

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

BBVA Research

Situación España

Segundo trimestre 2019

The BBVA logo, consisting of the letters "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, is centered within a teal rectangular box.

Creando Oportunidades

Índice

1. Editorial	3
2. Entorno global: suave moderación del crecimiento mundial	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española	8
4. Tablas	24
5. Glosario	28

Fecha de cierre: **5 de abril de 2019**

1. Editorial

El crecimiento del PIB español podría alcanzar el 2,2% en 2019 y el 1,9% en 2020, algo por debajo de lo previsto hace tres meses (2,4 y 2,0% respectivamente). De cumplirse este escenario se crearían alrededor de 630.000 puestos de trabajo en el conjunto de los dos años y la tasa de paro se reduciría hasta el entorno del 12% a finales del siguiente año. Se prevé que los salarios empiecen a aumentar consistentemente por encima de la inflación (2,1% y 2,3% en 2019 y 2020 respectivamente). Este escenario se da en un entorno donde se espera una recuperación progresiva de la demanda global, la prolongación del tono expansivo de la política monetaria, el mantenimiento de precios del petróleo relativamente bajos y la resolución favorable de distintos focos de incertidumbre. En todo caso, y a pesar de la revisión de las perspectivas de crecimiento a la baja, el sesgo sobre las previsiones sigue siendo negativo, ya que los riesgos continúan siendo numerosos y la probabilidad de que ocurran algunos va en aumento, especialmente a partir del 2S19 y 2020.

En el primer trimestre de 2019, el crecimiento del PIB (+0,6% t/t) habría mantenido el sólido nivel mostrado a finales del año pasado, gracias al buen comportamiento del consumo privado y del gasto público. Por un lado, el gasto de las familias se estaría beneficiando de los incrementos en la renta disponible como consecuencia tanto de políticas públicas como del comportamiento del mercado laboral, donde existen indicios de una aceleración de los salarios y continúa la creación de empleo, en parte, por el apoyo de la contratación pública. Asimismo, la financiación al consumo sigue creciendo a tasas de dos dígitos, mientras que el ahorro continúa en niveles históricamente bajos. Todo esto, a pesar del aumento de la incertidumbre durante los últimos meses. Por otro lado, la inversión en construcción no residencial podría estarse beneficiando del impulso fiscal.

La actividad crece a pesar de la débil e irregular evolución de la inversión privada y de las exportaciones. Aunque se espera que tanto el gasto en maquinaria y equipo como las ventas de bienes al exterior se hayan recuperado en la primera parte del año, lo harían después de mostrar caídas durante el segundo semestre de 2018. Entre los factores que habrían afectado negativamente su evolución se pueden mencionar la incertidumbre alrededor del comercio mundial, la desaceleración en el crecimiento de la UEM, los cambios regulatorios en el sector del automóvil, además de la incertidumbre sobre la política económica. Finalmente, la venta de servicios turísticos al resto del mundo continúa mostrando un comportamiento volátil, pero con tendencia a consolidar una desaceleración, debido a la pérdida de competitividad frente a destinos alternativos.

En todo caso, es posible que esta fortaleza en el avance de la actividad sea temporal, ya que la composición del crecimiento y el aumento de la incertidumbre sobre la política económica hacen más vulnerable a la recuperación. En particular, una parte del buen comportamiento del gasto en consumo y de la inversión en otras construcciones se explica por el impulso fiscal. A este respecto, sin la aprobación de medidas que puedan continuar con el tono expansivo y dado el periodo de elecciones generales, locales y regionales de los próximos meses, la economía se enfrenta a un “ajuste fiscal” durante la segunda parte del año. Asimismo, el efecto positivo del aumento del Salario Mínimo Interprofesional sobre la demanda probablemente irá en descenso a medida que el impacto negativo sobre el empleo aumente durante los próximos meses. Además, es posible que se produzca una desaceleración en el crecimiento del consumo como consecuencia del agotamiento de la demanda embalsada durante el periodo de crisis, las relativamente bajas tasas de ahorro de las familias, y la posibilidad de ir observando rendimientos decrecientes al encontrar demanda de crédito solvente. Finalmente, la contribución de la inversión en vivienda podría no ser tan elevada como se esperaba, producto de los cambios regulatorios que afectan al sector y que aumentan la incertidumbre jurídica para el arrendador, reducen los incentivos para la entrada de grandes inversores y que vuelven menos atractiva la compra en regiones con exposición al sector turismo.

A pesar de los riesgos existentes, se espera que la recuperación continúe, gracias a la mejora gradual del entorno global y a una política monetaria más expansiva. En primer lugar porque la desaceleración en la economía de los principales socios comerciales debería estar tocando fondo, ya que la incertidumbre que habría estado afectando negativamente a la inversión y al comercio internacional podría ir en descenso. Aunque se revisa a la baja el crecimiento de la UEM desde el 1,4 al 1,0% en 2019, la tendencia de moderada aceleración de la actividad hacia delante se mantiene. En segundo lugar, esta debilidad de la actividad ha llevado al Banco Central Europeo a tratar de influir en la formación de expectativas sobre la evolución de los tipos de interés, avisando que el de referencia de política monetaria no subirá, cuando menos, durante el presente año. Además, para evitar tensiones de liquidez, ha anunciado, sin proporcionar detalles todavía, una nueva ronda de operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO). Ambas decisiones mantendrán bajo el coste de financiación y por un periodo superior al esperado hace tres meses, además de implicar un tipo de cambio del euro frente al dólar algo más depreciado. Por lo tanto, el tono expansivo de la política monetaria continuará y apoyará el crecimiento de la demanda interna.

Los riesgos continúan siendo numerosos y la probabilidad de ocurrencia de algunos va en aumento, lo que introduce un sesgo a la baja sobre las perspectivas de crecimiento. En particular, aunque el escenario más probable es que las tensiones comerciales vayan en descenso, la incertidumbre sigue siendo elevada respecto a cómo se resolverán las negociaciones entre EE. UU. por un lado, y China o la Unión Europea por el otro (con especial atención al efecto sobre el sector automotriz). De particular importancia para la inversión y las perspectivas de crecimiento en algunas regiones, sectores y empresas puede ser el resultado final del acuerdo de salida del Reino Unido de la UE. Aquí, aumenta la posibilidad de que se observe una salida desordenada, con impacto negativo en mercados financieros y en la actividad económica. Asimismo, preocupa la reciente desaceleración que se observa en el crecimiento de la UEM, a pesar del estímulo monetario que mantiene el BCE. El peligro sería que la decepcionante evolución de la economía europea estuviera haciendo evidentes algunas debilidades estructurales, ligadas a la falta de consenso alrededor de reformas que pudieran impulsar la integración europea y llevar a entornos de mayor crecimiento.

A nivel interno, la incertidumbre también va en aumento. Por un lado, el impacto en el empleo y la inversión de algunas de las medidas implementadas durante el inicio del año podría ser negativo. Es el caso del aumento del Salario Mínimo Interprofesional o de los recientes cambios observados en la regulación de los contratos de alquiler de vivienda. Por otro lado, se ha reducido la demanda en algunos sectores clave para la economía española (automotriz, turismo), lo que podría limitar su capacidad para continuar aportando al crecimiento del empleo durante los próximos años. Finalmente, aunque la reciente ralentización de las exportaciones de bienes sería el resultado de la desaceleración de la demanda europea, no se puede descartar que algunas partes de la industria estén comenzando a sufrir restricciones de capacidad. Relacionado con lo anterior, los salarios comienzan a acelerarse, lo que podría estar señalando una mayor escasez de capital humano cualificado. Esto, junto con el nulo crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo podría ralentizar la creación del empleo y aumentar la desigualdad de rentas. Todo lo anterior se da en un entorno en el que el ciclo electoral introduce incertidumbre acerca de las medidas que podrían implementarse durante los próximos años, haciendo más vulnerable a la economía española.

2. Suave moderación del crecimiento mundial

El crecimiento global se ha ralentizado en los últimos meses más de lo esperado, reforzando los temores sobre una brusca desaceleración de la actividad económica. En este entorno, la Fed y el BCE han cambiado su hoja de ruta y han anunciado nuevas medidas de estímulo monetario. De manera similar, en China se han adoptado políticas expansivas adicionales, tanto de carácter fiscal como monetario. Esta reacción de las autoridades económicas en las principales economías favorece una moderación más suave del crecimiento mundial hacia adelante. Sin embargo, una pérdida imprevista del dinamismo de la economía China, una nueva ola de medidas proteccionistas o una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, entre otros riesgos, podrían desencadenar escenarios más negativos.

La actividad económica global se ha moderado, con un desempeño particularmente débil de las exportaciones y del sector manufacturero

Tras crecer en media al 1% t/t desde 2016, **los datos preliminares sugieren que el PIB mundial podría alcanzar el 0,8% t/t en el primer trimestre de este año.** De esta manera, y aunque hay una ligera mejora respecto al crecimiento global durante los dos últimos trimestres del año pasado (0,7% t/t), el dinamismo económico seguiría por debajo del registrado en los años anteriores.

A la ralentización de la actividad global han contribuido una serie de factores, especialmente: i) la desaceleración estructural de la economía china ahora que ha dejado de aumentar su endeudamiento; ii) el proteccionismo comercial; iii) en Europa, la elevada incertidumbre, así como algunos eventos específicos, y probablemente temporales, como los efectos de la nueva normativa europea sobre emisiones en el sector automotriz; y iv) la moderación cíclica de EE. UU., en un contexto en que pierden fuerza los efectos del estímulo fiscal.

Los factores detrás de la desaceleración mundial han afectado a la actividad, fundamentalmente, a través de las exportaciones y el sector manufacturero. Esto, por ahora, se ve compensado por el consumo privado, que se mantiene relativamente robusto, apoyado en el dinamismo de los mercados laborales y una inflación acotada.

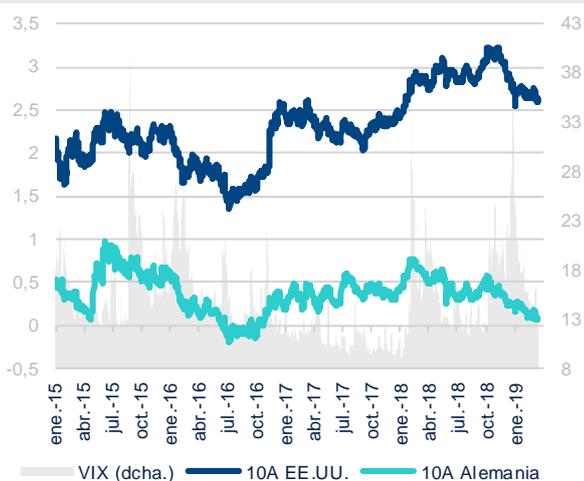
La moderación del crecimiento ha provocado un giro inesperado de la política monetaria en EE. UU. y en la Eurozona

El tono más negativo de la economía mundial ha generado cierta preocupación, así como un aumento de la volatilidad financiera. **En este contexto, y dado que las presiones inflacionarias siguen bastante acotadas, la Fed y el BCE han reaccionado, llevando a cabo un giro agresivo de su comunicación sobre la valoración del entorno y la senda esperada de sus políticas.** La autoridad monetaria de EE. UU. ha ajustado significativamente su tono y su estrategia, hacia una política monetaria más acomodaticia. En este sentido, además de revelar que será “paciente” a la hora de considerar subidas adicionales de los tipos de interés, la Fed ha anunciado que el proceso de reducción de su balance acabará antes de lo esperado, en septiembre de este año, en un nivel de alrededor del 17% del PIB (entre 3,5 y 3,8 billones de dólares). Dada su cautela y las reducidas presiones de inflación, cabe esperar que los tipos puedan seguir estables, o incluso sean recortados, si los datos de actividad revelan un debilitamiento creciente de la economía. En todo caso, todavía habría margen para una subida final de 25 pbs, hasta el 2,75% a finales de 2019, si la moderación del crecimiento resulta ser suave y limitada (previamente, se esperaban dos subidas en 2019 que llevasen lo tipos de referencia hasta el 3%).

En el caso del BCE, el cambio hacia una política más expansiva se ha manifestado a través de un retraso de la expectativa de subidas de los tipos de interés y el anuncio de una nueva ronda de subastas de liquidez. En lo que respecta a lo primero, el BCE ha retrasado sus expectativas de subidas de tipos desde el verano de 2019 hasta al menos finales de año. Por otro lado, la autoridad monetaria anunció una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), que se llevarán a cabo entre septiembre de 2019 y marzo de 2021. En este contexto, se han ajustado las previsiones de tipos y, ahora, se espera una primera subida del tipo de depósito en junio de 2020 y del tipo oficial de referencia en diciembre de 2020. Se espera que el BCE de más detalles sobre las condiciones de las nuevas TLTRO en junio.

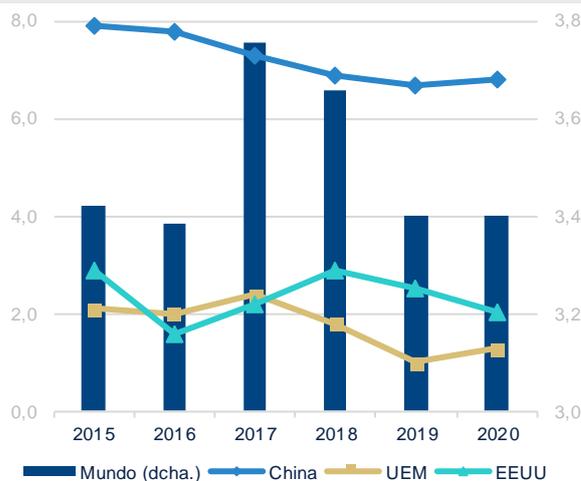
También en China se ha reaccionado a la creciente preocupación por el debilitamiento de la actividad económica. En concreto, las autoridades locales han confirmado un recorte impositivo, centrado en el IVA, de 2 puntos porcentuales del PIB, así como un aumento del déficit público, desde el 2,6% del PIB en 2018 hasta el 2,8% del PIB en 2019. También han dado señales de una mayor relajación monetaria hacia delante. En este sentido, se prevén dos recortes adicionales de 25 pbs de los tipos de referencia, así como dos reducciones de los requerimientos de reserva bancarios a lo largo del segundo y tercer trimestres.

Gráfico 2.1 Rentabilidad de la deuda soberana y volatilidad bursátil (VIX) (%)



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento del PIB anual: 2015-2020 (*) (%)



(*) Previsiones a partir de 2019.
Fuente: BBVA Research

Un entorno de crecimiento global más débil condiciona la evolución de los mercados financieros

El deterioro de las perspectivas sobre la actividad global y la asociada reducción de las expectativas de inflación, junto con el tono más cauto de los bancos centrales, **han generado una fuerte caída de la rentabilidad de los bonos a 10 años de EE. UU. y Alemania** (véase el Gráfico 2.1), respaldando la visión de que permanecerán en niveles significativamente bajos, por un largo período de tiempo. Este ajuste ha favorecido el aplanamiento de las curvas de rendimiento, lo que ha originado dudas sobre si están descontando una mayor desaceleración.

En todo caso, el giro de la Fed y del BCE hacia una política monetaria más acomodaticia, y cierto optimismo de cara a los resultados de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, han apoyado a los mercados bursátiles, compensando parcialmente los efectos negativos del deterioro cíclico. De todos modos, si la actividad económica sigue decepcionando, difícilmente los mercados financieros podrán mantener su

recuperación. Finalmente, respecto a la volatilidad bursátil, lo más probable es que se mantenga relativamente acotada en los próximos meses, con un VIX en un rango entre 15-18, apoyada en el discurso cauto de los bancos centrales, y por debajo de los niveles registrados en los últimos meses del año pasado (véase el Gráfico 2.1).

Se prevé que el crecimiento global sea del 3,4% tanto en 2019 como en 2020

Los nuevos estímulos económicos favorecen una moderación ordenada del crecimiento global. **El PIB global, que avanzó un 3,8% en 2018, crecerá hasta el 3,4% en 2019 y el 3,4% en 2020 (véase el Gráfico 2.2).** Este aterrizaje suave de la economía mundial está condicionado a que EE. UU. y China alcancen un acuerdo comercial a lo largo del segundo trimestre del año, que es fundamental para reducir la incertidumbre e impedir un deterioro adicional del comercio internacional. Asimismo, otro condicionante de este escenario de moderación gradual del crecimiento es que el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, el *brexit*, no genere disrupciones importantes en la relación entre las dos geografías. Por último, la probable reducción del precio del petróleo hacia delante, debido a la menor robustez de la demanda así como a una oferta creciente en EE. UU., ayudará a mantener contenidas las presiones inflacionarias, y dará margen de maniobra para que los bancos centrales ejecuten su política monetaria (se prevé que el precio del barril de Brent se reduzca desde alrededor de los 65 dólares durante el primer trimestre del año, hasta cerca de los 62 y 55 dólares, al cierre de 2019 y 2020, respectivamente).

En EE. UU. el crecimiento irá perdiendo impulso progresivamente, convergiendo a tasas potenciales. En particular, se estima que el PIB norteamericano crecerá el 2,5% en 2019 y el 2,0% en 2020, tras la expansión del 2,9% registrada en 2018. Si bien se mantienen inalteradas las previsiones de crecimiento para el país, el sesgo es a la baja y el riesgo de recesión sigue siendo relevante, dada la posibilidad de una mayor desaceleración de la inversión, las vulnerabilidades financieras, y el tono más negativo del entorno global, entre otros factores.

En Europa la debilidad de la actividad, principalmente de las exportaciones y del sector industrial, se ha prolongado más allá de lo esperado. Además, se mantiene elevada la incertidumbre acerca del desenlace del *brexit*, así como la relacionada con la amenaza de EE. UU. de aumentar sus aranceles a los vehículos producidos en la región. **En este contexto, se revisan a la baja las previsiones de crecimiento para la Eurozona, desde el 1,4% hasta el 1,0% en 2019, y desde el 1,4% hasta el 1,3% en 2020.** El sesgo de estas previsiones es bajista.

Con respecto a China, se espera que el acuerdo comercial con EE. UU. se concrete y que los estímulos recientes apoyen a la demanda interna, lo que permitiría que el PIB crezca el 6,0% en 2019 y el 5,8% en 2020, en línea con las previsiones anteriores. Así, las políticas más expansivas reducen el riesgo de un ajuste más brusco del crecimiento hacia delante, pero con el coste de dificultar la reducción de los problemas estructurales del país, como por ejemplo su elevado apalancamiento.

La mayor desaceleración del crecimiento mundial supondrá dificultades adicionales para la actividad económica en los países emergentes. Asimismo, las políticas más acomodaticias de las principales economías podrán reducir las presiones sobre los mercados cambiarios y monetarios emergentes.

Con todo ello, tanto en las principales economías desarrolladas como en las emergentes, la ralentización del crecimiento tenderá a reducir aún más las presiones sobre la inflación. A ello contribuirá, también, la esperada reducción del precio del petróleo.

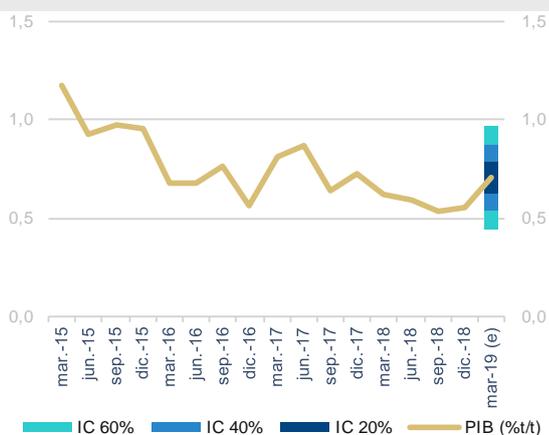
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

La actividad mantiene un buen ritmo de crecimiento, aunque la incertidumbre sigue elevada

La información conocida a fecha de cierre de este informe indica que **la economía española podría haber crecido entre un 0,6% y 0,7% t/t CVEC (2,9% a/a)¹ en el 1T19** (previsión del modelo MICA-BBVA, véase el Gráfico 3.1).² De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre enero y marzo se situaría en la cota inferior de las previsiones realizadas a principios del trimestre (MICA-BBVA: entre 0,6% y 0,8% t/t) y estaría en línea con el dato observado al cierre del pasado año (0,6% t/t en 4T18).³

De cara al segundo trimestre de 2019, la incertidumbre sobre el ritmo de avance sigue elevada, tal y como evidencia la visión menos favorable 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)



(e) Estimación.
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



Saldo neto entre las respuestas positivas y las negativas
Fuente: BBVA Research.

La demanda doméstica volvió a ser el principal soporte del crecimiento económico en el primer trimestre

El gasto en consumo, tanto privado como público, estaría aumentando a un ritmo elevado en el arranque del año. Así, las señales que se extraen de los indicadores de gasto⁵ sugieren que el consumo de los hogares

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/2OTgtl1>

3: Al respecto, cabe destacar que la revisión a la baja en las cifras del crecimiento proporcionadas por el INE para el 2S18, de una décima en cada trimestre, explica en parte la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento para 2019

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>

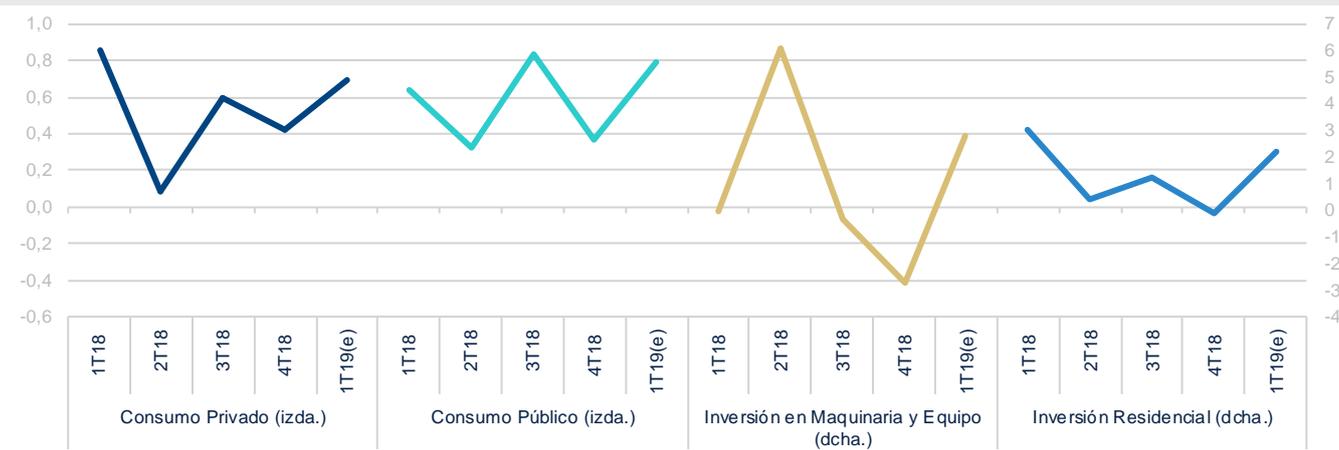
5: Los indicadores de gasto muestran señales mixtas. La facturación del comercio al por menor habría perdido impulso en el 1T19 debido al descenso del gasto en bienes duraderos. Por el contrario, las matriculaciones de turismo exhibieron un repunte moderado, tras la caída de dos dígitos en el 4T18 que tuvo su origen en la demanda adelantada al tercer trimestre por la entrada en vigor del nuevo ciclo de homologación de emisiones (WLTP). Respecto a los indicadores de recursos, se aprecia un repunte de la renta salarial real, impulsada por la creación de empleo y el incremento de los salarios pactados en convenio colectivo, de las cotizaciones

podría haber aumentado en torno al 0,7% t/t (1,8% a/a) en 1T19, tras haberse desacelerado al cierre del pasado año (0,4% t/t, 1,9% a/a en 4T18). Por su parte, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que el gasto en consumo de las administraciones públicas podría haber crecido el 0,8% t/t (2,3% a/a) en 1T19, cuatro décimas más que en el 4T18.

Por el lado de la inversión, se estima una corrección al alza tras el decepcionante desempeño mostrado durante el segundo semestre de 2018. Así, los indicadores parciales de coyuntura apuntan a que la inversión en maquinaria y equipo podría haber repuntado hasta el 2,8% t/t (5,8% a/a), lo que compensaría el retroceso registrado en el 4T18 (-2,7% t/t).⁶ Igualmente, la inversión residencial habría vuelto a terreno positivo (2,2% t/t; 3,7% a/a), tras el estancamiento observado en el trimestre pasado (-0,1% t/t, 4,6% a/a en 1T19).⁷ Por su parte, se estima que el crecimiento intertrimestral en la inversión en otras construcciones se mantendría elevado (1,0%; 7,9% a/a), aunque por debajo del avance registrado en el 4T18 (2,8% t/t; 8,1% a/a).

En resumen, los indicadores parciales de coyuntura apuntan a que en 1T19 **la demanda doméstica estaría aportando 1,0pp al aumento trimestral del PIB** gracias al avance de todas sus partidas, y en especial al del consumo (véase el Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3 España: crecimiento observado y estimaciones de los principales componentes de la demanda doméstica (% t/t)



(e) Estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Los flujos comerciales vuelven a crecer en 1T19, pero se mantiene la cautela

Las exportaciones de bienes y servicios podrían haber crecido el 1,2% t/t (1,2% a/a) al arranque del año, tras la volatilidad observada a lo largo de 2018 (véase el Gráfico 3.4). En concreto, y a pesar de un entorno de incertidumbre elevada, las exportaciones de bienes habrían crecido el 1,4% t/t (-0,3% a/a) en el 1T19, tras tres

bursátiles, que habían retrocedido durante seis trimestres consecutivos, y de la nueva financiación al consumo. Aunque la percepción de los hogares sobre la economía se deteriora, tanto las expectativas sobre la situación financiera del hogar como las intenciones de compra de bienes duraderos se mantienen.

6: La mayor parte de los indicadores habrían evolucionado positivamente en el trimestre. Tan sólo la confianza industrial en bienes de equipo habría registrado un peor desempeño que en el trimestre anterior. Destaca, por su parte, el avance de las ventas de vehículos industriales tras el retroceso en el último trimestre de 2018. Los indicadores también constatan el retorno al crecimiento del IPI de bienes de equipo, de las importaciones de bienes de capital y de la cartera de pedidos de bienes de equipo, tras las reducciones observadas en el 4T18.

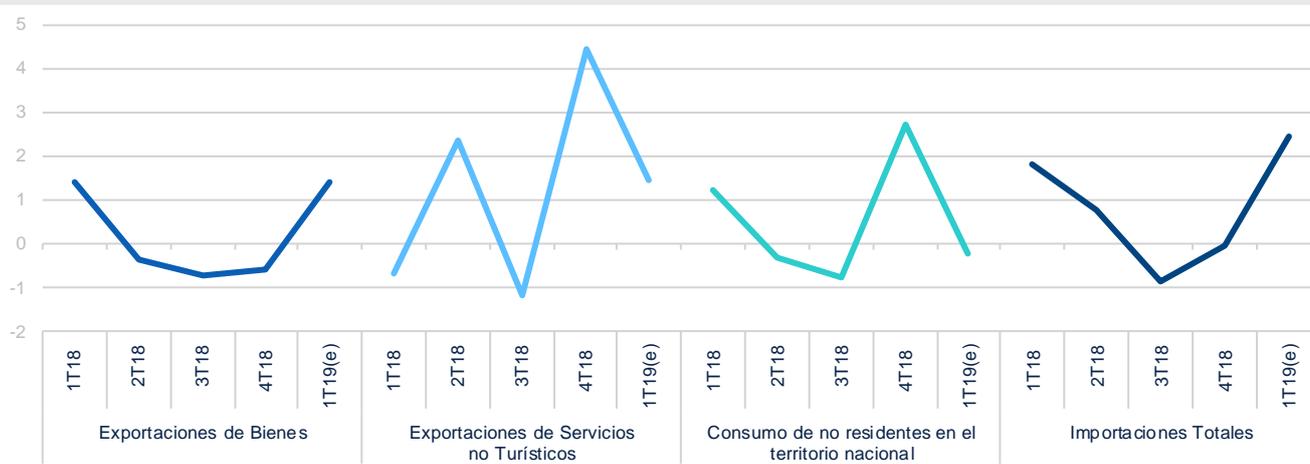
Los indicadores constatan, principalmente, una reducción en las ventas de vehículos industriales y una contracción de la confianza industrial. La cartera de pedidos de los bienes de equipo también retrocede, pero menos que en el trimestre anterior. Por su parte, el IPI de bienes de equipo crece, pero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

7: Los indicadores disponibles de empleo en el sector de la construcción muestran mantiene el buen ritmo de crecimiento registrado a final de año. Por su parte, se espera que el número de visados aumente en el 1T19 tras el primer retroceso en nueve trimestres registrado en el 4T18. Además, también se espera que el índice de confianza de los empresarios del sector mejore respecto al trimestre anterior.

trimestres consecutivos de retroceso.⁸ Por su parte, las exportaciones de servicios se mantendrían en terreno positivo (0,7% t/t, 4,7% a/a), si bien el avance se explicaría únicamente por aquellas no vinculadas al turismo exterior (1,5% t/t; 7,2% a/a), mientras que aquellas que se corresponden con el consumo de no residentes en territorio nacional sufrirían un práctico estancamiento (-0,2% t/t; 1,4% a/a).⁹

En línea con la evolución de la demanda final, la información disponible al cierre de esta revista sugiere que las importaciones habrían avanzado el 2,4% t/t (2,3% a/a) en el primer trimestre del año. Esto, junto al comportamiento esperado de las exportaciones totales, daría lugar a una aportación de -0,4pp t/t (-0,3pp a/a) de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española en el 1T19.

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



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

La creación de empleo mantuvo su dinamismo al inicio de 2019

Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación a la Seguridad Social aumentó el 0,7% t/t en el primer trimestre de 2019 (2,9% a/a), una décima menos que en el cuarto del año pasado, y rozó los 19.200.000 cotizantes en marzo (véase el Gráfico 3.5). Sin embargo, el descenso del paro registrado, generalizado por sector de actividad, perdió impulso entre enero y marzo. Así, el número de parados se redujo el -1,1% t/t CVEC (-5,3% a/a), ocho décimas menos que en el trimestre precedente.¹⁰

El buen comportamiento de la afiliación coincide con un peor desempeño del empleo en algunos colectivos vulnerables. En todo caso, todavía hay pocos datos para poder evaluar si dicha evolución está relacionada con el aumento del salario mínimo interprofesional (SMI) o responde a otros factores. La información disponible hasta marzo sugiere un peor desempeño de la afiliación a la Seguridad Social de los jóvenes, los ocupados en actividades de servicios tradicionalmente de bajos salarios, como el comercio o la hostelería, y los residentes en Andalucía, Canarias, Extremadura y la Región de Murcia. Como se aprecia en el Gráfico 3.7, el número de afiliados menores de 30 años en el primer trimestre descendió el 1,6% con respecto al

8: Los indicadores parciales de las ventas al exterior de bienes mostraron señales contrapuestas. Mientras que la información disponible de la balanza comercial apunta a un crecimiento en el 1T19, las exportaciones de grandes empresas y la cartera de pedidos prevén un estancamiento o ligero retroceso.

9: Las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles retrocedieron un 0,9% m/m CVEC en promedio en enero y febrero. Por su parte, las entradas de extranjeros en frontera cayeron el 0,5% m/m. En lo que respecta a los ingresos por turismo de la balanza de pagos, éstos retrocedieron un 0,8% CVEC en enero.

10: Desde mediados de 2013, la afiliación ha crecido el 18,0% CVEC, pero todavía se encuentra un 1,4% por debajo del máximo precrisis alcanzado a comienzos de 2008. Aunque el desempleo ha retrocedido el 35,7% en los últimos cinco años, supera en un 59,8% el nivel registrado a mediados de 2007.

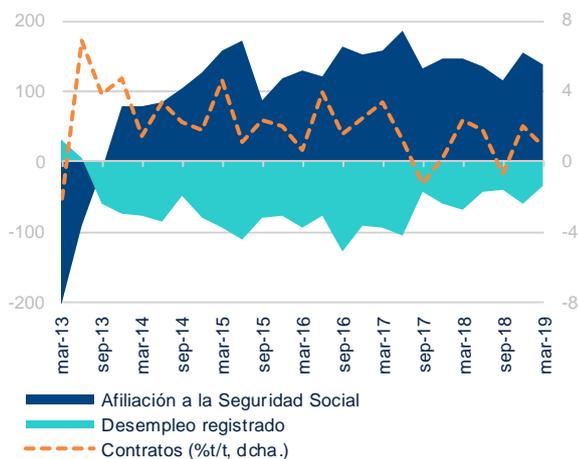
cuarto del pasado año, tres décimas más que en los primeros trimestres del bienio 2017-2018. Un resultado similar se obtiene al comparar la evolución de la afiliación en los sectores o regiones con mayor cobertura del SMI en el 1T19 frente al mismo periodo de los años precedentes.

Teóricamente, el aumento del SMI podría tener repercusiones no solo sobre el nivel de ocupación, sino también sobre su composición. En particular, el crecimiento del coste salarial podría causar un flujo hacia el trabajo por cuenta propia desde el empleo asalariado. Sin embargo, **los datos de afiliación** representados en el Gráfico 3.7 **no evidencian un ajuste comparativamente elevado de la afiliación al régimen general de la Seguridad Social entre los trabajadores potencialmente más afectados por la subida del SMI**. Por ejemplo, el número de cotizantes menores de 30 años adscritos al régimen general disminuyó el 1,7% en el 1T19, tres décimas más que en el mismo periodo de los años 2017 y 2018.

En línea con el desempleo registrado, la contratación moderó su ritmo de crecimiento. Tras avanzar el 2,0% t/t CVEC (5,4% a/a) en el 4T18, el aumento del número de contratos se ralentizó hasta el 0,9% t/t CVEC (3,9% a/a) entre enero y marzo debido al descenso, por segundo trimestre consecutivo, de los indefinidos (-6,7% t/t; -0,7% a/a). Este hecho, unido al incremento de la contratación temporal (1,7% t/t CVEC, 4,4% a/a), provocó un repunte de ocho décimas de la ratio de temporalidad hasta el 90,6% CVEC. Con todo, el porcentaje de contratos temporales es dos puntos menor que la cifra de finales de 2013, como se aprecia en el Gráfico 3.6.

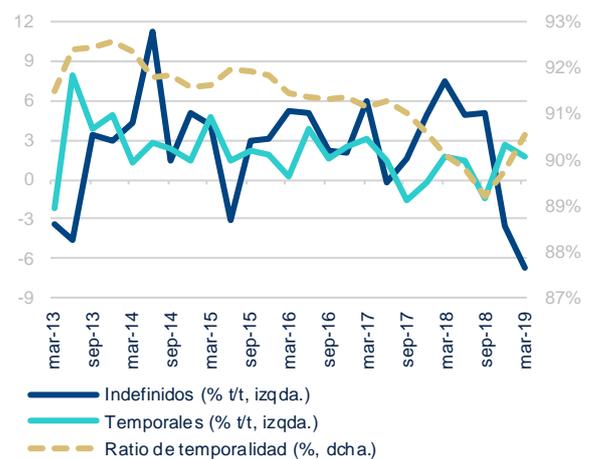
Se espera que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al 1T19 confirme la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro. El empleo podría haber aumentado en torno al 0,6% t/t CVEC (2,9 % a/a) en el primer trimestre, entre dos y tres décimas menos que en 4T18. Si la población activa apenas crece, como se prevé, el incremento de la ocupación se traduciría en un descenso de cuatro décimas de la tasa de desempleo hasta el 14,1% CVEC.¹¹

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

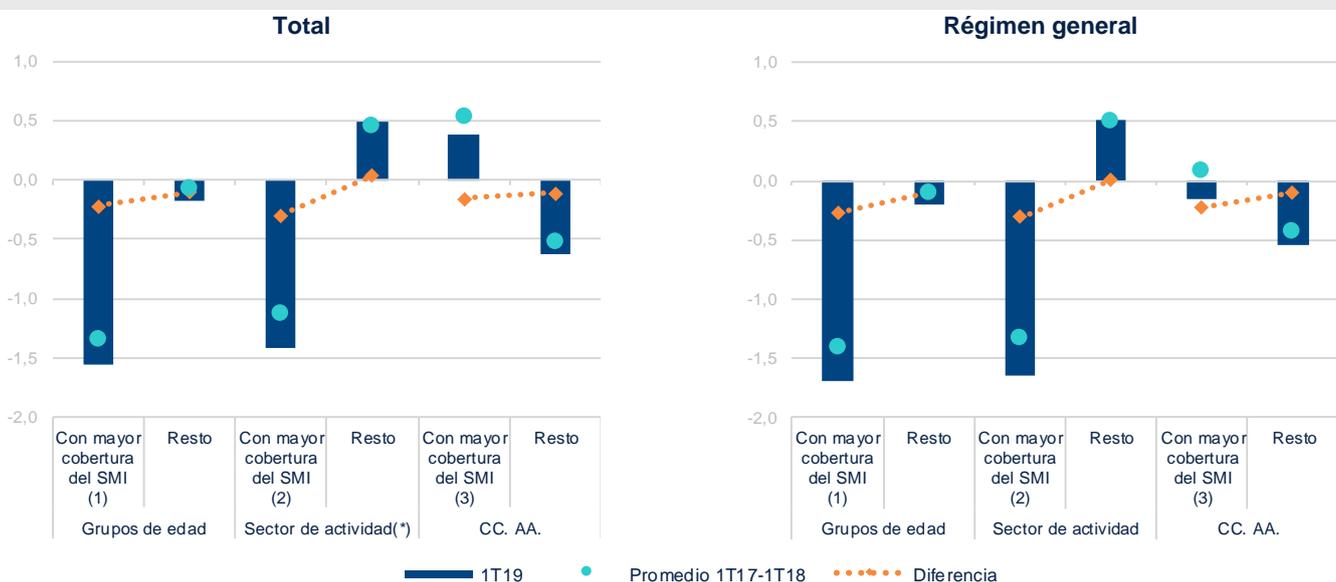
Gráfico 3.6 España: evolución de la contratación (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

11: Dada la estacionalidad negativa del periodo, la tasa de paro superaría el 14,7% en el 1T19.

Gráfico 3.7 España: variación trimestral de la afiliación a la Seguridad Social en los primeros trimestres (%)



(*) Régimen general y régimen de autónomos
 (1) Menores de 30 años.
 (2) Comercio, hostelería, actividades inmobiliarias, actividades profesionales, administrativas y artísticas y otros servicios.
 (3) Canarias, Extremadura, Andalucía y Murcia
 Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

Los precios rompen su tendencia a la baja, mientras que las demandas salariales han ido en aumento

En el arranque del año, la inflación general concluyó su trayectoria descendente y, según el indicador avance, cerró marzo en el 1,3% a/a (véase el Gráfico 3.8). Detrás de esta evolución destaca la corrección al alza de los precios de la energía, que se aceleraron siete décimas entre enero y marzo, hasta el 5,7% a/a, debido al efecto base tras el descenso de hace un año. En contrapartida, **la inflación subyacente se redujo a lo largo del 1T19 y cerró el mes de marzo en el 0,5% a/a** debido, en parte, al efecto base generado por el cambio en el calendario de la Semana Santa.

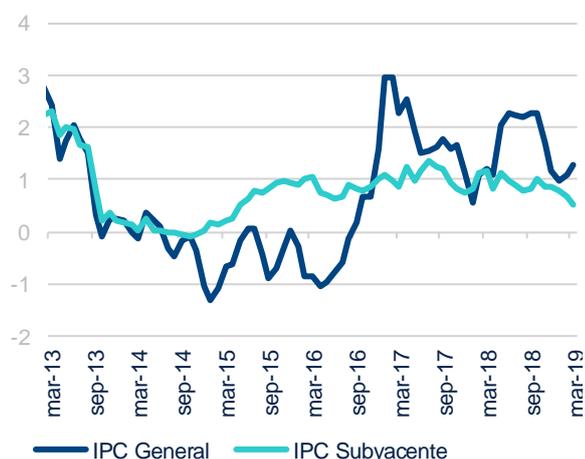
En este contexto, **el diferencial de inflación general respecto a la zona euro se mantuvo favorable a España al inicio de 2019 (-0,4 pp a/a en marzo)**. Igualmente, las estimaciones de BBVA Research indican que, utilizando como referencia la inflación subyacente, el diferencial de crecimiento de los precios se situó en -0,4% a/a en marzo.

Las demandas salariales repuntaron durante el primer trimestre. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta febrero superó el 2,2% a/a, cinco décimas más que el registrado al cierre del 4T18. A diferencia de lo sucedido desde comienzos de 2017, el aumento acordado de la retribución en los acuerdos revisados plurianuales fue similar al de los firmados a lo largo del año en curso (2,2%), que apenas vinculan a 61.800 trabajadores.¹² Como se aprecia en el Gráfico 3.9, el incremento salarial que se pactó en los convenios firmados hasta febrero supera en dos décimas al mínimo recomendado en el IV Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC).¹³

12: El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 6.200.000 hasta febrero cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2019 (6.145.000), un 30% más que la cifra registrada hasta febrero del pasado año.

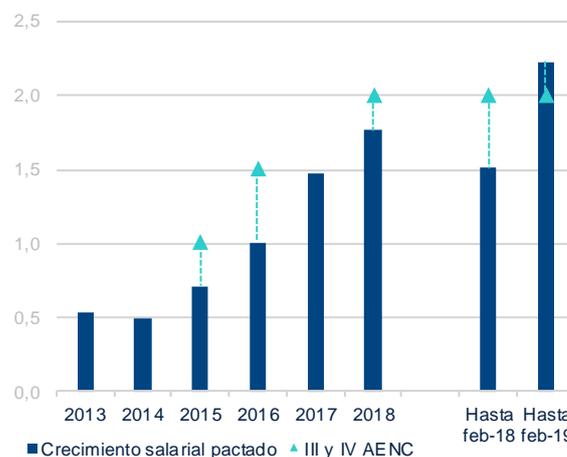
13: El IV AENC, suscrito a comienzos de julio de 2018 por CEOE, CEPYME, CC.OO. y UGT, recomendaba aumentos salariales en torno al 2% en 2018, 2019 y 2020, más una parte variable que depende, entre otros factores, de la evolución de la productividad, los resultados de la empresa y el absentismo injustificado.

Gráfico 3.8 España: inflación general y subyacente (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.9 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.

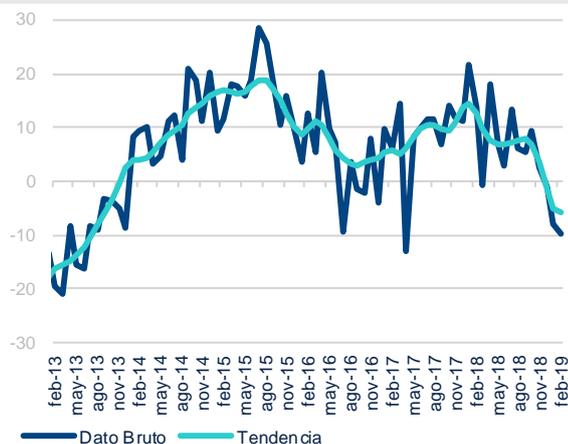
(*) Los datos desde 2017 son provisionales.

Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

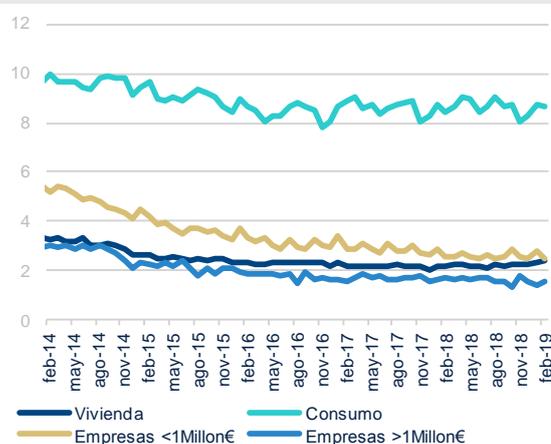
El nuevo crédito retrocede en los primeros meses de 2019

El stock de crédito al sector privado moderó su caída al inicio de 2019, con un retroceso del -3,1% a/a en enero. Por su parte, las nuevas operaciones concedidas también se situaron en terreno negativo al comienzo de 2019, y cayeron el -9,4% a/a en el acumulado hasta febrero (véase el Gráfico 3.10). Por tipo de operaciones, las de financiación a empresas han mostrado un comportamiento negativo durante los dos primeros meses del año. Así, la financiación de empresas de más de un millón de euros descendió el 10,2% a/a en el acumulado enero-febrero de 2019, mientras que para las inferiores a un millón de euros fue del -14,4% a/a. Parte de esta caída se debe al efecto base que supuso el impulso del fin de las TLTRO en febrero 2018. En las operaciones a familias, se aprecia cierta fatiga al comenzar el año, pero aún mantienen un crecimiento del 3,2% a/a en el acumulado enero-febrero, apoyadas por las operaciones destinadas a la financiación de bienes de consumo y a la adquisición de vivienda, pero lastradas por el resto de financiación a hogares.

Por otra parte, el precio del nuevo crédito se mantiene en mínimos, dados los reducidos tipos de interés, las buenas condiciones de liquidez para los bancos, el bajo riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades (véase el Gráfico 3.11). Sin embargo, en algunas carteras parece que se ha 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 para adquisición vivienda (2,38% TAE promedio en febrero, 17 puntos básicos más que hace un año), que muestran una resistencia a seguir bajando, por la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo (hasta febrero el 40% de los nuevos créditos hipotecarios, frente al 35% en 2018) y porque el Euribor 12 meses ha comenzado a repuntar muy ligeramente (8 puntos básicos más que hace un año) desde niveles aún negativos. Al respecto, todavía no hay evidencia clara sobre la posible repercusión a los tipos hipotecarios de la asunción del impuesto de actos jurídicos documentados (AJD) por parte de las entidades.

Gráfico 3.10 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 3.11 España: tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito (% TAE)


Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario 2019-2020: el crecimiento pierde tracción

Este año se podría saldar con un crecimiento anual del 2,2%, mientras que en 2020 la economía avanzará el 1,9%, dos y una décima menos que el avance previsto en la anterior edición de esta publicación y, en promedio, siete décimas por debajo del registrado en el pasado bienio (véase el Cuadro 3.1). La demanda interna seguirá siendo el principal soporte del crecimiento (2,3pp en promedio) mientras que la contribución de la demanda externa neta volverá a ser negativa (-0,2pp en promedio). Con todo, de cumplirse este escenario, el avance de la actividad sería suficiente para crear 760.000 puestos de trabajo y disminuir la tasa de paro hasta el entorno del 12,7% en el promedio de 2020.¹⁴

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

(% a/a salvo indicación contraria)	4T18	1T19 (e)	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,0	1,9	2,4	2,3	2,0	1,7
G.C.F Privado	1,9	1,8	2,5	2,3	2,0	1,7
G.C.F AA. PP.	2,2	2,3	1,9	2,1	2,2	1,6
Formación Bruta de Capital Fijo	4,4	5,3	4,8	5,3	4,1	3,9
Equipo y Maquinaria	2,8	5,8	6,0	5,4	3,0	3,7
Construcción	6,3	5,7	4,6	6,2	4,8	3,7
Vivienda	4,6	3,7	9,0	6,9	4,6	4,3
Otros edificios y Otras Construcciones	8,1	7,9	0,6	5,5	5,0	3,0
Demanda nacional (*)	2,5	2,7	2,9	2,9	2,4	2,1
Exportaciones	1,0	1,2	5,2	2,3	2,8	3,8
Importaciones	1,7	2,3	5,6	3,5	3,8	4,5
Saldo exterior (*)	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,3	-0,2
PIB real pm	2,3	2,3	3,0	2,6	2,2	1,9
PIB nominal pm	3,1	3,9	4,2	3,6	3,8	3,5
Empleo total (EPA)	3,0	3,0	2,6	2,7	2,0	1,7
Tasa de paro (% población activa)	14,4	14,8	17,2	15,3	13,9	12,8
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	2,6	2,5	2,8	2,5	2,0	1,6

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e) Estimación; (p) Previsión.

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

14: La ocupación aumentará en 660.000 personas entre el 4T18 y el 4T20 y la tasa de paro se reducirá a niveles cercanos al 12%.

La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento se debe, en parte, a la peor evolución de la economía europea. En todo caso, el entorno exterior continuará siendo favorable

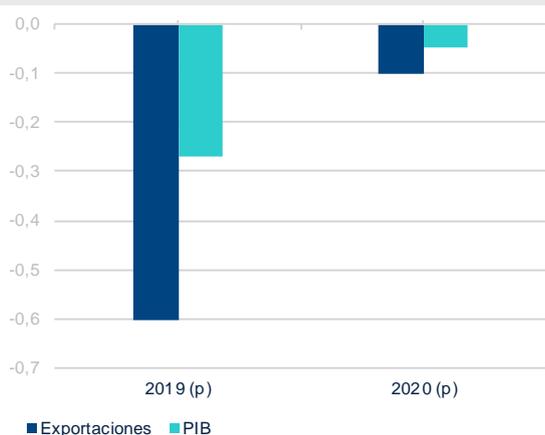
Aunque la actividad global mantiene un avance sólido, lo hace con una composición diferente (ver Sección 1). En particular, mientras que la demanda interna se mantiene robusta, se observa un deterioro en los flujos comerciales producto de las tensiones sobre el nivel de los aranceles, en un entorno de elevada incertidumbre acerca de la fortaleza de la recuperación en EE.UU. y China. En todo caso, se espera que la confianza vaya en aumento conforme se vayan resolviendo favorablemente dichas tensiones, lo que traería un entorno favorable para la evolución de la actividad en España.

En Europa, las expectativas de crecimiento se han revisado a la baja (en 0,4pp hasta el 1,0% en 2019 y en 0,1pp hasta el 1,3% en 2020) lo que explica, en parte, el deterioro de las previsiones de avance del PIB para la economía española (véase el Gráfico 3.12). No obstante, se prevé que la actividad en la Eurozona vaya recuperándose progresivamente de los factores que han ralentizado el avance de la industria y las exportaciones. Entre estos últimos, estarían las tensiones comerciales, la incertidumbre acerca del brexit o factores puntuales que habrían afectado al sector automotriz.

Asimismo, se espera que la **dilatación del proceso de normalización de la política monetaria del BCE** -tras mantener los tipos de interés en niveles reducidos y el anuncio de una nueva ronda de subastas de liquidez a largo plazo (TLTRO)-, contribuya a mantener holgadas las condiciones de financiación y favorezca el avance de la actividad. Esto, junto a la estrategia de política monetaria de la FED, ha motivado una revisión a la baja del tipo de cambio del euro, lo que también ayudará a compensar parcialmente el efecto negativo que deriva de la menor demanda europea (véase el Gráfico 3.13).¹⁵

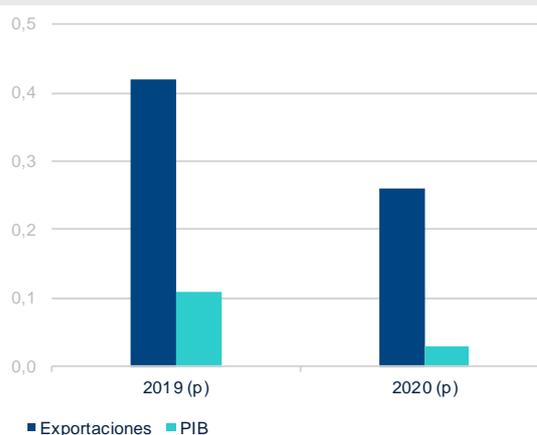
Por último, resulta de especial relevancia el alivio que proporcionará **el precio del petróleo** que, según las previsiones de BBVA Research, podría desacelerarse desde los 71 dólares por barril en 2018 hasta los 62 dólares en 2019 y los 55 dólares en 2020.¹⁶

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



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

Gráfico 3.13 España: impacto de la revisión a la baja del tipo de cambio del euro (pp del crecimiento anual)



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

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

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

En resumen, a pesar de un entorno de mayor incertidumbre y ralentización de la actividad en algunos de los socios comerciales de la economía española, se espera que el entorno global sea favorable y que incluya una progresiva recuperación de la eurozona. Adicionalmente, **los menores precios del petróleo junto con el tono acomodaticio de la política monetaria permitirán mejoras en la competitividad y continuarán apoyando el crecimiento de la demanda interna.**

La demanda doméstica soportará el crecimiento, a pesar de la desaceleración

El consumo privado perderá tracción en el bienio 2019-2020. BBVA Research pronostica que el crecimiento del gasto de los hogares se moderará hasta el 2,0% en 2019 y el 1,7% en 2020, una décima menos, en promedio, que lo previsto en la anterior edición de esta publicación. ¿Qué factores explican el menor dinamismo 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.¹⁷ En segundo lugar, el menor brío de algunos de los determinantes del consumo, como la riqueza financiera neta, afectada por la volatilidad de las cotizaciones bursátiles, la reorientación del ahorro hacia activos más seguros, pero menos rentables, y la finalización del proceso de desapalancamiento de los hogares. Por último, el impacto de la incertidumbre, materializado en el deterioro de las perspectivas de los hogares sobre la situación económica, que acota el recorrido a la baja de la tasa de ahorro (véase el Gráfico 3.14).¹⁸

Por el contrario, el impulso fiscal incluido en los Presupuestos Generales del Estado de 2018 y las medidas adicionales aprobadas durante los últimos meses (entre las que destacan el aumento de las pensiones y de las remuneraciones de los empleados públicos para 2019) seguirán contribuyendo al avance de la renta de las familias. El alza del SMI también podría incrementar la remuneración de los asalariados entre una y dos décimas en 2019 y 2020 si las empresas absorben la revalorización en lugar de trasladarla a precios.¹⁹ Asimismo, el crecimiento 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.²⁰ Finalmente, el crédito seguirá aumentando en los próximos trimestres, aunque probablemente a un ritmo menor que en el bienio precedente dada la desaparición de la demanda embalsada y las dificultades crecientes para encontrar nichos de rentabilidad solventes. De todos modos, el avance de la financiación contribuirá a sostener un consumo más intensivo en crédito. Como se aprecia en el Gráfico 3.15, se estima que en torno al 5,3% del gasto nominal de los hogares en el bienio 2019-2020 será financiado, tres puntos más que en 2012, pero todavía 1,3 puntos menos que en el máximo alcanzado en 2007.

17: 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 dejó de contribuir al crecimiento del gasto de los hogares en 2017 a medida que la demanda embalsada desaparece.

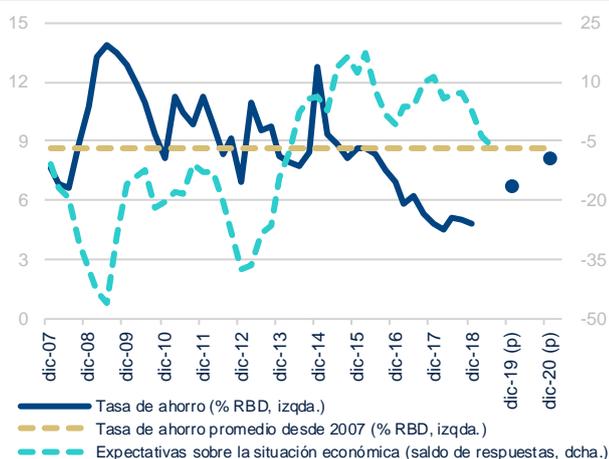
18: Tras descender hasta el 4,5% CVEC de la renta disponible en el 1T18, la tasa de ahorro de los hogares ha aumentado tres décimas hasta alcanzar el 4,8% CVEC en el 4T18.

19: Las estimaciones de BBVA Research indican que el impacto del aumento del SMI sobre la remuneración sería negativo incluso a corto plazo si las empresas lo repercuten en su totalidad (hasta cinco décimas en 2020). En este escenario, las repercusiones negativas sobre el nivel de empleo superarían a las positivas sobre los salarios. Véase la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2019.

20: 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:

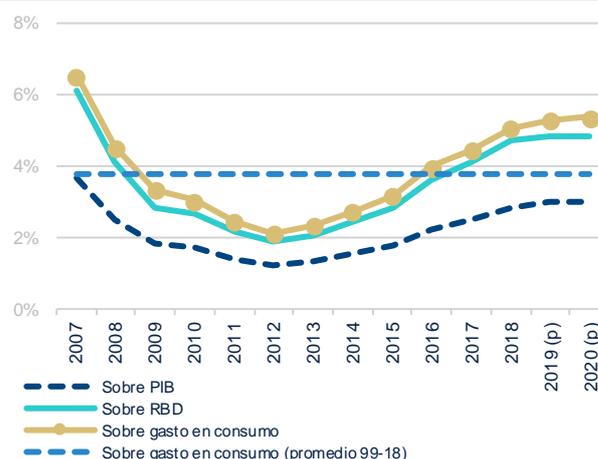
<https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-consumo-segundo-semestre-2017/>

Gráfico 3.14 España: expectativas de los hogares sobre la situación económica y tasa de ahorro (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y CE

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 entre 2007 y 2010
Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE

La inversión en maquinaria y equipo crecerá durante el período 2019-2020 a tasas algo más moderadas que las previstas hace tres meses. En concreto, se espera que esta partida de la demanda avance el 3,0% en 2019 y el 3,7% en 2020 (0,9pp y 0,5pp menos que las cifras previstas en la última publicación de esta revista), por debajo del ritmo observado a lo largo de la recuperación (5,7% en el bienio 2017-2018). Varios son los factores que justifican este cambio. A escala doméstica, la incertidumbre de política económica persiste y los cambios en la regulación en torno al sector del automóvil, condicionan las decisiones de inversión. A escala internacional, la reciente atonía de la demanda global, junto con el menor crecimiento de la economía europea y la falta de acuerdos para poner fin a las tensiones comerciales, presionan a la baja a las exportaciones y, por tanto, dilatan la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión en maquinaria y equipo. En contrapartida, la prolongación del tono expansivo de la política monetaria y el abaratamiento de los precios del petróleo, servirán como elementos de soporte.

La inversión en vivienda moderará sensiblemente su crecimiento durante el presente bienio. El cierre de 2018 estuvo marcado por una creciente inseguridad jurídica motivada por cambios regulatorios en torno a la liquidación del impuesto de Actos Jurídicos Documentados, lo que se plasmó en una desaceleración de la venta residencial, probablemente transitoria, de la que el sector parece no haberse repuesto totalmente en los primeros compases del año en curso.²¹ Además los cambios legislativos en torno al mercado del alquiler²² residencial podrían tener un carácter más permanente, ya que el aumento de la inseguridad jurídica de los arrendadores de viviendas, puede desalentar los incentivos de inversores -tanto particulares como institucionales- e impactar en la oferta de alquileres. Una circunstancia que podría acusarse más en las regiones con mayor exposición al turismo, también aquejadas por el agotamiento de los flujos de visitantes no residentes. Con todo, se prevé una revisión a la baja de la inversión en vivienda en el presente bienio, que será algo más intensa en 2019 dado el mayor impacto de los cambios regulatorios. Así, se espera un crecimiento de la inversión del 4,6% en el año en curso (1,6pp menos que en el escenario anterior) y del 4,3% en 2020 (1,9pp menos).

21: Real Decreto-ley 17/2018, de 8 de noviembre, por el que se modifica el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados: goo.gl/Hr6QCe

22: Real Decreto-ley 7/2019, de 1 de marzo, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler: goo.gl/vnHKMw

En cuanto a la **demanda pública, se espera que vuelva a contribuir positivamente al crecimiento de la actividad, como consecuencia de las medidas expansivas de la política fiscal que se han aprobado recientemente, pero condicionada por el ciclo electoral.**²³ En todo caso, la incertidumbre política y la formación de los nuevos gobiernos determinarán la evolución del gasto sobre todo en la segunda mitad del año. De esta forma, se espera una ligera aceleración del consumo final de las administraciones públicas hasta el 2,2% a/a en 2019, que se irá moderando hasta el 1,6% 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 interanual del 5,0% y del 3,0% durante 2019 y 2020, respectivamente.

La ralentización de Europa explica la atonía de los flujos comerciales

La **revisión a la baja de las expectativas de crecimiento para Europa** (1,0% en 2019 y 1,3% en 2020) y la debilidad del resto la demanda global, aconsejan revisar a la baja el ritmo de crecimiento previsto de las ventas de España al exterior para el próximo bienio. Aun así, el crecimiento económico mundial (de 3,4% en 2019 y 2020), junto con la menor apreciación esperada del tipo de cambio efectivo real y los bajos precios del petróleo, son suficientes para sostener la demanda exterior en terreno positivo. De esta manera, **se prevé que las exportaciones totales aumenten el 2,8% a/a en promedio este año y el 3,8% el próximo, 2,4pp y 0,7pp menos que lo previamente estimado**, respectivamente.

En particular, **se espera que las ventas de bienes al exterior dejen atrás un 2018 decepcionante y recuperen algo de la tracción perdida**, hasta situar su crecimiento en torno al 2,0% en 2019, y al 4,1% en 2020. Esto supone una revisión a la baja de 3,4pp y 0,8pp, respectivamente, en comparación a lo previamente estimado. En todo caso, el ritmo de expansión previsto para 2020 se encontraría algo por encima del observado desde el inicio de la recuperación (3,7% en promedio), como consecuencia de la desaparición de los factores que habrían afectado puntualmente al sector automotriz, de la progresiva recuperación que se espera para la Eurozona y de las ganancias de competitividad provenientes de la caída en el precio del petróleo, en el coste de financiación o en el valor del euro frente al dólar. Por su parte, se prevé que las exportaciones de servicios crezcan el 4,4% en 2019 y el 3,0 en 2020, esto es 0,4pp menos que el promedio anual estimado en el trimestre anterior y, casi dos puntos por debajo del aumento observado desde 2014.

En lo concerniente al turismo extranjero, las previsiones de BBVA Research sugieren que, tras crecer a un ritmo medio anual del 5,6% durante el último lustro, el consumo de no residentes en el territorio nacional podría prolongar su desaceleración en el próximo bienio, con un crecimiento del 1,5% en 2019 y el 1,0% en 2020, lo que supone 0,2pp más que lo estimado en la última publicación de esta revista en 2019, pero 0,6pp menos en 2020. Detrás de esta ralentización del turismo exterior siguen pesando 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.²⁴ A nivel externo, la recuperación de algunos de los mercados competidores, lastrados en los últimos años por las tensiones geopolíticas, ha implicado la pérdida de los flujos desviados hacia el mercado español en el último lustro.²⁵ Finalmente, se espera que las ventas al exterior de servicios no turísticos avancen el 6,5% en 2019 y el 4,4% en 2020 (0,4pp menos y 0,2pp más de lo previamente estimado), en media con el avance del último lustro (5,7% en promedio).

23: En particular, la subida del 2,25% del sueldo de los empleados públicos (RDL 24/2018, de 21 de diciembre), la subida del 1,6% de la pensiones contributivas y del 3% de las no contributivas (RDL 28/2018, de 28 de diciembre), así como las medidas de ampliación de los permisos de paternidad (RDL 6/2019, de 1 de marzo), o la restauración del subsidio de desempleo para mayores de 52 años y la aprobación de una nueva bonificación para contratos a desempleados de larga duración (RDL 8/2019, de 8 de marzo).

24: 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.

25: Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren que cerca de 10pp del crecimiento del turismo durante los últimos años no puede explicarse por los fundamentos tradicionales como la evolución de la demanda global o el tipo de cambio efectivo real. Para una explicación más detallada de los factores estructurales que están ralentizando el turismo exterior, véase el observatorio de BBVA Research: "Turismo exterior en España: pérdida de tracción a la espera de mejoras en la competitividad", disponible en <https://bit.ly/2FuOVl9>

La composición prevista del crecimiento de la demanda final propiciará un **avance de las importaciones en torno al 4,2% en promedio** durante el presente bienio que, en consecuencia, limitará la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento y la mantendrá negativa (-0,3pp en 2019 y -0,2pp en 2020). Esta evolución del saldo exterior es consistente con una desaceleración moderada del saldo de la balanza por cuenta corriente hasta el 0,9% del PIB en 2019 y el 0,8% del PIB en 2020.

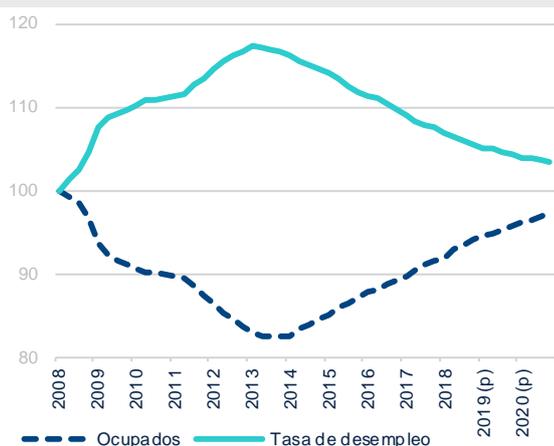
Ralentización de la creación de empleo

En línea con la evolución de la actividad económica, **la recuperación del mercado de trabajo perderá tracción en 2019 y 2020**. La desaceleración del crecimiento y las repercusiones del incremento en 2019 del salario mínimo interprofesional (SMI) limitarán la creación de empleo hasta el 2,0% este año.²⁶ Dado que el aumento de la población activa será modesto, el crecimiento de la ocupación se traducirá en una disminución de 1,4 puntos de la tasa de desempleo hasta el 13,9%. El avance del empleo y el descenso de la tasa de paro se prolongarán en 2020, pero a un ritmo menor, hasta el 1,7% y el 12,8%, respectivamente.

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 situaría en torno al 12,4%, lejos de las cifras precrisis. Como ilustra el Gráfico 3.16, en el 4T20 el nivel de empleo se situaría en torno a un 2,5% por 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 1,8% en promedio en el bienio– anticipan una contribución reducida de la productividad aparente del factor trabajo (véase el Gráfico 3.17).

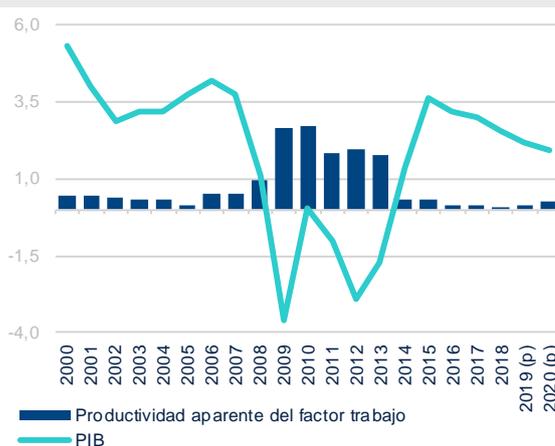
Para mitigar el impacto sobre la creación de empleo de la ralentización de la actividad y del aumento del SMI, sería deseable facilitar el crecimiento de la productividad y avanzar en la eficacia y la eficiencia de las políticas activas de empleo. Al respecto, serían bienvenidas las estrategias de activación 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 3.16 España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



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

Gráfico 3.17 España: crecimiento del PIB y contribución de la productividad aparente del factor trabajo (%)



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

26: El incremento del 22,3% del SMI para 2019 podría tener un impacto significativo sobre el crecimiento y el empleo de la economía española. Las estimaciones de BBVA Research, incluidas en la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2019, indican que el PIB en 2019 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. A largo plazo, el efecto dependerá de la adopción de políticas que contribuyan a aumentar la productividad de los trabajadores potencialmente más afectados, como los jóvenes, los extranjeros o los menos cualificados, entre otros. Si su productividad no crece, el ascenso del SMI podría situar el PIB entre 0,7pp y 1,2pp por debajo del nivel previsto en el escenario base y el empleo, entre 0,9pp y 1,6pp.

La inflación se mantendrá en cotas moderadas durante el presente bienio

Tras la desaceleración de los precios al consumo observada durante el segundo semestre del año pasado y parte del primer trimestre del presente, se espera que la inflación general se estabilice gradualmente, hasta cerrar 2019 con una media anual en torno al 1,1% a/a (0,2pp por debajo de la estimada hace tres meses). Por su parte, la inflación subyacente se mantendrá prácticamente estable (0,8% 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 (1,1% a/a en promedio anual) lo que, junto a unos precios de la energía moderados, situarán a la inflación general en el 1,4% 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.

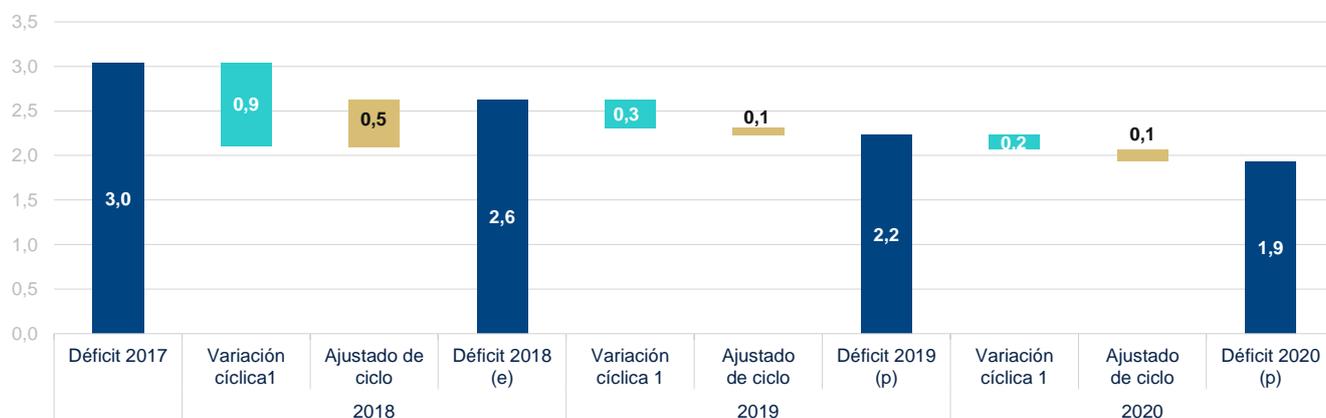
El ciclo económico favorecerá la reducción del déficit, y pese a ello, se incumplirán las metas fiscales del bienio 2019-2020

La reciente información del cierre de las cuentas públicas de 2018 se saldó con una reducción del déficit público hasta el 2,6% del PIB, por encima del objetivo de estabilidad presupuestaria (-2.2%), pero ligeramente por debajo de lo esperado a final de año. Estas cifras vinieron a sancionar una menor aceleración a la esperada del gasto público durante la segunda mitad del año, que compensó el impacto positivo de la mejora del mercado laboral y de los menores costes de financiación. Por su parte, se confirma un crecimiento de los ingresos tributarios por encima de lo esperado a comienzos del año. **No obstante, el ajuste fiscal observado en 2018 fue menor del que hubiera permitido el ciclo económico, dado el impulso fiscal de unas cinco décimas del PIB.**

En un entorno de prórroga presupuestaria e incertidumbre sobre la política fiscal, los primeros datos de ejecución presupuestaria a enero de 2019 mantienen la dinámica observada a finales del año anterior, cuando el déficit público alcanzó el 2,6% del PIB. Así, se espera que a lo largo del bienio 2019-2020, el ciclo económico volverá a reducir el déficit público, 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. Dicha mejora cíclica se verá compensada, en parte, por el impacto de las medidas aprobadas a finales del año pasado y durante los primeros meses del presente.²⁷ Como resultado, el déficit del conjunto de las administraciones públicas se reducirá tan solo cuatro décimas, hasta el 2,2% del PIB en 2019, situándose nuevamente por encima del objetivo de estabilidad. Para 2020, en un escenario sin cambios en la política fiscal, se espera una nueva corrección cíclica de las cuentas públicas hasta el 1,9% del PIB (véase el Gráfico 3.18), lo que supondrá una nueva desviación sobre el objetivo de estabilidad (-0,5%).

27: Las previsiones realizadas para esta publicación sólo consideran las medidas de política fiscal en vigor, que son las detalladas anteriormente en la nota 23.

Gráfico 3.18 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

En este contexto, se estima que el saldo primario estructural se habría deteriorado 0,5pp del PIB en 2018, mientras que para 2019 y 2020 se prevé una estabilización del mismo en torno al -0,4% del PIB. Todo ello, derivaría en un tono prácticamente neutral durante el bienio 2019-2020. En consecuencia, con un déficit por debajo del 3% del PIB, España saldrá del brazo corrector del protocolo de déficit excesivo, pero permanecerá bajo la vigilancia reforzada durante los tres próximos ejercicios debido al elevado nivel de deuda pública. Esta situación exige un ritmo de ajuste estructural de 0,65 pp anual para reducir significativamente el elevado nivel de deuda pública (que se situó en el 97,2% a cierre de 2018).

Los riesgos aumentan y la capacidad de respuesta ante estos disminuye

Aunque la revisión a la baja de la actividad incorporada en la actualización del escenario de BBVA Research es moderada y las señales sobre el crecimiento en los primeros meses del año siguen mostrando una inercia muy fuerte, la situación de vulnerabilidad de la economía es mayor. El avance de la actividad es cada vez más dependiente de la demanda doméstica y, en particular, está sesgado hacia el gasto público y el consumo privado interno. A esto hay que añadir la disminución del PIB por hora trabajada en los últimos meses. Además, con el agotamiento progresivo de la efectividad de la política monetaria y la aún imperante necesidad de acometer un ajuste fiscal, la capacidad de respuesta de la economía española a los riesgos que se ciernen sobre el escenario es modesta. La cantidad de riesgos, por otro lado, siguen acumulándose, así como su probabilidad de ocurrencia.

A nivel externo, las dudas sobre la fortaleza del crecimiento global van en aumento. La desaceleración de la economía China y su capacidad estructural siguen siendo un interrogante abierto, mientras que la economía de EE.UU. se desacelera. **En este contexto, se mantiene la incertidumbre sobre la resolución de las tensiones comerciales** entre EE.UU. y China, así como sobre la materialización de la salida del Reino Unido, tras la prórroga acordada con la UE, y si ésta se hará de forma ordenada. Además, dentro de la UEM, y a pesar del estímulo monetario que mantiene el BCE, preocupa el debilitamiento de la economía, que podría poner de manifiesto problemas estructurales, ligados a la necesidad de reformas que avancen en la integración europea y generen un entorno propicio para el crecimiento. A este respecto, las elecciones europeas en mayo y el posible crecimiento de partidos políticos críticos con el proyecto común, suponen una incógnita adicional al panorama exterior.

A nivel doméstico, los riesgos también son importantes. Por un lado, **la incertidumbre sobre la política económica sigue siendo alta.** Por ejemplo, **en el plano de la política fiscal, ha aumentado con el ciclo electoral y, probablemente, se mantenga elevada hasta la formación de los nuevos gobiernos (central, autonómicos y locales).** En concreto, se teme que en la víspera de las elecciones haya presiones al alza sobre el gasto público, lo que podría adelantar un freno de la demanda pública durante la segunda parte del año. Otro foco de preocupación son los recientes cambios regulatorios en el mercado inmobiliario cuyo efecto final sobre la inversión en el sector es todavía incierto.

Estos riesgos, junto con los propiamente ligados al mercado laboral español, aconsejan especial cautela ante el posible **agotamiento del ritmo de creación de empleo.** En primer lugar, cabe notar que aunque hasta ahora los efectos del incremento en el salario mínimo están en línea con el escenario base planteado por BBVA Research, se mantiene las dudas respecto al impacto que tendrá en el medio y largo plazo. Por el momento no se ha observado un efecto contagio al resto de la distribución salarial, ni una traslación a los precios finales, pero todavía no se pueden descartar estos escenarios más adversos, sobre todo, en ausencia de medidas que impulsen la productividad y fortalezcan la demanda de empleo.²⁸ 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 y, en consecuencia, mayores presiones salariales.

En segundo lugar, **la composición sectorial del crecimiento también podría debilitar la creación de empleo** en los próximos años. Los datos más recientes indican que el sector público fue el responsable de una cuarta parte del aumento de la ocupación en 2018 y, por tanto, ponen en evidencia que ésta también podría verse afectada por la posible contención del gasto público tras el periodo electoral.²⁹ Asimismo la debilidad mostrada por el sector exterior durante el último año es preocupante. El empuje de las exportaciones de bienes y del turismo exterior ha favorecido la creación de empleo durante el último lustro, pero están dando muestras de agotamiento en los últimos meses.³⁰ De cara al futuro, esto supone un desafío para la economía española. Más aún, en un contexto donde la industria está paulatinamente perdiendo peso en la economía y no está claro que otras ramas de actividad, con un mayor dinamismo esperado, pueden asumir el reto de relevar a estos sectores como motores del crecimiento y la creación de empleo.³¹

En resumen, y más allá del efecto directo de que puedan tener algunas medidas aprobadas, la incertidumbre acerca de la política económica continúa afectando de manera negativa al desempeño de la actividad. Así, BBVA Research estima que, la incertidumbre de política económica restará dos décimas nivel del PIB en 2019 y, si alcanza los niveles observados en las pasadas elecciones, podría restar una o dos décimas más³² (véase el Gráfico 3.19). En este contexto, y tras las citas electorales de esta primavera, será **clave la capacidad de llegar a acuerdos** sobre las medidas necesarias para continuar con la recuperación, y mejorar el funcionamiento de la economía a largo plazo. Por contra, la dilación de estos acuerdos y medidas podría redundar en un nivel de incertidumbre más elevado y, en consecuencia, en un mayor impacto negativo sobre la actividad. Desde 2016, por ejemplo, los distintos brotes de incertidumbre de política económica han restado cerca de dos décimas al crecimiento medio anual.

28: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que el PIB en 2019 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. 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. 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.

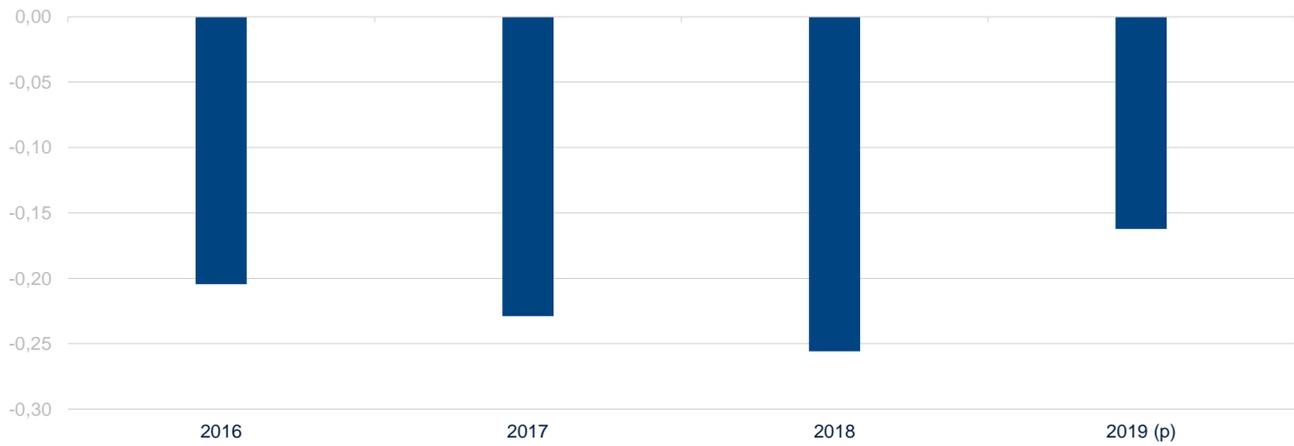
29: Esta contribución, superior a las seis décimas de crecimiento, no se registraba desde la crisis (mediados de 2008-mediados de 2011), periodo en el que el sector público trató de acotar la destrucción de puestos de trabajo en el sector privado

30: Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren que el turismo exterior ayudó a la creación de 280 mil empleos entre 2014 y 2017 (frente a una pérdida de 10 mil para el conjunto de la economía). Para más información sobre este aspecto, véase el observatorio de BBVA Research: "Turismo exterior en España: pérdida de tracción a la espera de mejoras en la competitividad", disponible en <https://bit.ly/2FuOV19>

31: Para más información sobre la evolución de la industria en España en las últimas décadas, véase el observatorio de BBVA Research: "Desindustrialización prematura en España", disponible en <https://bit.ly/2H4Hqoh>

32: 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>

Gráfico 3.19 España: impacto de la incertidumbre sobre la política económica en el PIB
(Desviación respecto al nivel del escenario en ausencia de incertidumbre)



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

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	1,0	1,3
Alemania	2,2	2,5	1,5	0,8	1,4
Francia	1,1	2,3	1,6	1,2	1,5
Italia	1,2	1,7	0,8	-0,2	0,5
España	3,2	3,0	2,6	2,2	1,9
Reino Unido	1,8	1,8	1,4	1,3	1,6
Latam*	-0,2	1,8	1,5	1,7	2,3
México	2,7	2,3	2,0	1,4	2,2
Brasil	-3,3	1,1	1,1	1,8	1,8
Eagles**	5,2	5,4	5,2	4,9	5,0
Turquía	3,2	7,4	2,6	1,0	2,5
Asia Pacífico	5,6	5,6	5,6	5,3	5,2
Japón	0,6	1,9	0,8	0,7	0,5
China	6,7	6,8	6,6	6,0	5,8
Asia (ex. China)	4,6	4,6	4,7	4,6	4,6
Mundo	3,3	3,7	3,6	3,4	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: 5 de abril de 2019.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.2 Inflación (Promedio anual, %)

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

(*) 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: 5 de abril 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	2,78	3,00
Alemania	0,13	0,37	0,46	0,15	0,58

Fecha de cierre de previsiones: 5 de abril 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	0,88	0,84
USD-EUR	1,11	1,13	1,18	1,14	1,19
USD-GBP	1,35	1,29	1,33	1,37	1,46
JPY-USD	108,82	112,20	110,47	111,49	110,67
CNY-USD	6,64	6,76	6,61	6,72	6,71

Fecha de cierre de previsiones: 5 de abril 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	2,75	2,75
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
China	4,35	4,35	4,35	3,85	3,85

Fecha de cierre de previsiones: 5 de abril 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	1,0	1,3
Consumo privado	1,9	1,8	1,3	1,3	1,5
Consumo público	1,8	1,2	1,0	1,4	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,0	2,9	3,1	2,2	2,3
Inventarios (*)	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	2,3	1,7	1,6	1,4	1,5
Exportaciones (bienes y servicios)	3,0	5,5	3,0	2,1	2,6
Importaciones (bienes y servicios)	4,2	4,1	2,9	3,1	3,5
Demanda externa (*)	-0,4	0,8	0,2	-0,4	-0,3
Precios					
IPC	0,2	1,5	1,8	1,3	1,5
IPC subyacente	0,8	1,1	1,2	1,3	1,5
Mercado laboral					
Empleo	1,4	1,6	1,5	0,8	0,6
Tasa desempleo (% población activa)	10,0	9,1	8,2	7,8	7,7
Sector público					
Déficit (% PIB)	-1,6	-1,0	-0,6	-1,0	-1,0
Deuda (% PIB)	89,1	86,8	84,2	82,7	81,1
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,1	3,2	2,9	2,5	2,4

Fecha de cierre de previsiones: 5 de abril 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	2,6	2,2	1,9
Consumo privado	2,9	2,5	2,3	2,0	1,7
Consumo público	1,0	1,9	2,1	2,2	1,6
Formación Bruta de Capital	2,9	4,8	5,3	4,1	3,9
Equipo y Maquinaria	5,2	6,0	5,4	3,0	3,7
Construcción	1,1	4,6	6,2	4,8	3,7
Vivienda	7,0	9,0	6,9	4,6	4,3
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	2,4	2,9	2,9	2,4	2,1
Exportaciones	5,2	5,2	2,3	2,8	3,8
Importaciones	2,9	5,6	3,5	3,8	4,5
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,8	0,1	-0,3	-0,3	-0,2
PIB nominal	3,5	4,2	3,6	3,8	3,5
(Miles de millones de euros)	1118,7	1166,3	1208,2	1254,8	1299,1
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	2,7	2,6	2,7	2,0	1,7
Tasa de paro (% población activa)	19,6	17,2	15,3	13,9	12,8
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,1	2,8	2,5	2,0	1,6
Productividad aparente del factor trabajo	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,2	2,0	1,7	1,1	1,4
IPC (fin de periodo)	1,6	1,1	1,7	1,2	1,5
Deflactor del PIB	0,3	1,3	1,0	1,6	1,6
Remuneración por asalariado	-0,5	0,3	0,8	2,1	2,3
Coste laboral unitario	-0,6	0,2	0,8	1,9	2,0
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,3	1,8	1,0	0,9	0,8
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	99,0	98,1	97,2	95,9	94,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,3	-3,0	-2,6	-2,2	-1,9
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: 5 de abril 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

+34 610343238

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Félix Lores

felix.lores@bbva.com

+34 91 374 01 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:

Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@bbva.com

José Félix Izquierdo

jfelix.izquierd@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

