

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

Primer trimestre 2019

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

Creando Oportunidades

Índice

1. Editorial	3
2. Entorno global: ajuste suave del crecimiento mundial, pero con elevada incertidumbre	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española	10
4. Tablas	27
5. Glosario	31

Fecha de cierre: **1 de febrero de 2019**

1. Editorial

La recuperación ha continuado en la última parte de 2018, permitiendo un avance del PIB del 2,5% y consolidando un entorno de moderación del crecimiento. Aunque durante el cuarto trimestre, el incremento en la actividad (0,7% t/t) fue ligeramente superior al de tres meses atrás (0,6% t/t), la economía española ha crecido cinco décimas menos que en 2017. Los factores clave para explicar esta desaceleración fueron la menor contribución de la demanda externa, la pérdida de fuerza en el avance del consumo privado y el aumento de la incertidumbre, tanto respecto a la economía global como a la nacional. Así, las ventas de bienes y servicios al exterior moderaron su crecimiento afectadas por pérdidas de competitividad (petróleo, tipo de cambio), por la reducción en el incremento de la demanda europea y por factores que incidieron negativamente sobre sectores específicos (turismo, automoción). Por otro lado, la variación en el gasto de los hogares ha ido debilitándose a medida que se ha agotado la demanda pospuesta durante la crisis, y conforme a la caída de la tasa de ahorro de las familias (como porcentaje de la renta), que ha alcanzado niveles históricamente bajos. Finalmente, la sostenibilidad del crecimiento a nivel global presenta hoy mayores dudas que hace un año, y la falta de consensos sobre la política económica a seguir en España, como consecuencia de la elevada fragmentación parlamentaria, continúa teniendo un impacto negativo sobre la actividad.

El crecimiento se ha acelerado ligeramente en la última parte del año pasado (0,7% t/t), aunque podría ser temporal. Así, las exportaciones de bienes parecen haber dejado atrás la atonía mostrada durante buena parte del 2018 y habrían mejorado su evolución independientemente del destino. Lo anterior estaría reflejando la temporalidad de la ralentización en algunos sectores afectados por factores de oferta, además de los efectos positivos sobre la competitividad del avance de la inversión en maquinaria y equipo. Por su parte, el turismo exterior siguió sin materializar su recuperación y la incertidumbre sobre los factores estructurales que lo están presionando a la baja aconsejan cautela sobre las expectativas para los próximos trimestres. Finalmente, el impulso fiscal habría mantenido la contribución de la demanda pública al crecimiento, a pesar de la desaceleración que continuaría en el gasto privado, principalmente en el consumo de los hogares.

Hacia delante, se espera que la recuperación continúe, y se mantenga la creación de empleo, mientras que los salarios podrían comenzar a aumentar consistentemente por encima de la inflación. De esta manera, el PIB podría crecer un 2,4% en 2019 y un 2,0% en 2020. De cumplirse este escenario, la economía podría crear alrededor de 800 mil puestos de trabajo en el conjunto de los dos años, mientras que la tasa de paro se reduciría desde el 15,3% en 2018 hasta el 12,6% en 2020. Adicionalmente, la prolongación de la recuperación en el mercado laboral podría comenzar a poner presión sobre la evolución de las remuneraciones por asalariado que se incrementarían un 1,9% y un 2,2% en promedio por año en 2019 y 2020. En principio esto se daría en un contexto de desapalancamiento con el resto del mundo donde la economía mantendría un superávit en la cuenta corriente de alrededor de un 1% del PIB.

La viabilidad del escenario macroeconómico presentado en esta revista depende de que las principales economías del mundo experimenten un “aterrizaje suave”, condicionado a la resolución favorable de distintos elementos de riesgo y del apoyo de los bancos centrales. Durante los últimos meses, se han incrementado las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en algunas de las grandes áreas económicas. A esto han contribuido factores como el agotamiento del impulso fiscal en EE.UU., las tensiones relacionadas con los conflictos comerciales, la desaceleración en la economía china, y el reciente ajuste en los mercados financieros. De manera clave, se espera que las expectativas mejoren gradualmente en la medida en que las negociaciones entre EE.UU. y China vayan produciendo resultados que mantengan sin cambio los aranceles entre ambas economías. Asimismo, la incertidumbre política en Europa debería ir en descenso. Esto, siempre que la salida del Reino Unido de la Unión Europea se haga de forma ordenada y que se siga enfriando la tensión generada por el enfrentamiento entre el Gobierno Italiano y el resto de la UEM. Por último, se espera que los bancos centrales respondan a este entorno menos positivo y cambien, en consecuencia, su estrategia de política

monetaria. Esto implica que los aumentos de tipos de interés finalizarían en EE.UU. en el 3% y no llegarían a los niveles previstos hace tres meses. Por su parte, el BCE sólo comenzaría a incrementar los tipos de referencia a partir de mayo de 2020, medio año después de lo esperado previamente.

El crecimiento en España se mantendrá por encima de su potencial, gracias al nuevo impulso proveniente tanto de la revisión a la baja en el precio del petróleo como de una política económica algo más expansiva de lo previsto hace unos meses. La reducción en el coste del combustible puede ser particularmente positiva para el sector exportador, que ganaría competitividad ante la disminución en los costes de transporte. Además, se espera que la mejora resultante en la renta disponible de las familias ayude a sostener el gasto en consumo durante los próximos meses. Así, dado que el menor valor del barril de crudo sería el resultado principalmente de un aumento en la oferta, la aportación positiva al crecimiento en España sería significativa y alcanzaría alrededor de 0,4pp en promedio por año. Por otro lado, la expectativa de tipos de interés bajos por un periodo de tiempo más prolongado intensificará el tono expansivo de la política monetaria. Se espera que en 2019 y 2020 el coste de financiación a largo plazo pueda ser más de 50 y 25 pb menor, en promedio, respecto a lo previsto hace 3 meses. Por último, algunas de las medidas aprobadas en los últimos seis meses por el Gobierno español continuarán apoyando el crecimiento de la demanda interna a corto plazo, aunque con costes a largo. Este es el caso de los incrementos aprobados del gasto público en salarios y pensiones para 2019, incluidos en las previsiones que se presentan en esta revista (a diferencia de otras medidas anunciadas pero no aprobadas). Además, el incremento del salario mínimo interprofesional (SMI) apoyaría los ingresos de alrededor de un 9% de los asalariados: aquellos con contrato ligado al SMI que mantengan su puesto de trabajo.

En cualquier caso, se mantiene la percepción de que los riesgos aumentan y de que se incrementa la probabilidad de que se produzca un accidente que pueda empujar a la economía hacia una evolución menos positiva. Como ya se ha enfatizado, la continuidad de la recuperación a nivel mundial descansa en la expectativa de que mucha de la incertidumbre que se ha generado en los últimos meses vaya disipándose. A nivel doméstico, el impacto que puedan tener algunas de las políticas implementadas es incierto. Por ejemplo, aunque es de esperar que el mencionado aumento en el SMI reduzca la desigualdad salarial, podría incrementar las diferencias en ingresos como resultado de la previsible destrucción de empleo que se observaría. En particular, se espera un impacto negativo en la creación neta de empleo entre 20.000 y 75.000 puestos de trabajo durante 2019, mientras que a medio plazo, y en ausencia de incrementos en la productividad que lo compensen, el impacto podría ser mayor y superar los 160.000 empleos. Esto afectaría a colectivos especialmente vulnerables, además de a sectores y regiones especialmente expuestos a la utilización de contratos ligados al SMI.

Asimismo, la incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada. BBVA Research estima que estaría restando al PIB alrededor de 0,3pp en promedio anual desde 2016. A este respecto, los datos recientes confirman que durante el último trimestre del año anterior se ha producido un deterioro en la inversión en la compra de vivienda que ha coincidido con algunos cambios regulatorios que afectan al sector inmobiliario. Entre estos destacan la sentencia del Tribunal Supremo sobre el impuesto en actos jurídicos documentados vinculado a la adquisición de vivienda y la incertidumbre sobre los cambios en la ley del alquiler. Adicionalmente, la decisión de volver a ligar el incremento en las pensiones de acuerdo a la variación del IPC, sin alternativas que aseguren la sostenibilidad del sistema, introduce incertidumbre sobre su futuro. Todo esto, en un entorno donde no existe certeza sobre la aprobación de los presupuestos de 2019. Incluso si estos últimos se implementaran, las medidas anunciadas, tanto por parte del Estado como del resto de las administraciones públicas, no serán suficientes para cumplir con el objetivo de déficit del 1,3% del PIB a finales del presente año. Esto, sin tomar en cuenta el fuerte crecimiento de gasto público que se está produciendo y que podría intensificarse al aproximarse el ciclo electoral. Así, dependiendo de la aprobación de los presupuestos del Estado, el desequilibrio en las cuentas públicas se mantendría entre el 2,0 y el 2,3% del PIB. Esto, junto con la fragmentación y falta de consenso que persiste en el Parlamento español sobre las políticas necesarias para incrementar el crecimiento y que este sea inclusivo, suponen un foco de vulnerabilidad en un entorno cada vez más incierto.

2. Entorno global: ajuste suave del crecimiento mundial, pero con elevada incertidumbre

El entorno económico mundial ha empeorado en los últimos meses, tanto por los peores datos observados, ligados al sector industrial y al comercio, como por el fuerte aumento de las tensiones financieras, especialmente en las economías desarrolladas. El deterioro de los indicadores de actividad ha respondido en parte a factores transitorios y, hasta cierto punto, los mercados podrían estar sobre reaccionando. Sin embargo, también han contribuido otros factores fundamentales, como los indicios de desaceleración en las economías americana y china, especialmente, la incertidumbre sobre el proteccionismo, algunas señales por parte de la Reserva Federal (luego revertidas) de que la normalización de la política monetaria continuaría según lo previsto, y la falta de avances para afrontar la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Estos riesgos son mayoritariamente de carácter político y han hecho más incierto el escenario global. Aunque se espera que muchas de estas preocupaciones se disipen en la segunda mitad del año, se revisan a la baja y de forma generalizada las previsiones de crecimiento a nivel global, lo que hace más evidente la desaceleración económica en los países desarrollados.

Deterioro más acusado de la economía global, pero con signos de estabilización en un ritmo todavía sólido

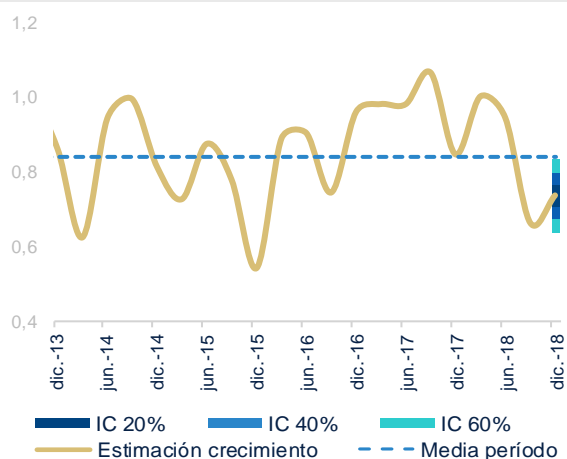
Los datos disponibles hasta diciembre indican que el **crecimiento global se habría estabilizado en torno al 0,7% trimestral** a finales de 2018, tras la fuerte moderación observada a mitad de año (véase el Gráfico 2.1). Así, se hacen más evidentes **las dificultades para recuperar el fuerte ritmo de avance**, de alrededor del 1% trimestral, **registrado en los años previos**. Al peor desempeño económico en Europa y China, se une ahora el de los países asiáticos y el deterioro cíclico en Estados Unidos, si bien la actividad parece recuperarse en otras economías como India y Rusia.

Gran parte de lo anterior viene explicado por un **deterioro más acusado y generalizado del comercio global y del sector industrial desde mediados de 2018**, lastrado por la desaceleración en China y los **efectos del aumento del proteccionismo**, tanto por el canal comercial como por la menor confianza ante la incertidumbre sobre el desenlace de las disputas comerciales. Con todo, el **efecto directo de las medidas aprobadas hasta ahora parece limitado** (alrededor de una o dos décimas de PIB) y **tanto el comercio como el sector industrial mostraron a final de año ciertos signos de estabilización**.

Fuerte aumento de la aversión al riesgo en las economías desarrolladas

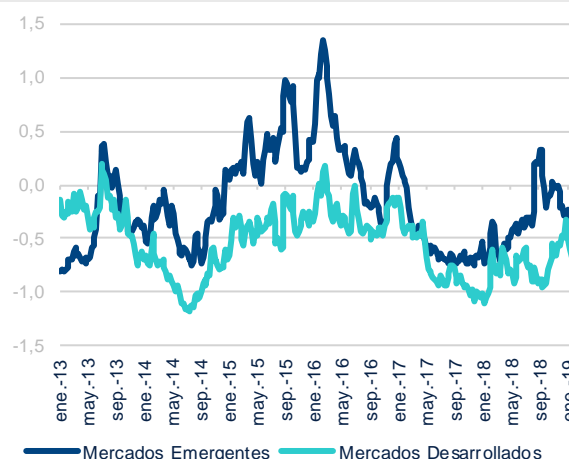
La pérdida de tono observada en los datos económicos recientes de las principales áreas acentuaron los **riesgos que penden sobre el crecimiento global**. Estos riesgos provinieron del efecto negativo de una posible escalada de las tensiones comerciales y del aumento de la probabilidad de recesión en Estados Unidos, una vez desaparezca el estímulo fiscal, **en un contexto de mayor incertidumbre política**. Esto, unido a un entorno de **elevados precios de los activos y normalización de las políticas monetarias, provocó un movimiento fuerte de aversión al riesgo y exacerbó las tensiones financieras en los mercados desarrollados**, en especial en Estados Unidos (véase el Gráfico 2.2). En concreto, la Reserva Federal subió 25 puntos básicos los tipos de interés en diciembre, hasta el 2,50%, acumulando así un aumento de 100 puntos básicos en 2018. Mientras, el BCE finalizó el programa de compras de activos, aunque reafirmó que los tipos de interés se mantendrán bajos por lo menos hasta el verano. A esto se unió el aumento de la incertidumbre política: en Estados Unidos el cierre parcial del Gobierno, y en Europa la prolongación del bloqueo de la salida de Reino Unido de la Unión Europea, junto con los dudas sobre el presupuesto en Italia (ahora parece que disipadas) aumentaron la cautela de los inversores.

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



Fuente: BBVA Research

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



Fuente: BBVA Research

En este entorno, se produjeron fuertes correcciones en las bolsas y en los mercados de crédito, lo que retroalimentó la precaución en los mercados e impulsó al alza la volatilidad. Los inversores buscaron refugio en los bonos soberanos, lo que provocó fuertes descensos en los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y Alemania, dado que el descenso de las expectativas de subidas de tipos de la Reserva Federal se compensó con flujos que buscaban refugio ante la mayor aversión al riesgo, el tipo de cambio del dólar se mantuvo estable. Por su parte, el tipo de cambio del euro no capitalizó el fin del programa de compras de activos del BCE y se mantuvo bajo presión, dada la desaceleración del crecimiento y la incertidumbre política en Reino Unido e Italia.

Por el contrario, y a diferencia de lo que se observó en buena parte de 2018, las correcciones a la baja en los activos emergentes fueron más contenidas en este episodio, e incluso mostraron cierta mejoría tras la adopción de medidas. No obstante, la disminución de los precios de las materias primas, en particular del petróleo, por factores tanto de demanda como de oferta, penalizó a las divisas de Latinoamérica frente a las asiáticas.

La señal de pausa de la Reserva Federal ha contenido las tensiones financieras, si bien es previsible que permanezcan elevadas mientras no se despeje la incertidumbre en varios frentes políticos

La **cautela mostrada por los bancos centrales** ante el deterioro de los datos económicos y el fuerte aumento de las tensiones financieras han condicionado las expectativas del mercado sobre la Reserva Federal, que asigna cierta probabilidad a **recortes de tipos de interés en 2019**. Los comentarios recientes de los miembros de la Reserva Federal, así como las actas de la última reunión, apuntan a que la autoridad monetaria será paciente y que **las subidas de tipos dependerán de la evolución de la economía**. En este contexto, se espera que se produzca una **pausa en el primer semestre de este año, antes de reanudar el ciclo de subidas de tipos de interés de los fondos federales en junio** (25 puntos básicos), **hasta alcanzar el 3% en diciembre de 2019 y acabar con el actual ciclo de subidas** (véase el Gráfico 2.3).

En Europa, tras la finalización del programa de compras de activos a finales de 2018, el **BCE seguirá presente en el mercado de deuda a través de la reinversión total de los activos que venzan por un periodo que se estima superior a dos años** (más allá del inicio del alza de los tipos de interés). En lo que respecta a los tipos de interés oficiales, el Banco Central no ha hecho cambios en su comunicación (los tipos de interés permanecerán en

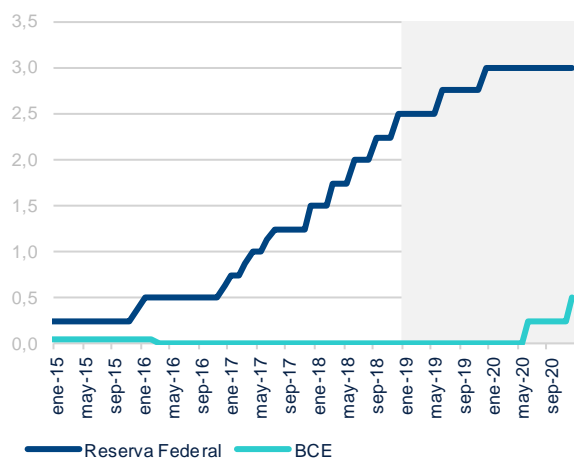
los niveles actuales por lo menos hasta el verano), pero podría hacerlo en los próximos meses. En particular, es de esperar que ante la desaceleración de la economía en la Eurozona y el aumento de los riesgos, el BCE extreme la prudencia y retrase las subidas de tipos-**con un primer aumento del tipo de depósitos de 10 puntos básicos en diciembre de 2019** (tres meses más tarde de lo previsto) y **de 25 puntos básicos del tipo oficial en junio de 2020** (seis meses más tarde de lo anteriormente previsto)- (véase el Gráfico 2.3). En materia de liquidez, es probable que en los próximos meses se anuncie una nueva subasta para hacer una transición suave de los vencimientos de las operaciones de financiación a largo plazo existentes (TLTROs por sus siglas en inglés).

La pausa en el ciclo de subidas de la Reserva Federal fue clave para contener el fuerte aumento de las tensiones financieras en los últimos meses, pero la volatilidad seguirá alta en el primer trimestre, condicionada por la evolución de las **negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China**. Las señales parecen positivas, con el compromiso de esta última de comprar más productos estadounidenses y de intentar satisfacer las demandas sobre el respeto a los derechos de propiedad intelectual y de transferencia tecnológica. La resolución del conflicto sobre estos temas más estructurales se prolongará en el tiempo, pero la evidencia más clara del impacto negativo del proteccionismo en actividad y las turbulencias en los mercados financieros hacen probable que se llegue a **algún tipo de acuerdo a finales de marzo y evitar así el aumento adicional de aranceles de Estados Unidos a China**.

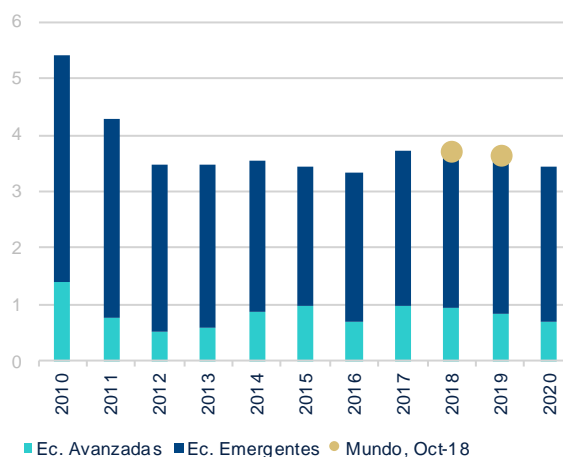
En Europa, será clave la resolución de la salida de Reino Unido de la Unión Europea. De momento, el proceso sigue bloqueado por la fuerte oposición del Parlamento británico al acuerdo alcanzado entre su Gobierno y la Unión Europea. Aunque no hay ninguna alternativa clara, la mayoría del mismo está en contra de una salida sin acuerdo y parece que el artículo 50 (aplazamiento del *Brexit*) se extenderá más allá de marzo. En este contexto, todos los escenarios siguen abiertos, desde un acuerdo para mantenerse en la unión aduanera a una salida abrupta, así como el anticipo de elecciones generales o un segundo referéndum. No obstante, **la probabilidad de una salida desordenada de Reino Unido de la Unión Europea sigue siendo baja**.

El otro foco de preocupación a nivel global es la desaceleración económica en China. En este sentido, **las autoridades del país asiático siguen tomando medidas** encaminadas a apoyar el crecimiento. Entre las medidas llevadas a cabo destacan, desde reducciones de impuestos y el aumento de la inversión en infraestructuras hasta el apoyo de la política monetaria para incentivar el crédito a las pequeñas y medianas empresas. Todo ello **debería permitir un ajuste suave del crecimiento** en China sin descuidar el objetivo de reducir el excesivo endeudamiento.

La resolución satisfactoria de estos eventos de carácter eminentemente político en la primera mitad del año, junto con la paciencia y cautela de los principales bancos centrales, es clave para que se materialice el ajuste suave de la economía mundial.

Gráfico 2.3 Tipos de interés oficiales en EE.UU. y la UEM (%)


Fuente: BBVA Research

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


Fuente: BBVA Research

Revisión a la baja generalizada del crecimiento, con una moderación más evidente en los países desarrollados y en los de Asia emergente

Aunque el 2018 podría haberse cerrado con una estabilización del crecimiento anual en torno al 3,7%, hacia delante se prevé que se consolide el menor avance observado en la segunda mitad del año pasado. En consecuencia, se revisa a la baja el crecimiento en 2019 desde el 3,6% hasta el 3,5% (véase el gráfico 2.4), en un entorno de mayor incertidumbre que, en todo caso, continuará en la primera mitad de este año. Esta moderación de las expectativas de crecimiento es generalizada por áreas, si bien se espera que la **desaceleración de la actividad sea más notoria en los países desarrollados y en los de Asia emergente**. Por su parte, los países de Latinoamérica continuarán con la recuperación, aunque algo más lenta que lo previsto hace tres meses. **Para 2020, se prevé que el patrón de aterrizaje suave de la economía global continúe, hasta alcanzar un crecimiento del 3,4%.**

En la Eurozona, el crecimiento se desaceleró más de lo esperado en la segunda mitad de 2018 debido en parte a factores transitorios. Entre ellos destacan el cambio regulatorio sobre las emisiones de los coches, que pudo afectar temporalmente a la producción y a las ventas interiores y exteriores del sector, - y las protestas en Francia. Asimismo **no se puede descartar que la economía europea se hubiese resentido por la menor demanda global, especialmente de China. No obstante, el escenario macroeconómico de BBVA Research contempla un ajuste suave de la demanda global que, junto con la depreciación del tipo de cambio del euro durante el último año, deberían evitar una caída brusca de la actividad.** Los **fundamentales domésticos siguen siendo sólidos**, con una mejora del mercado de trabajo que, junto con la moderación de la inflación, seguirá apoyando el crecimiento del gasto privado. A su vez, las condiciones financieras favorables (con el retraso de las subidas de tipos de interés) y la absorción de la capacidad ociosa seguirán sosteniendo la recuperación de la inversión. Finalmente, se estima que el menor apoyo del sector exterior y el deterioro de la confianza podrían compensarse en parte por un aumento del gasto público derivado de una política fiscal algo más expansiva. Por ello, ahora esperamos una **moderación más rápida del PIB hacia su crecimiento potencial, desde el 1,8% en 2018 hasta alrededor del 1,4% en 2019-20.**

La inflación se reducirá significativamente en los próximos meses por los menores precios del petróleo hasta tasas de alrededor del 1,4% en la segunda mitad del año (1,8% en 2018, 1,6% en 2019-20), **mientras que seguimos esperando un aumento muy gradual de la inflación subyacente** (1,2% en 2018, 1,4% en 2019 y 1,6% en 2020).

El proteccionismo, la mayor probabilidad de recesión en Estados Unidos y un mayor ajuste del crecimiento en China son los riesgos más relevantes en el horizonte de previsión

El **escenario global sigue estando sujeto a riesgos, mayoritariamente negativos, y es cada vez más incierto** dada la naturaleza política de muchos de ellos. Por un lado, **el riesgo de una guerra comercial se mantiene**, sobre todo entre Estados Unidos con China, aunque las amenazas sobre sectores estratégicos, como el del automóvil, también podrían afectar significativamente a Europa y Japón. Un incremento adicional de las tensiones comerciales **podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo de los mercados y frenar los flujos globales de inversión directa**, con el consiguiente impacto en el potencial de crecimiento global.

En Estados Unidos, el riesgo de recesión en el horizonte de previsión ha aumentado notablemente, como consecuencia de varios factores. Por un lado, la fuerte corrección de los mercados financieros en un entorno de sobrevaloración de algunos activos, y el aumento de los *spreads* corporativos, en un sector con un endeudamiento elevado. Por otro lado, el desvanecimiento del estímulo fiscal antes de lo esperado, y las múltiples controversias políticas, que parecen haberse exacerbado tras las elecciones legislativas (como el cierre del Gobierno o las dificultades para aprobar el techo del gasto este año), lo que también podrían dificultar la adopción de más medidas de apoyo (como infraestructuras). A nivel global, el impacto negativo de una recesión en Estados Unidos sería significativo.

En China, la desaceleración de la economía en la segunda mitad del año pasado aumenta el riesgo de que se produzca un **ajuste más brusco del crecimiento en caso de intensificarse la guerra comercial**. A pesar de tener margen de maniobra para implementar más estímulos, aumentan las dudas sobre el deterioro de la transmisión de las políticas económicas; además, las políticas expansivas adicionales podrían **retrasar el ajuste del fuerte endeudamiento** de la economía y aumentar así también el riesgo a medio plazo.

Por último, **los riesgos políticos siguen elevados en Europa**. El más inmediato vuelve a ser el *Brexit*, donde el bloqueo continúa y sigue sin poder descartarse una **eventual salida sin acuerdo de Reino Unido** de la Unión Europea. La **incertidumbre política en Italia permanece elevada** a pesar del acuerdo reciente con la Comisión Europea sobre el presupuesto, y podrían resurgir nuevamente las dudas sobre las sostenibilidad de su deuda pública y su sector bancario, con potencial contagio a la periferia. No obstante, estos riesgos deberían disiparse en los próximos meses, una vez que se resuelva la salida ordenada de Reino Unido y se mantengan limitadas las dudas sobre la deuda pública en Italia. Con todo, la polarización política en la mayoría de los países hace difícil pensar en un mayor impulso al proyecto europeo tras las elecciones de esta primavera.

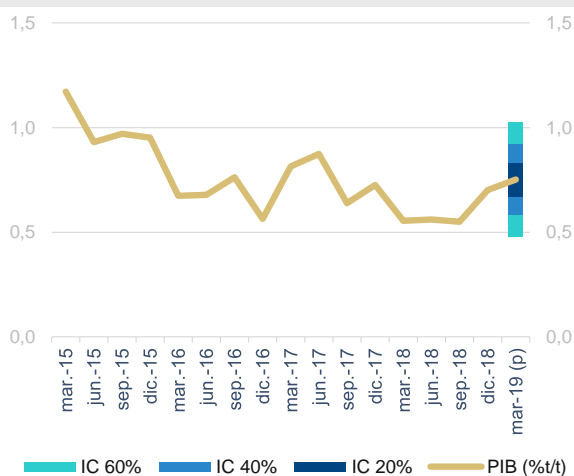
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

La recuperación perdió tracción a lo largo de 2018, en un contexto de elevada incertidumbre

La estimación avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicada por el Instituto Nacional de Estadística, indica que la **economía española habría crecido el 0,7% t/t CVEC (2,4% a/a)¹ en el 4T18, en línea con lo esperado (MICA-BBVA²: entre 0,7%t/t y 0,8% t/t)**. Por lo tanto, la actividad económica se ha desacelerado 0,5pp hasta el 2,5% en el 2018, ligeramente por debajo de lo adelantado hace tres meses. En todo caso, esta cifra se sitúa en torno a la media histórica de crecimiento anual.³

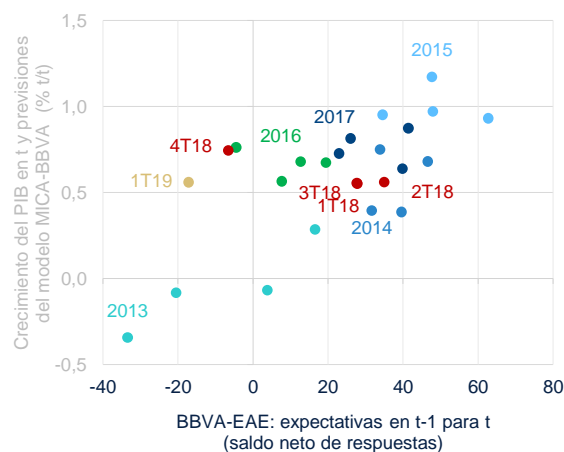
De cara al primer trimestre de 2019, las estimaciones en tiempo real de BBVA Research sugieren que el **crecimiento del PIB se mantiene en cotas saludables** (previsión del modelo MICA-BBVA: entre 0.6% y 0.8% t/t, véase el Gráfico 3.1). Sin embargo, la incertidumbre sobre el ritmo de avance ha aumentado, tal y como evidencia la visión menos favorable que se extrae de los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)⁴ (véase el Gráfico 3.2).

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



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

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



Fuente: BBVA

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

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

3: El crecimiento medio anual entre 1971 y 2017 se situó en torno al 2,5%.

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

La demanda doméstica se consolidó como soporte del crecimiento económico durante el pasado año

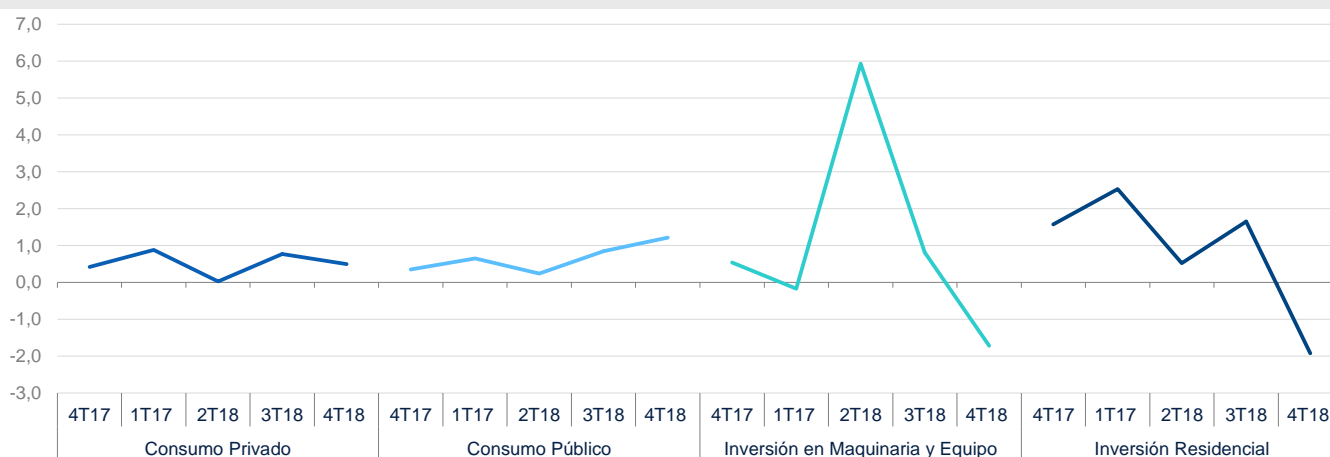
La estimación avance del INE sugiere que **el consumo privado podría haber aumentado en torno al 0,5% t/t (2,1% a/a) en el 4T18.**⁵ De cumplirse esta estimación, el año **2018 habría cerrado con un avance medio anual del 2,4% a/a, una décima por debajo del observado en el año anterior.** Por su parte, se estima que la demanda pública habría ganado tracción en la parte final de 2018. En particular, el gasto en consumo final de las administraciones públicas habría crecido el 1,2% t/t (3,0% a/a) en el 4T18. En consecuencia, el pasado año podría haber finalizado con **un incremento promedio del consumo público del 2,3% a/a, cuatro décimas por encima del registrado en 2017.**

En lo que respecta a la **inversión en maquinaria y equipo**, el avance de la CNTR apunta a una corrección a la baja en el 4T18 (-1,7% t/t; 4,8% a/a), tras los datos positivos observados en la parte central del año (5,9% t/t en 2T18 y 0,8% t/t en 3T18).⁶ Así, este componente de la demanda podría haber cerrado el pasado ejercicio económico con un **avance medio anual del 6,0%, similar al logrado en 2017.**

Por su parte, los datos dados a conocer por el INE indican que la **inversión residencial** habría descendido el 1,9% t/t (2,7% a/a) en 4T18. Como resultado, esta partida de la inversión **habría sumado durante 2018 un 6,2% a la recuperación emprendida desde 2016** (7% en 2016 y 9% en 2017). En cuanto a la inversión en otras construcciones, BBVA Research estima un crecimiento del 2,3% t/t (7,0% a/a) en 4T18, con lo que el pasado año habría concluido con un crecimiento promedio de 4,8% a/a (0,6% en 2017).

En resumen, en 4T18 la demanda doméstica podría haber aportado 0,4pp al aumento trimestral del PIB gracias a la fortaleza del consumo. Con este cierre del año, **la contribución de la demanda interna al crecimiento promedio del PIB en 2018 se cifraría en 2,9pp, semejante a su aportación en 2017.**

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

5: Los indicadores de gasto muestran señales mixtas. La facturación del comercio al por menor aumentó con ímpetu favorecida por el avance de la demanda de bienes duraderos. Las ventas interiores de grandes empresas y la cifra de negocios del sector servicios también crecieron en el 4T18, aunque a una tasa menor que en el trimestre precedente. Por el contrario, las matriculaciones de turismos retrocedieron debido al efecto base causado por la entrada en vigor en agosto del nuevo ciclo de homologación de emisiones (WLTP) y el adelantamiento de demanda resultante. Respecto a los indicadores de recursos, se aprecia un repunte de la renta salarial real, un aumento tibio de la nueva financiación al consumo y un descenso de la confianza de los hogares y de las cotizaciones bursátiles.

6: Los indicadores constatan, principalmente, una reducción en las ventas de vehículos industriales y una contracción de la confianza industrial. La cartera de pedidos de los bienes de equipo también retrocede, pero menos que en el trimestre anterior. Por su parte, el IPI de bienes de equipo crece, pero menos que en el 3T18, y las importaciones de bienes de capital se estancan.

La recuperación de la demanda externa al cierre de 2018, no fue suficiente para evitar una desaceleración en el conjunto del año

La estimación avance de la CNTR sugiere que tras la atonía observada durante la mayor parte de 2018, **las exportaciones de bienes y servicios podrían haber recuperado tracción en el 4T18**, hasta alcanzar el 1,9% t/t (1,8% a/a), como puede verse en el Gráfico 3.4. En concreto, las **exportaciones de bienes podrían haber roto la tendencia negativa** que se aprecia desde comienzos de 2018, con un crecimiento **del 1,9% t/t (1,6% a/a) en el 4T18**.⁷ De igual forma, **las exportaciones de servicios habrían vuelto a terreno positivo (1,8% t/t, 2,1% a/a)**, lideradas por las ventas de servicios no turísticos (3,6% t/t, 3,8% a/a). Sin embargo, aquellas que se corresponden con el consumo de no residentes en territorio nacional se mantuvieron en terreno negativo (-0,8% t/t; -0,2% a/a), a pesar de las señales positivas de los indicadores parciales de coyuntura.⁸

En todo caso, la recuperación observada en el último trimestre de 2018 **no habría evitado que el ejercicio económico se saldara con el menor crecimiento anual de las exportaciones del pasado lustro (2,2% frente 4,6% en promedio durante 2013 y 2017)**. Las ventas de bienes al exterior se habrían desacelerado 2,9pp hasta el 1,8% y las de servicios 3,3pp hasta el 3,0%. Entre estas últimas, se estima que las exportaciones de servicios no turísticos habrían avanzado el 4,1%, mientras que el consumo de no residentes el 1,3%, 0,4pp y 7,6pp menos que en 2017, respectivamente.

En línea con el avance de la demanda final, la información disponible indica que **las importaciones habrían crecido el 1,1% t/t (3,1% a/a) durante el 4T18, y habrían cerrado el año 2018 con un incremento anual inferior al registrado en 2017 (3,6% frente 5,6%)**. Este comportamiento, junto al esperado de las exportaciones, habría dado lugar a una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento durante el 4T18 (de 0,3pp t/t; -0,3pp a/a) y a una contribución marginal al crecimiento para el conjunto del año (0,1pp).

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

7: Los indicadores parciales de las ventas al exterior de bienes mostraron señales contrapuestas. Mientras la información disponible de la balanza comercial apunta a un repunte de las exportaciones de bienes en el trimestre, las exportaciones de grandes empresas retrocedieron y la cartera de pedidos de exportaciones se estancó.

8: Las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles se incrementaron en promedio un 1,0% m/m CVEC en octubre y diciembre. Por su parte, las entradas de extranjeros en frontera crecieron el 1,4% m/m en promedio. En lo que respecta a los ingresos por turismo de la balanza de pagos, éstos aumentaron un 1,3% en promedio entre octubre y noviembre.

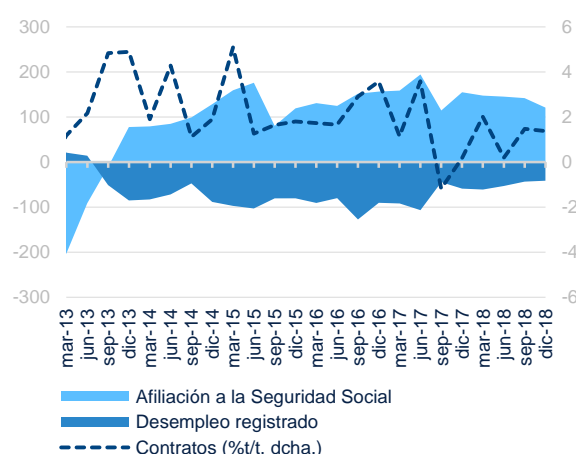
La creación de empleo ganó tracción al cierre de 2018

Descontadas las variaciones por causas estacionales, la **afiliación a la Seguridad Social aumentó el 0,8% t/t en el cuarto trimestre de 2018 (3,0% a/a)**, dos décimas más que en el tercero, y **superó los 19.000.000 de cotizantes en diciembre** (véase el Gráfico 3.5). **El descenso del paro registrado, generalizado por sector de actividad, también cobró impulso entre octubre y diciembre**. Así, el número de parados se redujo el -1,7% t/t CVEC (-6,2% a/a), cuatro décimas más que en el trimestre precedente. Desde mediados de 2013, la afiliación ha crecido el 17,3% CVEC, pero todavía se encuentra un 2,0% por debajo del máximo precrisis alcanzado a comienzos de 2008. Aunque el desempleo ha retrocedido el 34,9% en los últimos cinco años, supera en un 60,7% el nivel registrado a mediados de 2007.

El dinamismo de la creación de empleo contrasta con la atonía de la contratación. Tras avanzar el 1,2 % t/t CVEC (3,5% a/a) en el 3T18, el aumento del número de contratos se ralentizó hasta el 0,8% t/t CVEC (4,1% a/a) debido al primer retroceso de la contratación indefinida desde mediados de 2015 (-3,2% t/t, 14,6% a/a). Este hecho, unido al incremento del número de contratos temporales (1,3% t/t CVEC, 3,1% a/a), provocó un repunte de cuatro décimas de la ratio de temporalidad hasta el 89,6% CVEC. Con todo, el porcentaje de contratos temporales se ha reducido tres puntos desde finales de 2013, como se aprecia en el Gráfico 3.6.

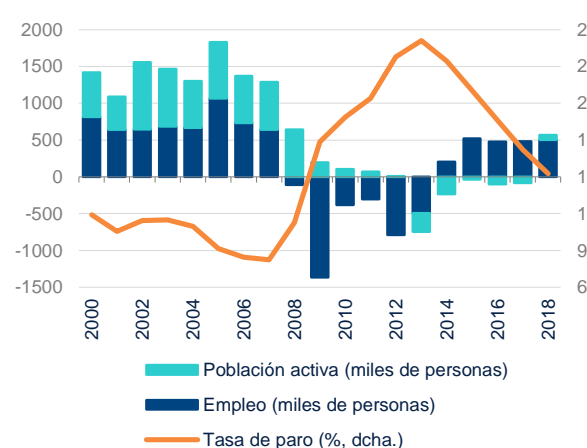
La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 4T18 confirmó la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro. El empleo aumentó el 0,9% t/t CVEC (3,0 % a/a) en el cuarto trimestre, tres décimas más que en el tercero. A pesar del ligero repunte de la población activa, el incremento de la ocupación se tradujo en un descenso de seis décimas de la tasa de desempleo hasta el 14,5% CVEC. **El dato de 4T18 cerró el quinto año consecutivo de creación de empleo.** En promedio, la ocupación creció en 502.900 personas en 2018, 19.700 más que en el año anterior. Aunque la población activa aumentó en 65.100 personas tras cinco años a la baja, la tasa de paro se redujo hasta el 15,3%, dos puntos menos que en 2017.

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



Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

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



Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

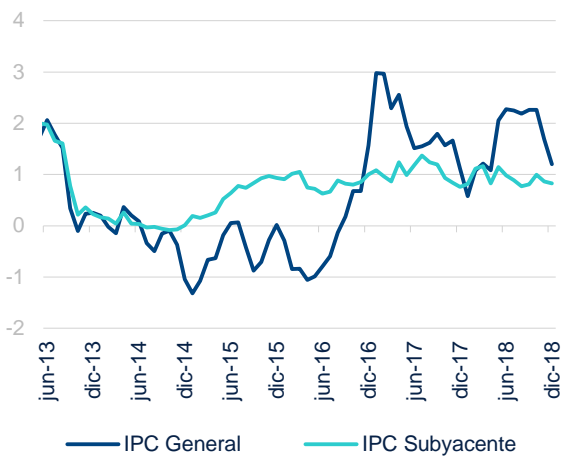
Los precios se desaceleraron mientras que las demandas salariales han ido en aumento

La inflación general se atenuó a lo largo el cuarto trimestre de 2018 hasta alcanzar el 1,2% a/a en diciembre (1,7%, en el promedio del año). Detrás de esta evolución destaca la corrección a la baja de los precios de la energía, que se desaceleraron 10pp entre septiembre y diciembre, hasta el 2,3% a/a (6,2% en el promedio del año). Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo prácticamente estable a lo largo del último trimestre del año (0,8% a/a en diciembre; 0,9%, en el promedio del año).

En este contexto, el diferencial de inflación general respecto a la zona euro se habría tornado favorable a España al cierre de 2018 (-0,4 pp a/a en diciembre; 0,0pp en media anual). Además, las estimaciones de BBVA Research indican que, utilizando como referencia la inflación subyacente, el diferencial de crecimiento de los precios se habría mantenido en torno al -0,2% a/a en diciembre (-0,1pp en media anual).

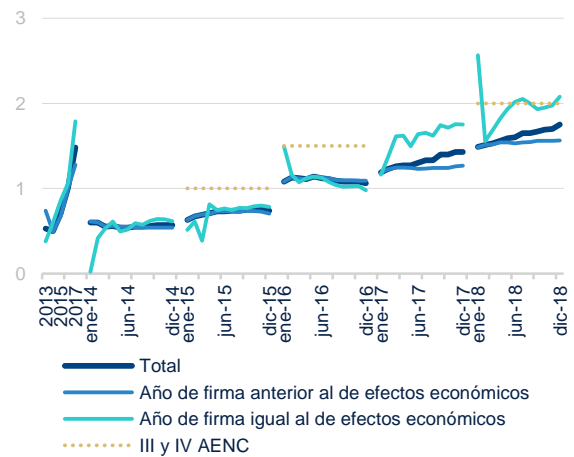
Las demandas salariales repuntaron durante el cuarto trimestre. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta diciembre alcanzó el 1,8% a/a, una décima más que el registrado al cierre del 3T18. En línea con lo sucedido desde comienzos de 2017, el aumento acordado de la retribución en los acuerdos revisados plurianuales (1,6%) fue menor que el de los firmados a lo largo del año en curso (2,1%), que vinculan a 3.173.000 trabajadores.⁹ Como se aprecia en el Gráfico 3.8, el incremento salarial que se pactó en los convenios firmados hasta diciembre supera en una décima al mínimo recomendado en el IV Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC).¹⁰

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

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



Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(*) Los datos de 2017 y 2018 son provisionales.

Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

9: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo rozó los 8.841.000 hasta diciembre cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2018 (5.667.000), un 25,1% mayor que la cifra registrada en 2017.

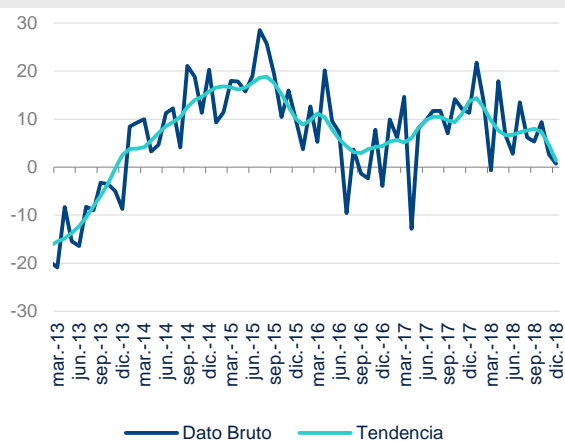
10: El IV AENC, suscrito a comienzos de julio de 2018 por CEOE, CEPYME y CC.OO. recomienda aumentos salariales en torno al 2% en 2018, 2019 y 2020, más una parte variable que dependerá, entre otros factores de la evolución de la productividad, los resultados de la empresa y el absentismo injustificado.

El nuevo crédito se desacelera moderadamente en los últimos meses de 2018

El stock de crédito al sector privado redujo ligeramente su caída al **-2,8% (a/a)** en noviembre de 2018. Sin embargo, las nuevas operaciones concedidas crecieron el 9,0% en el conjunto de 2018, a pesar de que perdieron tracción en la última parte del año. Las operaciones de financiación a empresas por importes superiores a un millón de euros exhibieron un comportamiento errático en los últimos meses que, en todo caso, no truncó el crecimiento del 10.9% en el acumulado de 2018. Por su parte, las operaciones a empresas por importes inferiores al millón de euros se mostraron menos volátiles en la última parte del año, aunque solo han aumentado el 5,3% en 2018. En lo que respecta a las operaciones concedidas a familias, se ha mantenido la fortaleza en el flujo de crédito con un aumento del 13.5% en el acumulado del año. Esta evolución positiva se ha apoyado en las operaciones destinadas a la financiación de bienes de consumo y a la adquisición de vivienda, que ha sido suficiente para contrarrestar la falta de ímpetu observada en el resto de partidas destinadas a la financiación a hogares.

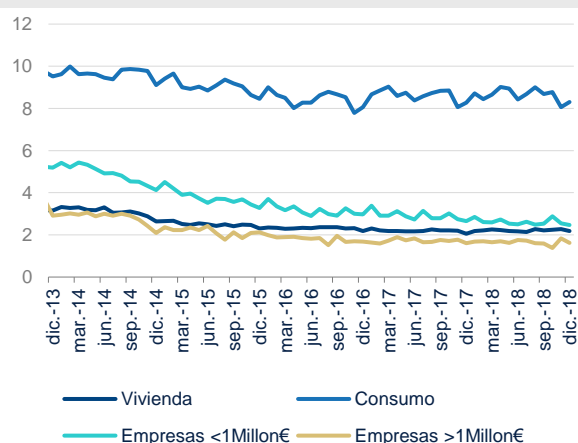
Por otra parte, el precio del nuevo crédito se mantiene en mínimos, favorecido por los bajos tipos de interés, las buenas condiciones de liquidez para los bancos, la contención del riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades. Sin embargo, para algunas carteras existe evidencia de haberse alcanzado un umbral mínimo, en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses y de cambios en la estructura de plazos. Es el caso de los tipos de interés fijados para las operaciones destinadas a la adquisición vivienda (2,18% TAE promedio en diciembre, 13 pb más que hace un año), que muestran una clara resistencia a continuar disminuyendo, dada la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo (35% de los créditos hipotecarios en 2018, vs. 31% en 2017) y porque el Euribor 12 meses ha comenzado a repuntar ligeramente (6 pb más que hace un año) desde niveles aún negativos.

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: crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo (% TAE)

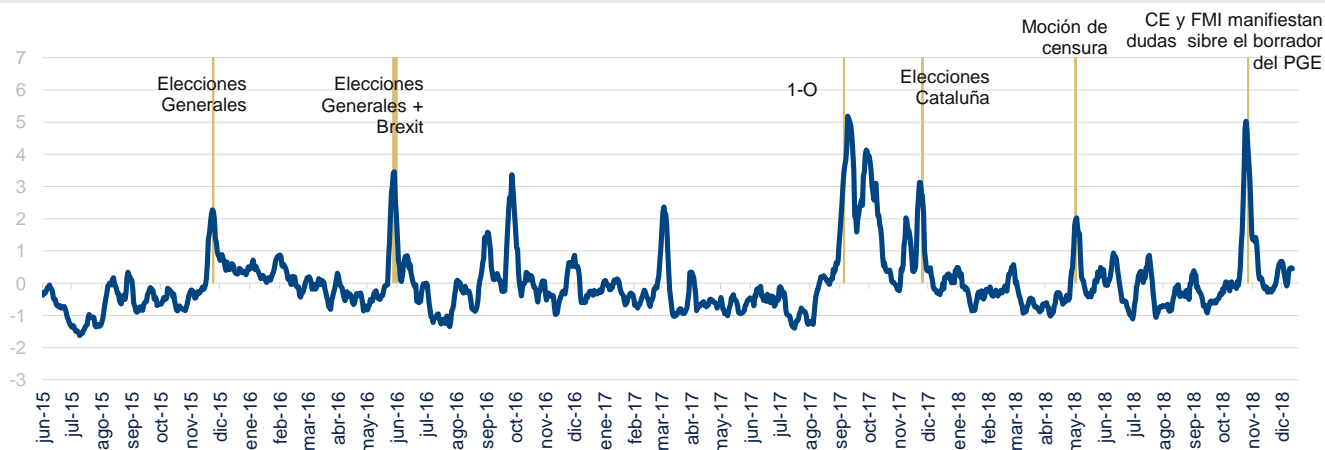


Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2019-2020: el crecimiento del PIB se aproxima al 2,0%

Los fundamentos de la economía española avalan la continuidad del crecimiento en los próximos años, aunque, nuevamente, a un ritmo menor que el observado al inicio de la recuperación. Estas expectativas de desaceleración se sustentan tanto en factores externos como internos. Entre los primeros, destaca el menor impulso que ahora proporciona la política monetaria, así como la moderación del crecimiento global. A esto último se suma el agotamiento de los flujos turísticos, previsiblemente gradual, y condicionado por las menores tensiones geopolíticas de algunos países competidores. A nivel interno, se estima que la demanda doméstica embalsada durante el inicio de la recuperación económica se ha terminado de absorber, lo que se traducirá en una expansión del gasto menor y en línea con sus fundamentos durante el presente bienio. Todo ello junto a los efectos negativos que se derivan de la persistencia de la incertidumbre sobre la política económica (véase el Gráfico 3.11) y de algunas de las medidas adoptadas recientemente, donde cabe resaltar el aumento del Salario Mínimo Interprofesional, SMI (véase la página 22). Aun así, algunos factores contribuirán a contener la tendencia de desaceleración de la economía, entre los que destacan a nivel externo la revisión a la baja de los precios del petróleo y, a nivel interno, una política fiscal expansiva.

Gráfico 3.11 España: índice de incertidumbre de política económica (Desviaciones respecto al promedio histórico, pp)



Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

Así, el presente año se saldará con un crecimiento anual del 2,4%, mientras que en 2020 la economía avanzará el 2,0%, en promedio seis décimas menos que el avance observado durante el bienio precedente (véase el Cuadro 3.1). A pesar de la desaceleración, la demanda interna seguirá siendo el principal soporte del crecimiento (2,5pp en promedio) mientras que la contribución de la demanda externa neta volverá a ser negativa (-0,3pp en promedio). Con todo, de cumplirse este escenario, el avance de la actividad sería suficiente para crear alrededor de 800.000 puestos de trabajo en el bienio y disminuir la tasa de paro hasta el entorno del 12,6% en el promedio de 2020.¹¹

11: La ocupación aumentará en casi 700.000 personas entre el 4T18 y el 4T20 y la tasa de paro se situará ligeramente por encima del 12%.

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

(% a/a salvo indicación contraria)	3T18	4T18	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,1	2,3	2,4	2,4	2,1	1,8
G.C.F Privado	2,1	2,1	2,5	2,4	2,1	1,8
G.C.F AA. PP.	2,1	3,0	1,9	2,3	2,4	1,7
Formación Bruta de Capital Fijo	5,5	4,6	4,8	5,2	4,6	4,6
Equipo y Maquinaria	7,2	4,8	6,0	6,0	3,9	4,2
Construcción	5,5	4,8	4,6	5,5	4,9	4,7
Vivienda	6,4	2,7	9,0	6,2	5,5	5,6
Otros edificios y Otras Construcciones	4,5	7,0	0,6	4,8	4,3	3,6
Demanda nacional (*)	2,8	2,7	2,9	2,9	2,6	2,4
Exportaciones	1,3	1,8	5,2	2,2	5,2	4,5
Importaciones	2,5	3,1	5,6	3,6	6,2	5,7
Saldo exterior (*)	-0,4	-0,3	0,1	-0,4	-0,3	-0,3
PIB real pm	2,4	2,4	3,0	2,5	2,4	2,0
PIB nominal pm	3,4	3,2	4,2	3,5	4,2	3,7
Empleo total (EPA)	2,5	3,0	2,6	2,7	2,1	1,8
Tasa de paro (% población activa)	14,6	14,4	17,2	15,3	13,8	12,6
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	2,5	2,6	2,8	2,5	2,2	1,7

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e) Estimación. (p) Previsión.

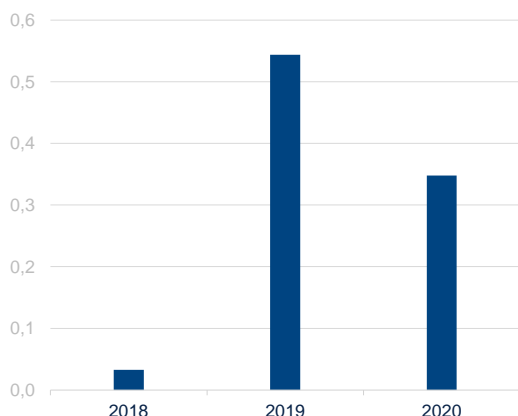
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Banco de España

A pesar de la incertidumbre, la demanda global, el precio del petróleo y la política monetaria seguirán apoyando al crecimiento

Aunque la economía global continuará desacelerándose durante el presente bienio (hasta el 3,5% en 2019 y el 3,4% en 2020), **particularmente en el caso de la eurozona, el entorno exterior seguirá siendo relativamente favorable para el avance de la economía española** (véase la sección 1), si no se materializan los abundantes riesgos existentes. En este contexto, resulta de especial relevancia el alivio que proporcionará la **corrección a la baja en la trayectoria del precio del petróleo** que, según las previsiones de BBVA Research, podría situarse cerca de los 60 dólares por barril en promedio durante los próximos dos años (un 15% por debajo del valor estimado hace tres meses). Aunque parte del abaratamiento energético se explica por la desaceleración de la actividad a nivel global, también confluyen elementos de oferta y, en consecuencia, se estima un efecto neto positivo sobre los márgenes empresariales, la renta disponible de los hogares y la actividad económica en España (véase el Gráfico 3.12).¹²

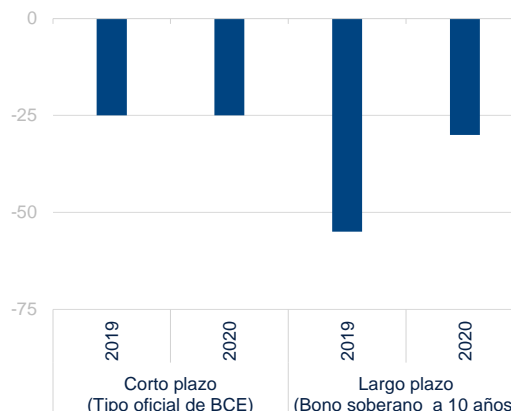
12: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de shock sobre la actividad y los precios de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2011, disponible en: <https://bit.ly/2GaFeeG>

Gráfico 3.12 España: impacto de la revisión a la baja del precio del petróleo (pp del crecimiento anual)



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

Gráfico 3.13 España: cambio en los tipos de interés de referencia para la economía española (pb, previsión fin de periodo)



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

En Europa las expectativas de crecimiento acusan una **desaceleración** más intensa que en España (1,4% en 2019 y el 1,4% en 2020) que moderará, pero no truncará, la recuperación de la demanda española. Al respecto, se espera que la **dilatación del proceso de normalización de la política monetaria del BCE**, contribuya a mantener el coste de financiación en niveles reducidos por un período de tiempo más prolongado (véase el Gráfico 3.13), lo que favorecerá el avance de la mayor parte de los componentes de la demanda agregada. Además, la estrategia de política monetaria de la FED contribuirá a que el tipo de cambio del euro respecto al dólar continúe siendo favorable.¹³

En resumen, **los menores precios del petróleo junto con el tono acomodaticio de la política monetaria permitirán compensar, al menos parcialmente, las repercusiones de los vientos en contra** provenientes de la desaceleración de las economías global y europea. Sin embargo, el panorama no está exento de riesgos externos, donde destacan el aumento del proteccionismo global, la desaceleración de la economía China y la incertidumbre de política económica en Europa.

La demanda interna se mantendrá a la cabeza del crecimiento

El consumo privado perderá impulso durante el bienio 2019-2020. BBVA Research pronostica que el crecimiento del gasto de los hogares se moderará hasta el 2,1% en 2019 y el 1,8% en 2020. ¿Qué factores explican la pérdida de tracción del consumo privado? En primer lugar, la desaparición de los elementos transitorios que incentivaron el gasto en los años precedentes, como la demanda embalsada de bienes duraderos.¹⁴ En segundo lugar, el menor dinamismo de algunos de los determinantes del consumo, como la riqueza financiera neta, afectada, entre otros aspectos, por el descenso de las cotizaciones bursátiles y la finalización del proceso de desapalancamiento de los hogares. Por último, el impacto de la incertidumbre, que acota el recorrido a la baja de la tasa de ahorro.¹⁵

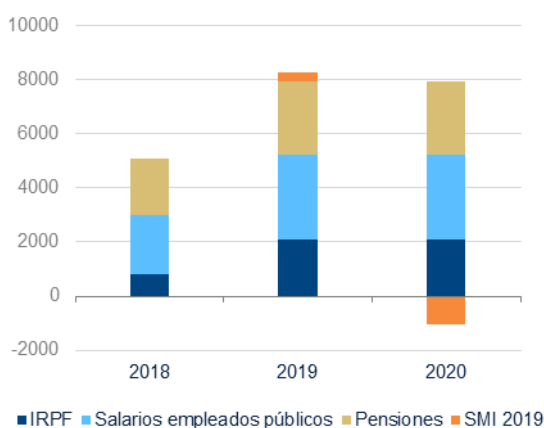
13: BBVA Research estima que una apreciación permanente del tipo de cambio del euro respecto al dólar de un 5% implica una apreciación del tipo de cambio efectivo nominal equivalente a un 1,7%. El impacto estimado para el crecimiento del PIB durante el primer año se sitúa entre los 0,2pp y 0,3pp, y la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

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

15: Tras descender hasta el 4,5% CVEC de la renta disponible en el 1T18, la tasa de ahorro de los hogares ha aumentado siete décimas hasta alcanzar el 5,2% CVEC en el 3T18.

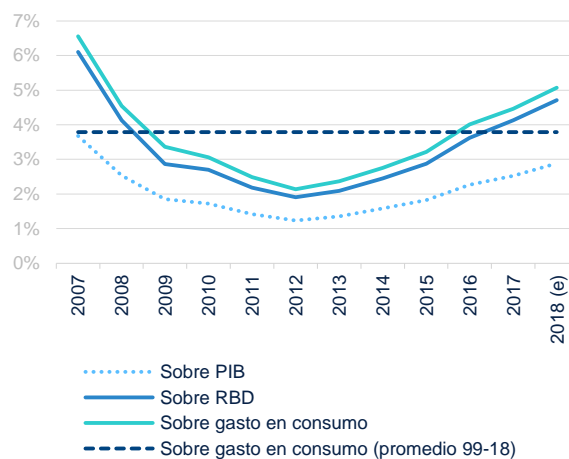
Por el contrario, el impulso fiscal de naturaleza permanente incluido en los Presupuestos Generales del Estado de 2018 y el incremento del salario mínimo (véase la página 22), de las pensiones y de las remuneraciones de los empleados públicos para 2019 contribuirán al avance de la renta de las familias (véase el Gráfico 3.14). Asimismo, el aumento ininterrumpido de la riqueza inmobiliaria y la complementariedad que existe entre la demanda de vivienda y el consumo de algunos bienes y servicios incentivarán el gasto.¹⁶ Finalmente, la financiación seguirá creciendo en los próximos trimestres y contribuirá a sostener un consumo más intensivo en crédito. Como se aprecia en el Gráfico 3.15, en torno al 5% del gasto nominal de los hogares en 2018 fue financiado, tres puntos más que en 2012, pero todavía 1,5 puntos menos que en el máximo alcanzado en 2007.

Gráfico 3.14 España: impacto sobre la renta disponible de las medidas de impulso fiscal* y del aumento del SMI (Millones de euros)



* PGE 2018 y plan presupuestario 2019.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.15 España: nueva financiación al consumo (% sobre el PIB, la renta disponible y el gasto en consumo)*

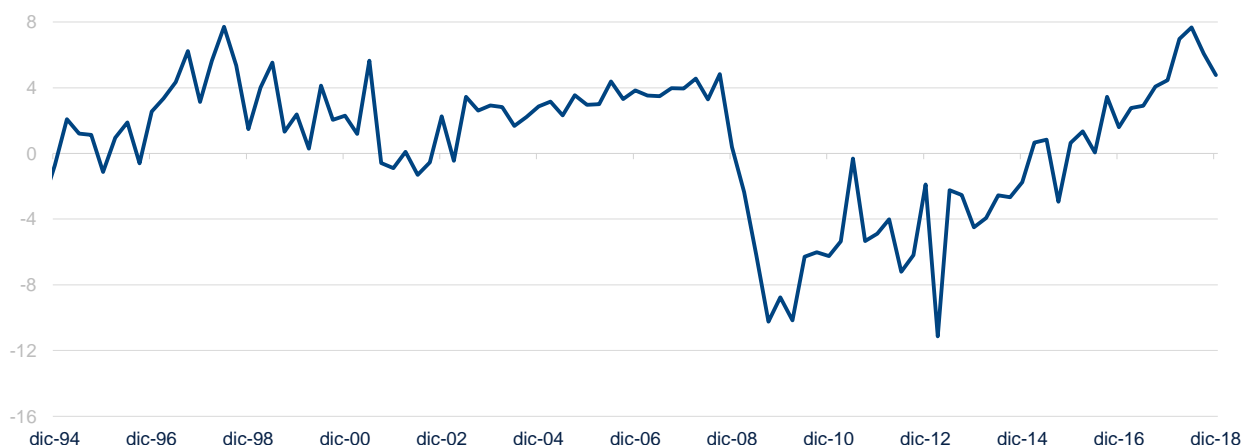


* Datos de nueva financiación al consumo enlazados hasta 2010.
Fuente: BBVA Research a partir de BdE

El crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo también se moderará durante el período 2019-2020, y se situará por debajo del registrado en los últimos seis años. Entre los determinantes domésticos que están detrás de esta desaceleración destacan la menor demanda embalsada de maquinaria y equipo, la desaceleración prevista de algunos de los componentes de la demanda y la incertidumbre en torno a la política económica. Desde el punto de vista internacional, la desaceleración de las economías global y europea ha provocado una revisión a la baja de las exportaciones españolas que, probablemente, también se dejará sentir en esta partida de la inversión. En contraposición, la previsión de unos precios del petróleo algo más bajos de lo previsto en el trimestre anterior, y la posibilidad de que la subida de tipos de interés se retrase, podrían ampliar el margen de los empresarios y paliar parte del impacto de los factores anteriores. Con todo, el balance de los fundamentos de la demanda es favorable para ampliar la capacidad productiva de la economía (véase el Gráfico 3.16) y, por tanto, se espera que esta partida de la inversión crezca en 2019 el 3,9% (1,1pp menos que lo previsto el trimestre anterior) y el 4,2% en 2020.

16: El gasto en consumo de un hogar aumenta en torno a un 20% cuando adquiere una vivienda, con independencia de los cambios que tengan lugar en el tamaño de la unidad familiar, los ingresos o la situación laboral de sus miembros. Este 'efecto propiedad' alcanza el 35% en el caso del mobiliario y los electrodomésticos. Más detalles en el Recuadro 2 de la revista Situación Consumo correspondiente al segundo semestre de 2017, disponible aquí: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-consumo-segundo-semestre-2017/>

Gráfico 3.16 España: utilización de la capacidad productiva en maquinaria y equipo
(Desviaciones respecto al promedio histórico, pp)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Economía y Empresa

La inversión en vivienda volverá a ser una de las partidas más dinámicas de la demanda durante el bienio actual. Se espera que la capacidad de la economía de seguir creando empleo y la persistencia de un escenario de tipos de interés bajos sigan favoreciendo el crecimiento de la demanda residencial, si bien, a tasas algo más moderadas que las observadas entre 2014 y 2017, cuando la venta de viviendas creció a un promedio anual en torno al 15%. En cualquier caso, tras varios años de escasa iniciación de viviendas, el exceso de inventario se ha reducido significativamente, lo que supone un incentivo a la construcción de nuevas viviendas adaptadas a las necesidades y requerimientos actuales. En este sentido, se espera que la actividad constructora prosiga su evolución favorable, si bien, la incertidumbre en torno a la política económica, en general, y en torno a la política de vivienda¹⁷, en particular, podrían condicionar la puesta en marcha de nuevos proyectos. En resumen, se espera que la inversión en vivienda avance el 5,5% en 2019, y que en 2020 crezca el 5,6%.

En cuanto a la **demanda pública, se espera que vuelva a contribuir positivamente al crecimiento de la actividad, reforzada en parte por las medidas expansivas aprobadas recientemente por el Gobierno central**¹⁸ y por el ciclo electoral. En todo caso, la incertidumbre política y las dificultades para sacar adelante los presupuestos generales del Estado condicionarán la evolución del gasto. Aun así, se espera una aceleración del consumo final de las administraciones públicas hasta el 2,4% a/a en 2019, mientras que, en un escenario sin cambios en la política fiscal, se moderaría hasta el 1,7% a/a en 2020. Por su parte, **en el escenario actual de prórroga presupuestaria, se prevé una suave moderación de la inversión pública**, lo que llevaría a que la inversión en otras construcciones crezca a un ritmo promedio del 4,0% en términos reales durante el presente bienio.

17: En los últimos meses varios acontecimientos han añadido incertidumbre al sector: las controversias en torno a la decisión del TS sobre el pago del AJD y las medidas aprobadas en torno al mercado del alquiler, principalmente. Como consecuencia, se ha observado una evolución peor de la esperada en las ventas residenciales de los meses de octubre y noviembre de 2018, unas 11.000 operaciones menos de lo previsto hace tres meses.

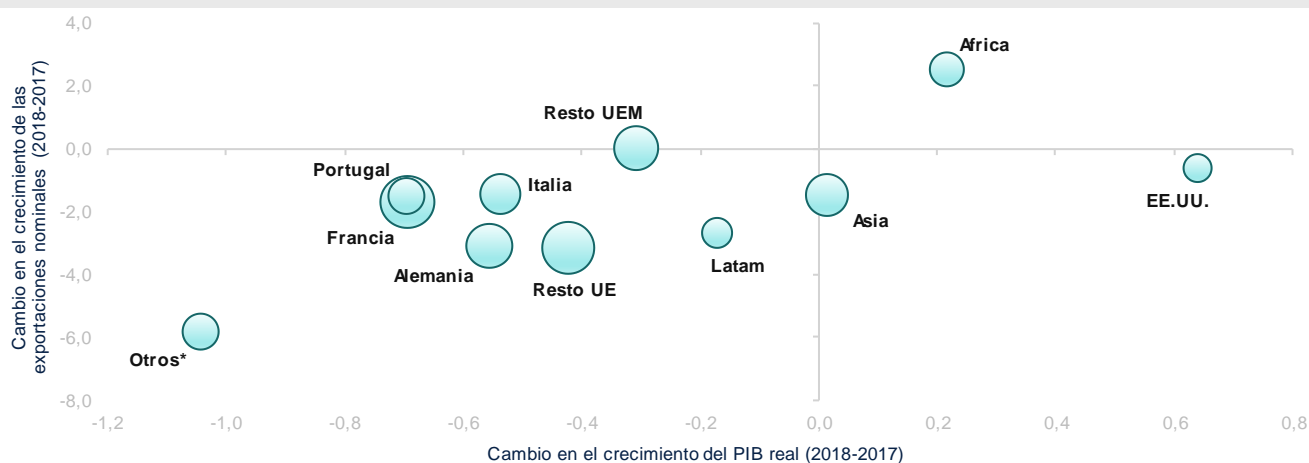
18: En particular, la subida del 2,25% de las retribuciones de los empleados públicos (RDL 24/2018, de 21 de diciembre)

Los flujos comerciales seguirán creciendo a lo largo del bienio, pero su contribución al crecimiento será negativa

A pesar de la **desaceleración esperada del crecimiento global (3,5% en 2019 y 3,4% en 2020)** y la **apreciación moderada del tipo de cambio efectivo real** para la economía española (de 0,4pp en promedio para el bienio), las condiciones del mercado siguen siendo relativamente favorables para las exportaciones españolas. Estás, junto con los reducidos precios del petróleo, proporcionarán **un entorno exterior propicio para que las ventas totales al exterior crezcan el 5,2% este año** (0,5pp por debajo de lo previsto hace tres meses), **y que avancen el 4,5% durante el próximo**, una cifra todavía robusta a pesar de ser menor que la registrada durante el último lustro (4,2% en promedio).

En particular, **se prevé que tras la desaceleración generalizada observada en los principales destinos durante 2018** (véase el Gráfico 3.17), **las ventas de bienes al exterior recuperen tracción** y aumenten el 5,4% en 2019 (-0,8pp menos de lo previamente estimado), y el 4,9% en 2020. En contrapartida, se estima que las exportaciones de servicios crezcan a un ritmo medio anual del 4,1% durante el presente bienio, ligeramente por debajo del observado en el precedente (4,7% en promedio anual). Al respecto, las previsiones de BBVA Research sugieren que **la tendencia de desaceleración del consumo de no residentes en el territorio nacional se prolongará**, con un crecimiento del 1,3% en 2018 (0,2pp por encima de lo esperado el trimestre anterior) y del 1,6% en 2020, que contrasta con el vigoroso repunte registrado entre 2013 y 2017 (5,9% en promedio). Detrás de esta desaceleración esperada se encuentran algunos factores estructurales ya mencionados en anteriores ediciones de esta publicación. A nivel doméstico, persisten las dudas sobre las restricciones al crecimiento de la oferta en los destinos.¹⁹ A nivel externo, no se puede descartar que la recuperación de algunos de los mercados competidores, lastrados en los años pasados por las tensiones geopolíticas, dé lugar a una reversión de parte de los flujos desviados hacia el mercado español.²⁰

Gráfico 3.17 España: desaceleración de la actividad y las exportaciones nominales por mercados de exportación (Variación pp.)



(*) Noruega, Rusia, Suiza y Turquía.

El tamaño de la burbuja representa la contribución del mercado a las exportaciones totales de España.

Fuente: BBVA Research a partir de FMI y Ministerio de Economía

19: La evidencia indica que el sector podría estar aproximándose a niveles de saturación –particularmente, en los destinos tradicionales de playa– y que, hacia delante, aumentará la probabilidad de que los incrementos en la demanda se trasladen a mayores precios y salarios, en lugar de impulsar el crecimiento y el empleo en el sector.

20: Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren que cerca de 10pp del crecimiento del turismo durante los últimos años no puede ser explicado por los fundamentos tradicionales. Para más información sobre este aspecto, véase el observatorio de BBVA Research: “¿Afectan las tensiones geopolíticas en mercados competidores al turismo español?”, disponible en <https://bit.ly/2pQHhul>

A pesar de lo anterior, la composición prevista del crecimiento de la demanda final propiciará un **avance de las importaciones en torno al 6% en promedio** durante el presente bienio que, en consecuencia, dará lugar a una contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento (-0,2pp en 2019 y -0,3pp en 2020). Esta evolución del saldo exterior es consistente con una desaceleración del saldo de la balanza por cuenta corriente hasta el 0,9% del PIB en 2019 y el 0,7% del PIB en 2020.

La recuperación del mercado de trabajo perderá impulso, condicionada por el aumento del salario mínimo interprofesional

En línea con la evolución de la actividad económica, **la creación de empleo se ralentizará en 2019 y 2020**. Se espera que la ocupación crezca el 2,1% este año, seis décimas menos que en el precedente. Dado que el aumento de la población activa será modesto, la creación de empleo se traducirá en una disminución de 1,5 puntos de la tasa de paro hasta el 13,8%. El avance de la ocupación y el descenso de la tasa de desempleo se prolongarán en 2020, pero a un ritmo menor, hasta el 1,8% y el 12,6%, respectivamente.

El notable incremento del salario mínimo interprofesional (SMI) para 2019 puede condicionar la evolución de la economía y del empleo, tanto a corto como a largo plazo, si no se sientan las bases para un crecimiento importante de la productividad.²¹ El alza del 22,3% del SMI, sin precedentes desde finales de la década de 1970, puede elevar más de seis puntos el porcentaje de trabajadores que perciben una retribución menor o igual a dicho umbral hasta superar el 9% de los asalariados equivalentes a jornada completa, lo que equivaldría al 3,5% de la masa salarial.²² En consecuencia, las repercusiones sobre el crecimiento económico y la creación de empleo podrían ser significativas y afectar a colectivos especialmente vulnerables. A corto plazo (durante el primer año), las estimaciones de BBVA Research sugieren que el PIB sería entre 0,1pp y 0,3pp menor que en el escenario base y el empleo, entre 0,1pp y 0,4pp inferior, dependiendo de si las empresas absorben el aumento salarial o lo trasladan a precios.²³ Es decir, la economía crearía entre 75.000 y 195.000 empleos menos en el bienio 2019-2020 que en ausencia de la subida del SMI. El efecto se concentraría en los trabajadores más vulnerables: las mujeres, los jóvenes, los extranjeros, los menos cualificados, los contratados a tiempo parcial, los temporales y quienes trabajan en empresas de menor tamaño y poco competitivas. A largo plazo, el impacto dependerá de políticas que puedan ayudar a incrementar la productividad de este tipo de trabajadores. En ausencia de medidas a este respecto, el incremento en el SMI podría llevar al PIB a situarse entre 0,7pp y 1,2pp por debajo del nivel previsto en el escenario base y el empleo, entre 0,9pp y 1,6pp (véase el Gráfico 3.18).²⁴

A pesar de sus consecuencias sobre el empleo, el alza del SMI podría incrementar la remuneración de asalariados a corto plazo y, en consecuencia, su nivel de gasto. En particular, si las empresas absorben la revalorización, el efecto sobre la masa salarial sería positivo en 2019 y 2020 (entre una y dos décimas). Además, podría contribuir a reducir la desigualdad salarial en la medida en que el aumento aproxime el salario mínimo al medio.²⁵ Sin embargo, a largo plazo, el impacto sería inequívocamente negativo, pudiendo aumentar la desigualdad de la renta.

Si se cumplen las previsiones de BBVA Research, el número de ocupados superaría los 20,2 millones a finales de 2020 y la tasa de desempleo se ubicaría cerca del 12% a finales de ese año, todavía lejos de las cifras precrisis. Como ilustra el Gráfico 3.19, en el 4T20 el nivel de empleo se situaría en torno a un 2,6% por

21: Real Decreto 1462/2018, de 21 de diciembre, por el que se fija el salario mínimo interprofesional para 2019. <https://www.boe.es/boe/dias/2018/12/27/pdfs/BOE-A-2018-17773.pdf>. En cómputo anual, la cuantía del SMI alcanza los 12.600 euros.

22: Los detalles del cálculo de la cobertura del salario mínimo y de los posibles efectos macroeconómicos de su incremento se pueden encontrar en Archondo, I., García, J. R. y Ulloa, C. A. (2017): "Repercusiones del aumento del salario mínimo en España". Observatorio Económico BBVA. Disponible en:

<https://www.bbva.com/publicaciones/repercusiones-del-aumento-del-salario-minimo-en-espana/>

23: Para estimar las repercusiones del incremento del SMI, se ha utilizado el modelo propuesto en Doménech, R., García, J. R. y Ulloa, C. (2018): "The effects of wage flexibility on activity and employment in Spain", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 40 (6), 1200-1220.

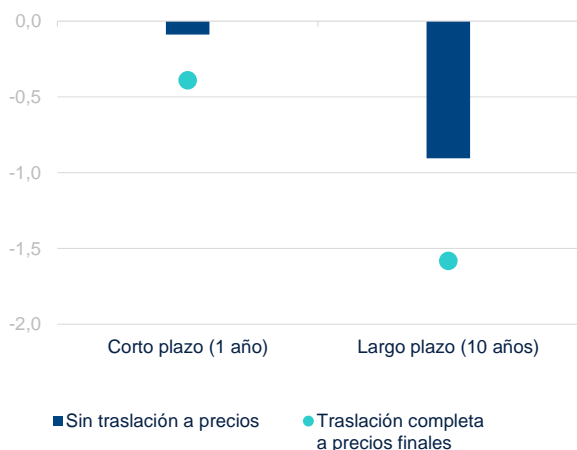
24: El impacto sería más severo si el repunte del SMI se transmite al resto de la distribución de salarios sin que medie un aumento proporcional de la productividad.

25: Las estimaciones de BBVA Research indican que el SMI rozará el 50% del salario medio del sector privado en 2019, casi diez puntos más que en 2018.

debajo del existente a comienzos de 2008, mientras que la tasa de desempleo sería tres puntos mayor. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo (ETC) –que crecerá alrededor del 2% en promedio en el bienio 2019-2020– anticipan una contribución limitada de la productividad aparente del factor trabajo.

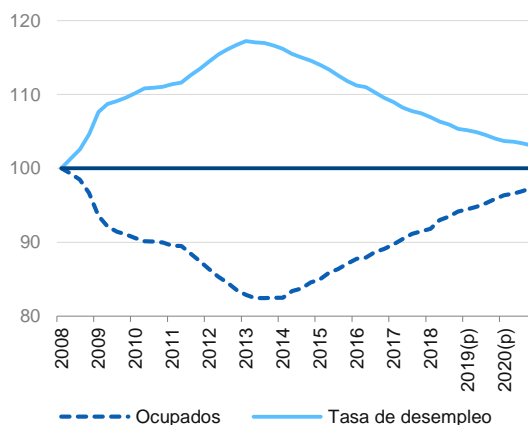
Para mitigar las repercusiones negativas del ascenso del salario mínimo, sería deseable que viniese acompañado por mejoras en la eficiencia de las políticas activas de empleo. Al respecto, serían bienvenidas las estrategias de activación tendentes a potenciar la empleabilidad de los colectivos que pueden verse más afectados por la subida salarial, en particular, aquellos cuya cualificación dificulta alcanzar una productividad acorde al nuevo umbral.

Gráfico 3.18 España: impacto del incremento del SMI 2019 (Desviación del nivel respecto al escenario base en pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.19 España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



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

La inflación se mantendrá en cotas moderadas durante el presente bienio

El arranque de 2019 continuará marcado por la desaceleración de los precios al consumo. La inflación general probablemente se estabilizará durante el segundo semestre del año y cerrará con una media anual en torno al 1,3% a/a (tres décimas por debajo de la estimada hace tres meses, que se explican por la revisión a la baja en el precio del petróleo). Por su parte, la inflación subyacente se mantendrá prácticamente estable (1,0% a/a en promedio anual para 2019), apoyada en la reducción esperada de la tasa de paro y en los estímulos que todavía otorga la política monetaria. En 2020 los precios subyacentes seguirán creciendo de forma muy gradual (1,2% a/a en promedio anual) lo que, junto a los precios de la energía, situará a la inflación general en el 1,5% a/a.

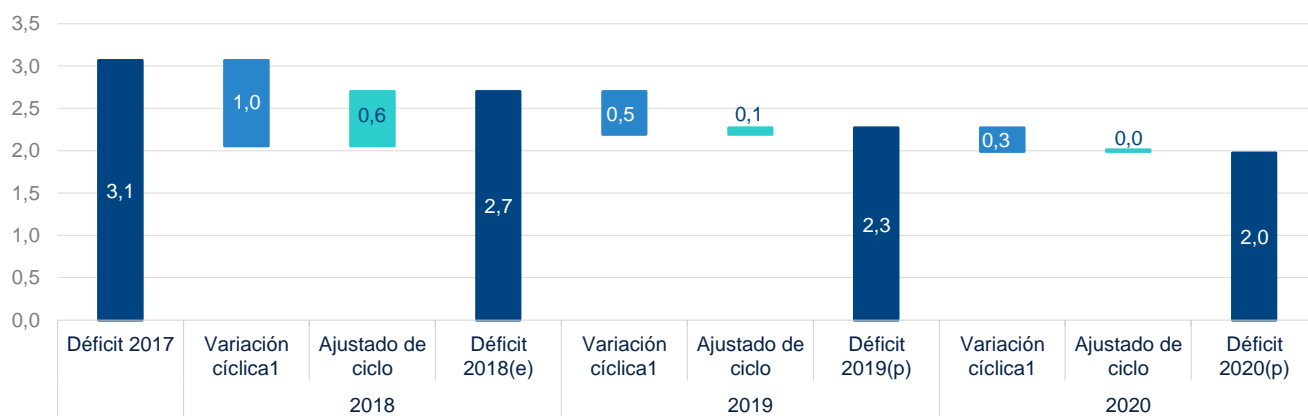
De cumplirse estas estimaciones, el diferencial de inflación general respecto al área del euro se tornará ligeramente favorable a España durante el bienio 2019-2020 (-0,1pp en promedio) tras haberse cerrado en 2018.

El tono expansivo de la política fiscal lleva al incumplimiento de las obligaciones fiscales

La información disponible de ejecución presupuestaria hasta noviembre de 2018 confirma el tono expansivo de la política fiscal. Las medidas discrecionales²⁶ aprobadas en los PGE 2018 junto con una aceleración del gasto público en la segunda mitad del año, habrían incrementado la ratio sobre PIB en torno a seis décimas, compensando el impacto positivo de la mejora del mercado laboral y de los menores costes de financiación. Al contrario, los ingresos tributarios, en conjunto, habrían crecido algo por encima de lo esperado a comienzos del año, lo que habría facilitado un ajuste del déficit de tres décimas del PIB. De esta forma, se estima que el déficit público se habría situado en torno al 2,7% del PIB al cierre de 2018, por encima del objetivo de estabilidad presupuestaria (-2,2%) pero en línea con las previsiones del Gobierno.

A lo largo del bienio 2019-2020, el ciclo económico continuará aminorando el déficit, tanto por el efecto de los estabilizadores automáticos como por la reducción de las prestaciones por desempleo, a lo que se sumará una menor carga de intereses derivada de las condiciones favorables de financiación. Sin embargo, dicha mejora cíclica se verá compensada en parte por el impacto de las medidas aprobadas a finales del año pasado, todo ello sin tener en cuenta las medidas anunciadas en el proyecto de Presupuestos General del Estado para 2019.²⁷ Como resultado, el déficit del conjunto de las administraciones públicas se reducirá tan solo cuatro décimas, hasta el 2,3% del PIB en 2019. Para 2020, en un escenario sin cambios en la política fiscal, se espera una nueva corrección cíclica de las cuentas públicas hasta el 2,0% del PIB (véase el Gráfico 3.20).

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



(e) Estimación. (p) Previsión;

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

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

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

27: Las previsiones realizadas para esta publicación sólo consideran las medidas de política fiscal en vigor, es decir, además de la subida del 2,25% del sueldo de los empleados públicos mencionada anteriormente, se aprobó en el Consejo de Ministros del 28 de diciembre de 2018 la subida del 1,6% de las pensiones contributivas y del 3% de las no contributivas (RDL 28/2018, de 28 de diciembre).

En este contexto, se estima que el saldo primario estructural se habría deteriorado en torno a 0,6pp del PIB en 2018, mientras que para 2019 y 2020 se prevé una estabilización del mismo en torno al -0,6% del PIB. De esta forma, España podría haber salido del protocolo excesivo en 2018, pero incumpliendo los objetivos de estabilidad y el ritmo de ajuste estructural requerido por la Comisión (0,65pp anual) para reducir significativamente el elevado nivel de deuda pública (que se estima se haya situado en torno al 97% en 2017).

Los riesgos aumentan y podrían sesgar a la baja el crecimiento en el próximo bienio

Si bien las previsiones contempladas en esta publicación no difieren significativamente de las presentadas hace tres meses, varios elementos de riesgo han cobrado intensidad y, en caso de materializarse, darían lugar a una desaceleración mayor de la actividad durante el bienio actual. En el entorno exterior, se mantiene un nivel alto de incertidumbre de política económica. En primer lugar, las tensiones comerciales entre EE.UU. y China perduran y siguen poniendo en riesgo el devenir del comercio global. Persisten las diferencias en cuestiones estructurales, como los derechos de propiedad intelectual, y los efectos indirectos negativos sobre el crecimiento se podrían intensificar (presión al alza en costes, menor inversión, etc.). En segundo lugar, **los cambios en la estrategia de política monetaria de EE.UU. siguen condicionando la recomposición de las carteras de inversión y una mayor volatilidad en los flujos hacia mercados emergentes**, algunos de los cuales han exacerbado la reacción con errores de política económica. Finalmente, en el contexto europeo, la probabilidad de no alcanzar un acuerdo sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea ha aumentado. Además, si bien la incertidumbre respecto a la reducción del déficit público en Italia va en descenso, las tensiones relacionadas con las movilizaciones sociales en Francia y otros países europeos han aumentado.

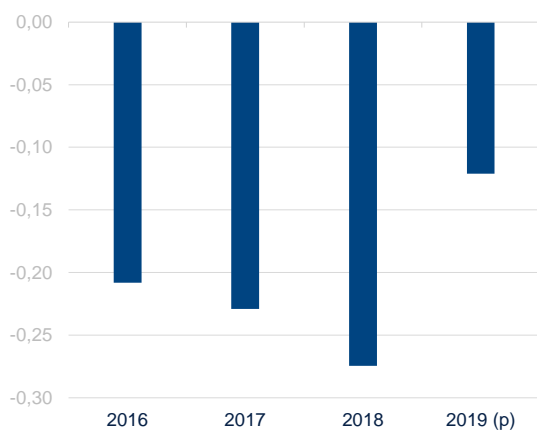
A nivel doméstico, los riesgos también se mantienen. Por un lado, la incertidumbre sobre la política económica sigue siendo elevada. Por ejemplo, en el plano de la política fiscal, no hay seguridad sobre la aprobación de los PGE 2019. A este respecto, el proyecto presentado en las Cortes Generales por el Gobierno el pasado 14 de enero introduce pocas novedades sobre lo anunciado en el Plan presupuestario de octubre de 2018. Una excepción es el cambio en el objetivo de déficit al 1,3% del PIB, en lugar del 1,8% del Plan. Este nuevo objetivo parece muy ambicioso, en primer lugar, porque depende de la aprobación a tiempo de nuevas figuras impositivas (impuesto sobre transacciones financieras y sobre servicios digitales). A ello se le suma las presiones al alza sobre el gasto público derivadas de las próximas elecciones municipales y autonómicas en 2019, así como de los desembolsos puntuales destinados al rescate de algunas autopistas de peaje y de la anulación de la concesión a Aigües Ter-Llobregat. Finalmente, las previsiones sobre el impacto del ciclo económico sobre los ingresos, particularmente los de la Seguridad Social, parecen optimistas. A más largo plazo, los retos se centran en mejorar la eficiencia del gasto público, garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas y abordar una reforma integral de la financiación territorial.

A este respecto, preocupa la fragmentación parlamentaria y, sobre todo, la falta de consenso sobre las medidas necesarias para abordar los desequilibrios y limitaciones que todavía muestra la economía española. Esto ha llevado a la reversión de algunas de las reformas implementadas durante los últimos años, como es el caso de la que afectaba al sistema de pensiones. Ligar de nuevo su incremento al IPC puede poner en peligro la suficiencia y sostenibilidad del sistema a medio plazo, si no se aprueban medidas adicionales compensatorias. Asimismo, el incremento en el coste de la vivienda requiere de actuaciones que incentiven el crecimiento de la oferta. A este respecto, varios factores han añadido incertidumbre en el mercado inmobiliario, lo que podría repercutir negativamente en las decisiones de inversión de empresas y hogares. Entre ellos destacan los vaivenes en torno a la decisión del Tribunal Supremo sobre el pago del impuesto de actos jurídicos documentados y las medidas anunciadas para regular el mercado del alquiler. Más allá del efecto puntual de algunas de estas acciones, la incertidumbre acerca de la política económica viene afectando negativamente a la actividad desde hace ya unos

años: BBVA Research estima que el impacto sobre el crecimiento del PIB ha alcanzado, en promedio por año, -0,2 décimas desde 2016 y, si no remite, puede seguir aminorando en algo más de un décima el avance del producto durante el presente año²⁸ (véase el Gráfico 3.21).

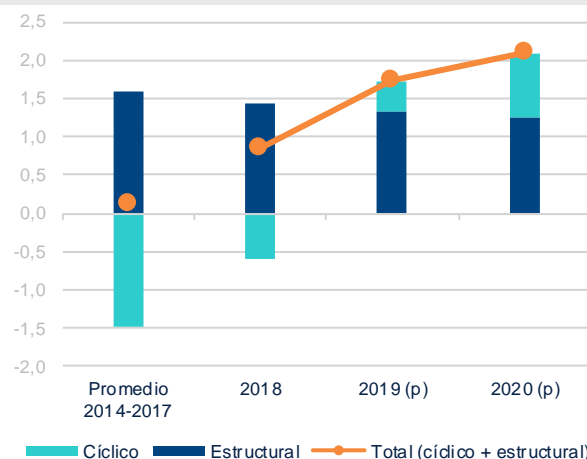
Por otro lado, **los riesgos vinculados a un posible agotamiento en el ritmo de creación de empleo han aumentado** debido, al menos en parte, a algunas de las medidas de política económica adoptadas recientemente. En concreto, el fuerte incremento en el salario mínimo debe venir acompañado de medidas que impulsen el crecimiento de la productividad, de tal manera que la demanda de trabajo no se vea negativamente afectada. Más aún, en el contexto actual, donde la tasa de paro se acerca progresivamente a su nivel estructural y pueden empezar a aflorar restricciones de capacidad o falta de mano de obra cualificada en sectores específicos. Al respecto, las estimaciones de BBVA Research indican que 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 publicación²⁹ (véase el Gráfico 3.22).

Gráfico 3.21 España: impacto de la incertidumbre sobre la política económica en el PIB (Desviación respecto al nivel del escenario en ausencia de incertidumbre)



(p) Previsión.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.22 España: descomposición del crecimiento esperado de la remuneración por asalariado (% a/a)



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

28: Las estimaciones de BBVA Research indican que los aumentos de la incertidumbre de política económica registrados desde enero de 2016 drenaron cerca de tres décimas al crecimiento en 2016 y 2017. Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica en la actividad de la economía española véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2016, disponible en: <https://bit.ly/2NwxUZO>

29: 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.

4. Tablas

Cuadro 4.1 Producto interior bruto (Promedio anual, %)

	2016	2017	2018	2019	2020
EE. UU.	1,6	2,2	2,9	2,5	2,0
Eurozona	1,9	2,5	1,8	1,4	1,4
Alemania	2,2	2,5	1,5	1,3	1,4
Francia	1,1	2,3	1,5	1,6	1,5
Italia	1,3	1,6	0,9	0,4	0,9
España	3,2	3,0	2,5	2,4	2,0
Reino Unido	1,8	1,8	1,4	1,5	1,7
Latam*	-0,2	1,9	1,6	2,1	2,4
México	2,7	2,3	2,2	2,0	2,2
Brasil	-3,3	1,1	1,2	2,2	1,8
Eagles**	5,3	5,4	5,2	5,0	5,0
Turquía	3,2	7,4	3,0	1,0	2,5
Asia Pacífico	5,6	5,6	5,5	5,3	5,2
Japón	0,6	1,9	0,9	1,0	0,6
China	6,7	6,8	6,6	6,0	5,8
Asia (ex. China)	4,6	4,6	4,5	4,7	4,6
Mundo	3,3	3,7	3,6	3,5	3,4

* 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: 1 de febrero de 2019.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.2 Inflación (Promedio anual, %)

	2016	2017	2018	2019	2020
EE. UU.	1,3	2,1	2,4	2,2	2,1
Eurozona	0,2	1,5	1,7	1,6	1,6
Alemania	0,4	1,7	1,9	1,7	1,7
Francia	0,3	1,2	2,1	1,5	1,6
Italia	-0,1	1,3	1,2	1,3	1,5
España	-0,2	2,0	1,7	1,3	1,5
Reino Unido	0,7	2,7	2,5	1,9	1,8
Latam *	9,6	6,5	7,3	7,6	5,8
México	2,8	6,0	4,9	4,2	3,8
Brasil	8,2	3,3	3,9	4,1	5,0
Eagles **	4,4	4,0	4,7	5,1	4,7
Turquía	7,8	11,1	16,3	18,4	13,4
Asia Pacífico	2,3	2,0	2,3	2,6	2,9
Japón	-0,1	0,5	1,0	1,2	1,6
China	2,1	1,5	1,9	2,3	2,5
Asia (ex. China)	2,5	2,4	2,7	2,8	3,2
Mundo	3,2	3,3	3,9	3,9	3,6

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 1 de febrero de 2019.

Fuente: BBVA Research

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

	2016	2017	2018	2019	2020
EE. UU.	1,84	2,33	2,91	3,09	3,43
Alemania	0,13	0,37	0,46	0,48	1,11

Fecha de cierre de previsiones: 1 de febrero de 2019.
Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4 Tipos de cambio (Promedio anual)

	2016	2017	2018	2019	2020
EUR-USD	0,90	0,89	0,85	0,86	0,81
USD-EUR	1,11	1,13	1,18	1,17	1,23
USD-GBP	1,35	1,29	1,33	1,41	1,49
JPY-USD	108,82	112,20	110,47	116,25	111,75
CNY-USD	6,64	6,76	6,61	6,78	6,68

Fecha de cierre de previsiones: 1 de febrero de 2019.
Fuente: BBVA Research

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

	2016	2017	2018	2019	2020
EE. UU.	0,75	1,50	2,50	3,00	3,00
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
China	4,35	4,35	4,35	3,85	3,60

Fecha de cierre de previsiones: 1 de febrero de 2019.
Fuente: BBVA Research

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

	2016	2017	2018	2019	2020
PIB a precios constantes	1,9	2,5	1,8	1,4	1,4
Consumo privado	1,9	1,7	1,3	1,5	1,5
Consumo público	1,8	1,2	1,0	1,4	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,0	2,9	3,3	2,9	2,4
Inventarios (*)	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	2,3	1,7	1,8	1,7	1,6
Exportaciones (bienes y servicios)	3,0	5,4	3,0	3,1	3,0
Importaciones (bienes y servicios)	4,2	4,1	3,1	4,0	3,6
Demanda externa (*)	-0,4	0,8	0,1	-0,3	-0,2
Precios					
IPC	0,2	1,5	1,7	1,6	1,6
IPC subyacente	0,8	1,1	1,2	1,4	1,6
Mercado laboral					
Empleo	1,4	1,6	1,4	1,0	0,6
Tasa desempleo (% población activa)	10,0	9,1	8,3	7,8	7,6
Sector público					
Déficit (% PIB)	-1,6	-1,0	-0,6	-0,9	-0,9
Deuda (% PIB)	89,1	86,8	84,1	82,0	80,0
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,2	3,1	2,9	2,7	2,5

Fecha de cierre de previsiones: 1 de febrero de 2019.

Fuente: BBVA Research

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

(Promedio anual, %)	2016	2017	2018	2019	2020
Actividad					
PIB real	3,2	3,0	2,5	2,4	2,0
Consumo privado	2,8	2,5	2,4	2,1	1,8
Consumo público	1,0	1,9	2,3	2,4	1,7
Formación Bruta de Capital	2,9	4,8	5,2	4,6	4,6
Equipo y Maquinaria	5,2	6,0	6,0	3,9	4,2
Construcción	1,1	4,6	5,5	4,9	4,7
Vivienda	7,0	9,0	6,2	5,5	5,6
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	2,4	2,9	2,9	2,6	2,4
Exportaciones	5,2	5,2	2,2	5,2	4,5
Importaciones	2,9	5,6	3,6	6,2	5,7
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,8	0,1	-0,4	-0,3	-0,3
PIB nominal	3,5	4,2	3,5	4,2	3,7
(Miles de millones de euros)	1118,7	1166,3	1206,9	1257,3	1304,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	2,7	2,6	2,7	2,1	1,8
Tasa de paro (% población activa)	19,6	17,2	15,3	13,8	12,6
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,1	2,8	2,5	2,2	1,7
Productividad aparente del factor trabajo	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,2	2,0	1,7	1,3	1,5
IPC (fin de periodo)	1,6	1,1	1,8	1,4	1,5
Deflactor del PIB	0,3	1,2	0,9	1,8	1,7
Remuneración por asalariado	-0,5	0,3	1,0	1,9	2,2
Coste laboral unitario	-0,6	0,2	1,0	1,7	1,9
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,9	1,9	1,2	0,9	0,7
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	99,0	98,1	97,5	95,9	94,4
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,3	-3,1	-2,7	-2,3	-2,0
Hogares					
Renta disponible nominal	1,8	1,6	3,7	4,7	5,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	8,0	5,7	5,4	6,6	8,0

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 1 de febrero de 2019.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research

5. Glosario

Siglas

- AA. PP: Administraciones Públicas
- AENC: Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva
- BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- BBVA – GAIN: Índice de actividad global de BBVA
- BCE: Banco Central Europeo
- BOE: Boletín Oficial del Estado
- CC. OO: Comisiones Obreras
- CEOE: Confederación Española de Organizaciones Empresariales
- CEPYME: Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa
- CG: Consejo de Gobierno
- CNTR: Contabilidad Nacional Trimestral
- CNY: Yuan chino
- CVEC: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario
- EAE – BBVA: Encuesta de Actividad Económica de BBVA
- EAGLES: Economías emergentes y líderes del crecimiento (Emerging and Growth-Leading Economies)
- EPA: Encuesta de Población Activa
- e.t.c: Empleo equivalente a tiempo completo
- Euríbor: Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro interbank Offered Rate)
- FED: Reserva Federal (Federal Reserve System)
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- GDELT: La Base de Datos Global de eventos, idioma y tono
- IPC: Índice de Precios al Consumo
- JPY: Yen Japonés
- LATAM: Agregado de Latinoamérica que incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
- INE: Instituto Nacional de Estadística
- MTMySS: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- MINHAP: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas
- PIB: Producto Interior Bruto
- PYMES: Pequeñas y medianas empresas
- QE: Flexibilización cuantitativa (Quantitative easing)
- RDL: Real Decreto-Ley
- SMI: Salario mínimo interprofesional
- TAE: Tasa anual equivalente
- TPV: Terminal Punto de Venta
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria
- UGT: Unión General de Trabajadores
- USD: Dólar Estadounidense

Abreviaturas

- a/a: Variación interanual
- IC: Intervalo de confianza
- mM: Miles de millones
- pb: Puntos básicos
- pm: Precio de mercado
- pp: Puntos porcentuales
- t/t: Variación trimestral

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por:

Economista Jefe

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

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

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

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

Víctor Echevarría
victor.echevarria@bbva.com

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

Félix Lores
felix.lores@bbva.com
+34 91 537 01 82

Dmitry Petrov
dmitry.petrov.becas@bbva.com
+34 91 537 54 82

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

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

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

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

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

Con la colaboración de:

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Previsiones Económicas y Financieras

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Sumedh Deorukhkar
sumedh.deorukhkar@bbva.com

Enestor dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Rodrigo Falbo
rodrigo.falbo@bbva.com

Agustín García
agustin.garcia@bbva.com

María Martínez
maria.martinez.alvarez@bbva.com

Juan Navarro
juan.navarro.bermejo@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

María Victoria Ramírez
mariavictoria.ramirez@bbva.com

Cristina Varela
cvarela@bbva.com

Sistemas Financieros

Olga Gouveia
olga.gouveia@bbva.com

Javier Alonso
javier.alonso.meseguer@bbva.com

José Félix Izquierdo
jose.jfelix.izquierd@bbva.com

Virginia Marcos
virginia.marcos@bbva.com

María Rocamora
maria.rocamora@bbva.com

Adrián Santos
adrian.santos@bbva.com

Jaime Zurita
jaime.zurita@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 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

