en EE. UU., que ha empezado a materializarse en medidas concretas. Todo ello en un entorno de normalización de políticas monetarias tras años de estímulos extraordinarios, que también puede generar dudas adicionales.

El crecimiento se mantiene estable a principios de 2018, con mayor dinamismo en economías emergentes y algunos signos de moderación en países desarrollados

Los datos conocidos de los primeros dos meses del año sugieren que el **crecimiento mundial del primer trimestre se ubicaría en niveles similares al promedio del 2017 (1% t/t)**. En concreto, el indicador BBVA-GAIN estima que el PIB global habría avanzado el 1% t/t, con lo que la actividad habría recuperado su tendencia tras el traspie registrado a finales de 2017 por la ralentización en el crecimiento de las tres regiones principales (China, Eurozona y, sobre todo, EE. UU.).

Este avance se ve favorecido, en primer lugar, por el **buen desempeño del comercio mundial**. Según el indicador BBVA-Trade, en enero y, principalmente en febrero, el comercio en términos reales se aceleró en los dos primeros meses del año¹, favorecido, sobre todo, por las exportaciones de las economías emergentes, en particular de las asiáticas. Un segundo factor que apoya al crecimiento reciente del primer trimestre es **la sólida expansión de la producción industrial**, liderada por los países emergentes, con China e India a la cabeza. En los países desarrollados, EE. UU. gana tracción, en parte compensada por la debilidad de la Eurozona.

Sin embargo, **las ventas minoristas se debilitaron en diciembre y enero**, tanto en países desarrollados como en los emergentes, abortando la incipiente recuperación de los dos meses precedentes, lo que confirma el escenario de una recuperación lenta del consumo. En cuanto a los indicadores adelantados, la señal de los **PMI, tanto manufacturero como de servicios, se encuentra cerca de sus niveles máximos, pero se comienzan a apreciar indicios que señalan limitaciones para alcanzar nuevas expansiones**, principalmente en el sector manufacturero.

En este escenario, la inflación, particularmente, **la subyacente, se ha incrementado de forma muy gradual**, y es previsible que en los próximos meses se verifiquen mayores presiones, aunque, en todo caso, contenidas.

¹: Dato también verificado por el indicador de comercio elaborado por el CPB (World Trade Monitor, enero de 2018) elaborado por Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis - <https://www.cpb.nl/en/figure/cpb-world-trade-monitor-january-2018>

En cuanto a las materias primas, **el precio del petróleo ha interrumpido su tendencia alcista ante la volatilidad de los mercados financieros y las expectativas de aumento de la producción en EE. UU.**, y consolida niveles en el rango de US\$60/65 por barril. Si bien el crecimiento económico global seguirá respaldando una mayor demanda, el aumento esperado de la producción no-OPEP dificultará mantener prolongadamente los precios por encima de US\$60 el barril. **En el medio plazo, la incertidumbre proviene principalmente del impacto de una menor inversión en el sector** y su impacto en la capacidad de suministro futuro, que eventualmente podría dar un mayor soporte a los precios.

El mayor crecimiento en EE. UU. puede prolongar el ciclo expansivo a nivel global

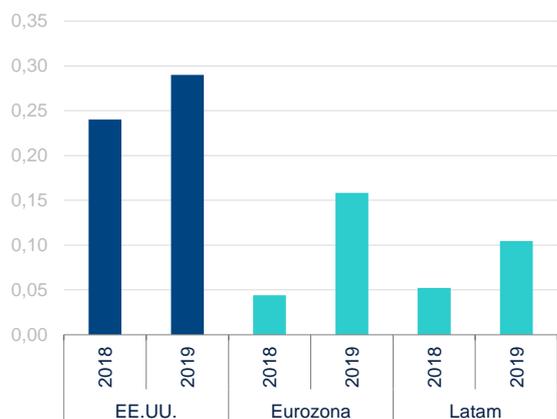
El Congreso de EE. UU. aprobó en febrero un aumento del gasto público que, junto con una ampliación del techo de la deuda y un paquete de ayuda financiera para desastres naturales, alcanzaría alrededor de los 350.000 millones de dólares (aproximadamente, un 1.7% del PIB) en los próximos años. Aunque la incertidumbre sobre su impacto en el crecimiento es elevada, se prevé que sea moderado a corto plazo², ya que la economía estadounidense se encuentra muy cerca del pleno empleo, y el aumento de los niveles de déficit y deuda puede ejercer una presión al alza sobre los tipos de interés (en plena normalización de la Fed). Por todo ello, BBVA Research estima que el nuevo estímulo fiscal tendrá un multiplicador pequeño sobre la actividad (de alrededor del 0,4), **que supondría una revisión al alza en el PIB de alrededor de dos o tres décimas tanto en 2018 como en 2019.**

Esta expansión del gasto, **junto con la reforma impositiva aprobada a finales del pasado año** (1,5 billones de dólares durante la próxima década) **deteriorará aún más la situación fiscal en los próximos años**, llevando la ratio de deuda pública desde el 76,7% del PIB actual hasta alrededor del 90% en 2027. De este modo, y aunque las mejores perspectivas de crecimiento en los próximos años y el proceso de normalización de política monetaria deberían ejercer una presión alcista sobre el dólar, el aumento de la incertidumbre sobre la economía estadounidense durante los próximos años asociado al deterioro de las cuentas públicas **podrían más que compensar dicho efecto. De hecho, se prevé que el dólar continúe depreciándose frente al euro hasta el 1,26 a finales de 2018 y el 1,28% a finales de 2019.**

En el corto plazo dicho impulso fiscal de EE.UU. tendrá cierto efecto positivo sobre la economía global, alargando la recuperación cíclica y redundando en un aumento de la demanda a nivel mundial. Así, aun teniendo en cuenta la debilidad del dólar y la moderación del crecimiento en China, las estimaciones de BBVA Research indican que el mayor avance de EE.UU. en 2018-19 **podría impulsar el crecimiento del PIB tanto de la Eurozona como de las economías latinoamericanas** en alrededor de una décima al año de media en el horizonte de previsión (véase el Gráfico 2.1). No obstante, dicho efecto se verá compensado por el aumento de la volatilidad a nivel global, **así como por el posible efecto negativo de la incertidumbre asociada a las medidas proteccionistas** (véase el Gráfico 2.2).

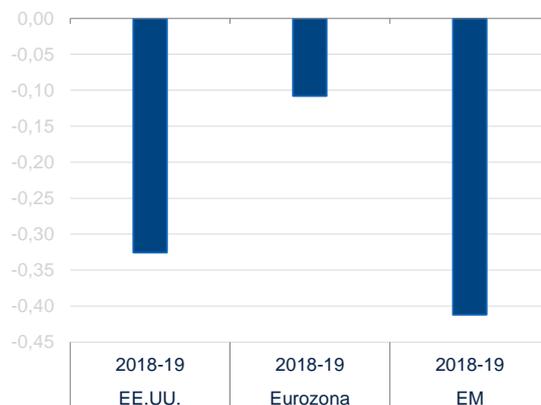
2: Se estima que se materializaría, sobre todo, a través del gasto en defensa e infraestructuras.

Gráfico 2.1 Impacto de la reforma fiscal de EE. UU. En el crecimiento (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Impacto de un aumento de incertidumbre (como el observado a principios de año) en PIB (pp)



Fuente: BBVA Research

Evolución de los mercados financieros: vuelta a un entorno con más de volatilidad

Tras un año 2017 dominado por el optimismo y la toma de riesgo en los mercados financieros, se aprecia **un tono más cauto** durante el primer trimestre del año. Por un lado, las condiciones financieras, que hasta ahora han sido muy acomodaticias, han empezado a ajustarse. Por otro lado, el entorno de volatilidad, que ha sido inusualmente bajo, parece estar transitando un régimen más “normal” (mayor volatilidad y, posiblemente, choques más persistentes).

Las condiciones financieras globales se están tensionando por la salida de los bancos centrales y las subidas de los tipos de interés de largo plazo. La política monetaria sigue normalizándose, alineándose con el buen entorno de crecimiento económico. El Banco Central Europeo (BCE), en línea con lo previsto, está allanando el camino para finalizar el programa de compra de bonos y preparando la comunicación para las posteriores subidas de tipos (ver más adelante). **En el caso de la Reserva Federal de EE.UU. se espera que este proceso se acelere un poco** (con cuatro subidas de los tipos de referencia de 25pb cada una en 2018, frente a las tres subidas previstas anteriormente) tras el impulso fiscal. Además, los tipos de interés de largo plazo están consolidándose en niveles más elevados, sobre todo en EE.UU. por el mayor crecimiento y el deterioro fiscal, que implica mayores necesidades de financiación y añade una prima de riesgo a la financiación del Tesoro norteamericano.

Por otro lado, el episodio de volatilidad de principios de febrero³, que provocó una fuerte corrección de las bolsas, puede ser una primera muestra de que **el entorno de baja volatilidad ha quedado atrás**. Si bien ese evento estuvo concentrado en el mercado de renta variable y, por ahora, el contagio a otros segmentos ha sido limitado, **la retirada de los estímulos por parte de los bancos centrales dejará a los mercados más expuestos a cualquier choque, choques que posiblemente tengan una naturaleza más persistente**.

3: En este episodio, el VIX, medida de volatilidad de la bolsa americana y que se utiliza como indicador de aversión al riesgo en los mercados, repuntó por encima de los 40 puntos. Parte del repunte se explica por cuestiones técnicas - posicionamiento de inversores en productos derivados vinculados a volatilidad. Véase BIS, Quarterly Review, March 2018.

Todo ello ha elevado el **indicador de tensiones financieras tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes**. Las simulaciones de BBVA Research indican que un repunte permanente de las tensiones financieras similar al de principios de año podría restar alrededor de tres décimas al crecimiento del PIB en EE.UU en 2018-19, en torno a una décima en la zona euro y de cuatro décimas en América Latina. El impacto sería mayor en aquellas economías más dependientes de la financiación externa.

La normalización de la política monetaria del BCE, un paso más cerca

Tras la recalibración del programa de compra de activos anunciada en octubre, **el Banco Central Europeo en su reunión de marzo eliminó la “referencia explícita” a la posibilidad de aumentar las compras en términos de tamaño y/o duración** si el entorno empeoraba. La decisión se tomó por unanimidad y responde a la mejora económica y la creciente confianza en la tendencia alcista de la inflación⁴.

En este contexto, **el BCE reiteró que el programa de compra de activos continuará funcionando, a un ritmo mensual de 30.000 millones de euros, hasta septiembre de 2018, o más adelante**, y en todo caso hasta que se vea un ajuste sostenido en la inflación, consistente con su objetivo del 2%. **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%; y continúa fiel a su compromiso de mantener las tasas de interés sin cambios hasta mucho más allá del horizonte de las compras de activos netos.**

En resumen, el BCE ha dado el siguiente paso en el proceso de normalización de la política monetaria al eliminar el sesgo “bajista” en el programa de compra de activos. **En los próximos meses debería continuar con cambios graduales en la orientación de política monetaria** al tiempo que mantiene un tono cauteloso. Es decir, primero ajustar la recalibración del programa de compra de activos –definir fecha de finalización–, para después empezar a comunicar la siguiente fase en la que se producirán las subidas de los tipos de interés. A medida que la expansión económica gane más fuerza, el componente de tipos de interés en la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) adquirirá mayor importancia.

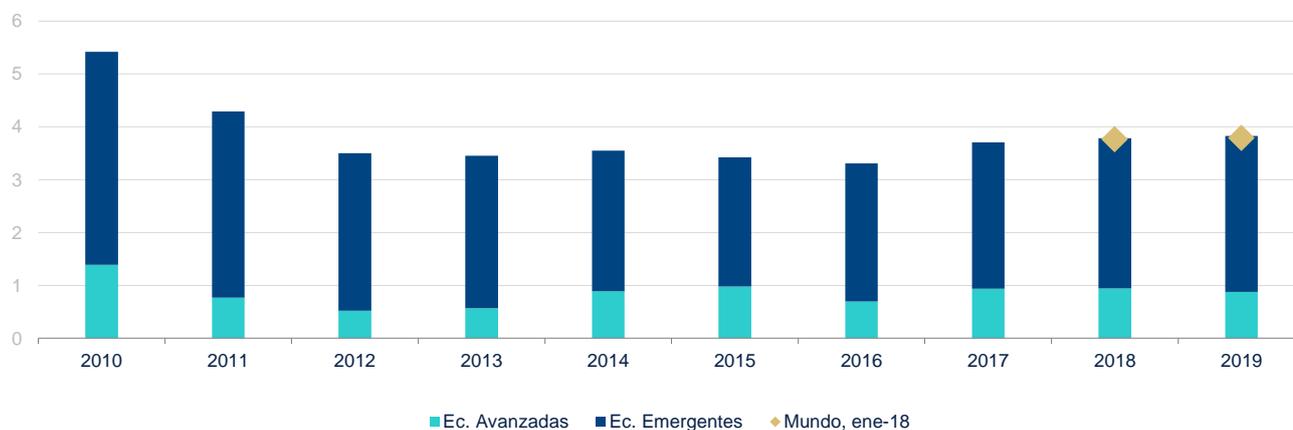
Se mantienen las previsiones de crecimiento mundial, con revisión al alza en Europa

Las perspectivas globales se ven favorecidas en general por un elevado nivel de confianza y la mejora de comercio, a pesar de un entorno más desafiante por las amenazas de proteccionismo. **En conjunto, se mantiene la previsión de crecimiento mundial en 3,8% para el periodo 2018-19** (véase el Gráfico 2.3). No obstante, esto supone una **corrección al alza en las perspectivas de crecimiento tanto para EE.UU. como para la Eurozona**, que son compensados por un leve menor impulso en economías emergentes, sobre todo en Sudamérica.

En Europa, las **sólidas cifras de exportaciones e inversión del último trimestre**, sumado a un consumo privado resiliente, nos hacen mantener elevada la previsión de crecimiento **para la Eurozona (revisada al alza en 0,1pp hasta el 2,3% en 2018)**. Para 2019, BBVA Research vuelve a proyectar una moderación de la actividad, hasta el 1,8%, dado un cierto agotamiento en el impulso cíclico, ya anticipado por los indicadores adelantados. Aun así, la economía de la Eurozona seguiría cerrando su brecha de producción, ya que su crecimiento potencial se encuentra algo por debajo del 1,5%.

4: La autoridad monetaria revisó al alza la previsión de crecimiento del PIB al para 2018 (en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,4%) y mantuvo sin cambios la de 2019 (1,9%) y 2020 (1,7%). En cuanto a la inflación, las previsiones se mantuvieron prácticamente sin cambios.

Gráfico 2.3 Previsión del PIB mundial (a/a, %)



Fuente: BBVA Research

Aumentan los riesgos en torno al escenario global

El escenario se ve condicionado por una serie de **riesgos, que son predominantemente negativos, y que en algunos casos se han acentuado. El principal es el incremento de las medidas proteccionistas**, desencadenado por la subida de aranceles propuesta por la administración estadounidense, que se une a acciones pasadas como la retirada de EE.UU. del acuerdo TPP, la suspensión de las negociaciones sobre el TPI o la renegociación en curso del NAFTA con México y Canadá⁵. Aun cuando el impacto de las medidas adoptadas sobre la actividad global sea reducido (no así para determinados países y sectores), su mero anuncio eleva la incertidumbre sobre una posible escalada de las restricciones comerciales entre las principales áreas económicas -incluyendo a Europa- que termine retrayendo la inversión a nivel global.

Más allá del riesgo proteccionista, persisten **otras fuentes de incertidumbre**. En el proceso de **normalización de las políticas monetarias**, una salida más rápida de lo previsto por parte de la Fed que no vaya asociada a un mayor crecimiento sino a una aceleración inesperada de la inflación, es una de las más relevantes, dada la elevada vulnerabilidad de los mercados financieros a un encarecimiento de los costes de financiación. Por otro lado, persiste el riesgo político en Europa tras las elecciones italianas, y puede afectar al proceso de integración en la Eurozona, que debería reactivarse en los próximos meses. Finalmente, **el riesgo ligado a un ajuste brusco de la economía china** se mantiene, aunque ha disminuido, tras las medidas aprobadas a raíz del congreso del PCCh en octubre y las señales de contención progresiva del endeudamiento.

5: La administración estadounidense aprobó en un primer momento un aumento generalizado de aranceles a las importaciones de acero y aluminio hasta un 25% y 15%, respectivamente, aunque posteriormente quedaron suspendidas temporalmente para una serie de países (México y Canadá, mientras se renegocia el NAFTA, y la UE, Argentina, Australia, Brasil y Corea del Sur) hasta el 1 de mayo a expensas de una negociación sobre medidas alternativas). Posteriormente, EE.UU. también ha anunciado la imposición de aranceles a una larga lista de productos importados desde China, a la que ha respondido el país asiático con sus propias medidas arancelarias, aunque por una cantidad menor.

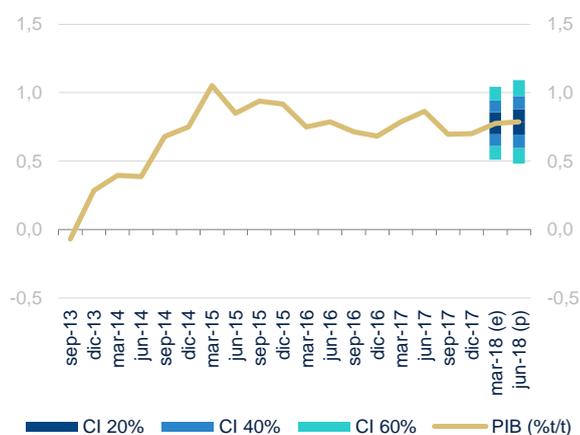
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

El ritmo de crecimiento se mantiene sólido, sin que se haya producido la desaceleración esperada hace tres meses

La información conocida a fecha de cierre de este informe indica que la **economía española podría haber crecido el 0,8% t/t CVEC⁶ en el 1T18 (previsión del modelo MICA-BBVA)**. De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre enero y marzo habría superado al previsto a principios del trimestre (MICA-BBVA: entre 0,6% y 0,7% t/t), y mejoraría en 0,1pp al avance registrado en el 4T17 (0,7% t/t).

De cara al segundo trimestre, las estimaciones de BBVA Research indican que la recuperación prosigue a un ritmo similar al registrado a lo largo del primero (previsión del modelo MICA-BBVA: entre 0,7% y 0,9% 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)⁷, que evidencian que las expectativas de crecimiento se mantienen en terreno optimista (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 de los participantes en la EAE-BBVA en el trimestre anterior



(e) Estimación.
Fuente: BBVA

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

7: 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>

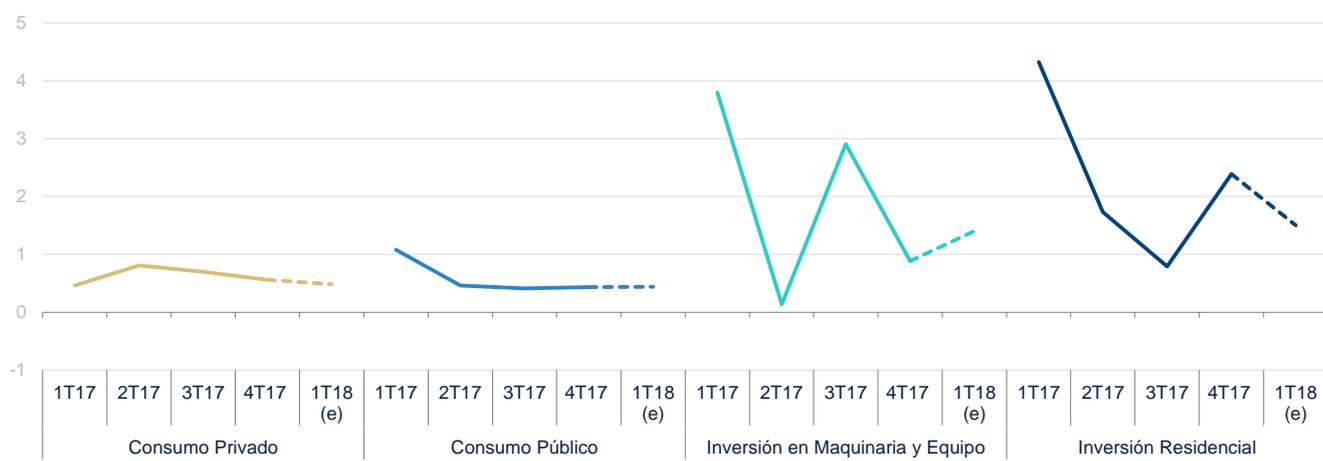
La inversión lidera el avance de la demanda doméstica y sustenta el buen desempeño de la economía en el primer trimestre

El gasto en consumo, tanto privado como público, estaría aumentando a un ritmo moderado en el arranque del año. Así, las señales que se extraen de los indicadores de gasto⁸ sugieren que el consumo privado podría haber crecido en torno al 0,5% t/t (2,6% a/a) en el 1T18, en línea con el trimestre precedente. Por su parte, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que el gasto en consumo final de las administraciones públicas podría haberse incrementado por tercer trimestre consecutivo en torno al 0,4% t/t (1,8% a/a).

Por el lado de la inversión, se estima un avance saludable durante el arranque del año, a pesar de la incertidumbre de política económica. Los indicadores parciales⁹ sugieren que la inversión en maquinaria y equipo podría haber crecido el 1,4% t/t (5,4% a/a), tras la volatilidad observada a lo largo de 2017. Por su parte, la inversión residencial continúa creciendo¹⁰, aunque a tasas algo inferiores a las observadas a finales del pasado año. En particular, esta partida de la demanda podría haber aumentado el 1,5% t/t (6,6% a/a) durante el primer trimestre de 2018, mientras que la inversión en otras construcciones habría prolongado su atonía (0,4% t/t; 0,1% a/a).

En resumen, los indicadores parciales de coyuntura señalan que la demanda doméstica podría haber contribuido con 0,6pp al aumento trimestral del PIB en el 1T18 gracias al avance de todas sus partidas, en especial, de la inversión (véase el 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

8: Los indicadores de gasto muestran señales mixtas: aceleración del crecimiento de las ventas al por menor, ralentización de las matriculaciones de turismo y de la actividad del sector servicios y caída de las ventas interior de grandes empresas, por otro. Por su parte, algunos determinantes, como las cotizaciones bursátiles y la confianza perdieron fuerza, mientras otros, como la renta salarial y el crédito, repuntaron.

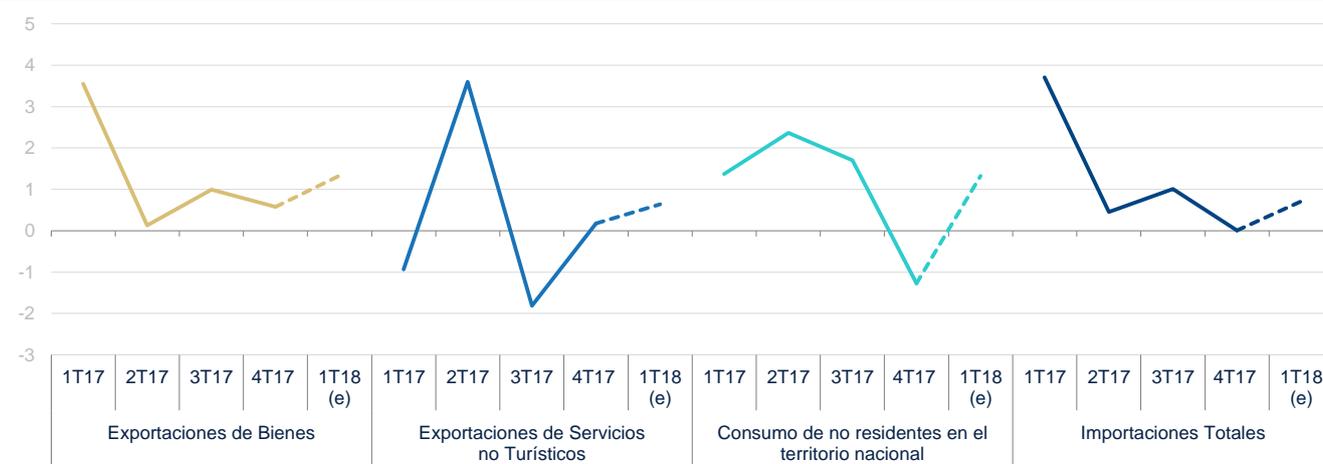
9: Los principales indicadores de inversión en maquinaria y equipo muestran señales mixtas: por un lado, las importaciones de bienes de capital, la venta de vehículos industriales y la confianza industrial del trimestre anterior crecieron; por otro, la producción de bienes de equipo y la confianza de bienes de equipo del trimestre en curso experimentaron un retroceso.

10: Los indicadores disponibles de empleo en el sector de la construcción muestran señales de desaceleración mientras que los visados se mantienen estancados desde julio.

Los flujos comerciales levantan cabeza en el arranque de 2018

Tras la volatilidad registrada a lo largo del pasado año, **las exportaciones podrían haber recuperado tracción en el 1T18 (1,2% t/t; 3,1% a/a**, véase el Gráfico 3.4). En particular, **las exportaciones de bienes¹¹** se habrían acelerado hasta alcanzar un crecimiento del 1,3% t/t (3,4% a/a), mientras que la variación de las de servicios habría vuelto a terreno positivo (0,9% t/t; 3,1% a/a), tras dos trimestres en negativo.

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

En lo que respecta al detalle de **las exportaciones de servicios, el consumo de no residentes habría vuelto a crecer (1,3% t/t; 4,1% a/a)** después del retroceso observado en el 4T17.¹² Por otro lado, se estima que las exportaciones de servicios no turísticos habrían aumentado un 0,6% t/t (2,6% a/a) durante el primer trimestre de 2018.

En línea con el comportamiento de la demanda final, la información disponible al cierre de esta revista sugiere que **las importaciones habrían crecido el 0,7% t/t (2,2% a/a) en los tres primeros meses del año**. Este comportamiento, junto con el esperado para las exportaciones totales, daría lugar a **una aportación de 0,2pp t/t (0,4pp a/a) de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española en el 1T18**.

Continúa la recuperación del mercado de trabajo

Descontadas las variaciones por causas estacionales, **la afiliación a la Seguridad Social aumentó el 0,8% t/t en el primer trimestre, en línea con lo ocurrido en el cuarto del pasado año** (véase el Gráfico 3.5). El descenso del paro registrado, generalizado por sector de actividad, también se prolongó durante los tres primeros meses de 2018. Así, el número de parados se redujo a un ritmo similar al del trimestre precedente (-1,9% t/t CVEC). Desde mediados de 2013, la afiliación ha crecido el 14,8% CVEC, mientras que el desempleo ha caído el 32,0%.

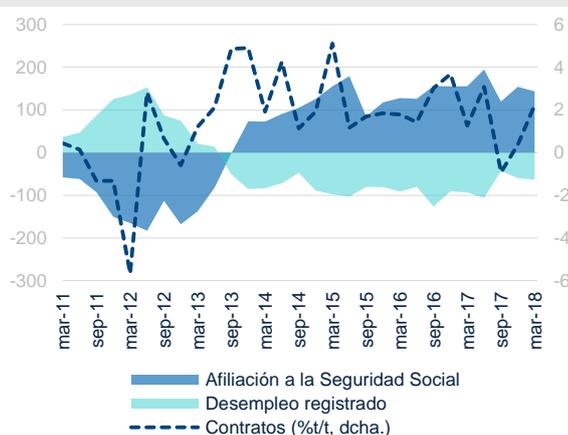
11: La información disponible de la balanza comercial apunta a un repunte de las exportaciones de bienes en el trimestre, a pesar de la caída observada en enero (-0,5% m/m CVEC) debida a las ventas de bienes de consumo. Igualmente, las exportaciones de grandes empresas sugieren un comportamiento positivo para el arranque del año.

12: Los indicadores parciales del turismo mostraron un comportamiento débil en el 4T17: las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles aumentaron el 0,5 t/t CVEC, y las entradas de viajeros en estos establecimientos lo hicieron el 1,3%. Sin embargo, el gasto de los turistas se incrementó sólo el 0,4% nominal, el menor aumento desde el 4T14.

El dinamismo del mercado laboral se plasma en la evolución favorable de la contratación. Tras avanzar cuatro décimas entre octubre y diciembre, la contratación repuntó en el 1T18 hasta el 2,3% t/t CVEC. El número de contratos indefinidos aumentó con mayor intensidad que el de temporales (3,1% y 2,2% t/t CVEC, respectivamente), por lo que la ratio de temporalidad disminuyó por tercer trimestre consecutivo hasta el 90,5% CVEC.

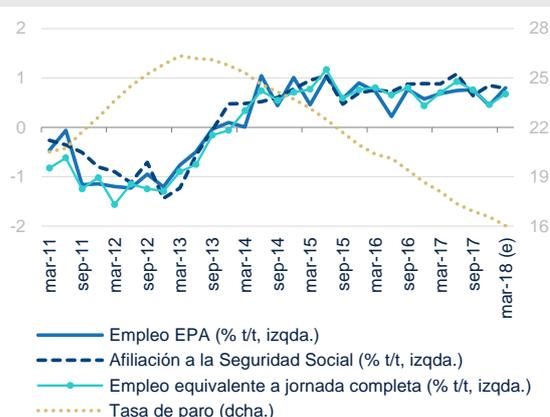
Se prevé que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al primer trimestre confirme la evolución apuntada por los registros de afiliación y desempleo. Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la ocupación habría crecido en torno a ocho décimas entre enero y marzo en términos desestacionalizados, el doble que en el 4T17. Dado que esperamos que la población activa apenas haya variado, la tasa de paro habría descendido cinco décimas, hasta el 16% CVEC (véase el Gráfico 3.6).

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



Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

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



(e) Estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de MEySS e INE

Los precios y salarios crecen en el arranque del año, aunque de forma contenida

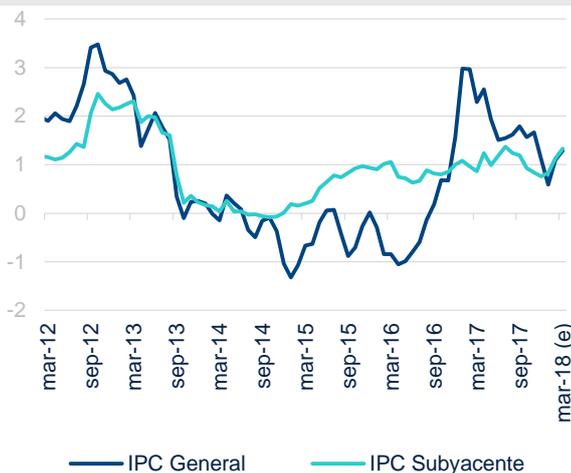
Tras moderarse en enero, la inflación general aumentó gradualmente durante el primer trimestre de 2018 hasta alcanzar, según el indicador avance, el 1,2% a/a en marzo. Detrás de esta variabilidad se encuentra la evolución de los precios de la energía, que responde, al menos en parte, a la absorción del efecto base generado por las caídas registradas a principios de 2017. Por su parte, la inflación subyacente ha mantenido una trayectoria ascendente y podría cerrar marzo en torno al 1,3% a/a (véase el Gráfico 3.7).

Con todo, las estimaciones de BBVA Research indican que el **diferencial de inflación general respecto a la zona euro se mantiene prácticamente cerrado**, tanto en términos de la inflación general como de la subyacente (0,0pp y 0,1pp, respectivamente).

Las demandas salariales también han aumentado durante el primer trimestre del año. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta febrero superó el 1,5%, dos décimas más que el registrado en 2017 (véase el Gráfico 3.8). A diferencia de lo sucedido el pasado año, no se aprecian diferencias significativas entre el aumento pactado de la retribución en los acuerdos revisados plurianuales (1,5%) y los firmados a lo largo del año en curso (1,6%), que tan solo vinculan a 24.300 trabajadores¹³.

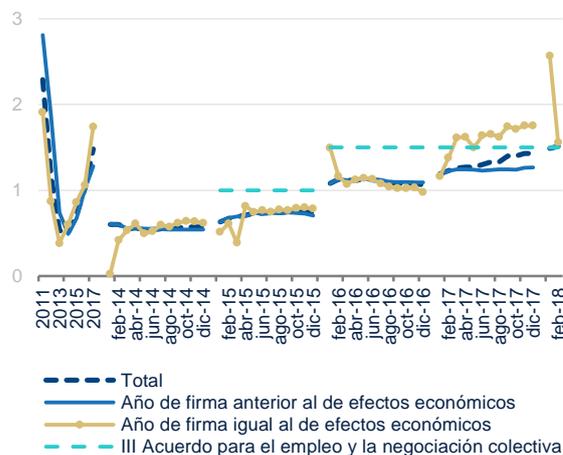
13: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo rozó los 4,8 millones hasta febrero, cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2018 (4.751.000), un 33,7% mayor que la cifra registrada hasta febrero de 2017.

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



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

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



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.
(*) Los datos de 2016 y 2017 son provisionales. Las cifras desde 2013 no son homogéneas con las de los años precedentes.
Fuente: BBVA Research a partir de MEySS

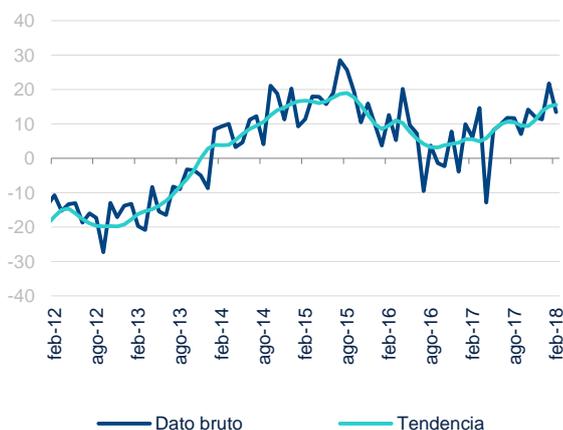
El nuevo crédito toma impulso a comienzos de 2018

El stock de crédito al sector privado cerró el año 2017 con una caída del **-1,7% a/a**, moderando la tendencia de desapalancamiento de meses anteriores. Al mismo tiempo, **las nuevas operaciones concedidas se han consolidado en terreno positivo** (5,8% a/a en el año 2017, frente al -13,9% a/a en 2016) y **han comenzado 2018 con ímpetu** tras la desaceleración experimentada en los últimos meses de 2017 (véase el Gráfico 3.9). Las operaciones de financiación a empresas de más de 1 millón de euros han recuperado la tendencia positiva y han crecido el 12,4% a/a en el acumulado ene-feb de 2018. Por el lado minorista (familias y pymes¹⁴), también se ha observado una importante recuperación del flujo del crédito en los dos primeros meses del año, con un aumento del 17,5% a/a (vs el 8,4% para el conjunto de 2017).

Por su parte, el precio del nuevo crédito se mantiene en mínimos (véase el Gráfico 3.10), favorecido por el euríbor negativo, las condiciones de liquidez para los bancos, la relativa contención del riesgo soberano —a pesar de la incertidumbre de política económica— y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, algunas carteras podrían haber alcanzado niveles mínimos que impiden descensos adicionales derivados de la reducción de los márgenes de intereses de la banca y el alargamiento de plazos y cambio a tipos fijos. Asimismo, los tipos para adquisición de vivienda (2,21% TAE promedio en febrero, igual que hace un año), muestran una clara resistencia a disminuir, dada la creciente importancia de las hipotecas a tipo de interés fijo.

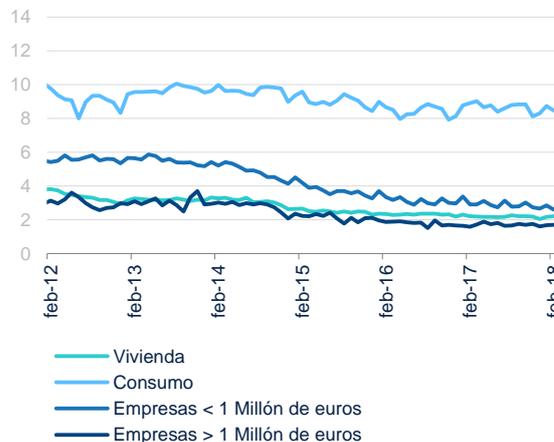
14: El crédito a pymes se aproxima por el concedido en cuantías inferiores a un millón de euros.

Gráfico 3.9 España: nuevas operaciones de crédito al sector minorista (% a/a). Dato bruto y suavizado (tendencia)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

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

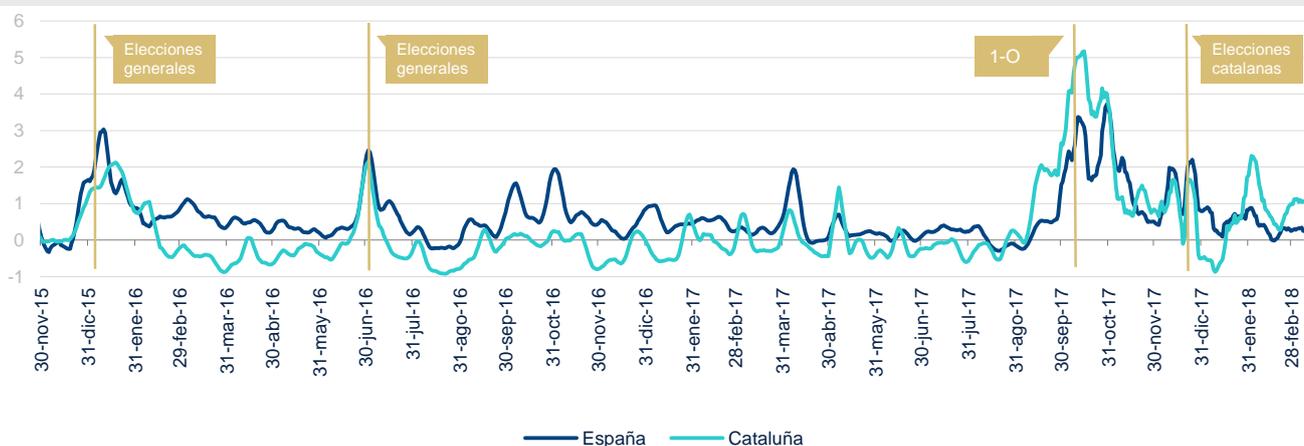


Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2018-2019: sesgos al alza

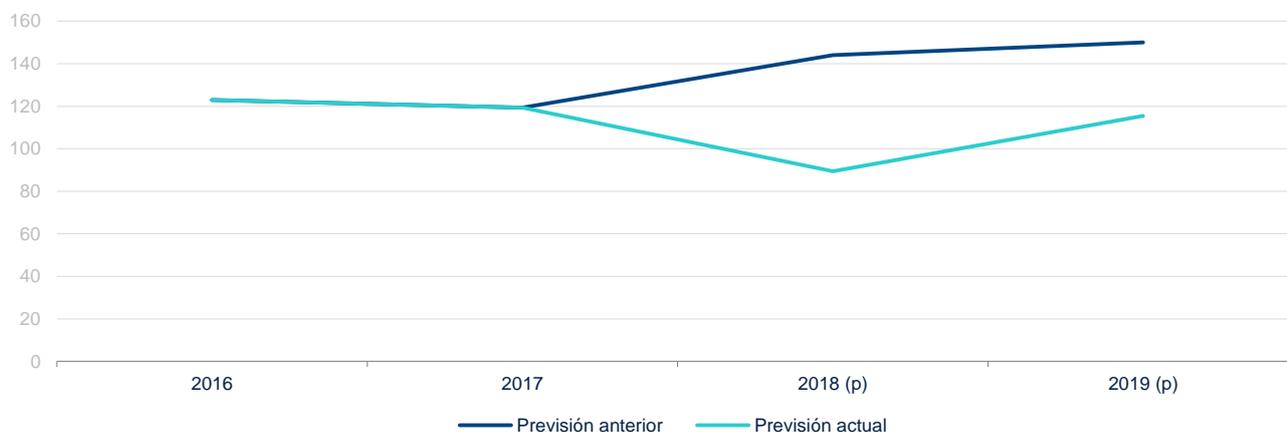
Los fundamentos de la economía española avalan la continuidad de la recuperación durante los próximos años. De hecho, **se revisan al alza las expectativas de crecimiento del PIB en 0,4pp hasta el 2,9% en 2018 y en 0,2pp hasta el 2,5% en 2019**, a pesar del aumento de la incertidumbre de política económica a finales de 2017 (véase el Gráfico 3.11). El principal factor que está detrás de la mejora en las previsiones es un entorno internacional más favorable de lo pronosticado hace tres meses, fruto de la revisión del crecimiento en EE. UU., y de las perspectivas de una recuperación algo más sólida en la UEM. Adicionalmente, el coste de financiación a largo plazo de la economía española ha continuado cayendo y se espera que se mantenga por debajo de los niveles esperados hace tres meses (véase el Gráfico 3.12). Ambos elementos, junto con la fuerte inercia que muestra la economía española y la mejora de la competitividad observada en algunos sectores, han permitido compensar el impacto negativo y temporal que ha tenido el incremento de la incertidumbre.

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



Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

Gráfico 3.12 España: prima de riesgo (diferencial del tipo de interés del bono a 10 años respecto al bono alemán en pb)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Las novedades incorporadas en la actualización del escenario macroeconómico de BBVA Research apuntan a una composición más virtuosa de la demanda, caracterizada por un crecimiento fuerte de las exportaciones y de la inversión y por una ralentización del consumo privado (véase el Cuadro 3.1). Por un lado, se espera que la venta de bienes al exterior continúe mostrando tasas de crecimiento por encima de las del PIB, apoyada por las favorables expectativas sobre la actividad a nivel mundial, pero sobre todo en la UEM. Asimismo, el turismo continuaría con la recuperación que ha mostrado durante los últimos años, principalmente gracias al incremento esperado de la demanda extranjera, al aumento de la renta de las familias en España, a la capacidad de crecimiento que persiste en buena parte del sector y a la caída de los precios observada durante los últimos meses. Por otro, se mantienen las expectativas de desaceleración para el conjunto de la demanda interna a lo largo del bienio, dado el agotamiento de la demanda embalsada, la esperada moderación del impulso de la política monetaria y la reversión parcial de la caída observada durante los últimos años en los precios del petróleo.

Adicionalmente, las previsiones que se presentan en esta publicación no incluyen las medidas que pudieran ser acordadas si el Congreso aprueba los Presupuestos Generales del Estado para 2018. Por lo tanto, se asume un tono ligeramente expansivo de la política fiscal, producto principalmente de la aprobación del Real Decreto Ley para que las Corporaciones Locales puedan invertir su superávit y de la ampliación de los servicios públicos en los que podrán realizarse las inversiones financieramente sostenibles, que no computan en la regla de gasto. Finalmente, el impacto de la incertidumbre relacionada con el entorno político en Cataluña ha tenido un efecto negativo sobre la demanda interna, tal y como se esperaba hace 3 meses. Hacia delante, se asume que dicha incertidumbre continuará menguando, aunque seguirá observándose un impacto negativo sobre el gasto doméstico, de tamaño limitado en el conjunto de España, restringido a ciertos sectores y regiones con una mayor exposición al shock.

Con todo, de cumplirse este escenario, **el avance de la actividad sería suficiente para crear cerca de 936.000 puestos de trabajo en el conjunto de los dos años** (tan solo 20.000 menos que en el bienio precedente) y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 13,7% en 2019¹⁵.

15: En términos de fin de periodo, la ocupación aumentará en 913.000 personas y la tasa de paro se reducirá hasta el 13,2% a finales de 2019.

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

(% a/a salvo indicación contraria)	3T17	4T17	1T18(e)	2017	2018 (p)	2019 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,1	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0
G.C.F Privado	2,4	2,5	2,6	2,4	2,2	2,0
G.C.F AA. PP.	1,4	2,4	1,8	1,6	1,7	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	5,6	5,6	3,9	5	4,8	5,4
Equipo y Maquinaria	6,8	7,9	5,4	6,2	5,2	5,3
Construcción	5,1	4,8	3,2	4,6	4,7	5,4
Vivienda	9,2	9,5	6,6	8,3	6,1	5,6
Otros edificios y Otras Construcciones	1,6	0,5	0,1	1,5	3,4	5,2
Demanda nacional (*)	3	3,2	2,7	2,8	2,6	2,6
Exportaciones	5,6	4,4	3,1	5	4,8	6,1
Importaciones	5,9	5,2	2,2	4,7	4,2	6,9
Saldo exterior (*)	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,3	-0,1
PIB real pm	3,1	3,1	3,1	3,1	2,9	2,5
PIB nominal pm	4,1	4,3	4,9	4	4,6	4,4
Empleo total (EPA)	2,8	2,6	2,8	2,6	2,6	2,3
Tasa de paro (% población activa)	16,4	16,5	16,6	17,2	15,3	13,7
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	2,9	2,9	2,8	2,8	2,6	2,2

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e) Estimación; (p) Previsión.

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

Una composición virtuosa de la demanda interna

Tras crecer el 2,4% en 2017, **BBVA Research prevé que el incremento del consumo privado se ralentice hasta el 2,2% en 2018 y el 2,0% en 2019**. En línea con el escenario presentado en enero, los fundamentos del gasto de las familias continuarán mostrando signos de fortaleza. El avance de la renta disponible real superará el 2% en ambos años, favorecido por la evolución positiva del empleo y una inflación contenida. La riqueza inmobiliaria también cobrará impulso, en línea con el crecimiento del precio de la vivienda¹⁶. La financiación al consumo, apoyada en unos tipos de interés todavía reducidos, continuará aumentando, aunque a un ritmo menor que en el bienio 2016-2017. Por el contrario, la contribución de la riqueza financiera al crecimiento del gasto será menor que en 2017 debido, en parte, a la conclusión del proceso de desapalancamiento. Por último, se prevé que el repunte de la incertidumbre de política económica observado durante el último trimestre del pasado año repercutirá sobre el consumo de los hogares en 2018 y 2019 y acotará el recorrido a la baja de su tasa de ahorro¹⁷.

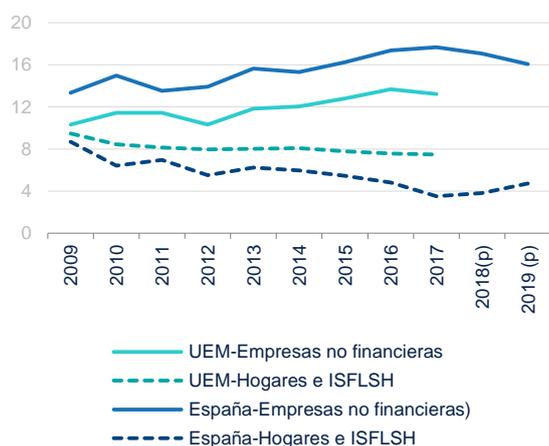
16: La recuperación del mercado inmobiliario no solo repercute sobre el consumo a través de su impacto en la creación de empleo y los precios de los inmuebles, sino también como consecuencia de la complementariedad entre la demanda de vivienda y la de ciertos bienes y servicios. Las estimaciones de BBVA Research indican que el gasto de un hogar aumenta en torno a un 20% cuando adquiere una vivienda, con independencia de los cambios que hayan tenido lugar en el tamaño de la unidad familiar, los ingresos o la situación laboral de sus miembros. Véase el Recuadro 2 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre de 2017, disponible en: https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2018/01/Situacion_Consumo_2S17.pdf

17: Nuestras estimaciones indican que, en ausencia de incertidumbre, el consumo privado podría haber crecido entre una y tres décimas más en 2018 y 2019. Véase la Sección 2 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre de 2017.

La disminución ininterrumpida de la tasa de ahorro de las familias desde comienzos de 2014 resulta preocupante porque incrementa su vulnerabilidad financiera ante futuras perturbaciones económicas. Sin embargo, la situación es menos inquietante cuando se considera el ahorro familiar que se canaliza a través de las empresas. **La evidencia empírica indica que el ahorro de los hogares y el de las empresas son, en gran medida, sustitutivos.** El motivo principal es que, en última instancia, las empresas son propiedad de los hogares. Por tanto, si una empresa decide incrementar su ahorro –por ejemplo, reteniendo beneficios– sus propietarios podrían optar por reducir su ahorro individual si consideran que su riqueza neta ha crecido¹⁸.

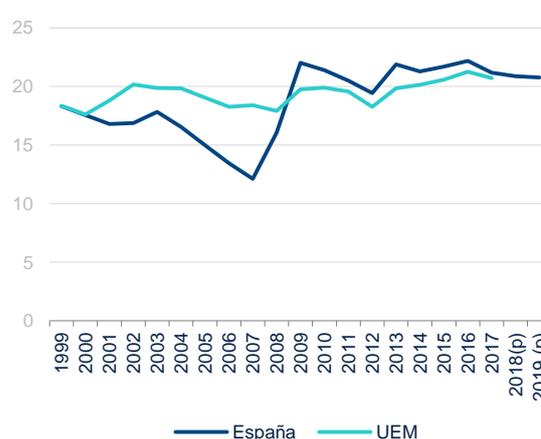
El Gráfico 3.13 confirma la existencia de una relación negativa entre el ahorro empresarial y el familiar durante la última década, tanto en España como en conjunto de la UEM. Como resultado, **la participación del ahorro del sector privado en el PIB apenas ha variado desde 2009** y se mantiene por encima del promedio de la zona del euro (véase el Gráfico 3.14).

Gráfico 3.13 España vs UEM: descomposición del ahorro del sector privado* (% PIB)



* Hogares e ISFLSH y empresas no financieras
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

Gráfico 3.14 España vs UEM: ahorro del sector privado* (% PIB)



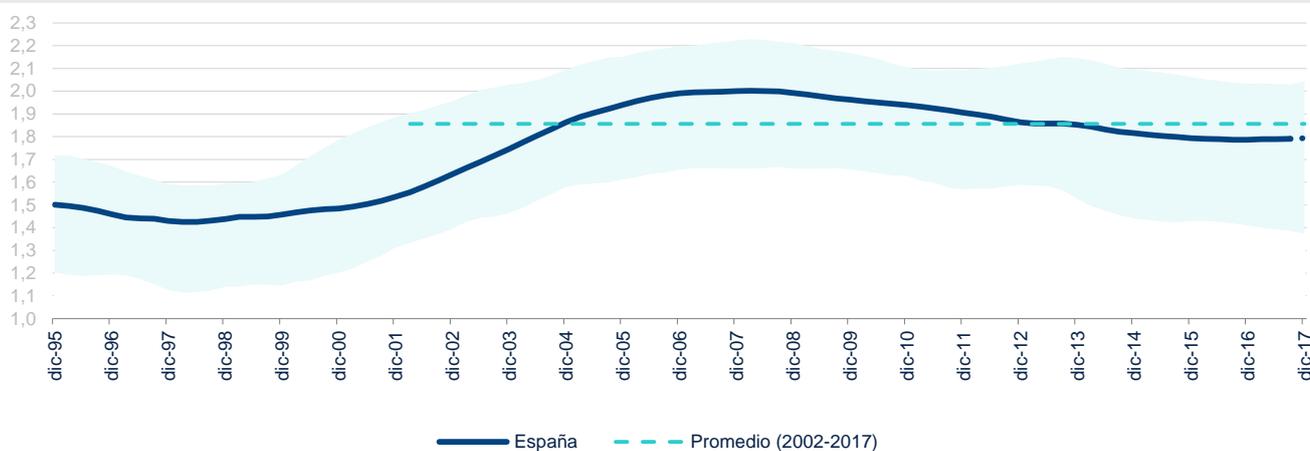
* Hogares e ISFLSH y empresas no financieras
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

La inversión en maquinaria y equipo continuará dinámica durante el período 2018-2019. En conjunto, se espera que, tras crecer el 6,2% en 2017, ésta se incremente a tasas del 5,2% y el 5,3% en 2018 y 2019. En este sentido, se prevé un escenario de mayor crecimiento que el estimado inicialmente en enero (1,7 y 1,0pp superior, respectivamente). Esta revisión se explica gracias a la mejora en el coste de financiación por la reducción esperada de los tipos a largo plazo y a un entorno internacional más favorable que lo previsto anteriormente. En cualquier caso, el crecimiento será inferior al registrado el año anterior. A esta desaceleración contribuirán el progresivo agotamiento de parte de la demanda embalsada de inversión, la pérdida de dinamismo prevista de algunos de los componentes de la demanda doméstica y, en el corto plazo, un entorno de política económica en el que todavía persisten ciertos elementos de incertidumbre. Además, algunas cuestiones relacionadas con el entorno internacional, tales como la progresiva retirada de los estímulos monetarios, el encarecimiento de los precios del petróleo y la apreciación del tipo de cambio, contribuirán a la moderación del crecimiento.

18: Una panorámica internacional se puede encontrar en: Cardarelli, R. y K. Ueda (2006): "Awash with cash: Why are corporate savings so high?". En FMI: *World Economic Outlook. April 2006: Globalization and Inequality*. Ch. IV, 135-159.

La inversión en vivienda continuará mostrando dinamismo a pesar de las señales de desaceleración que se extraen del empleo y los visados de construcción de vivienda nueva en los últimos meses. El crecimiento estará apoyado en la recuperación de sus determinantes. Por un lado, el dinamismo de la economía permitirá continuar con el proceso de creación de empleo durante el próximo bienio lo que, sumado a unas condiciones de financiación que seguirán siendo favorables, impulsará la demanda de viviendas. Junto a ello, aunque todavía alejados de los niveles precrisis, los precios están comenzando a crecer en línea con los ingresos salariales de las familias (véase el Gráfico 3.15). Por otro lado, el crecimiento esperado en los países de nuestro entorno continuará incentivando la demanda de vivienda por parte de extranjeros. En resumen, se espera que, tras cerrar el año pasado año con un crecimiento del 8,3%, la inversión en vivienda crezca un 6,1% en 2018 y un 5,6% en 2019.

Gráfico 3.15 España y CC.AA.: ratio precio-ingresos salariales medios y máximo y mínimo de cada CC.AA. en el trimestre (logaritmos, nominal)*



* Precio total de la vivienda en relación a los ingresos salariales totales medios. Los ingresos salariales están ponderados por el número de empleados medios por hogar. El área sombreada representa el máximo y mínimo de cada CC.AA. en cada trimestre.
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM e INE

Respecto a la demanda pública se estima que, en un escenario sin cambios en la política económica, la política fiscal tendría un tono moderadamente expansivo en 2018 y 2019 (véase la página 21). Así, la recuperación de la actividad favorecerá un incremento de la recaudación impositiva, lo que permitirá un aumento contenido del gasto en consumo final (del 1,7% en 2018 y el 1,9% en 2019 en términos reales). Igualmente, la inversión en otras construcciones volverá a crecer durante el presente bienio (3,4% en 2018 y 5,2% en 2019), impulsada tanto por una recuperación de la obra pública como por la obra no residencial privada. En particular, se espera un aumento en el gasto en infraestructuras, principalmente por parte de las Corporaciones Locales, que aprovecharían las medidas aprobadas por el Gobierno central para impulsar proyectos de inversión.

El entorno exterior favorable sustenta el dinamismo de los flujos comerciales

El crecimiento global esperado (3,8% en 2018 y 2019) proporcionará una demanda saludable para las exportaciones españolas, siendo de especial relevancia el avance de la demanda europea, que se revisa marginalmente al alza en 2018 (en 0,1pp hasta el 2,3%) y se mantendrá elevada en 2019 (en torno al 1,8%)¹⁹. En este contexto de expansión global generalizada, se espera que **la apreciación del tipo de cambio del euro**

19: Las estimaciones de BBVA Research indican que los shocks de demanda europea pueden trasladarse a razón de uno a uno a la economía española.

(cercana a un 9% respecto al dólar, hasta los 1,25 dólares en el promedio del bienio)²⁰ y la trayectoria al alza del precio del petróleo (hasta el entorno de los 65 dólares por barril)²¹ ejerzan una presión moderada a la baja que, en todo caso, podrá variar entre sectores y regiones según su distinto grado de exposición.

Estos elementos de empuje del sector exterior justifican una revisión al alza en el crecimiento de las ventas al extranjero para 2018 y 2019: **se espera que las exportaciones totales avancen el 4,8% este año y el 6,1% el próximo**, 0,3pp y 0,9pp por encima de lo previsto hace tres meses. **BBVA Research prevé que las ventas de bienes al exterior crezcan a un ritmo medio anual del 5,9%** durante el presente bienio, 0,7pp más que lo proyectado en la anterior edición de esta publicación. Además, se estima que el incremento del **consumo de no residentes se desacelerará desde el 8,5% en 2017 hasta el 3,4% en 2018 y el 3,1% en 2019, algo menos de lo esperado a inicios del año (hasta el 2,9% en el promedio del bienio).**

La evolución prevista de la demanda final propiciará **nuevamente un avance elevado de las importaciones durante el presente bienio (5,6% en promedio)** que, consecuentemente, limitará la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento (0,3pp en 2018 y -0,1pp en 2019). En todo caso, esta evolución del saldo exterior es consistente con el mantenimiento de la balanza por cuenta corriente en positivo (promedio del bienio: 1,3% del PIB).

El número de ocupados rozará los veinte millones a finales de 2019, pero tres millones de personas continuarán desempleadas

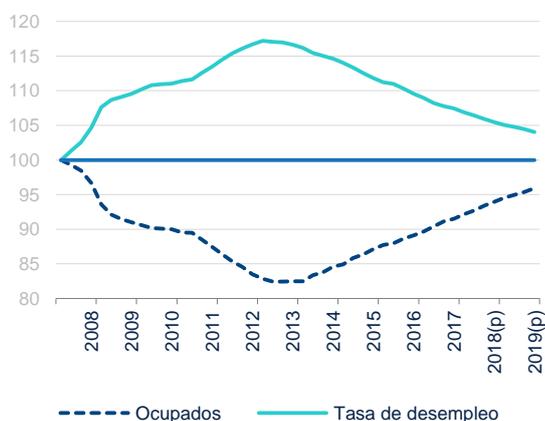
Se revisan ligeramente al alza las perspectivas de creación de empleo en la medida en que las expectativas de crecimiento de la actividad para 2018 y 2019 son más favorables que hace tres meses. Tras avanzar el 2,6% en 2017, **se prevé que la ocupación vuelva a crecer el 2,6% en 2018 y se modere hasta el 2,3% en 2019**, cuatro décimas más que en el escenario previo. Aunque se espera que la población activa aumente alrededor de tres décimas en 2018 y en 2019, el crecimiento del empleo se traducirá en una **disminución de más de tres puntos de la tasa de paro hasta el 13,7% en 2019.**

Si bien el número de ocupados rozará los veinte millones a finales de 2019, **todavía queda un largo camino por recorrer para recuperar los niveles precrisis.** Como ilustra el Gráfico 3.16, a finales de 2019 el nivel de empleo se situará en torno a un 4% por debajo del existente a comienzos de 2008, mientras que la tasa de desempleo será cuatro puntos mayor. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo – que aumentará alrededor del 2,4% en promedio en el bienio 2018-2019– sugieren un crecimiento exiguo de la productividad aparente del factor trabajo (véase el Gráfico 3.17).

20: Las estimaciones de BBVA Research indican 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 los 1,3pp.

21: Se estima que una parte significativa del incremento en precios se explica por la aceleración de la actividad a nivel global y, en consecuencia, la mayor demanda podría mitigar el efecto negativo sobre márgenes y renta disponible que se derive del encarecimiento energético. Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de shock sobre la actividad y los precios de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2011, disponible en: <https://goo.gl/6DM3cE>

Gráfico 3.16 España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.17 España: crecimiento de la productividad aparente del trabajo (%)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inflación se mantendrá en cotas moderadas

BBVA Research espera que la inflación general aumente gradualmente a partir del segundo trimestre y cierre el año con una media anual en torno al 1,5%, a pesar de la volatilidad observada en el arranque del año. Este crecimiento, una décima por debajo del estimado hace tres meses, se explica por la menor presión en el precio de la energía y la apreciación del tipo de cambio del euro. Por su parte, **la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable (1,1% en promedio anual para 2018)**, apoyada en la reducción esperada de la tasa de paro y en los estímulos que todavía otorga la política monetaria. En 2019 los precios subyacentes seguirán creciendo (1,3% en promedio anual), lo que unido a los precios de la energía situarán a la inflación general en el 1,6%.

De cumplirse estas estimaciones, **el diferencial de inflación general respecto a la zona del euro se mantendrá prácticamente cerrado durante el bienio 2017-2018** tras situarse en posición desfavorable a España en 2017. Igualmente, el crecimiento de los precios al consumo subyacentes se equiparará al observado en el conjunto del área del euro.

La recuperación cíclica no será suficiente para lograr el cumplimiento de los objetivos de estabilidad del bienio 2018-2019

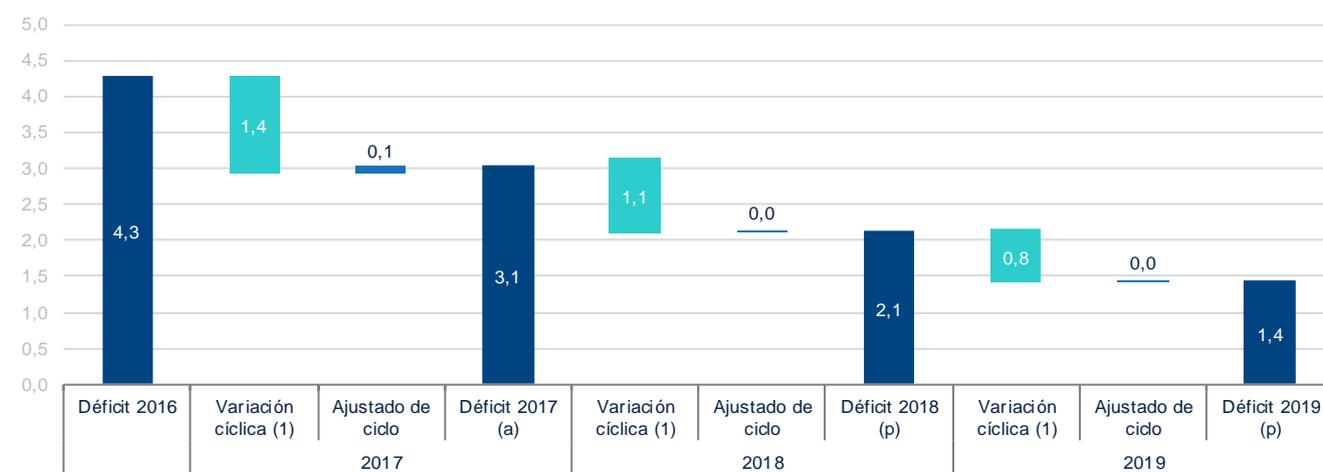
La reciente publicación del cierre de las cuentas públicas de 2017 confirmó la reducción esperada del déficit público hasta el 3,1% del PIB. La mejora del mercado laboral y la reducción de los costes de financiación favorecieron la caída del gasto público. Igualmente, aunque algo menos de lo esperado a comienzos del año, la recuperación de la actividad económica impulsó la recaudación tributaria, confirmando que **el ajuste fiscal observado en 2017 fue esencialmente cíclico**.

En este contexto, **la información disponible de ejecución presupuestaria hasta enero de 2018 mantiene la dinámica observada en el año anterior**. De esta forma, y en un escenario sin cambios en la política fiscal, se espera que el ciclo económico vuelva a favorecer la recuperación de los ingresos públicos. Asimismo, tanto el efecto de los estabilizadores automáticos –prestaciones por desempleo, fundamentalmente- como una menor

carga de intereses contribuirán a minorar el gasto. Como resultado, **BBVA Research prevé que las administraciones públicas cierren 2018 con un déficit algo por encima del objetivo de estabilidad (-2,4% del PIB)**, lo que supone un nuevo ajuste de casi siete décimas del PIB.

Hacia adelante, **el mantenimiento de la recuperación continuará ayudando a reducir el déficit público hasta el 1,7% del PIB en 2019, lo que supondrá una nueva desviación sobre el objetivo de estabilidad (-1,3%)**. Todo ello, en un entorno en el que el tono de la política fiscal se tornaría ligeramente expansivo a lo largo del bienio 2018-2019 (véase el Gráfico 3.18).

Gráfico 3.18 AA. PP.: descomposición del ajuste fiscal, excluidas las ayudas a entidades financieras (pp del PIB)



(a) Avance; (p) Previsión.

(1) Incluye los cambios en la carga de intereses.

Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP e INE

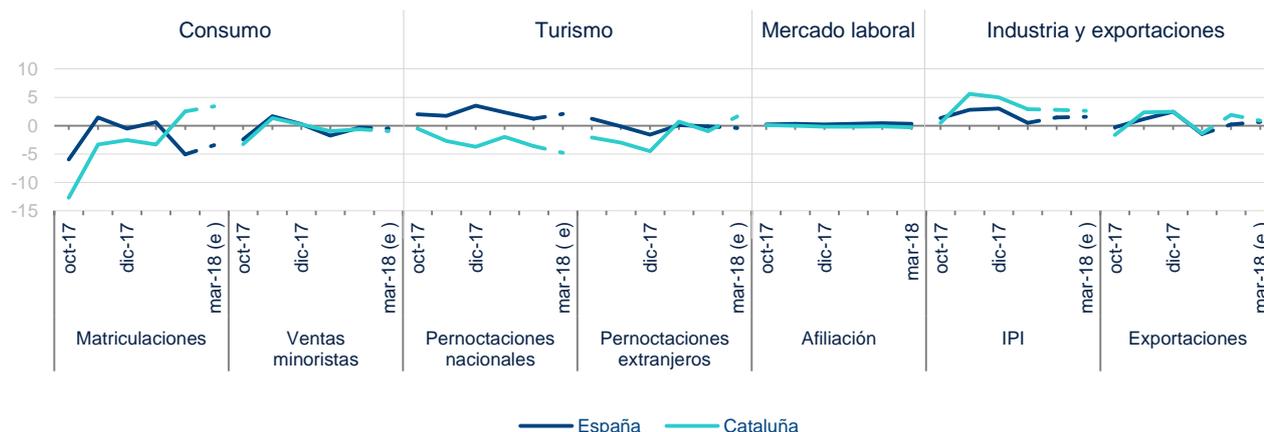
En consecuencia, **España saldría del componente corrector del Protocolo de déficit excesivo, pero quedaría sujeta a una norma transitoria de reducción de la deuda pública**, dado que permanecería en niveles todavía muy superiores al límite del 60% del PIB (se prevé un 96,5% a cierre de 2018). Ello supondría tener que continuar con la mejora estructural del saldo público, lo que se traduciría en la necesidad de acometer nuevas reformas que potenciarán la generación de saldos primarios estructurales suficientes para una reducción sostenible de la deuda pública.

El escenario no está libre de riesgos

Aunque las previsiones de crecimiento contempladas en esta publicación superan a las presentadas hace tres meses, **persisten elementos de riesgo**. En el entorno exterior, continúa la incertidumbre respecto al devenir del comercio global, especialmente como consecuencia de la política comercial de EE. UU. y de la próxima salida del Reino Unido de la UE. Asimismo, aunque la incertidumbre sobre el entorno político en Europa ha caído en términos generales, se mantiene elevada en Italia, y puede tener consecuencias respecto a la velocidad y ambición de las reformas que puedan implementarse para avanzar en el proyecto de una mayor integración en el continente. Otro factor futuro de posible disrupción puede ser que el ciclo económico en algunas de las principales economías desarrolladas está muy avanzado, a lo que se une el impulso fiscal en EE.UU. Ambos factores podrían presionar la inflación al alza. La respuesta de los bancos centrales a estos eventos será clave, sobre todo para una economía como la española que continúa mostrando un elevado nivel de endeudamiento externo neto.

En el entorno doméstico, **la incertidumbre sobre la política económica sigue siendo relevante**, a pesar de haberse moderado respecto al máximo histórico alcanzado a principios de octubre del año pasado, en línea con lo previsto. Así, parece confirmarse que el impacto de la incertidumbre derivada del entorno político en Cataluña ha sido temporal y acotado geográfica y sectorialmente (véase el Gráfico 3.19). En este sentido, las estimaciones de BBVA Research indican que, en línea con lo previsto hace tres meses, la mayor tensión relacionada con el entorno político en Cataluña podría restar entre 0,1pp y 0,3pp al crecimiento del PIB en 2018 y 2019 (véase el Gráfico 3.20)²². Esto, sin embargo, no incluye los costes a medio y largo plazo que puedan derivarse de la incertidumbre observada durante los últimos trimestres. Adicionalmente, se mantiene una falta de consensos que impide la aprobación de las reformas necesarias para impulsar una recuperación más rápida, sostenible e inclusiva. En ausencia de medidas que mejoren el funcionamiento del mercado laboral, aseguren la reducción ordenada de los desequilibrios en las cuentas públicas, disminuyan los márgenes en aquellos sectores con rentas monopólicas extraordinarias o permitan mejoras continuadas de la productividad, la recuperación puede ser vulnerable y generar desigualdad.

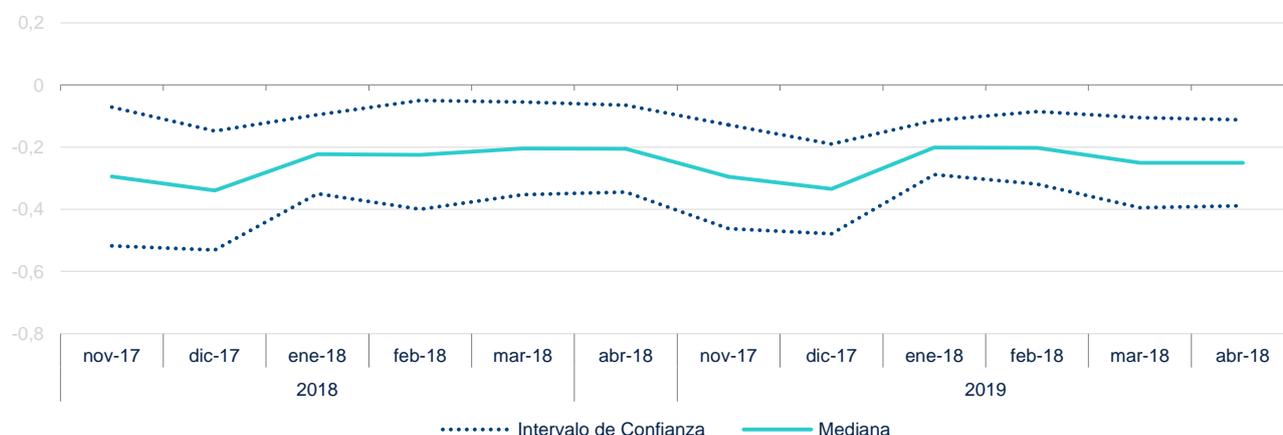
Gráfico 3.19 España y Cataluña: datos observados y previsiones en un escenario sin incertidumbre (datos brutos en pp)*



* Diferencia mensual entre el dato observado y el previsto con información hasta sept-17.
Fuente: BBVA Research a partir de INE, DGT, Datacomex y Seguridad Social

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

Gráfico 3.20 España: impacto estimado de la incertidumbre de política económica en el PIB según fecha de estimación (desviación del crecimiento anual en pp respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

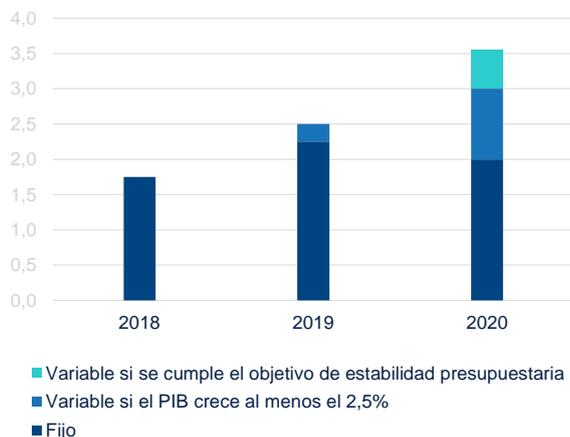
En el plano fiscal, la reciente aprobación del **proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2018** en el Consejo de Ministros del pasado 27 de marzo, introduce un sesgo al alza sobre el crecimiento del PIB durante los próximos dos años. En particular, éste incluye un conjunto de medidas que, unidas al incremento de la inversión que se espera por parte de las Corporaciones Locales, tienen un tinte expansivo.²³ Junto a ello, **persisten los riesgos asociados al ciclo electoral** que podrían llevar a las distintas administraciones públicas a implementar medidas adicionales (reducciones impositivas, aumento del gasto) que terminarían impulsando la demanda interna. A más largo plazo, la ralentización en el proceso de reducción de los desequilibrios en el sector público (déficit y deuda) incrementaría la vulnerabilidad de la economía española a un entorno menos favorable (sobre todo relacionado con la financiación de dichos desequilibrios). Adicionalmente, continúan pendientes reformas que continúen avanzando en asegurar el Estado del Bienestar, mejorando la percepción de solvencia de las cuentas públicas y la eficiencia del gasto público.

Por otro lado, **no se descarta un agotamiento en el ritmo de creación de empleo tras varios años de recuperación**, como consecuencia de posibles restricciones de capacidad en algunos sectores o de falta de mano de obra cualificada. Así, a medida que el desempleo cíclico se absorba –esto es, que la tasa de paro se aproxime a su nivel estructural–, es factible que la creación de empleo se ralentice y que los salarios comiencen a aumentar por encima de la productividad. Hasta el momento, la evidencia indica que esto no se está produciendo y que la evolución de las remuneraciones es consistente con la continuación de un incremento sostenido del empleo. Dadas las previsiones de crecimiento del PIB y del empleo de BBVA Research, **el incremento de la remuneración por asalariado para el conjunto de la economía no debería superar el entorno del 2% anual en el bienio** para que la tasa de paro se modere en línea con las previsiones presentadas en esta publicación. En esta línea se sitúa el crecimiento salarial pactado entre el Gobierno y las organizaciones sindicales en materia de función pública para el trienio 2018-2020 (véanse los Gráficos 3.21 y 3.22). Respecto a su impacto en el resto de la economía, la evidencia empírica muestra que, en la gran mayoría de países desarrollados, el efecto arrastre de los salarios del sector público es limitado en comparación con el del sector privado²⁴.

23: En concreto, los salarios públicos aumentarían un 1,95% en 2018 (frente al 1,0% de 2017), y se autoriza una tasa de reposición del 100% para aquellas administraciones que hayan cumplido con los objetivos de déficit, deuda y regla de gasto. Además, el crecimiento de las pensiones (mil millones más de gasto) sería superior al 0,25% observado el año anterior, dados los incrementos anunciados en las mínimas, en aquellas inferiores a 860 euros mensuales y en las no contributivas. A lo anterior se añade la rebaja del IRPF (que supone dos mil millones menos de ingresos), que se materializa en un aumento de 2.000 euros del umbral mínimo de tributación hasta los 14.000 euros brutos y en un incremento de la reducción para rentas del trabajo hasta 18.000 euros de salario bruto.

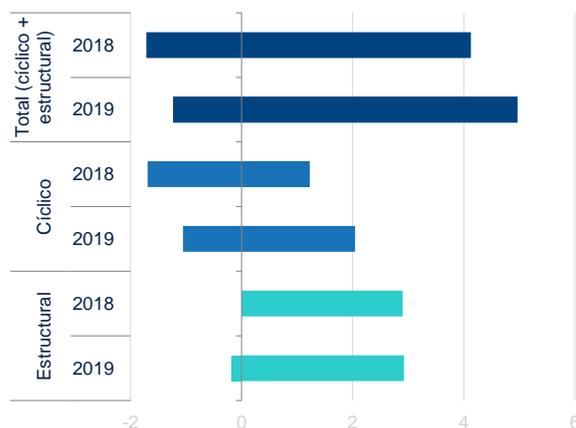
24: Las estimaciones más recientes para el conjunto de la UE muestran que un crecimiento de un 1% de los salarios públicos podría incrementar entre dos y tres décimas los del sector privado. Véanse, por ejemplo:

Gráfico 3.21 España: crecimiento salarial pactado en el acuerdo entre el Gobierno y los sindicatos en materia de función pública (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.22 España: descomposición del crecimiento esperado de la remuneración por asalariado (intervalo de confianza al 90% de probabilidad)



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

Lamo, A., Pérez, J. J., y Schuknecht, L. (2012): "Public or private sector wage leadership? An international perspective?", *Scandinavian Journal of Economics*, 114(1), 228-244.

Lamo, A., Pérez, J. J., y Schuknecht, L. (2013): "Are government wages interlinked with private sector wages", *Journal of Policy Modeling*, 35(5), 697-712.

Afonso, A., y Gomes, P. (2014): "Interactions between private and public sector wages", *Journal of Macroeconomics*, 39, 97-112.

Pérez, J. J., y Sánchez, A. J. (2011): "Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data", *Empirical Economics*, 41, 421-445.

Marzinotto, B., y Turrini, A. (2017): "Co-movements between public and private wages in the EU: what factors and with what policy implications?", *IZA Journal of European Labor*, 6(2), 1-16.

4. Cuadros

Cuadro 4.1 Producto interior bruto (promedio anual, %)

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 6 de abril de 2018

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.2 Inflación (promedio anual, %)

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 6 de abril de 2018

Fuente: BBVA Research

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

	2015	2016	2017	2018	2019
EEUU	2,13	1,84	2,33	2,96	3,45
Alemania	0,52	0,13	0,37	0,70	1,25

Fecha de cierre de previsiones: 6 de abril de 2018

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4 Tipos de cambio (promedio anual)

	2015	2016	2017	2018	2019
EUR-USD	0,90	0,90	0,89	0,81	0,79
USD-EUR	1,11	1,11	1,13	1,24	1,27
USD-GBP	1,53	1,35	1,29	1,39	1,50
JPY-USD	121,07	108,82	112,20	111,64	113,75
CNY-USD	6,23	6,64	6,76	6,39	6,55

Fecha de cierre de previsiones: 6 de abril de 2018

Fuente: BBVA Research

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

	2015	2016	2017	2018	2019
EEUU	0,50	0,75	1,50	2,50	3,00
Eurozona	0,05	0,00	0,00	0,00	0,50
China	4,35	4,35	4,35	4,35	4,10

Fecha de cierre de previsiones: 6 de abril de 2018

Fuente: BBVA Research

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

(Promedio anual, %)	2015	2016	2017	2018	2019
Actividad					
PIB real	3,4	3,3	3,1	2,9	2,5
Consumo privado	3,0	2,9	2,4	2,2	2,0
Consumo público	2,1	0,8	1,6	1,7	1,9
Formación Bruta de Capital	6,5	3,3	5,0	4,8	5,4
Equipo y Maquinaria	11,5	5,0	6,2	5,2	5,3
Construcción	3,8	2,4	4,6	4,7	5,4
Vivienda	-1,0	4,4	8,3	6,1	5,6
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	3,9	2,5	2,8	2,6	2,6
Exportaciones	4,2	4,8	5,0	4,8	6,1
Importaciones	5,9	2,7	4,7	4,2	6,9
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,4	0,7	0,3	0,3	-0,1
PIB nominal	4,1	3,6	4,0	4,6	4,4
(Miles de millones de euros)	1080,0	1118,5	1163,7	1217,5	1270,5
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	3,0	2,7	2,6	2,6	2,3
Tasa de paro (% población activa)	22,1	19,6	17,2	15,3	13,7
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,2	3,0	2,8	2,6	2,2
Productividad aparente del factor trabajo	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,5	-0,2	2,0	1,5	1,6
IPC (fin de periodo)	0,0	1,0	1,1	1,5	1,8
Deflactor del PIB	0,6	0,3	1,0	1,6	1,8
Remuneración por asalariado	1,6	-0,3	0,1	1,1	2,1
Coste laboral unitario	1,4	-0,6	-0,1	0,8	1,8
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,9	1,7	1,5	1,1
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	99,4	99,0	98,3	96,4	94,1
Saldo AA.PP. (% PIB)	-5,2	-4,3	-3,1	-2,4	-1,7
Hogares					
Renta disponible nominal	2,2	2,0	2,0	4,3	5,3
Tasa de ahorro (% renta nominal)	8,8	7,9	5,9	6,5	7,9

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p) previsión.

Fecha cierre de previsiones: 6 de abril 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
- 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
- ME Y SS: Ministerio de Empleo y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- MINHAP: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas
- PIB: Producto Interior Bruto
- PYMES: Pequeñas y medianas empresas
- QE: Flexibilización cuantitativa (Quantitative easing)
- RDL: Real Decreto-Ley
- SMI: Salario mínimo interprofesional
- TAE: Tasa anual equivalente
- TPV: Terminal Punto de Venta
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria
- UGT: Unión General de Trabajadores
- USD: Dólar Estadounidense

Abreviaturas

- a/a: Variación interanual
- IC: Intervalo de confianza
- mM: Miles de millones
- 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

+34 91 374 39 61

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

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

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

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

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

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

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:

**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
Real Estate**
Félix Lores
felix.lores@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.serrano@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

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio 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