

The logo for BBVA Research, featuring 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

Tercer trimestre 2018

Unidad de España y Portugal

The BBVA logo, consisting of the letters "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, set against a teal square background.

Creando Oportunidades

## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Entorno global</b>	<b>5</b>
<b>3. Perspectivas de crecimiento de la economía española</b>	<b>9</b>
<b>4. Tablas</b>	<b>23</b>
<b>5. Glosario</b>	<b>27</b>

Fecha de cierre: **13 de julio de 2018**

# 1. Editorial

**Se mantienen las previsiones de crecimiento del PIB para la economía española en el 2,9% para 2018 y 2,5% en 2019, aunque aumenta la probabilidad de materialización de riesgos que podrían empujarla hacia escenarios de menor dinamismo en la actividad.** Por un lado, la tendencia de los datos más recientes muestra que la producción continúa incrementándose, sin que se detecten por el momento signos de desaceleración en el agregado. Eso sí, **la composición del crecimiento es menos virtuosa** que la observada el año anterior, donde destaca particularmente el debilitamiento de una parte de la demanda externa y la solidez de la interna. Asimismo, se consolida un entorno de menor crecimiento en Cataluña, en línea con lo previsto a partir del incremento en la incertidumbre observado a finales de 2017. Hacia delante, la posición expansiva de la política fiscal y de la monetaria debería compensar la aparición o materialización de algunos riesgos, tanto a nivel doméstico como externo, prolongando la recuperación en España.

**El crecimiento del PIB se mantiene fuerte, sin signos de desaceleración, aunque su composición es algo menos virtuosa que en años anteriores.** Con la información al cierre de esta publicación, se estima que el avance del PIB en el 2T18 habría sido del 0,8% t/t y de consolidarse las tendencias que se observan de momento, el incremento de la producción en el 3T18 podría alcanzar, cuando menos, un nivel similar.

La solidez en el desempeño de la actividad económica se explica, en primer lugar, por la continuación del crecimiento del gasto en consumo de las familias. Esto se da a pesar del debilitamiento de algunos de los soportes que lo venían apoyando, como la evolución en el precio de los combustibles o la demanda embalsada durante el período de crisis. Lo anterior se estaría compensando, en parte, por el buen comportamiento de la financiación para la compra de bienes de consumo, cuyas nuevas operaciones crecen a tasas de dos dígitos desde 2013. En segundo lugar, como se esperaba, la contribución del sector de la construcción va en aumento. Por un lado, la inversión residencial se recupera como consecuencia del avance observado en la reducción de los desequilibrios que se acumularon en el sector antes y después de la crisis, así como de un entorno más favorable para el crecimiento de la demanda. Por otro, el gasto en capital público comienza a revertir las pérdidas observadas durante el período de reducción del déficit fiscal. En tercer lugar, las exportaciones de bienes y la inversión en maquinaria y equipo han mostrado una fuerte desaceleración en la primera mitad del año. Las razones detrás de lo anterior son variadas. En este sentido, la apreciación del euro frente al dólar observada en la segunda mitad de 2017, junto con el incremento en el precio del petróleo, habrían afectado a la competitividad de los productores españoles, particularmente de las empresas enfocadas en mercados fuera de la UEM. Además, un entorno de menor crecimiento en algunos de los principales socios comerciales del país habría tenido un impacto negativo, tanto sobre las exportaciones españolas, como sobre la inversión en maquinaria y equipo, al incrementar la incertidumbre sobre la demanda futura. Finalmente, se podrían estar observando problemas de oferta en sectores específicos donde la capacidad utilizada va llegando a niveles elevados.

Todo lo anterior se da en un entorno donde las exportaciones de servicios se han acelerado. Sin embargo, en el caso de las turísticas, lo hacen con una tendencia en los precios muy diferente que la observada en años anteriores. En particular, se observa una ralentización en los ingresos medios por habitación, producto de la mayor competencia de destinos alternativos, de la disrupción que ha supuesto la entrada de nuevos actores de la mano del cambio tecnológico, y de los distintos eventos a los que se ha enfrentado el sector (ataques terroristas o tensión política). En suma, en el primer semestre del año se mantiene la aportación del consumo privado, crece la de la construcción y se reduce la de los sectores enfocados a la demanda externa.

**Hacia delante, se espera que la prolongación de la recuperación a nivel mundial, junto con el sesgo expansivo de las políticas monetaria y fiscal, mantengan el crecimiento en niveles elevados.** Como se esperaba, el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado su intención de finalizar el programa de compra de activos en 2018. Sin embargo, el BCE ha enviado una señal contundente respecto a los tipos de interés, apuntando a que se mantendrán en sus niveles actuales, cuando menos, hasta el verano de 2019. Esto supone un retraso en los plazos (septiembre 2019) frente a lo asumido en la anterior edición de esta publicación (junio 2019). El resultado es una política monetaria algo más expansiva, que ya se refleja en un tipo de cambio más depreciado, y que podría impulsar hasta en un punto más el crecimiento de las exportaciones, tanto en 2018 como en 2019. Por otro lado, la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado para 2018 (PGE18) supone la puesta en marcha de una serie de medidas que apoyarán a la demanda interna durante la segunda parte del año. La falta de reacción de la política monetaria europea a este impulso fiscal en España hará que el impacto sea elevado. También ayudará que tanto el incremento de las pensiones mínimas como la reducción del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas beneficiarán a hogares situados en la parte baja y media de la distribución de ingresos, reduciendo la probabilidad de que la mayor renta se dedique al ahorro. En general, el impacto en el PIB de las medidas aprobadas durante los últimos meses podría rondar el 0,5%.

**Los riesgos procedentes del entorno global aumentan.** El precio del petróleo ha vuelto a subir y se espera que permanezca alrededor de un 10% por encima de lo previsto hace tres meses. Más aún, el origen del encarecimiento parece tener más que ver con restricciones de oferta que con aumentos de la demanda mundial. Por lo tanto, se espera un impacto negativo sobre la economía española, dada su elevada dependencia sobre este tipo de combustible. Asimismo, el Gobierno de los EE.UU. ha decidido elevar los aranceles a la importación de algunos productos europeos. Aunque no se espera que el impacto directo de este cambio en la política comercial americana sea significativo para las empresas nacionales, se incrementa el riesgo de que se produzca una espiral de aumento en las barreras al comercio que a medio plazo pueda detener, e incluso revertir parcialmente, el proceso de globalización. Esto último aumentaría la vulnerabilidad de la economía española, precisamente ahora que se va consolidando el mayor peso de las exportaciones y todavía persiste un elevado endeudamiento con el resto del mundo. Asimismo, después de la disminución del riesgo relacionado con el entorno político en la UEM observada durante la segunda parte del año anterior, la incertidumbre ha vuelto a aumentar en países como Italia o Alemania. Esto, incluso ha podido influenciar en el lento avance que se ha producido hacia una mayor integración europea. Todo lo anterior explica, al menos en parte, un entorno de menor actividad en la UEM y la revisión a la baja que se hace de las previsiones de crecimiento del PIB en la eurozona en 2018. Para 2019 persisten las incertidumbres asociadas al proceso de negociación del *brexit* entre la UE y el Reino Unido.

**A nivel doméstico, crece la incertidumbre sobre la política económica.** Si bien es cierto que se ha atenuado la incertidumbre relacionada con el entorno político en Cataluña, los efectos sobre la actividad económica permanecen. Así, se nota una desaceleración en la economía catalana que abarca indicadores relacionados con el mercado laboral, el consumo, la inversión y el turismo. Por otro lado, el aumento en la incertidumbre que se produjo con el cambio de Gobierno en España, se ha visto moderado por la intención expresa, y posteriormente comprobada, de aprobar los Presupuestos Generales del Estado presentados por el Gobierno saliente. En todo caso, se mantienen las dudas acerca de las políticas que se implementarán, por ejemplo, para poder reconducir el déficit público. En particular, se estima que el impulso fiscal hará que el déficit público se sitúe en el 2,8% en 2018, aumentando el déficit estructural. Asimismo, existe incertidumbre sobre el alcance y dirección de las políticas que podrían aprobarse de cara a mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas a medio plazo, reducir la tasa de paro o la temporalidad, incrementar la tasa de actividad o mejorar la productividad. La urgencia para impulsar una agenda ambiciosa de reformas es cada vez mayor en un entorno donde ya se contempla en el horizonte de previsión un punto de inflexión en la política monetaria, y donde los riesgos a nivel internacional se van acumulando.

## 2. Entorno global

La economía internacional sigue sometida a tensiones de fuerzas dispares. Por un lado, el buen desempeño económico de los últimos trimestres se ve prolongado por el estímulo fiscal de la economía estadounidense y la estabilidad de la economía china. Por otro lado, a lo largo del año se han generado varios factores potencialmente negativos que, de momento, no han tenido reflejo directo en la actividad. Tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) han dado un paso más hacia normalización de la política monetaria, lo que supone unas condiciones algo menos acomodaticias. Además, los precios del petróleo se han estabilizado tras el fuerte aumento de comienzos de año. El principal riesgo para la economía global es el proteccionismo, que se ha acrecentado en las últimas semanas con las medidas y contramedidas anunciadas, y cuyo efecto sobre la actividad podría dejarse notar en la segunda mitad del año.

### Crecimiento estable en el primer semestre, con dudas sobre su persistencia y diferencias entre las grandes áreas

Los datos disponibles hasta mayo (véase el Gráfico 2.1) sugieren que **el crecimiento mundial se habría desacelerado ligeramente en el segundo trimestre del año** (BBVA-GAIN: 1% trimestral tras el 1,1% en 1T18). Además, muestran **señales mixtas tanto por áreas geográficas como por sectores**. Aunque el ritmo de expansión se mantiene sólido, lo está haciendo de una manera **menos sincronizada**, con una aceleración del crecimiento en EE. UU. que contrasta con ciertas señales de moderación en China, en algunas economías emergentes, y, de manera más intensa, en la Eurozona.

La evolución de la **industria sigue generando dudas** ya que, **a pesar de los datos positivos del comercio global**, su actividad no se ha recuperado del mal desempeño registrado a principios de año. Los posibles efectos negativos de la escalada proteccionista observada en los últimos meses, todavía no afectan a la producción del sector, pero sí a su confianza. Toda esta información apunta a que **el avance del sector industrial continúa, pero a un ritmo más moderado, y no se prevé que gane tracción en los próximos trimestres**.

La **confianza del sector servicios se ha mostrado más resistente**, con un aumento en las economías emergentes (sobre todo, las de Asia Pacífico) que compensó una evolución algo más decepcionante en las economías desarrolladas. No obstante, la evolución de otros indicadores de la demanda interna es más moderada, como el **mal desempeño de las ventas minoristas hasta mayo en las economías emergentes que contrasta con una tímida recuperación en las economías desarrolladas**. En cualquier caso, sugieren que el apoyo de uno de los principales motores de la recuperación durante los últimos años se estaría estabilizando.

En este contexto, **la inflación subyacente ha aumentado de forma gradual en las economías desarrolladas frente a su estabilización en las economías emergentes**, más allá del repunte generalizado de la inflación general como consecuencia del aumento de los precios de la energía.

### El *shock* de oferta del petróleo y las primeras medidas proteccionistas llevan a un aumento de la incertidumbre

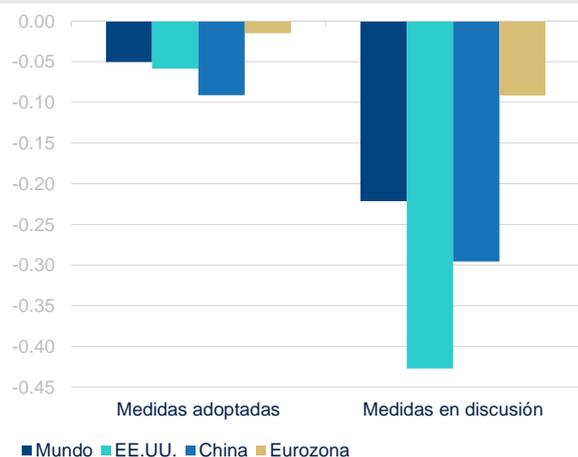
La recuperación global se sigue sustentando en el mayor crecimiento de la economía estadounidense, impulsada por las medidas fiscales, y en la mejora del comercio de principios de año. Sin embargo, se han ido desvaneciendo algunos de los motores del crecimiento durante los últimos años, a la vez que ha aumentado la incertidumbre.

Un primer factor proviene de la retirada de EE. UU. del acuerdo nuclear con Irán, que supuso un **shock a la oferta de crudo, lo que ha aumentado su precio** alrededor del 20% en lo que llevamos de año. Tras el aumento de la producción por parte de los países de la OPEP, los precios parecen estabilizarse en torno a los 70 dólares por barril en el horizonte de previsión<sup>1</sup>. Lo anterior **presionará al alza la inflación de manera adicional, y ha propiciado que los bancos centrales hayan dado un paso más en la normalización de la política monetaria**. El BCE, en línea con lo previsto, ha anunciado la finalización del programa de compra de bonos para diciembre, a la vez que ancló las expectativas sobre los tipos de interés. Por su parte, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed), proyecta nuevas subidas de tipos hasta el 2,50% a cierre del año y el 3,25% a finales de 2019. Este diferencial de tipo interés y de crecimiento favorable en EE.UU. frente al resto de geografías ha resultado en una **apreciación generalizada del dólar**.

Otro factor adicional de incertidumbre, surgido durante los últimos meses, viene asociado al aumento de las tensiones comerciales. Aunque todavía es pronto para saber qué medidas prevalecerán finalmente, **el efecto directo hasta ahora sería limitado en el corto plazo**<sup>2</sup>. Sin embargo, en estos momentos están bajo discusión nuevas medidas adicionales por parte de EE. UU., que, en conjunto, **podrían restar alrededor de 0,2pp al crecimiento global** (véase el Gráfico 2.1). A ello **habría que añadir potenciales efectos indirectos sobre la confianza de los mercados financieros y los agentes económicos** en función de la magnitud del conflicto comercial.

Como consecuencia de esta incertidumbre, se ha producido un **reajuste en la percepción del riesgo global, especialmente en los países emergentes**, donde las tensiones financieras han aumentado de forma generalizada (véase el Gráfico 2.2) por la depreciación de las divisas y la ampliación de las primas de riesgo.

Gráfico 2.1 Efecto sobre crecimiento del PIB por subidas arancelarias en EE. UU. y las respuesta de otros países (2018-19, pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Euro-Dólar e índice BBVA de tensiones financieras en mercados emergentes



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

1: Esto implica una revisión al alza en la previsiones del precio del petróleo de alrededor del 10% de este año y del que viene, respecto a las contempladas el pasado trimestre.

2: En concreto, el aumento de aranceles a las importaciones de acero, aluminio y a las de una larga lista de exportaciones chinas por valor de 50 mil millones de dólares, junto con las contramedidas anunciadas por los países afectados, podría tener un impacto negativo de menos de 0,1pp en el crecimiento global (alrededor de 0,1pp en el crecimiento de China y prácticamente nulo en EE. UU. y la Eurozona).

## El BCE finaliza el programa de compra de activos en diciembre y no subirá los tipos hasta al menos la segunda mitad de 2019

En línea con lo esperado, el BCE en su reunión de junio **anunció que el programa de compra de activos** (APP, por sus siglas en inglés) **concluirá en diciembre** de este año y **fortaleció el anclaje de las expectativas sobre los tipos de interés**.

El BCE reiteró que el programa de compra de bonos continuará activo, a un ritmo mensual de 30.000 millones de euros mensuales hasta septiembre, y de 15.000 millones entre octubre y diciembre, cuando finalizarán las compras netas de activos. En lo que respecta a los tipos de interés, la autoridad monetaria mantiene el de referencia en el 0% y el de depósito en el -0,4%, y anunció que los tipos de referencia se mantendrán sin cambios al menos hasta pasado el verano de 2019, tres meses más de lo establecido hasta ahora. En este contexto, nuestra expectativa sobre **la primera subida de tipos de interés se retrasa a septiembre para los de depósito y a diciembre de 2019 para el oficial de referencia**.

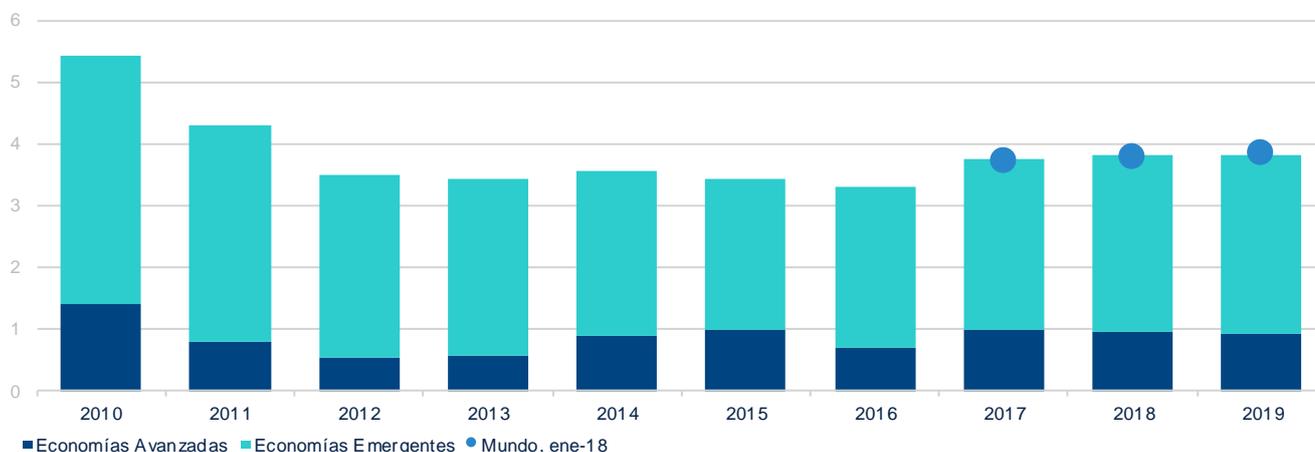
En resumen, el BCE ha adoptado en esta reunión importantes medidas para el proceso de normalización de su política monetaria. Una vez aprobado el fin de la compra de activos, se supera **la etapa de medidas de emergencia para dar paso, de nuevo, a una política monetaria más convencional, más centrada en los tipos de interés**. El foco en los próximos meses estará en saber cuándo y a qué ritmo subirán los tipos.

## Las previsiones de crecimiento mundial se mantienen, a pesar de la revisión a la baja en Europa

**El crecimiento global se mantendrá en torno al 3,8% en los próximos dos años** (véase el Gráfico 2.3). No obstante, el menor grado de sincronización observado recientemente se refleja en una **revisión a la baja en el crecimiento esperado para 2018-19 tanto para la Eurozona como para Sudamérica**, mientras que se **mantienen las previsiones para EE. UU. y China**.

En la Eurozona, y tras la sorpresa negativa en el crecimiento del PIB en el primer trimestre, se espera una convergencia más rápida hacia tasas de crecimiento más moderadas. En particular, se revisa a la baja en 0,3pp hasta el 2% la previsión de crecimiento para 2018, mientras que se sigue esperando una moderación del impulso cíclico en 2019, hasta el 1,7%. Esta revisión a la baja en las previsiones viene explicada, principalmente, por unos menores términos de intercambio, una mayor inflación (por el alza en el precio del petróleo) y un aumento en la incertidumbre política. Sin embargo, y a pesar de lo anterior, la demanda interna seguirá contribuyendo al crecimiento tanto este año como el próximo, apoyada en el crecimiento del empleo, una política monetaria aún acomodaticia, y una política fiscal ligeramente expansiva.

Gráfico 2.3 Previsiones crecimiento PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

## Se intensifican los riesgos a la baja ligados a la incertidumbre política y, sobre todo, al proteccionismo

El escenario global sigue sujeto a riesgos mayoritariamente negativos, que en los últimos meses han ido en aumento. Por un lado, el riesgo de una guerra comercial se ha intensificado tras las últimas medidas adoptadas por EE. UU. y la respuesta por parte de China y, en menor medida, el resto de países afectados. Si bien el impacto directo de las medidas, comentado más arriba, sería limitado, el riesgo de una guerra comercial podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo de los mercados y frenar los flujos globales de inversión directa, con el consecuente impacto en el potencial de crecimiento global.

Por otro lado, en un entorno financiero más volátil, se incrementaría el riesgo sistémico en las economías emergentes. La combinación de un mayor riesgo proteccionista, una normalización más acelerada de la política monetaria en EE. UU. y una posible desaceleración en la economía mundial podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes, elevando la probabilidad de un *sudden-stop* de flujos de capital.

Por último, se han intensificado los riesgos políticos en Europa. Al riesgo de Italia, se suman los de gobernanza en Alemania, con potenciales consecuencias directas sobre el proceso de integración de la Eurozona, y las incertidumbres asociadas al proceso de negociación del *brexit* entre la UE y el Reino Unido

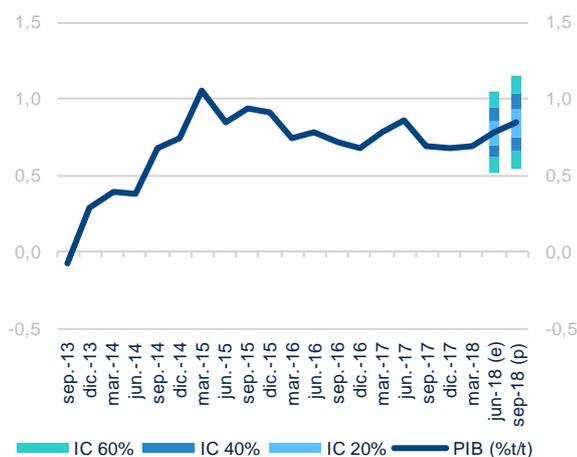
### 3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

#### El ritmo de crecimiento se mantiene estable

La información conocida a fecha de cierre de este informe indica que la **economía española podría haber crecido el 0,8% t/t CVEC<sup>3</sup> en el 2T18 (previsión del modelo MICA-BBVA<sup>4</sup>)**. De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre abril y junio estaría en línea con el previsto a principios del trimestre (MICA-BBVA: entre 0,7% y 0,9% t/t), y mejoraría en 0,1pp al avance registrado en los tres trimestres precedentes.

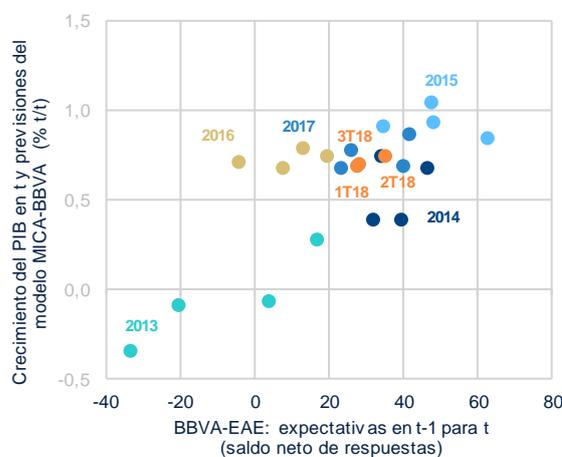
De cara al tercer trimestre, las estimaciones de BBVA Research indican que la recuperación prosigue a un ritmo similar al registrado durante el primer semestre del año (previsión del modelo MICA-BBVA: entre 0,7% y 0,9% t/t, véase el Gráfico 3.1). Esta tendencia se encontraría en línea con los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)<sup>5</sup>, que evidencian que las expectativas de crecimiento se mantienen positivas y en niveles saludables (véase el Gráfico 3.2).

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



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

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



Fuente: BBVA

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

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

5: Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: <https://bit.ly/2pKEh31>

## La demanda doméstica lidera el crecimiento económico

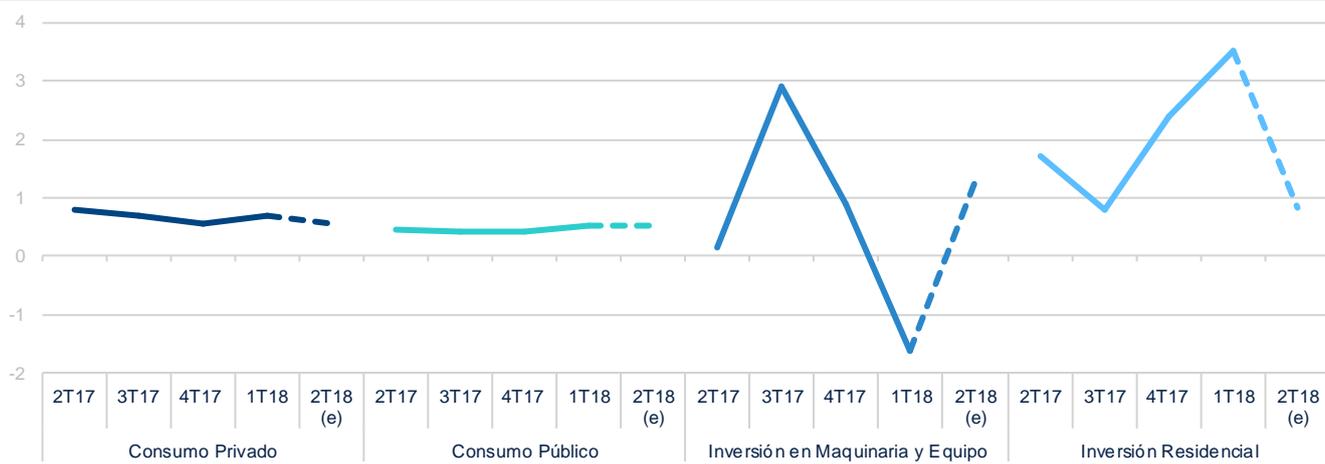
El gasto en consumo, tanto privado como público, está aumentando en línea con la evolución observada al inicio de año. Así, las señales que se extraen de los indicadores de gasto<sup>6</sup> sugieren que el consumo de los hogares podría haber crecido en torno al 0,6% t/t (2,5% a/a) en el 2T18, lo que implica una leve ralentización respecto al trimestre anterior. Por su parte, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que el consumo final de las administraciones públicas podría haberse incrementado en torno al 0,5% t/t (1,9% a/a) en dicho trimestre.

Respecto a la inversión, se estima un fuerte avance, donde destaca la recuperación de la inversión en maquinaria y equipo en el segundo trimestre del año. Pese a que continúa la volatilidad observada a lo largo de 2017, los indicadores parciales<sup>7</sup> apuntan a que esta partida de la demanda podría haber crecido un 1,3% t/t (3,4% a/a), y se recupera después de la sorpresa negativa registrada a principios del año (-1.6% t/t).

Por su parte, se mantiene la senda de recuperación tanto de la inversión residencial como de otras construcciones. La información disponible del sector inmobiliario indica que, tras el importante crecimiento registrado en el 1T18 (3,5% t/t), el avance de la inversión residencial se habría moderado hasta el 0,8% t/t (7,7% a/a) en el segundo trimestre.<sup>8</sup> Por otro lado, BBVA Research estima un crecimiento de la inversión en otras construcciones del 1,6 t/t (2,3% a/a), en línea con el registrado en el trimestre anterior.

En resumen, se estima que la demanda doméstica continúa siendo la base del crecimiento de la economía española en el corto plazo (0,7pp de contribución al aumento trimestral del PIB en el 2T18), dado el avance generalizado de todos sus componentes (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

6: Dichos indicadores vuelven a mostrar señales mixtas. Por un lado, se constata una aceleración de las matriculaciones de turismo, de las ventas de grandes empresas y del crédito al consumo. Además, la confianza de los hogares y la actividad del sector servicios mantienen un nivel elevado. Por el contrario, la evolución de los precios bursátiles ha decepcionado y se espera una ralentización de la renta salarial, así como de las ventas al por menor.

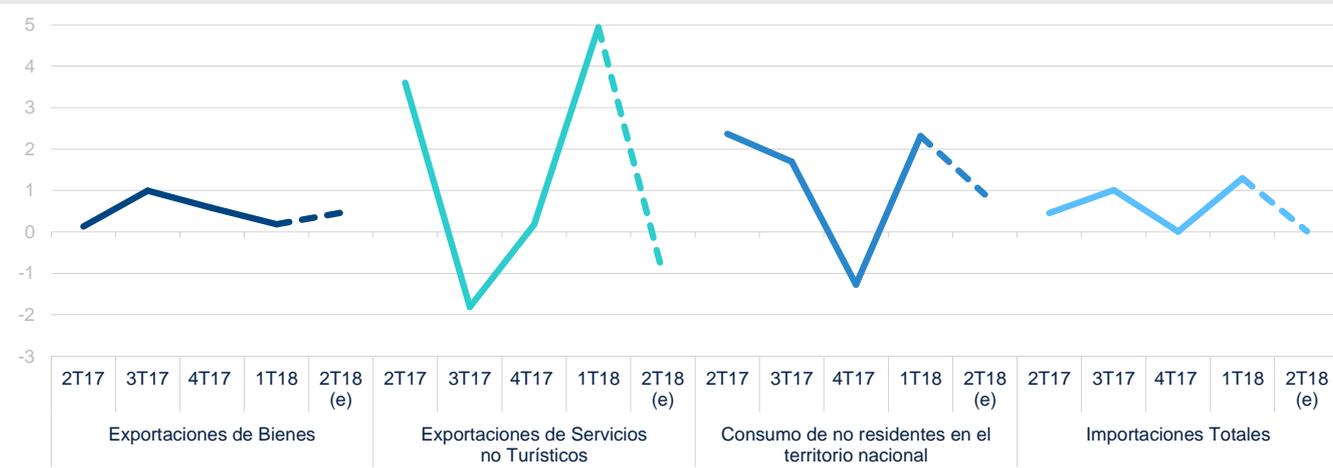
7: La mejora en los indicadores parciales viene por el lado de las importaciones de bienes de capital y de la cartera de pedidos. La producción industrial, por su parte, frenó la caída experimentada en el primer trimestre del año, aunque continúa mostrando cierta atonía, al igual que ocurre con la venta de vehículos industriales.

8: Los datos referidos al segundo trimestre del año reflejan una contracción del 11,8% m/m (CVEC) de los visados. Al contrario, la afiliación en la construcción creció a lo largo del 2T18 a un promedio mensual del 0,6%, el doble de la total.

## Débil desempeño de los flujos comerciales en el corto plazo

En el segundo trimestre del año las exportaciones totales podrían haber crecido marginalmente (0,3% t/t; 2,4% a/a, véase el Gráfico 3.4). Por un lado, se estima que, con un crecimiento del 0,5% t/t (2,2% a/a), las ventas de bienes al exterior habrían prolongado la atonía observada durante el último semestre (0,2% t/t; 1,9% a/a en 1T18)<sup>9</sup>. Por otro lado, las exportaciones de servicios se podrían haber corregido a la baja (-0,2% t/t; 2,8% a/a), tras el comportamiento excepcional registrado el trimestre anterior (3,8% t/t; 6,2% a/a). En particular, se estima que el consumo de no residentes habría moderado su ritmo de avance (en 1,4pp hasta el 0,9% t/t; 3,6% a/a)<sup>10</sup>, mientras que las exportaciones de servicios no turísticos habrían retrocedido (-1,0% t/t), debido a la consolidación de los niveles tras el fuerte avance registrado el trimestre precedente (2,2% a/a). Parte del agotamiento observado durante el primer semestre del año se debe, al incremento del precio del petróleo, a la debilidad de la demanda europea y a la apreciación del tipo del euro.

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 línea con la debilidad de las exportaciones y a pesar del aumento en la demanda interna, la información disponible sugiere que **las importaciones se habrían estancado durante el segundo trimestre del año (0,0% t/t; 2,3% a/a)**. Como resultado, se estima **una aportación marginal de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española (0,1pp t/t; 0,1pp a/a)**

## La contratación indefinida sustenta 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 segundo trimestre de 2018, en línea con lo sucedido en el primero** (véase el Gráfico 3.5). El descenso del paro registrado, generalizado por sector de actividad, también se prolongó entre abril y junio. Así, el número de parados se redujo el -1,6% t/t CVEC, dos décimas menos que en el trimestre precedente. Desde mediados de 2013, la afiliación ha crecido el 15,4% CVEC y se sitúa en cifras de finales de 2008, mientras que el desempleo ha caído el 32,6% hasta alcanzar el nivel del primer trimestre de 2009.

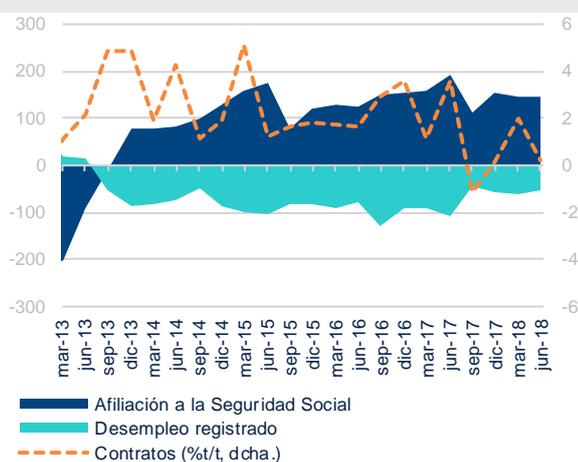
9: La información disponible de la balanza comercial apunta a un estancamiento de las exportaciones de bienes en el segundo trimestre, dado el mal dato de abril (-1,4% m/m CVEC), y debido, principalmente, al comportamiento de las ventas de bienes de consumo. Las exportaciones de las grandes empresas de la industria [apuntan en la misma dirección].

10: Con información hasta el mes de mayo, los indicadores parciales del turismo muestran una leve desaceleración en el 2T18 respecto a lo observado en el 1T18. Las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles podrían haber aumentado el 1,0% t/t CVEC, el mejor dato de los últimos cuatro trimestres. Sin embargo, la llegada de visitantes en frontera creció sólo el 0,7% y el gasto de los turistas, el 1,4%, en ambos casos más de un punto por debajo del 1T18.

**El dinamismo del mercado laboral se manifiesta en la evolución de la contratación indefinida.** Tras avanzar el 2% t/t CVEC en el primer trimestre, la contratación apenas aumentó el 0,2% t/t CVEC en el segundo debido al retroceso de la temporal (-0,5% t/t CVEC). Sin embargo, el ritmo de crecimiento del número de contratos indefinidos tomó impulso hasta el 7% t/t CVEC, casi el doble que en el 1T18. En consecuencia, la ratio de temporalidad disminuyó por cuarto trimestre consecutivo hasta el 89,8% de los contratos (véase el Gráfico 3.6).

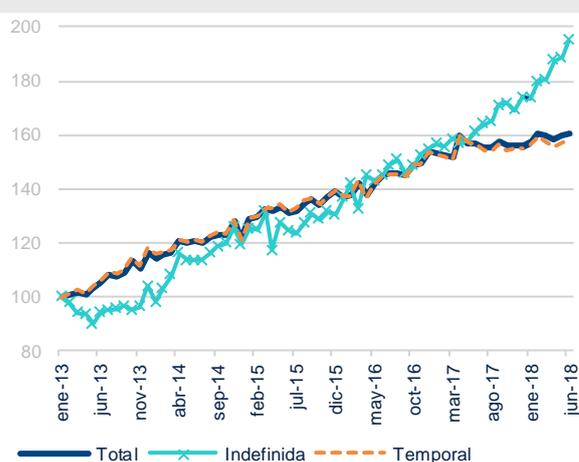
**Se prevé que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al segundo trimestre confirme la evolución apuntada por los registros de afiliación y desempleo.** Las estimaciones de BBVA Research sugieren que la ocupación habría crecido en torno a seis décimas entre abril y junio en términos desestacionalizados, 0,2pp más que en el 1T18. Si la población activa apenas cambia, como se prevé, la creación de empleo se traduciría en un descenso de seis décimas de la tasa de paro, hasta el 15,5% CVEC.

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 MTMySS

Gráfico 3.6 España: evolución de la contratación (ene-13=100. Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

## Los precios y los salarios aumentan, pero todavía de forma contenida

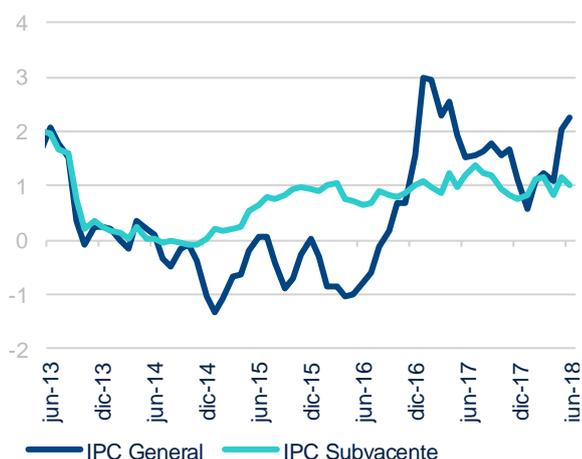
**La inflación general creció con fuerza durante el primer trimestre de 2018** hasta alcanzar el 2,3% a/a en junio. Detrás de esta variabilidad se encuentra la evolución al alza de la inflación energética, que se corresponde, principalmente, con el encarecimiento observado en los precios del petróleo. Por su parte, la inflación subyacente aumentó gradualmente y cerró el mes de junio en el 1,0% a/a (véase el Gráfico 3.7). Con todo, las estimaciones de BBVA Research indican que el **diferencial de inflación respecto a la zona euro se mantiene prácticamente cerrado**, tanto en términos de la general como de la subyacente.

**Las demandas salariales también han repuntado, aunque marginalmente, durante el segundo trimestre.** El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta mayo rozó el 1,6%, una décima más que el registrado al cierre del 1T18. En línea con lo sucedido en 2017, el aumento pactado de la retribución en los acuerdos revisados plurianuales (1,5%) fue menor que el de los firmados a lo largo del año en curso (1,9%), que tan solo vinculan a 655.000 trabajadores<sup>11</sup>. Como se aprecia en el Gráfico 3.8, el incremento salarial promedio se sitúa próximo al 2%, cifra recomendada por el IV Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC).<sup>12</sup>

11: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 5,7 millones hasta mayo cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2018 (5.093.000), un 29,3% mayor que la cifra registrada hasta mayo de 2017.

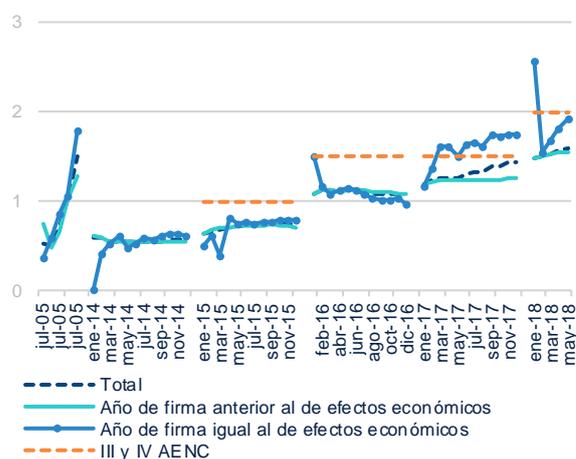
12: El IV AENC, suscrito a comienzos de julio de 2018 por CEOE, CEPYME, CC. OO. y UGT, recomienda aumentos salariales en torno al 2% en 2018, 2019 y 2020, más una parte variable que dependerá, entre otras variables, de la evolución de la productividad, los resultados de la empresa y el absentismo injustificado.

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.  
 (\*) Los datos de 2016 y 2017 son provisionales.  
 Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

## El nuevo crédito acelera el paso en los primeros cinco meses de 2018

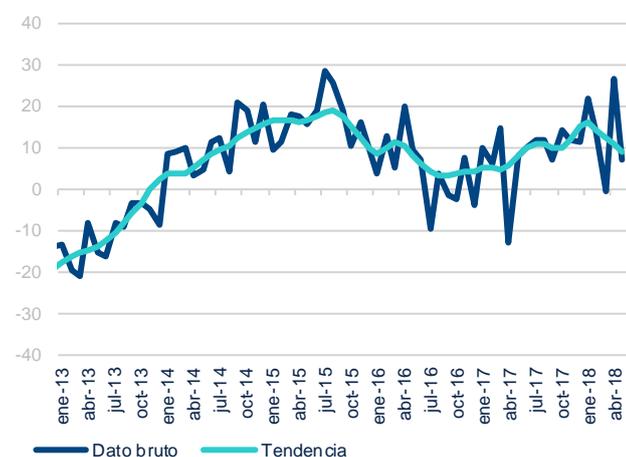
El stock de crédito al sector privado intensificó su caída en abril hasta el **-3,3% a/a**, fundamentalmente por la venta de carteras de crédito inmobiliario y el vencimiento de créditos asociados al fin del programa de TLTRO el 31 de enero<sup>13</sup>. La desconsolidación de 11,9 miles de millones de euros del crédito promotor-constructor del balance de las entidades financieras en el primer trimestre no supone una eliminación de la deuda del agente de contrapartida.

Por su parte, **las nuevas operaciones de crédito concedidas han acelerado el paso** y avanzan un 13,6% en el acumulado de los primeros cinco meses del año (véase el Gráfico 3.9). Sin embargo, se observa cierta heterogeneidad en la tendencia. Mientras que las operaciones de financiación a empresas de más de 1 millón de euros, aceleran su tendencia positiva hasta el 14,7% a/a, las operaciones a empresas inferiores a 1 año han ido perdiendo dinamismo y solo han aumentado el 7,8% a/a hasta mayo. En las operaciones a familias, también se ha observado una importante recuperación del flujo de crédito, con un aumento del 24,3% a/a en el mismo periodo.

**El precio del nuevo crédito se mantiene en mínimos**, favorecido, nuevamente, por el mantenimiento del euríbor en niveles reducidos, las mejores condiciones de liquidez para los bancos -gracias, en parte, a las subastas del BCE-, la contención del riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades (véase el Gráfico 3.10). Además, parece que algunas carteras han alcanzado un suelo en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses y de cambios en la estructura de plazos. Asimismo, los tipos de interés de los préstamos para la adquisición de vivienda (2,18% TAE promedio en mayo), muestran una clara resistencia a continuar disminuyendo, dada la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo.

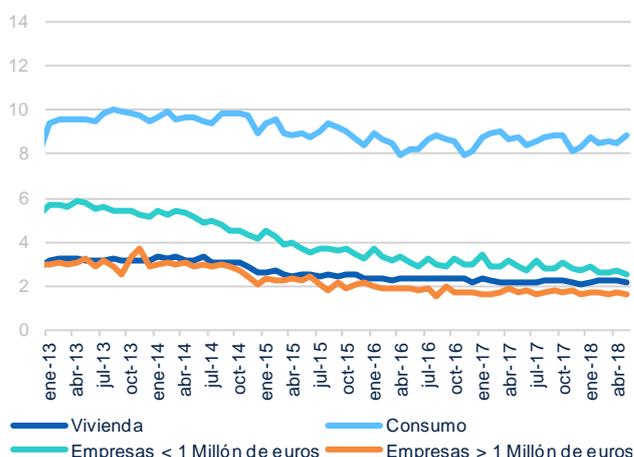
13: Operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico, en sus siglas en inglés. Para poder beneficiarse de una financiación más asequible, los bancos tenían que cumplir con unos determinados objetivos de crédito hasta el 31 de enero de 2018. Esto puede haber llevado a una concentración de vencimientos posteriores a enero de 2018. Para una mayor explicación, véase: <https://goo.gl/j3LxgA>

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



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

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



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

## Escenario 2018-2019: se mantienen las expectativas de desaceleración gradual de la economía

Los fundamentos de la economía española avalan la continuidad de la recuperación durante el presente bienio que, probablemente, se saldará con un crecimiento del PIB en torno al 2,9% en 2018 y el 2,5% en 2019, tal y como se adelantaba en la anterior edición de esta publicación. No obstante, las novedades incorporadas en la actualización del escenario macroeconómico de BBVA Research apuntan a una **composición de la demanda algo menos virtuosa que la prevista hace tres meses**, debido al mayor dinamismo del consumo y de la inversión en construcción y, en contrapartida, el menor empuje de las exportaciones y de la inversión en maquinaria y equipo (véase el Cuadro 3.1). Con todo, de cumplirse este escenario, **el avance de la actividad sería suficiente para crear cerca de 880.000 puestos de trabajo en el conjunto de los dos años** (60.000 menos que en el bienio precedente) y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 13,5% en 2019<sup>14</sup>.

14: En términos de fin de periodo, la ocupación aumentará en 875.000 personas y la tasa de paro se reducirá hasta el 12,9% a finales de 2019.

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

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

(\*) Contribuciones al crecimiento.

(e) Estimación; (p) Previsión.

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

## El impulso de la política económica compensará a corto plazo la mayor fuerza que ejercen algunos vientos de cara

La prolongación del proceso de normalización de la política monetaria convencional mantendrá el coste de financiación de la economía española en niveles reducidos. Esto contribuirá a que la apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar sea algo menos intensa que la advertida previamente, lo que dará un impulso adicional a las exportaciones y el PIB que, en promedio anual será cercano a los 0,9pp y los 0,2pp, respectivamente (véase el Gráfico 3.11)<sup>15</sup>. Además, las previsiones que se presentan en esta publicación incluyen las medidas aprobadas en los Presupuestos Generales del Estado para 2018 (PGE 2018)<sup>16</sup>, que introducen un sesgo expansivo en la política fiscal y favorecerán el consumo privado y la inversión pública en el corto plazo. En balance, se espera que estas medidas fiscales procíclicas den un impulso al crecimiento en el corto plazo de entre tres y ocho décimas a lo largo del bienio 2018-2019, pero con el coste de aumentar el déficit estructural.

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

16: Entre las medidas aprobadas destacan por su impacto en la actividad la subida de los salarios a los funcionarios públicos, el aumento de las pensiones, la rebaja parcial del IRPF, y la autorización para reinvertir el superávit de las CCAA en 2017 en inversiones financieramente sostenibles. Todo ello suma un importe de 7.000 millones de euros en 2018.

Todo lo anterior, junto con la inercia positiva que muestra la economía española, permitirá compensar la mayor fuerza que se advierte en algunos de los desafíos que se ciernen sobre la economía española. Entre estos, destaca, a nivel externo, la revisión al alza en los precios del petróleo (hasta el entorno de los 70 dólares por barril). Puesto que ello responde en su mayor parte a perturbaciones en la oferta, y dada la dependencia energética de la economía española, esto podría restar cerca de tres décimas al crecimiento en el presente año y seis décimas durante el próximo (véase el Gráfico 3.12)<sup>17</sup>.

Gráfico 3.11 España: impacto de la revisión a la baja en las previsiones del tipo de cambio del euro\* (pp de crecimiento anual)

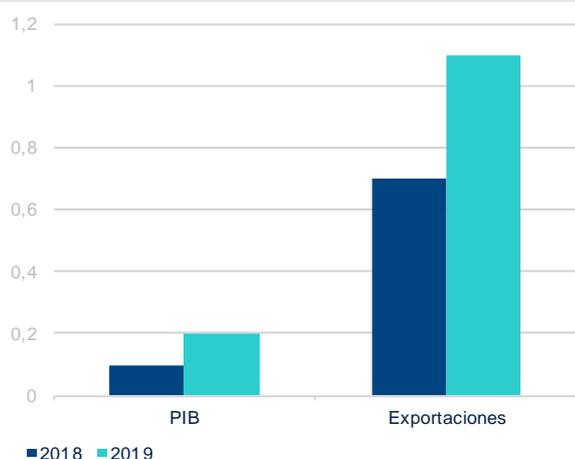
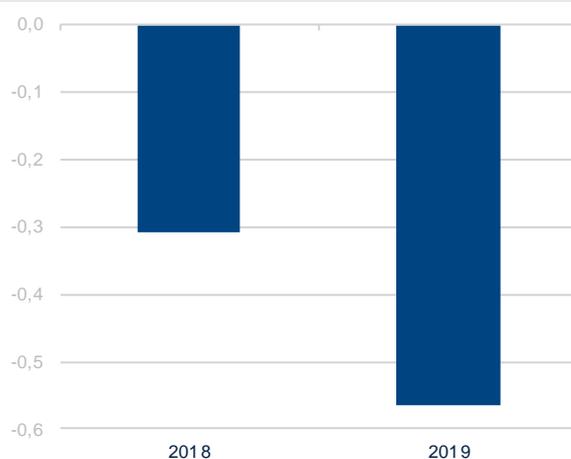


Gráfico 3.12 España: impacto de la revisión en las previsiones del precio del petróleo en el crecimiento del PIB (pp de crecimiento anual)



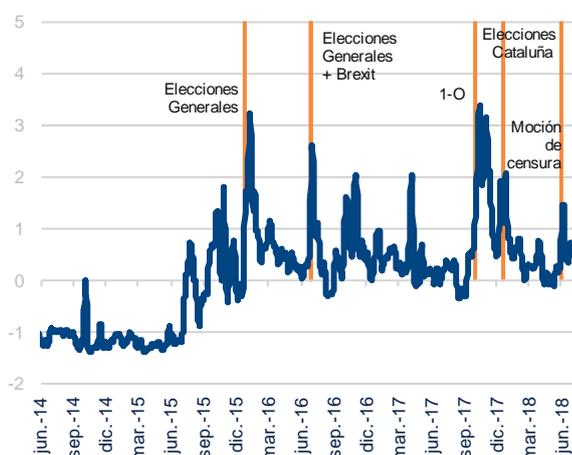
(\*) El escenario contempla que la apreciación de euro-dólar sea un 2,5% menor que la previamente estimada para 2018 (-4,5% en 2019)  
Fuente: BBVA Research

Fuente: BBVA Research

A nivel doméstico, el proceso precedente al reciente cambio de gobierno se saldó con un **aumento de la incertidumbre de política económica** (véase el Gráfico 3.13). Si bien este repunte es previsiblemente temporal, se suma a la incertidumbre ya existente en la economía española, fruto de un contexto político que durante los últimos años ha generado dudas sobre las medidas que han de implementarse para reducir los desequilibrios que persisten. Las estimaciones de BBVA Research indican que los aumentos de la incertidumbre de política económica registrados en octubre del pasado año y en mayo del presente pueden restar entre dos y tres décimas al crecimiento anual medio durante el presente bienio (véase el Gráfico 3.14).

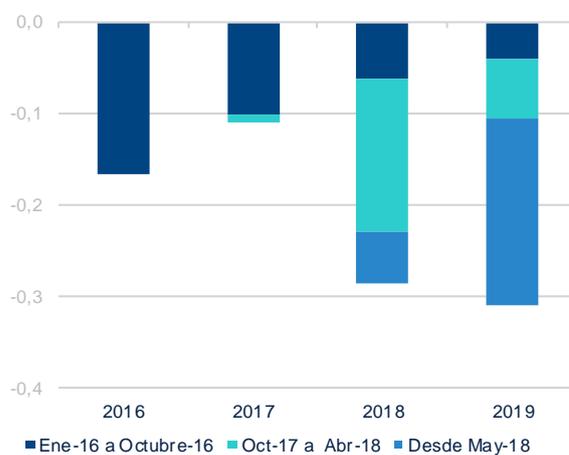
17: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de shock sobre la actividad y los precios de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2011, disponible en: <https://goo.gl/6DM3cE>

Gráfico 3.13 España: indicador de incertidumbre de política económica



Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

Gráfico 3.14 España: impacto de la incertidumbre de política económica en el crecimiento del PIB (ppl a/a)



Fuente: BBVA Research

## Una composición de la demanda interna más sesgada hacia el consumo

**Las perspectivas del consumo privado son positivas.** BBVA Research prevé que el crecimiento del gasto de los hogares repunte marginalmente hasta el 2,6% en 2018, dos décimas más que en el escenario precedente, y se ralentice hasta el 2,1% en 2019. Los fundamentos que apoyan el comportamiento del consumo continuarán mostrando signos de fortaleza. A pesar del repunte de la inflación, provocado por el aumento del precio del petróleo, el avance de la renta disponible real superará el 2% en ambos años, favorecido por la evolución positiva del empleo y, particularmente, por el impulso fiscal incorporado en los Presupuestos Generales del Estado para 2018.<sup>18</sup> La riqueza inmobiliaria también ganará tracción, en línea con el crecimiento del precio de la vivienda. 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 finalización del proceso de desapalancamiento. Por último, se espera que el repunte de la incertidumbre de política económica observado desde el último trimestre del pasado año repercuta sobre el consumo privado en 2018 y 2019 y acote el recorrido a la baja de su tasa de ahorro.<sup>19</sup>

**La inversión en maquinaria y equipo continuará dinámica durante el período 2018-2019, aunque algo menos que en el inicio de la recuperación.** En conjunto, se espera que, tras crecer el 6,2% en 2017, se incremente a tasas del 2,3% y el 5,7% en 2018 y 2019. En este sentido, se prevé un escenario de menor crecimiento en 2018 que el estimado en abril como consecuencia del retroceso experimentado en el primer trimestre del año. Por el contrario, en 2019 se espera una aceleración adicional de la inversión en maquinaria y equipo de 0,4pp frente al escenario planteado hace tres meses. Esta mejor evolución se apoya en unos fundamentos favorables para la inversión, especialmente por la reducción en el coste de financiación de la economía española. Por otro lado, algunas cuestiones relacionadas con el entorno internacional tales como la evolución prevista del precio del petróleo, o el menor crecimiento esperado en Europa, se ven parcialmente compensadas por un euro algo más depreciado. Además, el uso de la capacidad productiva en sectores como el

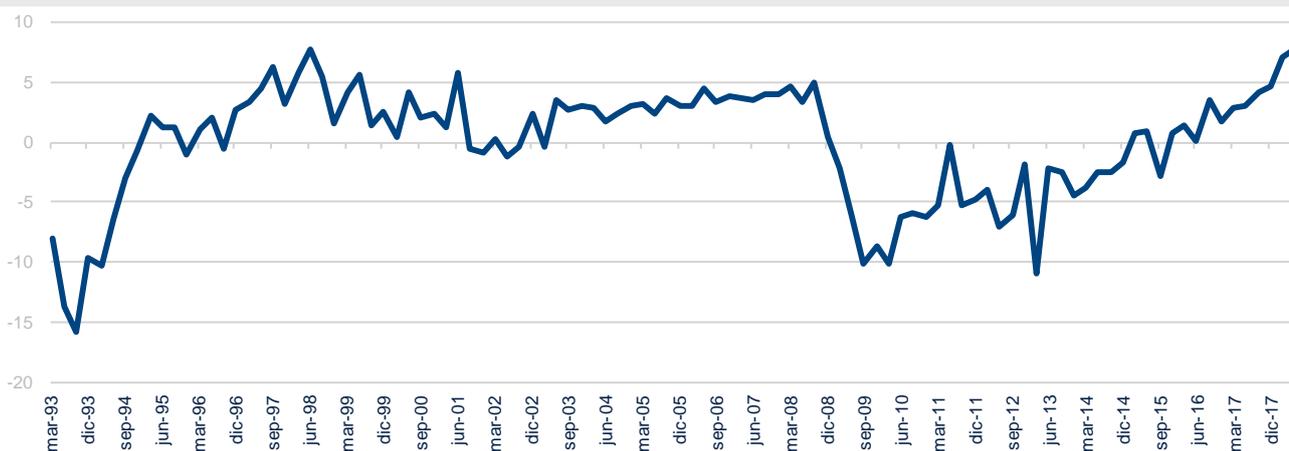
18: Entre las medidas presupuestarias que incentivarían el consumo privado en el corto plazo destacan la subida de las pensiones y de los salarios de los empleados públicos, el incremento de la tasa de reposición del empleo público y la rebaja del IRPF, que se articulará mediante el aumento de la reducción para rentas del trabajo hasta 18.000 euros brutos anuales y del umbral mínimo de tributación hasta 14.000 euros.

19: Un análisis detallado de la evolución reciente y las perspectivas del consumo privado en España se puede encontrar en la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre de 2018, disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-consumo-primer-semestre-2018/>

de la producción de maquinaria y equipo se encuentra en niveles históricamente elevados (véase el Gráfico 3.15), lo que refleja la necesidad de incrementos adicionales en la inversión para poder dar respuesta a las presiones existentes de demanda.

Por otro lado, **el entorno macroeconómico sigue propiciando la buena marcha del sector inmobiliario**. La capacidad de la economía para crear empleo favorece el crecimiento de la renta de los hogares, los cuales, además, se mantienen optimistas respecto a la futura evolución del crecimiento económico. Todo ello en un entorno financiero que se mantendrá favorable para el sector, dadas las expectativas de una política monetaria expansiva y de crecimiento de la oferta de crédito. En este contexto, se espera que las empresas constructoras sigan poniendo en marcha nuevos proyectos de inversión que continúen dando respuesta al avance de la demanda por vivienda. Con ello, y dado el buen comportamiento registrado en 1T18, se estima que la inversión residencial crecerá el 7,8% en 2018, 2,1pp más que en el escenario anterior. En 2019 el crecimiento será del 5,5%, similar al del escenario previo. En cualquier caso, ha de tenerse en cuenta la elevada heterogeneidad geográfica que exhibe el sector. Aunque el crecimiento se va extendiendo, todavía hay regiones donde la recuperación del mercado inmobiliario está en sus fases iniciales.

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



Fuente: BBVA Research a partir de Comisión Europea

**Respecto a la demanda pública se estima que, en un escenario sin cambios en la política económica, la política fiscal tendría un tono expansivo sobre todo en 2018** (véase la página 20). Así, la aprobación de los PGE 2018 propiciará una aceleración moderada del gasto en consumo final de las administraciones públicas hasta el 2,0% en términos reales en 2018 y 2019. Igualmente, la inversión en otras construcciones volverá a crecer durante el presente bienio (4,1% en 2018 y 5,5% en 2019), impulsada tanto por una recuperación de la obra pública -principalmente por parte de las administraciones territoriales- como por la obra no residencial privada.

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

**El crecimiento global esperado (3,8% en 2018 y 2019) proporcionará un entorno favorable para las exportaciones españolas durante el presente bienio**. Sin embargo, los cambios en los fundamentos incorporados en la actualización del escenario macroeconómico global justifican una revisión a la baja del crecimiento de las ventas al exterior. Entre estos, destacan por su importancia, la revisión al alza en los precios del petróleo y a la baja en el crecimiento de la economía europea (de 0,3pp hasta el 2,0% en 2018 y 0,2pp hasta el 1,7% en 2019)<sup>20</sup>. En contrapartida, la menor apreciación del tipo de cambio del euro permitirá que el deterioro en la competitividad de las exportaciones no sea tan intenso como el que se esperaba hace tres meses.

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

Si no se materializan los escenarios de riesgo para el comercio mundial como consecuencia de las presiones proteccionistas, **se espera que las exportaciones totales se desaceleren 1,5pp hasta el 3,5% este año, y que avancen el 6,0% durante el próximo** (1,3 pp y 0,1pp por debajo de lo previsto hace tres meses). En particular, BBVA Research prevé que, tras crecer el 5,0% en 2017, las ventas de bienes al exterior crecerán el 3,0% en 2018 -2,4pp menos de lo previamente estimado-, y se acelerarán hasta el 6,5% en 2019. Por su parte, se estima que las ventas de servicios crezcan a un ritmo medio anual del 4,7% durante el presente bienio, lo que contrasta con el fuerte avance observado en el pasado bienio (7% en media anual). Al respecto, se calcula que el incremento **del consumo de no residentes se desacelerará desde el 8,5% en 2017 hasta el 4,0% en 2018 y el 3,0% en 2019, algo menos de lo esperado el trimestre anterior**. En todo caso, los factores estructurales que conducen a una desaceleración del gasto turístico de los extranjeros se mantienen: recuperación de los mercados competidores<sup>21</sup>, restricciones de crecimiento de la oferta en los destinos más solicitados y dificultades para cubrir las necesidades de mano de obra en el sector.

La evolución prevista de la demanda final propiciará un **avance de las importaciones en torno al 5,4% en promedio** durante el presente bienio que, consecuentemente, limitará la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento (0,1pp en 2018 y -0,2pp 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: 1,4% del PIB).

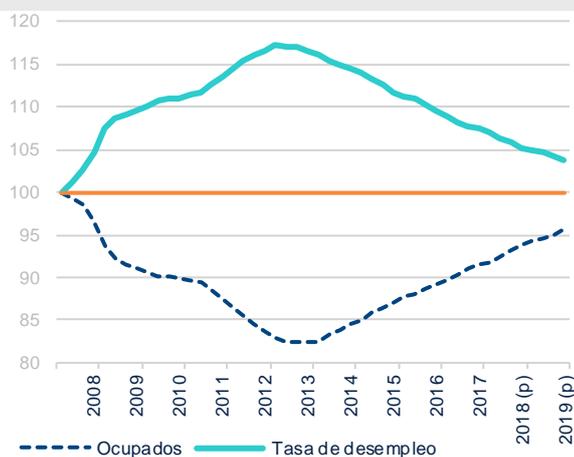
## **La recuperación del mercado de trabajo continuará en 2018-2019, pero todavía será insuficiente para recuperar los niveles precrisis**

Aunque las expectativas de crecimiento económico para 2018 no cambian respecto a las albergadas hace tres meses, se revisa ligeramente a la baja la previsión de creación de empleo debido a la evolución desfavorable de la ocupación en el 1T18. Tras avanzar el 2,6% en 2017, **se espera que la ocupación crezca el 2,3% en 2018**, tres décimas menos que en el escenario previo. Dado que la población activa apenas cambiaría, **el aumento de la ocupación se traducirá en una disminución de dos puntos de la tasa de paro hasta el 15,2%. La creación de empleo y el descenso de la tasa de paro se prolongarán en 2019 hasta el 2,3% y el 13,5%, respectivamente**.

Si se cumplen las previsiones de BBVA Research, el número de ocupados rozaría los veinte millones a finales de 2019 y la tasa de desempleo se ubicaría por debajo del 13%. **Sin embargo, la recuperación del mercado laboral no sería completa**. Como muestra el Gráfico 3.16, a finales de 2019 el nivel de empleo se situaría en torno a un 4% por debajo del existente a comienzos de 2008, mientras que la tasa de desempleo sería cuatro puntos mayor. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo –que aumentará alrededor del 2,4% en promedio en el bienio 2018-2019– sugieren una contribución limitada de la productividad aparente del factor trabajo (véase el Gráfico 3.17).

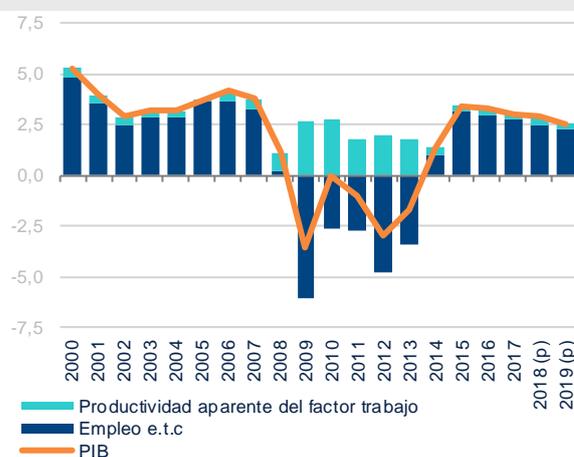
21: Para más información sobre este aspecto, véase el observatorio de BBVA Research, “¿Afectan las tensiones geopolíticas en mercados competidores al turismo español?”, disponible en: <https://goo.gl/fy36Z6>

Gráfico 3.16 España: nivel de empleo ETC 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

## A pesar de la presión que ejerce la energía, la inflación cerrará el bienio por debajo del objetivo marcado por el BCE para la UEM

BBVA Research espera que la inflación general disminuya gradualmente a partir del segundo semestre y cierre el año con una media anual en torno al 1,8%. Este crecimiento, tres décimas superior al estimado hace tres meses, se corresponde con la mayor presión en el precio de la energía y con la depreciación 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 continuidad de la moderación en la tasa de paro y en los estímulos que todavía proporciona 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 1,7%.

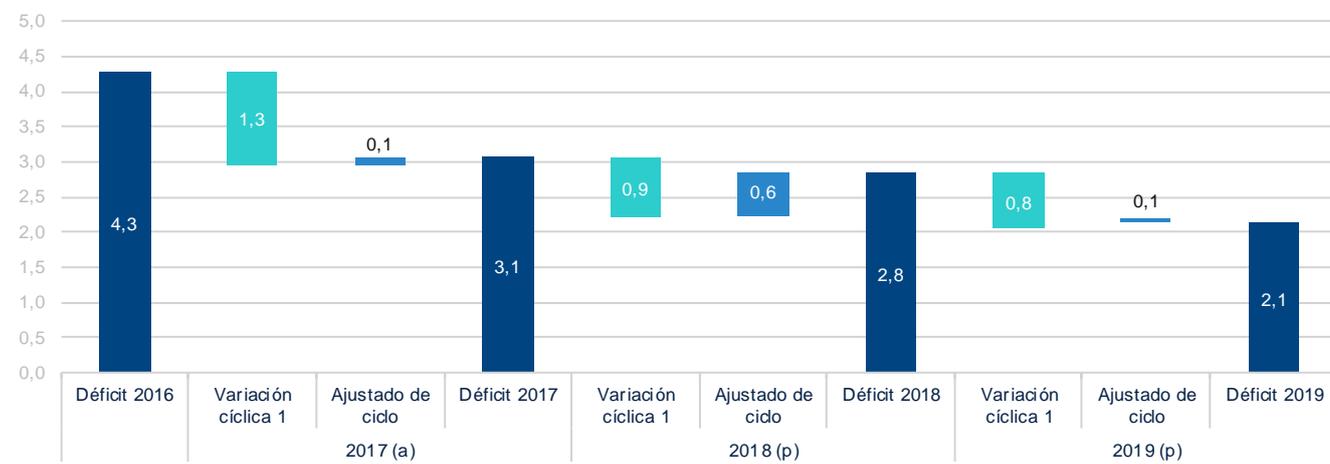
De cumplirse estas estimaciones, el diferencial de inflación general respecto a la zona del euro se mantendrá prácticamente cerrado durante el bienio 2017-2018 tras situarse en posición desfavorable a España en 2017. Igualmente, el crecimiento de los precios al consumo subyacentes se equiparará al observado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

## Las medidas de los PGE 2018 confirman el tono expansivo de la política fiscal

La información disponible de ejecución presupuestaria hasta abril de 2018 apunta a que la recuperación de la actividad económica estaría impulsando la recaudación tributaria, aunque de forma algo más moderada a lo esperado a comienzos del año. Por su parte, la aprobación de los PGE 2018 ha introducido una mayor presión sobre el gasto público, y se espera una aceleración del mismo, que más que compensará el efecto de los estabilizadores automáticos –prestaciones por desempleo, fundamentalmente- y de la menor carga de intereses.

En este contexto, se prevé que en un escenario sin cambios en la política fiscal, el ciclo económico podría reducir el desequilibrio en las cuentas públicas en casi nueve décimas del PIB en 2018. Sin embargo, las políticas discrecionales adoptadas, por ejemplo, en los PGE 2018, compensarán buena parte de la mejora cíclica, por lo que el déficit del conjunto de las administraciones públicas en 2018 se reducirá tan solo dos décimas, hasta el 2,8% del PIB. Para 2019, y pendientes de evaluar las medidas que pudieran incluirse en los presupuestos para el siguiente año, se espera una nueva corrección cíclica de las cuentas públicas hasta el 2,1% del PIB (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 Ministerio de Hacienda e INE

De esta forma, **España podría salir del Protocolo de déficit excesivo en 2018, pero se espera que incumpla la senda de reducción estructural requerida por la Comisión Europea**. De concretarse este escenario de una reducción marginal en el saldo de las cuentas públicas, se haría evidente el hecho de que el país no estaría aprovechando el entorno económico favorable para enfrentar los retos de sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo (nivel de deuda pública elevado, envejecimiento de la población, mejora de la eficiencia del sistema tributario, etc.). Más bien al contrario, la política procíclica estaría aumentando el déficit público estructural.

## Los riesgos aumentan, tanto en cantidad como en probabilidad de ocurrencia, lo que puede sesgar a la baja el crecimiento

Aunque las previsiones de crecimiento contempladas en esta publicación se mantienen respecto a las presentadas hace tres meses, persisten elementos de riesgo. En el entorno exterior, la incertidumbre respecto al futuro del comercio global ha aumentado, especialmente tras la implementación de aranceles a las importaciones por parte de EE.UU. y la respuesta de China y la UE<sup>22</sup>. Aunque en el corto plazo su impacto sería limitado, las consecuencias en un horizonte más largo son todavía inciertas. Asimismo, persisten las dudas sobre el entorno político en Europa y sobre el efecto que puedan tener eventos como la crisis migratoria, la reciente formación de un nuevo Gobierno en Italia o la sorpresiva inestabilidad observada en Alemania. Todo lo anterior podría afectar negativamente el avance en las reformas necesarias para proseguir con la profundización del proyecto de integración europeo. Asimismo, continúa sin definirse totalmente cuál será el resultado de las negociaciones sobre la salida del Reino Unido de la UE. Todo lo anterior podría afectar negativamente el crecimiento de la demanda interna en Europa, y particularmente al de la inversión.

En el entorno doméstico, **la incertidumbre sobre la política económica aumentó con el cambio de Gobierno en España del pasado mes de junio**. En todo caso, de acuerdo al Indicador de incertidumbre de política económica se mantiene por debajo del máximo histórico alcanzado a principios de octubre del año pasado. Más aún, la aprobación de los PGE 2018 habría reducido considerablemente la incertidumbre sobre la política

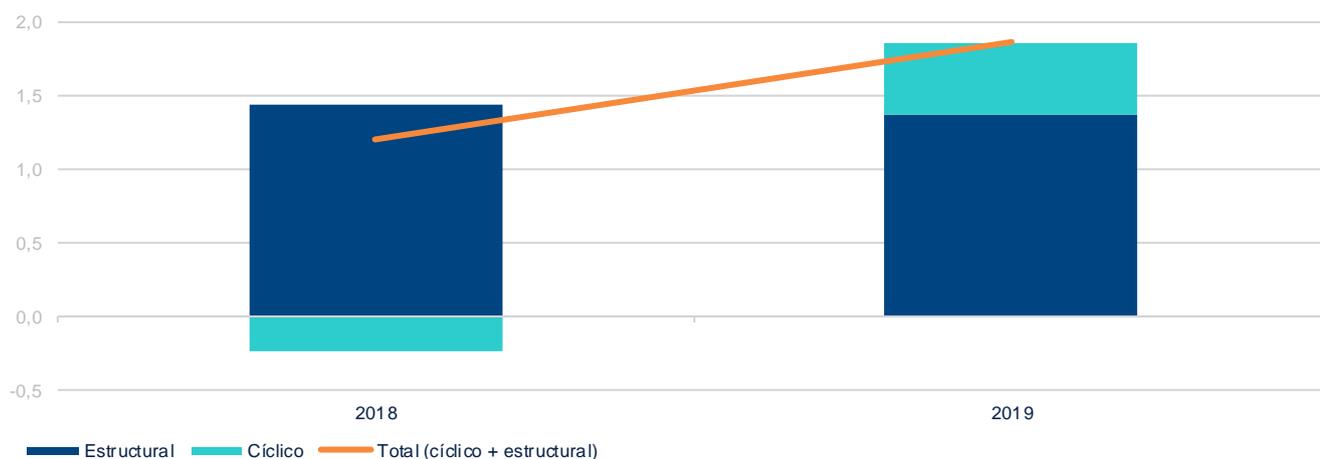
22: Hasta el momento de publicación de esta revista, EE.UU. había impuesto aranceles del 25% y 10% al acero y al aluminio respectivamente, entre otros productos. Además, existe la amenaza real de un impuesto del 20% a las importaciones de vehículos que podría desencadenar en una guerra comercial con China y la UE.

económica a corto plazo. Esto, junto con la fuerte inercia que presenta la actividad y el soporte que da la política monetaria, deberían limitar los efectos negativos de la mayor incertidumbre. No obstante, existen dudas sobre las medidas que impulsará la nueva administración, y sobre su suficiencia para reducir los desequilibrios que aún persisten en la economía española. La urgencia para impulsar una agenda ambiciosa de reformas es cada vez mayor en un entorno donde ya se contempla en el horizonte de previsión un punto de inflexión en la política monetaria y donde los riesgos a nivel internacional se van acumulando.

En particular, en el plano fiscal, la aprobación de los PGE 2018 compromete el ajuste estructural de déficit durante los próximos dos años. Junto a ello, **persisten los riesgos asociados al ciclo electoral**, que podrían exacerbar la desviación. Si bien, estas medidas terminarían impulsando la actividad en el corto plazo, volverían a restar margen para garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas en el largo plazo. En este sentido, la ralentización en el proceso de reducción de los desequilibrios en el sector público (déficit y deuda) incrementa la vulnerabilidad de la economía española a un entorno menos favorable (sobre todo relacionado con la financiación de dichos desequilibrios).

Por otro lado, **no se descarta un agotamiento en el ritmo de creación de empleo** como consecuencia de posibles restricciones de capacidad en algunos sectores o de falta de mano de obra cualificada. Así, a medida 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 este umbral se sitúa el principio de acuerdo rubricado por los agentes sociales para renovar el Acuerdo Estatal de Negociación Colectiva hasta 2020, en el que se recomienda un incremento salarial del 2% anual más un 1% variable, que estará condicionado por la evolución de la productividad, los resultados empresariales, y el absentismo, entre otros factores (véase el Gráfico 3.19).

Gráfico 3.19 España: descomposición del crecimiento esperado de la remuneración por asalariado (Intervalo de confianza al 90% de probabilidad)



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

## 4. Tablas

Cuadro 4.1 Producto interior bruto (promedio anual, %)

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 13 de julio de 2018.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.2 Inflación (promedio anual, %)

	2015	2016	2017	2018	2019
EE. UU.	0,1	1,3	2,1	2,6	2,7
Eurozona	0,0	0,2	1,5	1,7	1,8
Alemania	0,1	0,4	1,7	1,9	1,9
Francia	0,1	0,3	1,2	1,8	1,8
Italia	0,1	-0,1	1,3	1,3	1,7
España	-0,5	-0,2	2,0	1,8	1,7
Reino Unido	0,1	0,6	2,7	2,4	1,8
Latam *	8,3	9,9	6,8	6,5	6,2
México	2,7	2,8	6,0	4,6	3,9
Brasil	9,0	8,8	3,5	3,7	4,7
Eagles **	5,0	4,4	4,1	4,5	4,5
Turquía	7,7	7,8	11,1	13,3	11,6
Asia Pacífico	2,2	2,3	2,1	2,7	2,9
Japón	0,8	-0,1	0,5	1,0	1,0
China	1,4	2,0	1,7	2,2	2,5
Asia (ex. China)	2,8	2,6	2,4	3,2	3,3
Mundo	3,1	3,2	3,3	3,7	3,7

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 13 de julio de 2018.

Fuente: BBVA Research

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

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
EE. UU.	2,13	1,84	2,33	2,85	3,40
Alemania	0,52	0,13	0,37	0,56	1,04

Fecha de cierre de previsiones: 13 de julio de 2018.  
Fuente: BBVA Research

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

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
EUR-USD	0,90	0,90	0,89	0,84	0,83
USD-EUR	1,11	1,11	1,13	1,19	1,21
USD-GBP	1,53	1,35	1,29	1,38	1,50
JPY-USD	121,07	108,82	112,20	110,72	116,25
CNY-USD	6,23	6,64	6,76	6,37	6,46

Fecha de cierre de previsiones: 13 de julio de 2018.  
Fuente: BBVA Research

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 13 de julio de 2018.  
Fuente: BBVA Research

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 13 de julio de 2018.  
Fuente: BBVA Research

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

(Promedio anual, %)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Actividad</b>					
PIB real	3,4	3,3	3,1	2,9	2,5
Consumo privado	3,0	2,9	2,4	2,6	2,1
Consumo público	2,1	0,8	1,6	2,0	2,0
Formación Bruta de Capital	6,5	3,3	5,0	4,3	5,6
Equipo y Maquinaria	11,5	5,0	6,2	2,3	5,7
Construcción	3,8	2,4	4,6	5,9	5,5
Vivienda	-1,0	4,4	8,3	7,8	5,5
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	3,9	2,5	2,8	2,8	2,7
Exportaciones	4,2	4,8	5,0	3,5	6,0
Importaciones	5,9	2,7	4,7	3,6	7,1
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,4	0,7	0,3	0,1	-0,2
PIB nominal	4,1	3,6	4,0	4,8	5,0
(Miles de millones de euros)	1080,0	1118,5	1163,7	1219,6	1280,2
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	3,0	2,7	2,6	2,3	2,3
Tasa de paro (% población activa)	22,1	19,6	17,2	15,2	13,5
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,2	3,0	2,8	2,5	2,2
Productividad aparente del factor trabajo	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	-0,5	-0,2	2,0	1,8	1,7
IPC (fin de periodo)	0,0	1,0	1,1	2,0	1,6
Deflactor del PIB	0,6	0,3	1,0	1,6	2,3
Remuneración por asalariado	1,6	-0,3	0,1	1,0	2,6
Coste laboral unitario	1,4	-0,6	-0,1	0,7	2,3
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,9	1,7	1,3	1,5
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	99,4	99,0	98,3	96,7	94,2
Saldo AA.PP. (% PIB)	-5,2	-4,3	-3,1	-2,8	-2,1
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	2,2	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.

Fecha de cierre de previsiones: 13 de julio 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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Víctor Echevarría**  
victor.echevarria@bbva.com

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

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

### 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.serranoh@bbva.com

**Turquía, China y Big Data**  
**Álvaro Ortiz**  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**  
**Álvaro Ortiz**  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**  
**Le Xia**  
le.xia@bbva.com

**América del Sur**  
**Juan Manuel Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

**Colombia**  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

**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