

# Situación España

1T20



## Índice

1. Editorial.....	3
2. La menor incertidumbre allana el camino para la estabilización del crecimiento mundial .....	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	8
<b>Recuadro 1</b> Inmigración y crecimiento de la población activa .....	22
<b>Recuadro 2</b> El crecimiento potencial en España: oportunidades de futuro .....	24
<b>Recuadro 3</b> Im(productividad): ¿la enfermedad española? .....	27
4. Tablas.....	29

Fecha de cierre: 11 de enero de 2020

## 1. Editorial

**La desaceleración de la economía española podría tocar fondo en 2020. Sin embargo, la evolución futura del crecimiento dependerá crucialmente de la resolución de los distintos focos de incertidumbre y de las políticas que se implementen.** Así, se mantiene el escenario publicado hace tres meses en el que el avance del PIB podría ralentizarse hasta el 1,6% en 2020 desde el 1,9% con el que habría finalizado 2019. Para 2021, la leve mejora que se espera en el entorno internacional explicaría una moderada aceleración, lo que permitiría que el crecimiento regresase a niveles cercanos al 1,9%. En todo caso, el sesgo sobre el escenario sigue siendo a la baja.

**El crecimiento del PIB parece haberse estabilizado durante el segundo semestre de 2019.** En particular, se estima que el avance del PIB podría haberse mantenido en el 0,4% t/t durante el último trimestre del año, en línea con lo observado en los primeros nueve meses de 2019. Asimismo, la tendencia de los datos conocidos hasta el momento apunta a que este ritmo de expansión se sostendría en los primeros meses de 2020.

**La ralentización del gasto doméstico podría haber alcanzado un punto de inflexión durante el segundo semestre del año, mientras el sector exportador se sostiene.** En particular, el consumo de las familias habría dejado atrás la atonía mostrada durante la primera parte de 2019, cuando la tasa de ahorro se incrementó, afectada posiblemente por la pérdida de confianza relacionada tanto con el entorno externo como con el interno. Asimismo, la inversión en maquinaria y equipo mantiene una sorprendente fortaleza, a pesar de la debilidad que ha presentado durante el último año el sector exportador. Esta positiva evolución de la acumulación de capital fijo, junto con los primeros signos de recuperación en las ventas al exterior, son fuentes que apoyan una estabilización del crecimiento hacia delante. Por último, la política fiscal está siendo moderadamente expansiva lo que, si bien es una mala noticia para los objetivos de reducción del desequilibrio en las cuentas públicas, supone un soporte para la demanda interna.

**Sin embargo, ciertos sectores continúan reflejando de manera negativa la puesta en marcha de cambios regulatorios.** Lo anterior se observa principalmente en las compras de automóviles, en los indicadores relacionados con el sector inmobiliario y en la creación de empleo en aquellas regiones, empresas o colectivos más expuestos al aumento del Salario Mínimo Interprofesional. Adicionalmente, el sector turístico de playa continúa mostrando una debilidad que parece ir más allá de lo que puede explicar la ralentización de la demanda externa. A pesar de lo anterior, parece que el contagio desde estos sectores al resto de la economía permanece acotado.

**A pesar del resurgimiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, la incertidumbre relacionada con el entorno internacional disminuye gracias a una mayor claridad en los temas comerciales.** Por ejemplo, el resultado de las elecciones en Reino Unido parece haber reducido la probabilidad de una salida desordenada de la Unión Europea. Adicionalmente, a pesar de que algunos sectores y empresas se han visto negativamente afectados por el aumento en los aranceles impuestos por EE. UU. a la Eurozona, los artículos afectados suponen una parte relativamente reducida de las exportaciones españolas. Más aún, hay señales de una reducción en la tensión entre las principales áreas económicas, como lo demuestra el tentativo acuerdo que podrían haber alcanzado EE. UU. y China. También se consolida la expectativa de una política fiscal moderadamente más expansiva en la UEM, especialmente en Alemania. Aunque el impulso no parece suficiente para elevar las expectativas de inflación en el conjunto de la Eurozona, permitirá al BCE mantener los tipos de interés en sus niveles actuales, sin necesidad de tomar medidas adicionales. En todo caso, habrá que estar atentos a las tensiones entre EE. UU. e Irán y a sus efectos sobre el precio del petróleo, particularmente importantes en una economía importadora de combustible como la española.

**España está en una encrucijada: la velocidad futura de la recuperación dependerá de las políticas que se implementen durante los próximos meses.** La incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada dada la falta de consenso que parece mantenerse sobre temas clave. La jornada de huelga y los distintos episodios de tensión observados en Cataluña durante el mes de octubre parecen haber tenido un impacto negativo sobre la actividad en la economía regional, pero reducido e inferior a lo observado hace dos años. El cambio de tendencia que se ha observado en la evolución de la economía catalana desde la segunda mitad de 2017 ha supuesto un limitante para el crecimiento del conjunto de la española.

**De particular importancia serán los cambios que el nuevo Gobierno pueda introducir en ámbitos tan importantes como el mercado laboral o las pensiones.** Antes de avanzar en una reversión total de las reformas implementadas en años anteriores, sería conveniente revisar las distintas evaluaciones que se han hecho sobre los efectos que han tenido las medidas introducidas y mantener aquellos aspectos que han sido valorados positivamente. Este espíritu de evaluación de políticas públicas debería extenderse a todos los ámbitos. A este respecto, un análisis detallado de los costes y beneficios de los cambios recientemente impulsados en el sector de la vivienda o de los incrementos en el Salario Mínimo Interprofesional debería guiar las actuaciones futuras.

**La reducción del desequilibrio en las cuentas públicas debería seguir siendo un objetivo prioritario, minimizando el impacto de la consolidación fiscal sobre el crecimiento.** En este sentido, es bienvenido el compromiso del nuevo Gobierno con la responsabilidad fiscal y con la mejora de la eficiencia en el uso de los recursos a través del fortalecimiento de sistemas de evaluación de políticas públicas. En todo caso, se mantiene la incertidumbre sobre la velocidad del ajuste y el impacto neto sobre la actividad que puedan tener los incrementos impositivos que sean aprobados para financiar las políticas de gasto anunciadas. Además, el punto de partida no es el mejor, toda vez que en 2019 la reducción del déficit habría sido casi nula, incumpliendo las metas establecidas a pesar de un entorno de recuperación económica y de bajos tipos de interés. De hecho, el año pasado habría sido el quinto consecutivo con una política fiscal procíclica. Respecto a las previsibles subidas de impuestos, es necesario avanzar hacia una imposición eficiente, que limite los efectos negativos sobre el crecimiento, la innovación y el empleo, dé certidumbre sobre la capacidad recaudatoria, fomente la inversión, tome en cuenta la justicia intergeneracional y no ponga en peligro la competitividad de las empresas, en general, o de ciertos sectores, en particular. Estos criterios deben guiar no solo la política fiscal, sino el conjunto de la política económica.

**En ausencia de reformas eficientes, el crecimiento de tendencia de la economía española estaría convergiendo a niveles significativamente menores que los observados al inicio de la recuperación.** De la evolución reciente de la economía española se pueden destacar distintas fortalezas. Por un lado, el crecimiento del PIB se ha mantenido en promedio casi un punto porcentual por encima del de la UEM. Adicionalmente, esto se ha logrado al mismo tiempo que se han mantenido incrementos importantes en la inversión en maquinaria y equipo, sin que por ello se haya dejado de reducir el endeudamiento con el resto del mundo. Asimismo, la población vuelve a aumentar, producto de la inmigración, lo que incrementa la capacidad de crecimiento de la economía española. Por último, muchos de los desequilibrios que retroalimentaron los efectos de la crisis y la hicieron más virulenta se han reducido.

**Todo esto apunta a que la economía española está hoy mejor preparada para enfrentar un entorno de mayor incertidumbre.** En todo caso, el contexto internacional es de menor crecimiento. A nivel interno, el desempleo y el uso de contratos temporales se mantienen estructuralmente elevados, lo que tiene un efecto particularmente negativo en la desigualdad. Asimismo, el envejecimiento de la población será un reto importante para la actividad durante los próximos años. Finalmente, la productividad continúa mostrando un estancamiento preocupante. Estos últimos factores indican que España difícilmente alcanzará tasas de crecimiento similares a las observadas durante los últimos años, lo que pone de manifiesto la importancia de impulsar reformas que atajen de manera eficiente estos retos, mantengan un clima favorable para la inversión, y permitan afrontar con éxito los desafíos de la revolución tecnológica y de la transición energética.

## 2. La menor incertidumbre allana el camino para la estabilización del crecimiento mundial

**La reducción de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y la desaparición del riesgo de un *brexit* desordenado en el corto plazo (aunque se mantenga para finales de 2020) han contribuido a una caída de la incertidumbre económica. De este modo, se ha allanado el camino para frenar el proceso de desaceleración del crecimiento y que la economía global se estabilice**, a pesar de que el proteccionismo seguirá afectando al comercio mundial y que los riesgos geopolíticos y estructurales continúan siendo elevados. Asimismo, la perspectiva de estabilización del avance de la actividad mundial se ha visto reforzada por la resistencia de la actividad en EE. UU. y por las ligeras sorpresas alcistas en los datos de crecimiento en China y en la Eurozona. En el mismo sentido, **la política económica ha seguido apoyando al crecimiento, y lo continuará haciendo en los próximos trimestres, al menos en las principales economías mundiales**. Tras las acciones de estímulo monetario recientes, se espera que tanto la Reserva Federal de EE. UU. como el BCE mantengan los bajos tipos de interés en sus niveles actuales por un largo período de tiempo, mientras China adoptará nuevas medidas de estímulo fiscal y monetario. El mayor optimismo respecto al entorno global también ha provocado una clara mejoría del tono de los mercados financieros. Con todo ello, después de un empeoramiento continuo de las perspectivas para la economía mundial a lo largo de 2019, **se revisan ahora ligeramente al alza las previsiones de crecimiento de China y de la Eurozona, y se mantienen las perspectivas de moderación suave en EE. UU.**

### Entorno global: un tono más positivo en los últimos meses, tras el deterioro exhibido en buena parte de 2019

**2019 ha sido un año marcado por la ralentización del crecimiento a nivel global.** Según las estimaciones de BBVA Research, la economía mundial habría crecido el 3,2% en el año, la menor tasa desde 2009 (entre 2010 y 2018 la expansión media del PIB mundial fue de 3,8%), y 0,4 puntos porcentuales por debajo del crecimiento observado en 2018.

**El menor crecimiento experimentado a lo largo de 2019 se debió, en buena parte, a la desaceleración estructural de la economía china y a la moderación cíclica en EE. UU., especialmente tras el desvanecimiento paulatino de los efectos de los estímulos fiscales adoptados en 2018, reforzados por la escalada proteccionista.** La debilidad de la inversión y de las exportaciones aumentó, en contraste con el desempeño relativamente sólido del consumo privado, que se vio respaldado por la relativa fortaleza de los mercados laborales, la baja inflación y las políticas contracíclicas adoptadas en las principales regiones.

**El papel de la política económica ha sido clave para mitigar los riesgos.** Los estímulos fiscales puestos en marcha en China y, en menor medida, en la Eurozona y, sobre todo, los monetarios, liderados por la Reserva Federal, impidieron una moderación más fuerte del crecimiento en 2019. Además, fueron fundamentales para acotar la volatilidad en los mercados financieros.

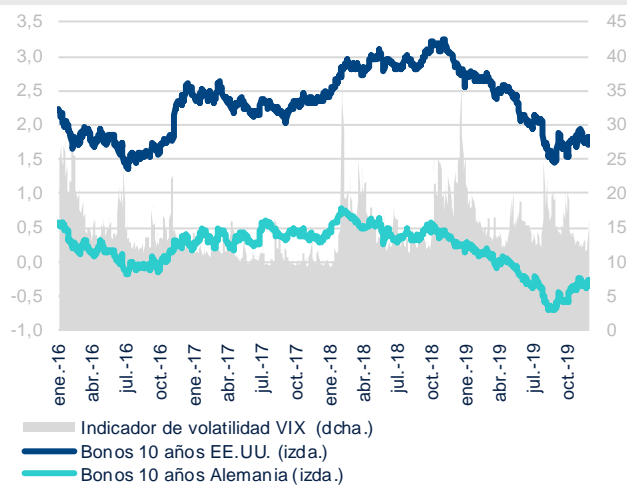
Frente a la complejidad del contexto económico y geopolítico, en los últimos meses se han producido algunas noticias positivas que ayudan a aclarar el panorama. Entre ellas, destaca la **mejora en el tono de las conversaciones entre EE. UU. y China, que ha producido un acuerdo comercial “de primera fase”**. EE. UU. se compromete a no imponer nuevos aranceles y a reducir a la mitad los que se introdujeron en septiembre del pasado año (sobre 120 mil millones de dólares de exportaciones chinas), mientras que el país asiático accede a aumentar las compras de bienes producidos en EE. UU. (principalmente, las de productos agrícolas) y promete una mejor protección de los derechos de propiedad intelectual, entre otras medidas.

**El acuerdo en sí mismo no reduce los aranceles de manera significativa.** La tarifa de importación media de China para productos estadounidenses permanecerá alrededor de 21% (en comparación con el 8% al inicio de 2018), mientras que el arancel promedio de EE. UU. para productos chinos apenas caerá del 21% a cerca del 19% (en comparación con alrededor del 3% hace tan solo dos años). **Además, hay riesgos relacionados con la implementación de las medidas anunciadas, y una solución permanente para los temas estructurales y tecnológicos todavía parece distante. Con todo, se trata de una buena noticia** que cambia, al menos temporalmente, la dinámica negativa de las relaciones entre los dos países y puede reforzar la confianza de los agentes económicos.

**El acuerdo comercial entre EE. UU. y China, los avances en la resolución del *brexit*, los datos de la economía estadounidense y las ligeras sorpresas al alza en el crecimiento de China y la Eurozona han generado un cierto optimismo en los mercados financieros, a pesar de la reciente preocupación sobre el aumento de las tensiones geopolíticas entre EE. UU., Irán e Irak.** Así, la volatilidad financiera se ha reducido, la rentabilidad de la deuda soberana ha repuntado (véase el Gráfico 2.1), los mercados bursátiles han tendido al alza y el apetito por el riesgo ha crecido, lo que ha favorecido, a su vez, a algunos activos de economías emergentes.

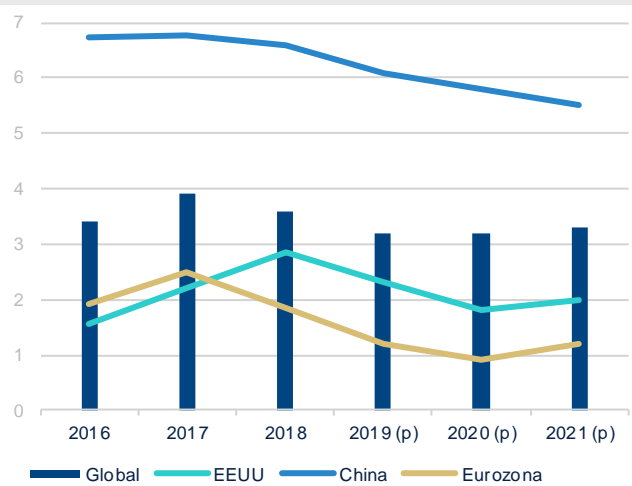
**Los acontecimientos más recientes, además, han contribuido a que tanto la Reserva Federal como el BCE decidieran mantener sus tipos de interés de referencia inalterados en los últimos meses** (el primero en el 1,75%, y el segundo en el -0,50% el tipo de interés de depósito), en lugar de anunciar recortes adicionales.

Gráfico 2.1. **RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA Y VOLATILIDAD BURSÁTIL (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 2.2. **CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL: 2016-2021 (%)**



(p) Previsión.  
Fuente: BBVA Research

## Tras crecer 3,2% en 2019, la economía global se expandirá 3,2% en 2020 y 3,3% en 2021, menos de lo observado en los años anteriores

Después de moderarse en 2019, lo más probable es que el crecimiento global se mantenga en un 3,2% en 2020 y se acelere paulatinamente hasta alrededor del 3,3% en 2021. **Aunque la rivalidad estratégica entre EE. UU. y China seguirá generando tensiones, y otras regiones se pueden ver afectadas por nuevas medidas proteccionistas, se espera que la incertidumbre global se mantenga más baja que en 2019** y permita que el proceso de desaceleración global finalice. **Estas previsiones de crecimiento están, además, condicionadas a que las tensiones geopolíticas se mantengan acotadas y a que los demás riesgos que acechan a la economía mundial no se materialicen.** En concreto, el escenario de BBVA Research asume que las recientes

tensiones entre EE. UU., Irán e Irak no tendrán un impacto negativo permanente sobre el entorno global. En particular, se estima que el precio del petróleo se estabilizará alrededor de 61 dólares por barril a lo largo del bienio, por debajo del valor medio registrado en 2019 (64 dólares) y del actual (68 dólares). Esta esperada reducción del precio del crudo está apoyada en una mejora paulatina de la demanda global y en un incremento previsto de la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP. Asimismo, si una escalada de las turbulencias en el Oriente Medio aumentaran el precio del petróleo hasta 70 dólares el barril y lo mantuvieran en este nivel durante todo el año de 2020, el crecimiento mundial en el próximo bienio se podría reducir entre una y dos décimas, con un impacto mayor en Europa.

**Las perspectivas de estabilización están también respaldadas por la visión de que la política económica seguirá brindando apoyo a la actividad** en la mayor parte de las geografías. En concreto, en un entorno de presiones inflacionistas limitadas, **se espera que tanto la Reserva Federal como el BCE mantengan los tipos en los niveles actuales a lo largo de 2020 y 2021**, aunque en ambos casos no se descartan medidas de estímulo adicionales en caso de un nuevo deterioro del entorno, y tampoco un ajuste alcista de los tipos en EE. UU si la inflación sube más de lo esperado. La política fiscal, por otro lado, ejercerá un papel de estímulo en la Eurozona y, principalmente, en China, donde el aumento de la inversión pública en infraestructuras será mayor de lo esperado hace tres meses. A ello se sumarán las medidas de expansión monetaria del banco central chino, aunque se verán limitadas por el reciente repunte, en buena parte, temporal, de la inflación. Así, se prevé que los tipos de interés oficiales se recorten en los próximos meses desde el 4,1% hasta el 3,9% y que los requerimientos de reservas bancarios vuelvan a descender.

**En EE. UU. se mantienen las perspectivas de ralentización suave hacia tasas de crecimiento cercanas a la potencial:** tras crecer el 2,9% en 2018, la economía habría avanzado el 2,3% en 2019 y se expandirá alrededor del 1,8% en 2020 y 2,0% en 2021 (véase el Gráfico 2.2). Así, el ciclo de crecimiento que se inició en el 2010 seguiría hacia delante, en un entorno en el que el ruido político podría aumentar debido a las elecciones presidenciales de noviembre de 2020, y pese al riesgo de recesión, que en todo caso se ha reducido en los últimos meses.

**En China, el ritmo de avance de la economía se seguirá moderando, aunque con menos intensidad que lo previamente esperado.** En concreto, las previsiones apuntan a que el país crecerá en torno al 5,8% en 2020, tres décimas menos que en 2019, y el 5,5% en 2021. La revisión al alza de la proyección para 2019 (+0,1pp) se debe a que el crecimiento se ha desacelerado ligeramente menos de lo previsto en los últimos meses, mientras que el ajuste para la de 2020 (+0,2pp) responde al acuerdo con EE. UU. y a las mejores perspectivas sobre la relación futura entre las dos economías, así como a la decisión de intensificar el uso de la política fiscal como herramienta de estímulo a la actividad. En cualquier caso, siguen presentes los riesgos relacionados con un desapalancamiento desordenado de la economía.

**En la Eurozona se han revisado ligeramente las previsiones de crecimiento para 2019 y 2020.** Se espera que, tras cerrar 2019 con un avance del 1,2% (+0,1pp), el crecimiento alcance el 0,9% (+0,1pp) en 2020 y el 1,2% en 2021. A las revisiones alcistas han contribuido las sorpresas positivas en los indicadores de actividad registradas en los últimos meses, así como la supresión del riesgo de *brexit* sin acuerdo a finales de enero, a pesar de que de cara a finales de 2020 podría aumentar.

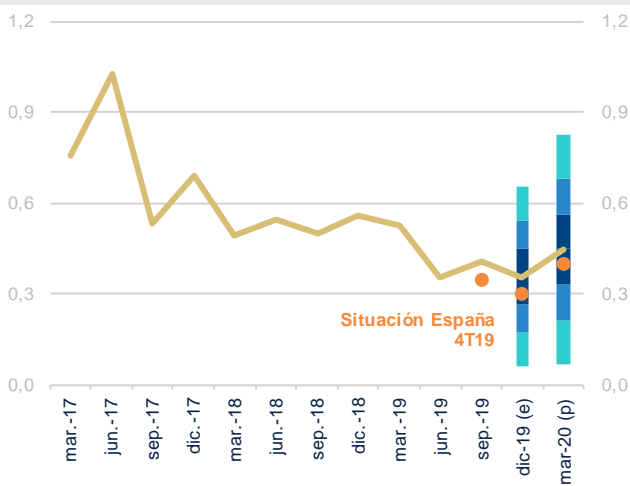
### 3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

#### Crecimiento del PIB en el corto plazo: estable en torno al 0,4%

La información coyuntural conocida a la fecha de cierre de este informe indica que **la economía española podría haber vuelto a crecer de forma moderada en el cuarto trimestre de 2019**, pero ligeramente por encima de lo anticipado hace tres meses (véase el Gráfico 3.1). El aumento de la actividad entre octubre y diciembre se habría situado en torno al 0,4% t/t (1,7% a/a)<sup>1</sup>, en línea con los dos trimestres precedentes y por debajo del crecimiento medio trimestral registrado desde el inicio de la recuperación (0,7% t/t). Así, el crecimiento anual del PIB en 2019 se habría desacelerado hasta el 1,9%, 0,5pp menos que en 2018.

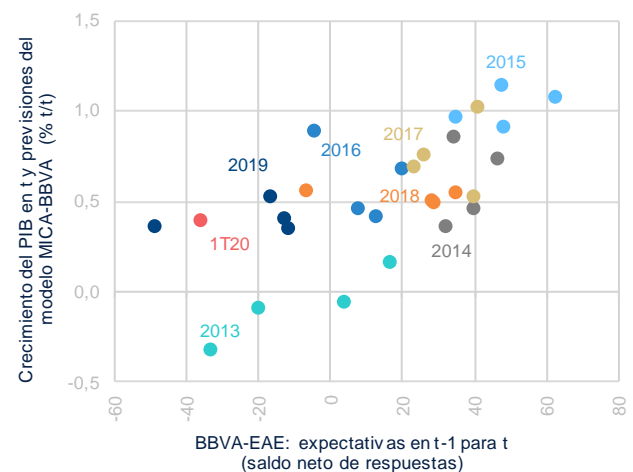
**De cara al primer trimestre de 2020, las estimaciones en tiempo real de BBVA Research sugieren que el incremento del PIB podría mantenerse estable** (previsión del modelo MICA-BBVA: entre el 0,3% y el 0,5% t/t). Sin embargo, la incertidumbre sobre el ritmo de avance ha aumentado, tal y como evidencia la visión menos favorable que se extrae de los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA) (véase el Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1. **ESPAÑA: CRECIMIENTO OBSERVADO DEL PIB Y RANGO DE PREVISIONES (% T/T)**



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

Gráfico 3.2. **ESPAÑA: CRECIMIENTO ECONÓMICO Y EXPECTATIVAS DE LOS PARTICIPANTES EN LA EAE-BBVA EN EL TRIMESTRE ANTERIOR**



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

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



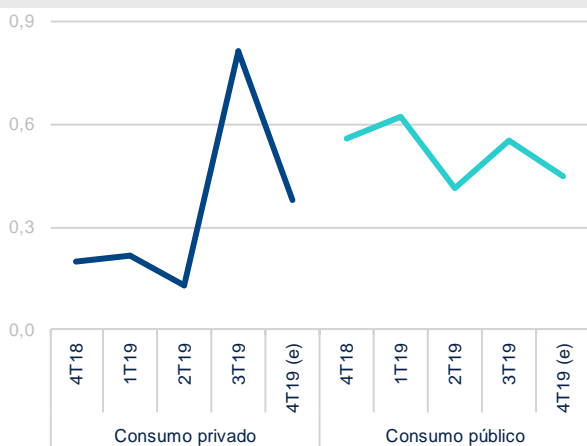
## Demanda interna: en terreno positivo gracias al avance del consumo

La información disponible del cuarto trimestre apunta hacia un ligero aumento tanto del consumo privado como del público (véase el Gráfico 3.3). Las señales que se extraen de los indicadores de gasto<sup>2</sup> sugieren que el crecimiento del consumo de los hogares podría haberse ralentizado hasta el 0,4% t/t (1,6% a/a) en el cuarto trimestre, tras el fuerte repunte observado entre julio y septiembre (0,8% t/t). De cumplirse esta previsión, el año 2019 habría cerrado con un incremento medio anual del gasto de los hogares del 1,2% a/a, seis décimas por debajo del observado en el año anterior. Asimismo, los datos de ejecución presupuestaria apuntan a que el gasto en consumo de las Administraciones Públicas habría perdido algo de tracción hasta el 0,5% t/t (2,1% a/a) en el cuarto trimestre del pasado año, después de acelerarse hasta el 0,6% t/t en el tercero. En consecuencia, el pasado ejercicio económico habría finalizado con un aumento promedio del consumo público del 2,2% a/a (1,9% en 2018).

La inversión podría haber mermado el avance de la demanda doméstica entre octubre y diciembre (véase el Gráfico 3.4). Tras el notable crecimiento registrado en el tercer trimestre (4,9% t/t), los indicadores parciales de coyuntura apuntan a que la inversión en maquinaria y equipo habría disminuido el -0,9% t/t (6,0% a/a) en el cuarto.<sup>3</sup> Así, esta partida de la inversión podría finalizar 2019 con un incremento del 3,9% anual, 1,8pp por debajo del alcanzado el año anterior. Por su parte, la inversión residencial se habría estancado en el cuarto trimestre (1,8% a/a), después del leve retroceso observado en el tercero (-0,1% t/t).<sup>4</sup> Como resultado, este componente de la demanda habría finalizado el año con una expansión media muy inferior a la registrada en el último trienio (2,6% a/a frente al 9,4% en promedio desde 2016).

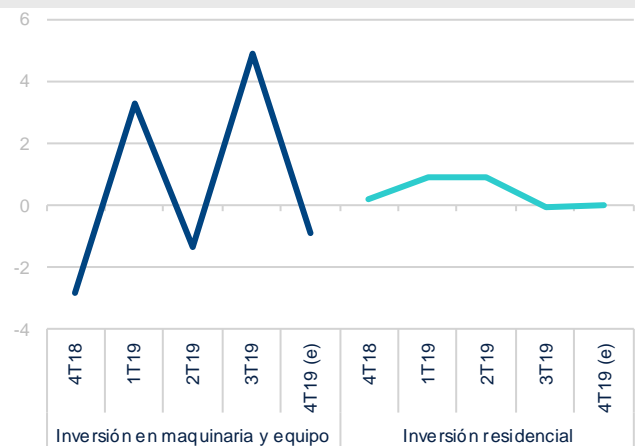
El aumento del consumo habría compensado el retroceso de la inversión, por lo que la demanda doméstica habría contribuido positivamente al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre (0,3pp del avance trimestral y 1,9pp del interanual). En el conjunto del año, la aportación de la demanda interna se cifraría en 1,7pp, 0,9pp menos que en 2018.

Gráfico 3.3. ESPAÑA: CRECIMIENTO OBSERVADO Y ESTIMACIONES DEL CONSUMO (% T/T)



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

Gráfico 3.4. ESPAÑA: CRECIMIENTO OBSERVADO Y ESTIMACIONES DE LA INVERSIÓN (% T/T)



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

2: Los indicadores del cuarto trimestre de 2019 anticipan un menor crecimiento del consumo privado. Las matriculaciones de particulares cayeron entre octubre y diciembre y la facturación del comercio al por menor, las importaciones de bienes de consumo y las ventas interiores de las grandes empresas perdieron tracción. Por el contrario, los indicadores de recursos y expectativas exhiben señales mixtas. Mientras que el avance de la renta salarial real se ralentizó y las expectativas de los hogares, tanto sobre su situación financiera como sobre la economía, empeoraron, las cotizaciones bursátiles y la financiación al consumo cobraron dinamismo.

3: Los indicadores parciales de coyuntura ligados a la inversión en maquinaria y equipo reflejaron diferentes comportamientos. Mientras que el IPI de bienes de equipo y las ventas de vehículos industriales mostraron una mejor evolución que en el 3T19, la confianza industrial y la cartera de pedidos de bienes de equipo, además de la importación de bienes de capital, se deterioraron.

4: La mayor parte de los indicadores vinculados a la inversión residencial reflejaron una evolución algo peor en el 3T19. Volvió a destacar la moderación en la creación de empleo en el sector de la construcción y el ligero avance del paro registrado. Por el contrario, habría mejorado la firma de visados tras el mal dato del trimestre anterior.

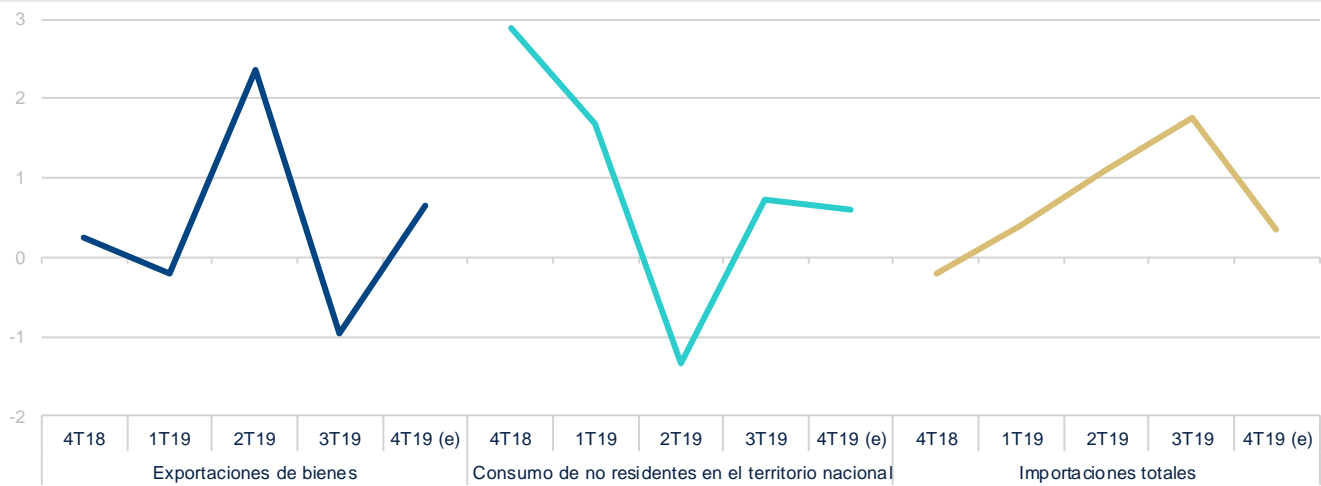
## Demanda externa: las exportaciones se recuperaron ligeramente al cierre de 2019

Tras el estancamiento observado entre julio y septiembre del pasado año, las exportaciones de bienes y servicios ganaron algo de tracción en el cuarto trimestre (0,6% t/t; 2,7% a/a), lo que permitiría finalizar 2019 con una expansión media ligeramente inferior a la registrada en 2018 (2,0% frente al 2,2%). En particular, los indicadores disponibles sugieren que las ventas de bienes al exterior<sup>5</sup> volverían a terreno positivo (0,7% t/t; 1,8% a/a) entre octubre y diciembre y cerrarían el 2019 con un crecimiento promedio del 0,5%, 1,6pp menos que en 2018 (véase el Gráfico 3.5).

A diferencia de las exportaciones de bienes, las de servicios<sup>6</sup> se habrían desacelerado en el cuarto trimestre del pasado año (0,3% t/t; 4,6% a/a), lo que, en todo caso, implicaría un avance del 5,3% para el conjunto de 2019 (2,3% en 2018). Esta evolución de las ventas exteriores de servicios se debe, al menos en parte, al desempeño favorable del consumo de no residentes en territorio español (0,8% t/t entre octubre y diciembre; 1,8% a/a), que finalizaría 2019 con un incremento del 3,1% (1,7% en 2018).

Por último, las importaciones también habrían aumentado en el cuarto trimestre del año (0,4% t/t; 3,7% a/a) y finalizarían el ejercicio económico con un ascenso del 1,6% (3,3% en 2018). Esto, unido al comportamiento esperado de las exportaciones totales, **habría dado lugar a una aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española (0,1pp t/t; -0,2pp a/a) en el cuarto trimestre de 2019** y de 0,2pp en el conjunto del año (-0,3pp en 2018).

Gráfico 3.5. **ESPAÑA: CRECIMIENTO OBSERVADO Y ESTIMACIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE LA DEMANDA EXTERNA (% T/T)**



(e) Estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

5: Los indicadores parciales de las exportaciones de bienes muestran tendencias dispares. La información disponible de la balanza comercial apunta a una recuperación de las ventas en el cuarto trimestre de 2019 (0,7% m/m CVEC en octubre). Sin embargo, las exportaciones de grandes empresas crecieron únicamente el 0,2% m/m CVEC en octubre, y la cartera de pedidos de exportación volvió a terreno negativo, tras el repunte observado durante los meses de verano.

6: Los indicadores parciales del consumo de no residentes también exhiben señales mixtas. Las pernoctas en hoteles de turistas no residentes crecieron el 0,6% m/m CVEC en promedio en octubre y noviembre. Asimismo, las entradas de extranjeros en frontera aumentaron el 0,5% m/m CVEC durante el mismo periodo. Sin embargo, los ingresos por turismo de la balanza de pagos descendieron el -0,4% m/m CVEC en octubre.

## Mercado laboral: la creación de empleo se mantiene débil, mientras que el paro crece por primera vez desde 2013

Descontadas las variaciones por causas estacionales, **la afiliación a la Seguridad Social aumentó el 0,4% t/t en el cuarto trimestre de 2019 (2,2% a/a)**, en línea con el tercero, y superó los 19.420.000 cotizantes en diciembre, ligeramente por debajo del máximo histórico alcanzado a comienzos de 2008 (19.430.000 afiliados CVEC).<sup>7</sup> Por el contrario, **el paro registrado interrumpió la senda descendente iniciada en el segundo semestre de 2013** y creció el 0,1% t/t CVEC (-1,8% a/a) entre octubre y diciembre (véase el Gráfico 3.6). Aunque ha retrocedido el 35,9% en los últimos cinco años, el desempleo todavía supera en un 59,6% el nivel registrado a mediados de 2007 (1.973.000 parados CVEC).

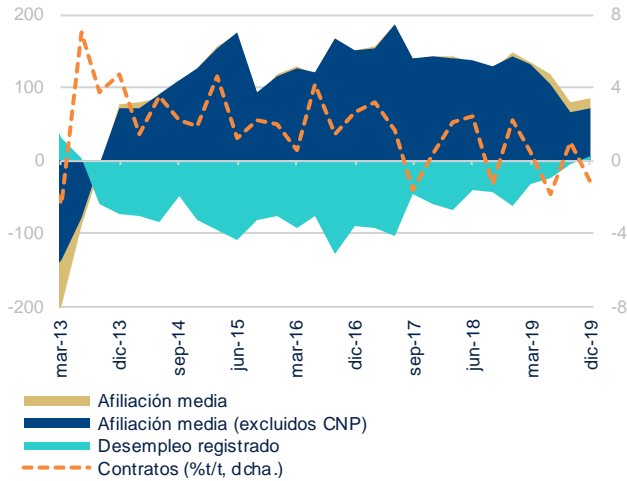
**Las repercusiones del incremento del salario mínimo interprofesional (SMI) sobre el empleo continúan siendo limitadas.** Los registros de 2019 muestran un comportamiento ligeramente menos favorable de la afiliación a la Seguridad Social entre los jóvenes, los ocupados en actividades de servicios que tradicionalmente tienen salarios bajos, como el comercio o la hostelería, y los residentes en Andalucía, Canarias, Extremadura y la Región de Murcia. En los colectivos con mayor cobertura del SMI, el número de cotizantes aumentó el 2,8% en 2019, un punto menos que en el promedio 2017-2018. En los restantes grupos, la ralentización del crecimiento de la afiliación fue menor (en torno a seis décimas).

**Los registros 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.** Este resultado sugiere que el incremento del coste salarial habría impulsado un flujo hacia el trabajo por cuenta propia desde el empleo asalariado. Al respecto, el Gráfico 3.7 muestra que el diferencial de crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social entre los colectivos con mayor cobertura del SMI y los restantes ocupados es mayor en el régimen general (siete décimas) que en el total (cuatro décimas).

**Se espera que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al cuarto trimestre confirme la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro.** El empleo podría haber aumentado en torno al 0,3% t/t CVEC (1,3 % a/a) entre octubre y diciembre, tras el práctico estancamiento observado en el tercer trimestre. Si la población activa sigue la trayectoria de crecimiento observada en los trimestres precedentes (véase el Recuadro 1), la tasa de desempleo se mantendría prácticamente estable en torno al 14,2% CVEC, en línea con la cifra bruta. Si se cumplen las previsiones para el cuarto trimestre, **2019 habría sido el sexto año consecutivo de creación de empleo.** En promedio, la ocupación habría avanzado en torno a 413.000 personas, 90.000 menos que en el año anterior. A pesar del repunte de la población activa en más de 200.000 personas, la tasa de desempleo se habría reducido alrededor de un punto hasta el 14,2%.

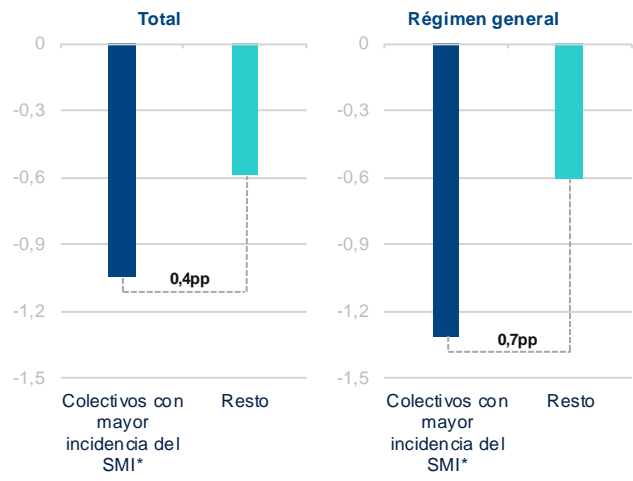
<sup>7</sup>: Desde el 1 de abril, las cuotas a la Seguridad Social del convenio especial de los cuidadores no profesionales de las personas en situación de dependencia han vuelto a ser abonadas por la Administración General del Estado, lo que ha impulsado la afiliación de dicho colectivo hasta las 54.400 personas en diciembre. Si se excluyen los cuidadores no profesionales, el repunte del número de cotizantes en el cuarto trimestre habría sido similar al total (0,4% t/t CVEC; 2,0% a/a).

Gráfico 3.6. **ESPAÑA: REGISTROS DEL MERCADO DE TRABAJO (DATOS CVEC. VARIACIÓN TRIMESTRAL EN MILES DE PERSONAS SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)**



Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

Gráfico 3.7. **ESPAÑA: VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL (DIFERENCIA ENTRE LA VARIACIÓN EN 2019 Y EN EL PROMEDIO 2017-2018, %)**



(\*) Menores de 30 años; Comercio, hostelería, actividades inmobiliarias, actividades profesionales, administrativas y artísticas y otros servicios; Canarias, Extremadura, Andalucía y Murcia.  
Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

## Precios y salarios: la inflación general aumenta, mientras que las demandas salariales se mantienen estables

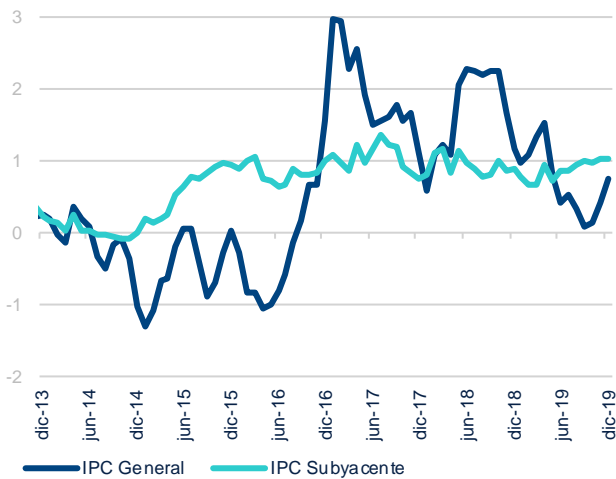
Durante el cuarto trimestre de 2019, la inflación general se aceleró hasta situarse en el **0,8% a/a en diciembre, según el indicador adelantado por el INE** (0,7% en el promedio del año) (véase el Gráfico 3.9). Detrás de esta tendencia destacó la evolución de los precios de la energía -carburantes y gas, principalmente- que moderaron su caída interanual a causa de la absorción del efecto base derivado de los descensos al cierre de 2018. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo prácticamente estable entre octubre y diciembre del pasado año (Previsión BBVA Research: 1,0% a/a en diciembre; 0,9%, en el promedio del año).

En este contexto, las estimaciones de BBVA Research indican que el diferencial de inflación general respecto a la zona euro se mantuvo a lo largo del año en situación favorable a la economía española (-0,5 pp a/a en diciembre; -0,4pp en media anual). De forma similar, y utilizando como referencia la inflación subyacente, el diferencial de crecimiento de los precios se habría vuelto a tornar negativo (-0,3pp a/a en diciembre; -0,2pp en media anual) tras cerrarse temporalmente entre julio y septiembre.

**Las demandas salariales se mantuvieron estables en el cuarto trimestre de 2019.** El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo el pasado año fue del 2,3% a/a, en línea con el registrado al cierre del tercer trimestre, pero tres décimas mayor que el mínimo recomendado en el IV Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC).<sup>8</sup> El aumento de la retribución en los acuerdos revisados plurianuales apenas repuntó media décima respecto a los firmados hasta septiembre (hasta el 2,1%), mientras que en los registrados a lo largo del año se moderó cuatro décimas hasta el 3,1%, como se aprecia en el Gráfico 3.9.<sup>9</sup>

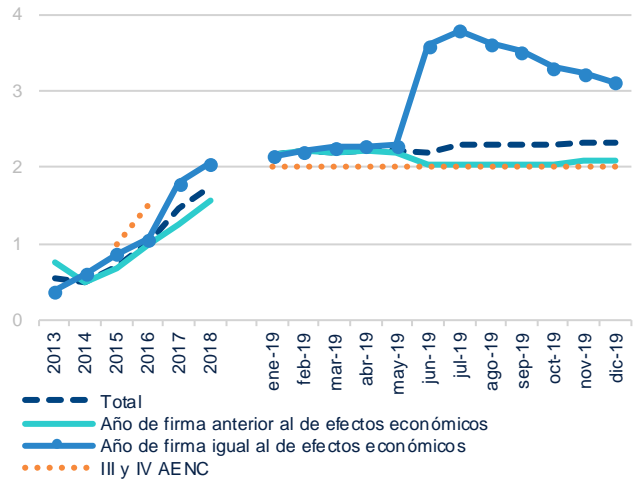
8: El IV AENC, suscrito a comienzos de julio de 2018 por CEOE, CEPYME, CC.OO. y UGT, recomendaba aumentos salariales en torno al 2% en 2018, 2019 y 2020, más una parte variable que depende, entre otros factores, de la evolución de la productividad, los resultados de la empresa y el absentismo injustificado.  
9: El número de trabajadores cubiertos por convenios colectivos firmados durante 2019 fue de 2.382.000. Esto representa el 24,2% del total de trabajadores afectados por un convenio colectivo (9.850.000).

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.

Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

## Escenario 2020-2021: el crecimiento del PIB se mantendrá por debajo del 2,0%

Los fundamentos de la economía española avalan la continuidad de la expansión durante el presente bienio. Sin embargo, el ritmo de crecimiento será notablemente menor que el registrado desde el inicio de la recuperación (2,6% en promedio entre 2014 y 2019), y alrededor del tendencial (véase el Recuadro 2). Así, se estima que **el avance del PIB volverá a ralentizarse en 2020 (en 0,3pp hasta el 1,6%), pero que recuperará algo de tracción en 2021 hasta situarse en el 1,9%** (véase el Cuadro 3.1). Este avance de la actividad propiciará la creación de más de 600.000 puestos de trabajo en el acumulado de 2020 y 2021, un 34% menos que los generados en el bienio precedente, y permitirá disminuir la tasa de paro hasta el entorno del 12,5% en el promedio del próximo año.<sup>10</sup> No obstante, estas expectativas de mejora están condicionadas a que se resuelvan las distintas fuentes de incertidumbre que aquejan a la economía, que no se materialice ninguno de los riesgos que penden sobre el escenario (véase la página 19) y que la política económica que se adopte en los próximos años no afecte negativamente a la actividad ni al empleo.

Aunque en este escenario se espera que la actividad vaya de menos a más a lo largo del horizonte de previsión, **la mayor parte de los componentes de la demanda doméstica crecerán con menos ímpetu que el observado en los últimos años.** Esto se debe, en gran medida, al agotamiento de los distintos vientos de cola que habrían impulsado a la economía española hasta el momento. Con todo, se prevé que la demanda interna siga explicando la mayor parte del avance del PIB, con **una contribución que alcanzará los 1,9pp en promedio para el bienio.**

Por su parte, **la contribución de la demanda externa neta se tornará negativa durante el bienio (-0,2pp en promedio).** La paulatina ganancia de tracción de los flujos comerciales globales y la reducción de la incertidumbre impulsarán con más intensidad las importaciones que las exportaciones.

10: La ocupación aumentará en torno a 650.000 personas entre el cuarto trimestre de 2019 y el cuarto de 2021 y la tasa de paro se reducirá a niveles cercanos al 12,2%.

Cuadro 3.1. **ESPAÑA: PREVISIONES MACROECONÓMICAS (% A/A SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)**

	2018	2019 (e)	2020 (p)	2021 (p*)	Revisión respecto a la anterior publicación	
					2019	2020
Gasto en Consumo Final Nacional	1,9	1,4	1,5	1,6	0,4	0,1
G.C.F Privado	1,8	1,2	1,4	1,6	0,4	0,1
G.C.F AA. PP.	1,9	2,2	1,7	1,8	0,2	0,0
Formación Bruta de Capital Fijo	5,3	2,7	2,6	4,5	0,4	-0,4
Equipo y Maquinaria	5,7	3,9	3,2	5,1	2,3	0,6
Construcción	6,6	1,7	1,4	3,8	-1,2	-1,3
Vivienda	7,7	2,6	2,4	5,0	-0,9	-1,5
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>
Exportaciones	2,2	2,0	2,6	3,4	0,0	-0,3
Importaciones	3,3	1,6	3,0	4,5	1,4	-0,4
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>
<b>PIB real pm</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>PIB nominal pm</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Empleo total (EPA)	2,7	2,1	1,4	1,7	-0,1	0,0
Tasa de paro (% población activa)	15,3	14,2	13,5	12,5	0,1	0,2
Empleo equivalente a tiempo completo (CNTR)	2,5	2,1	1,4	1,6	0,0	0,0

(\*) Contribuciones al crecimiento.

(e) Estimación. (p) Previsión. (p\*) Previsión presentada por primera vez.

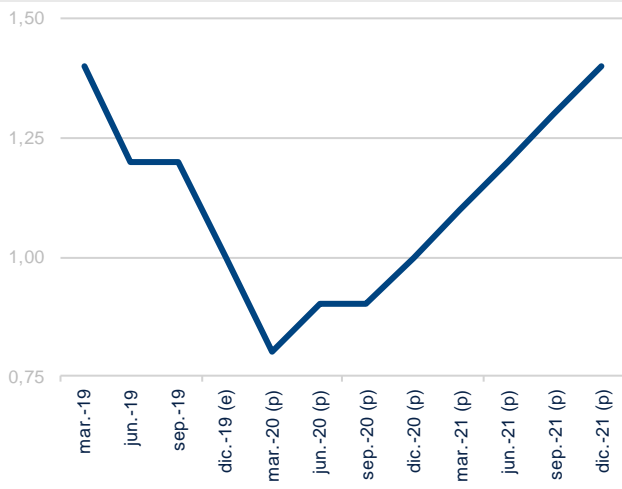
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Banco de España

## Determinantes externos: continuarán impulsando la actividad

La economía global volverá a mostrar en 2020 un ritmo de crecimiento anual ligeramente por encima del 3,0% y, por tanto, por debajo del observado en la última década (3,8% en promedio). Sin embargo, se vislumbra una atenuación de algunos de los focos de incertidumbre más relevantes (en particular, el *brexít* y las tensiones comerciales entre EE. UU. y China) y, por tanto, un punto de inflexión que concluirá con un repunte de la actividad en la mayor parte de las economías desarrolladas en 2021. De especial importancia para España será la aceleración del crecimiento de la economía Europea para ese año (véase el Gráfico 3.10) que, según las estimaciones de BBVA Research, podría trasladarse prácticamente a razón de uno a uno al PIB español. En este contexto, **la acción de los bancos centrales seguirá contribuyendo a contener las tensiones financieras y evitar la entrada en recesión de EE. UU. y Europa**. Si bien el impacto marginal de la política monetaria expansiva del BCE va disminuyendo, la estabilización de los tipos de interés en mínimos mantendrán las condiciones de financiación holgadas (véase el Gráfico 3.12), lo que favorece al consumo y la inversión. Además, los diferenciales en los tipos de interés respecto a EE. UU. seguirán proporcionando un tipo de cambio del euro respecto al dólar que impulsará las exportaciones españolas.

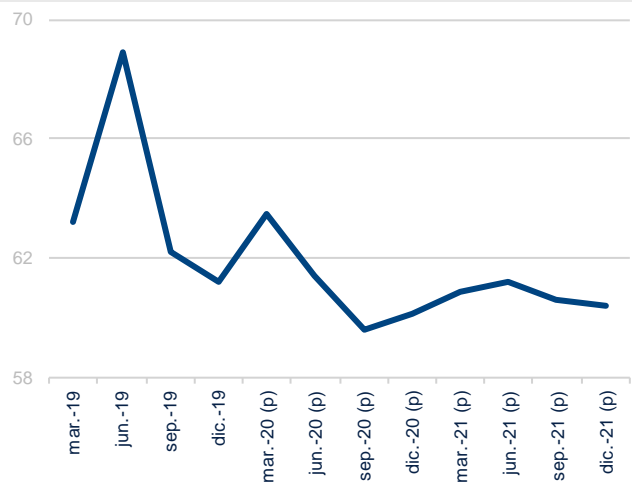
El aumento de las tensiones entre Irán y EE. UU. durante las últimas semanas ha propiciado un repunte de los precios del petróleo, lo que supone un riesgo para la economía española dada su elevada dependencia en la importación de combustible. En todo caso, si la incertidumbre es de carácter temporal, los fundamentos de la demanda y la oferta de esta materia prima avalan una estabilización paulatina del valor del barril de petróleo en torno a los 60 dólares, según las estimaciones de BBVA Research (véase el Gráfico 3.11).

Gráfico 3.10. **UEM: CRECIMIENTO OBSERVADO DEL PIB (% A/A)**



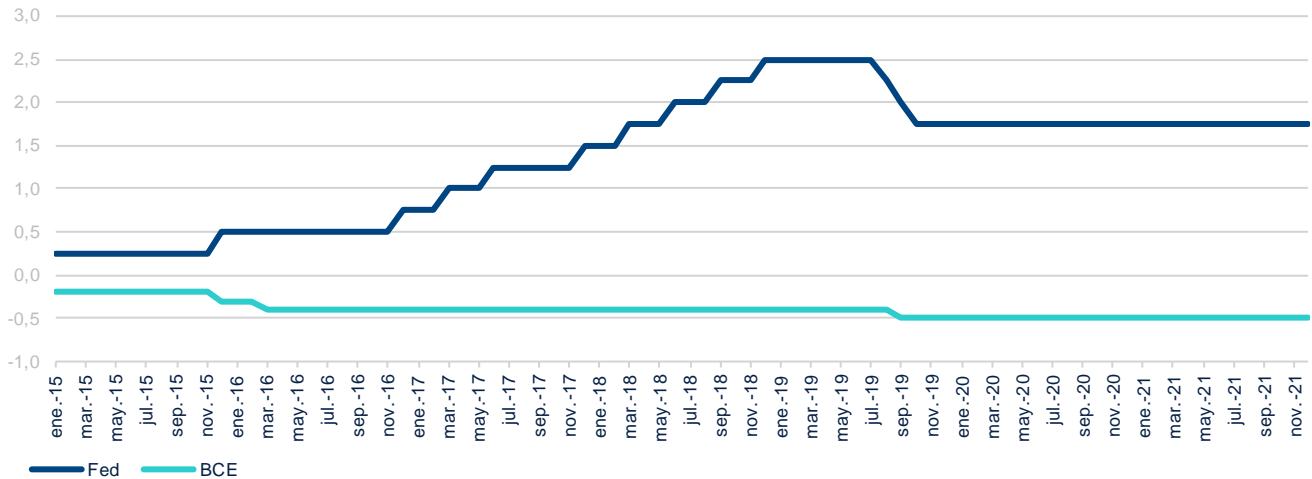
(e) Estimación. (p) Previsión.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.11. **PRECIOS DEL PETRÓLEO (DÓLARES POR BARRIL)**



(p) Previsión.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.12. **FED Y BCE: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES\* (% , FIN DE PERIODO)**



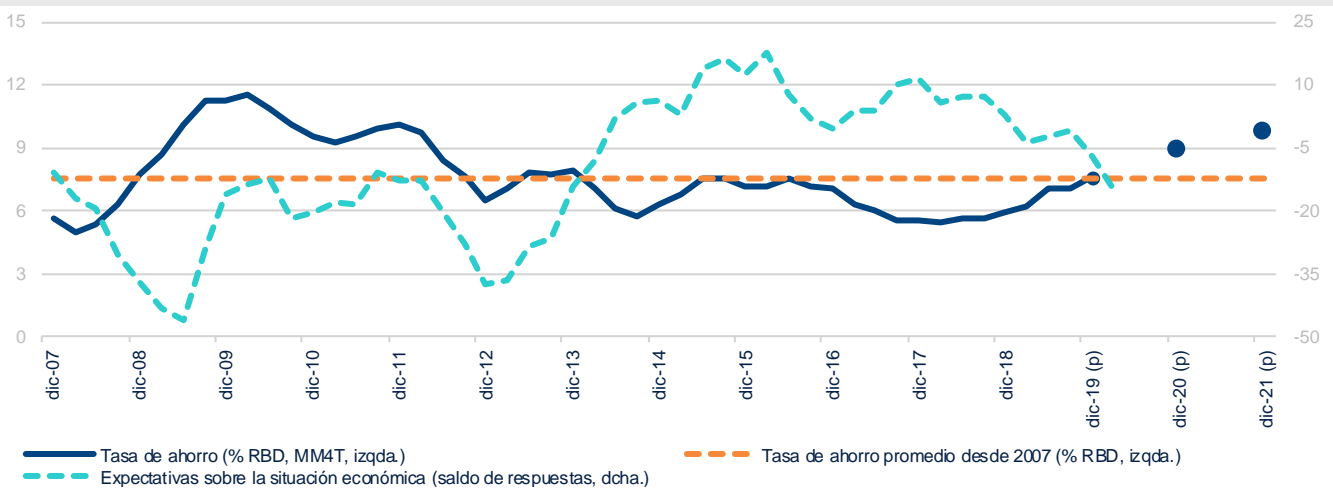
\* Tipos de interés de depósitos en el caso del BCE. Previsiones a partir de enero de 2020.  
Fuente: BBVA Research

## Demanda doméstica: de menos a más a lo largo del bienio

**Tras la atonía de 2019, el crecimiento del consumo privado recuperará algo de tracción el próximo año.** BBVA Research prevé que el avance del gasto de los hogares repunte dos décimas tanto en 2020, hasta el 1,4%, como en 2021, hasta el 1,6%. ¿Qué factores explican el dinamismo esperado del consumo privado? En primer lugar, la evolución del gasto en el segundo semestre del pasado año superó las expectativas albergadas en

octubre, lo que introduce un sesgo al alza sobre el consumo previsto en 2020. En segundo lugar, se prevé que el vigor de los determinantes del gasto de los hogares se prolongue en los próximos trimestres. Aunque la creación de empleo pierda impulso, la renta mantendrá su ritmo de crecimiento debido al avance sostenido de los salarios, la evolución positiva de las prestaciones sociales (en particular, de las pensiones) y la contención de los precios. Además, el repunte de la riqueza financiera desde mediados de 2019, favorecido por la reorientación del ahorro hacia activos más seguros, el dinamismo prolongado de la riqueza inmobiliaria real y de la financiación al consumo impulsarán el gasto a lo largo de 2020.<sup>11</sup> Por el contrario, la incertidumbre, materializada en el deterioro de las perspectivas de los consumidores sobre la situación económica, acotará la expansión del gasto y contribuirá al incremento de la tasa de ahorro (véase el Gráfico 3.13).<sup>12</sup>

Gráfico 3.13. **ESPAÑA: EXPECTATIVAS DE LOS HOGARES SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA Y TASA DE AHORRO**



MM4T: media móvil de cuatro trimestres.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y CE

**El crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo irá de menos a más durante el bienio.** Así, se espera que esta partida de la inversión modere su avance hasta el 3,2% en 2020 (0,6pp por encima de lo previsto hace tres meses) y recobre algo de impulso en 2021 hasta el 5,1%. La desaceleración durante el presente año se explica por la mayor atonía de la demanda doméstica, así como por la corrección a la baja de las compras de maquinaria tras el buen registro de la segunda mitad de 2019, sobre todo en la partida de material de transporte. La ralentización de las economías global y europea también repercutirá negativamente en 2020. Por el contrario, unos tipos de interés reducidos seguirán apoyando su expansión. En línea con la actividad agregada, el crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo se acelerará en 2021, dejando atrás tres años de moderación. El avance esperado de la demanda interna y las mejores previsiones de crecimiento económico de los principales socios comerciales impulsarán la inversión el próximo año, en un contexto en el que los focos de incertidumbre podrían ir a menos, lo que acotará, por tanto, los riesgos de acometer nuevos proyectos de inversión.

**La inversión en vivienda también perderá tracción en el presente ejercicio y se recuperará en el siguiente.** La atonía que ha venido aquejando al segmento residencial en 2019 se dejará notar todavía en 2020. Así, se espera que la inversión en vivienda avance el 2,4% en 2020 (1,5pp menos que lo publicado en la última versión de esta revista) y el 5,0% en 2021. La incertidumbre en torno a la política económica, en general, y a la implementación de nuevos cambios regulatorios en el sector, en particular, podría seguir condicionando las

11: El volumen de nuevas operaciones de financiación al consumo continuará aumentando en los próximos trimestres a un ritmo acorde al registrado el pasado año (4,9% interanual hasta noviembre de 2019), tras crecer el 17,0% en 2018.

12: Además de la incertidumbre sobre la situación económica, pueden existir otras razones tras el repunte de la tasa de ahorro de los hogares, como los cambios en la composición de la población o la incertidumbre regulatoria en algunos mercados, como el del automóvil.



decisiones de inversión de los productores y los consumidores. Además, hasta el momento, no se ha observado una clara reactivación de las transacciones tras los descensos provocados por los cambios normativos acaecidos a lo largo del pasado año. En 2021, a medida que se vayan disipando los focos de incertidumbre, se prevé que la inversión en vivienda se recupere, ya que sus determinantes son positivos: la economía seguirá creando empleo, los costes de financiación se mantendrán reducidos y los bajos tipos de interés situarán a la vivienda como un activo de inversión alternativo con una rentabilidad competitiva. A su vez, la recuperación de las economías de la UEM en 2021 podría suponer un aliento a la demanda de vivienda por parte de los extranjeros.

A la espera de conocer los detalles de las medidas de política fiscal que el nuevo Gobierno adoptará, **se estima una moderación de la contribución de la demanda pública al crecimiento**. De esta forma, el gasto en consumo final de las administraciones públicas se desacelerará durante el próximo bienio hasta el 1,7% a/a en 2020 y el 1,8% a/a en 2021. Igualmente, la inversión pública permanecerá anémica este año, lo que lastrará el dinamismo de la inversión en otras construcciones, y solo se recuperará a lo largo del próximo.

## Sector exterior: la recuperación de la demanda y la reducción de la incertidumbre avalan una paulatina recuperación

La **moderación de las tensiones comerciales** tras el principio de acuerdo alcanzado entre EE. UU. y China, unido a unas **expectativas de crecimiento algo menos negativas para Europa y el resto de las economías desarrolladas**, apoyarán una **mejora gradual de las ventas de España al exterior**. Igualmente, los precios del petróleo y el tipo de cambio efectivo real seguirán siendo favorables al comercio, a pesar de su ligera revisión al alza. Así, se prevé que las exportaciones totales aumenten el 2,6% a/a en promedio en 2020 (0,3pp menos de lo previamente estimado) y el 3,4% a/a en 2021. Esto implica un ritmo de avance superior al del último bienio (2,1% a/a en el promedio 2018-2019), aunque casi dos puntos menor que el observado desde el inicio de la recuperación (4,4% a/a en promedio desde 2014).

Diferenciando por tipo de producto, **se espera que las ventas de bienes al exterior en los próximos dos años recuperen algo de la tracción perdida en 2019**. Así, su crecimiento se situaría en torno al 2,5% en 2020, y el 3,7% en 2021 (0,5% en 2019 y 3,8% en promedio desde 2014). En todo caso, esto supone una revisión a la baja de 0,8pp en 2020 en comparación con lo publicado en la anterior edición de esta revista, justificada por los decepcionantes datos del segundo semestre de 2019. La progresiva recuperación de las exportaciones de bienes durante el bienio estaría supeditada a la consolidación de la rebaja de las tensiones comerciales y a la progresiva mejora económica de nuestros principales socios comerciales. Además, se espera que las ganancias de competitividad derivadas de un coste de financiación relativamente bajo se prolonguen. También se prevé que **las exportaciones de servicios se mantengan en terreno positivo** y crezcan el 2,9% en 2020 (nueve décimas más que lo previamente estimado) y el 2,7% en 2021, lo que, en todo caso, supondría un ritmo de avance casi tres puntos por debajo del aumento anual promedio observado desde 2014.

En lo concerniente al turismo extranjero, las previsiones de BBVA Research sugieren que **el consumo de no residentes en el territorio nacional volverá a mostrar tasas de crecimiento moderadas: aumentará el 1,7% en 2020 y el 2,0% en 2021**. Si bien esto supone 1,0pp más que lo previsto hace tres meses para 2020, compara negativamente con el crecimiento observado desde 2014 (5,8% en promedio anual). Detrás de esta desaceleración se encuentran algunos factores estructurales ya mencionados en anteriores ediciones de esta revista. Por ejemplo, sigue pesando la atonía económica los principales mercados de origen (Alemania, Reino Unido, Francia e Italia suponen algo más de la mitad del total de entradas en frontera), así como la recuperación de algunos de los mercados competidores, lastrados en el último lustro por las tensiones geopolíticas.<sup>13</sup>

13: 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 condicionando 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/2FuOV19>

La composición prevista del crecimiento de la demanda final propiciará un **avance de las importaciones del 3,0% en 2020 y del 4,5% en 2021** que, en consecuencia, implicará una contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento en 2020 (-0,1pp) y 2021 (-0,3pp). Estas cifras son consistentes con una desaceleración del saldo de la balanza por cuenta corriente hasta el 1,2% del PIB en 2020 y el 0,9% del PIB en 2021.

## **Mercado laboral: la creación de empleo perderá tracción, en línea con la actividad económica**

La ralentización del crecimiento económico prevista para 2020 condicionará la evolución del empleo. Así, **la ocupación aumentará el 1,4% este año**, en línea con lo esperado hace tres meses y en torno a siete décimas menos que en 2019. **En 2021, el repunte de la actividad económica se traducirá en una ligera aceleración de la creación de empleo hasta el 1,7%.**

**El aumento de la ocupación se traducirá en una disminución de la tasa de desempleo hasta el 13,5% en 2020** -dos décimas más de lo previsto en la edición anterior de esta publicación- **y el 12,3% en 2021, a pesar del repunte de la población activa.** En línea con lo sucedido desde finales de 2017, la población extranjera en edad de trabajar seguirá creciendo a lo largo del bienio e impulsará el incremento de la población activa, incluso aunque la propensión a participar en el mercado de trabajo continúe descendiendo.<sup>14</sup>

Si se cumplen las previsiones de BBVA Research, **el número de ocupados rozaría los 20.500.000 a finales de 2021 y la tasa de paro se situaría en torno al 12%, todavía lejos de las cifras precrisis.** Como ilustra el Gráfico 3.14, en el cuarto trimestre de 2021 el nivel de empleo se encontraría en torno a un 1,4% 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 1,5% en promedio en el bienio 2020-2021– anticipan una contribución exigua de la productividad laboral al crecimiento del PIB.

**Estas previsiones son coherentes con un impacto limitado del incremento del SMI en 2019 sobre la actividad económica y la ocupación en el corto y medio plazo.** Las estimaciones de BBVA Research, incluidas en la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2019,<sup>15</sup> indicaban que el nivel de empleo ETC en 2019 podría haber sido entre una y cuatro décimas mayor sin la revalorización salarial. En 2020 y 2021, las diferencias respecto al escenario base se situarían entre el -0,5% y el -1,2%, dependiendo de si las empresas absorben la presión salarial o la trasladan a precios. En este contexto, nuevos incrementos del SMI desligados de la evolución de la productividad durante el bienio podrían dificultar la empleabilidad de los trabajadores potencialmente más afectados, como los jóvenes, los extranjeros o los menos cualificados.

## **Inflación: continuará por debajo del objetivo fijado por el BCE para el conjunto de la eurozona**

En el año 2020, la inflación general aumentará 0,3pp en promedio hasta el entorno del 1,0% a/a (dos décimas menos que la estimada hace tres meses). La reducción gradual de la tasa de paro y los tenues estímulos monetarios contribuirán a que la inflación subyacente también fluctúe alrededor del 1,0% (1,1% a/a en promedio para 2020), al tiempo que se diluye la presión a la baja que recayó sobre los precios de la energía en 2019. En 2021, los precios subyacentes seguirán creciendo paulatinamente (1,2% a/a en promedio anual), lo que unido al componente energético, situará la inflación general en el 1,5% a/a.

14: La tasa de actividad de la población española ha disminuido casi dos puntos desde 2012. La de la población extranjera lo ha hecho en torno a seis puntos desde 2010.

15: Disponible en <https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/situacion-espana-primer-trimestre-2019/>

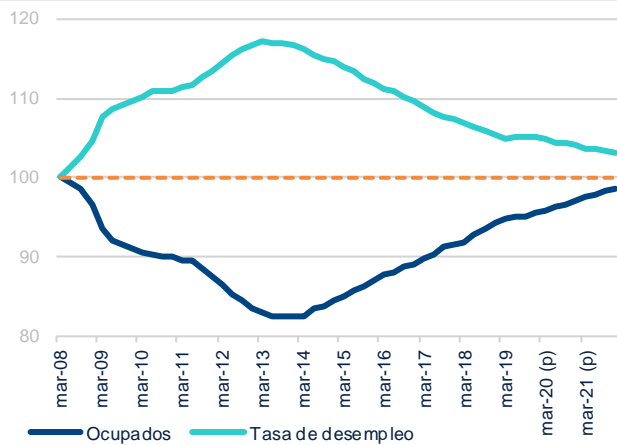
De cumplirse estas estimaciones, **el diferencial de inflación general respecto a la zona del euro continuará en terreno ligeramente favorable a España durante el bienio 2019-2020** (-0,1pp en promedio).

## Política fiscal: a la espera de las nuevas políticas presupuestarias

Pese a la incertidumbre política que ha imperado a lo largo de todo el año, se estima que 2019 finalizó con un impulso fiscal en torno a las cuatro décimas del PIB. Dicho impulso provino fundamentalmente del impacto de algunas de medidas expansivas aprobadas a finales de 2018 y durante los primeros meses de 2019.<sup>16</sup> No obstante, parte de ello se habría compensado por el efecto del ciclo económico y del menor coste de la deuda. Con todo, el déficit se habría situado en torno al 2,4% del PIB a finales de 2019, empeorando ligeramente la previsión de hace tres meses y alejándose tanto del objetivo de estabilidad (-1,3%) como de las previsiones del Gobierno (-2,0% del PIB).

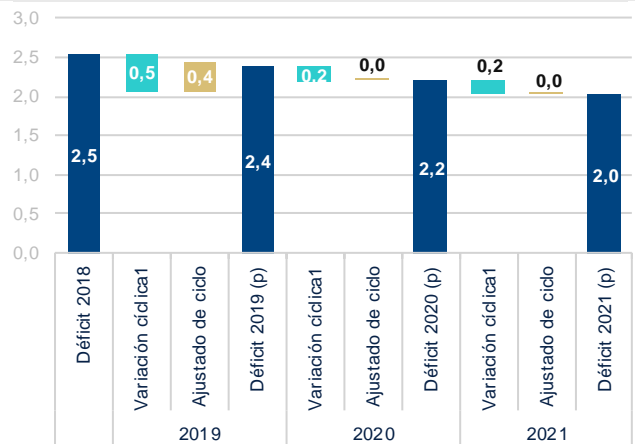
Hacia adelante, dada la persistencia de la incertidumbre sobre la política económica y la moderación del crecimiento de la actividad, la corrección cíclica será menor, y el ajuste fiscal vendrá casi exclusivamente del menor coste de la deuda. Así, en un escenario sin cambios en la política fiscal, el déficit se reduciría hasta el 2,2% del PIB en 2020 y el 2,0% en 2021 (véase el Gráfico 3.15). Estas cifras certificarían que, sin conocer los detalles de las medidas que proponga el nuevo Ejecutivo en su programa presupuestario, el tono de la política fiscal podría cambiar a neutral durante el próximo bienio.

Gráfico 3.14. **ESPAÑA: NIVEL DE EMPLEO Y TASA DE PARO (1T08 = 100. DATOS CVEC)**



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

Gráfico 3.15. **AA. PP.: DESCOMPOSICIÓN DEL AJUSTE FISCAL, EXCLUIDAS LAS AYUDAS A ENTIDADES FINANCIERAS (PP DEL PIB)**



(p) Previsión;  
(1) Incluye los cambios en la carga de intereses.  
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda e INE

## Riesgos: se mantienen a la baja

A nivel externo, se han moderado parcialmente las dudas acerca de las perspectivas de crecimiento en las grandes áreas económicas y las repercusiones de los distintos focos de incertidumbre que han lastrado el comercio y la inversión durante los últimos trimestres. Por una parte, el resultado de las elecciones al Parlamento británico parece haber reducido la posibilidad de un *brexit* desordenado. Asimismo, hay señales de una disminución en las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, como demuestra el principio de acuerdo

16: 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).

provisional que podrían haber alcanzado. Además, la probabilidad de recesión es menor tanto para la economía americana como para la europea y, en esta última, se consolida la expectativa de una política fiscal moderadamente más expansiva, especialmente en Alemania. No obstante, el riesgo asociado a un encarecimiento de la producción y los costes de transporte ha aumentado, como consecuencia de la mayor volatilidad en el mercado del crudo, tras el incremento de las tensiones entre Irán y EE. UU. Los mercados de futuros descuentan que el precio del petróleo podría ser en 2020 hasta un 10% superior que el que descontaban hace un mes lo que, de materializarse, podría restar entre 0,3pp y 0,5pp al crecimiento de la economía española.<sup>17</sup>

**A nivel doméstico, la incertidumbre regulatoria y sobre política económica continúa elevada y es una de las principales fuentes de inestabilidad.** Esto se hace especialmente patente en los sectores automotriz e inmobiliario, donde las ventas se mantienen por debajo de las cifras de 2018, y en la creación de empleo en aquellas regiones, empresas o colectivos más expuestos a contratos ligados al SMI. Respecto a esto último, cabe destacar que el impacto de posibles revalorizaciones futuras volverá a depender no solo de la masa de asalariados que se vean afectados por alzas adicionales, sino también de la reacción del resto de demandas salariales de la economía y de la respuesta de los márgenes empresariales.<sup>18</sup> Asimismo, de particular importancia para el crecimiento de la inversión y del empleo serán los cambios que el nuevo Gobierno pueda introducir en ámbitos tan importantes como el mercado laboral o las pensiones.

**De igual manera, la jornada de huelga y los distintos episodios de tensión observados en Cataluña durante el mes de octubre parecen haber tenido un impacto negativo sobre la actividad en la economía regional.** Aunque el efecto ha sido menor que hace dos años, la incertidumbre política continúa mermando la evolución de la economía catalana y, por tanto, la capacidad de crecimiento del conjunto de la española.<sup>19</sup>

Al respecto, **el índice BBVA de incertidumbre de política económica aumentó en 2019 y se mantiene, por tanto, en niveles históricamente elevados, a pesar de la moderación registrada en el cuarto trimestre del pasado año** (véanse los Gráficos 3.16 y 3.17). Se estima que los aumentos de la incertidumbre en el tramo final de 2019 han sido menores que en otros episodios vinculados a procesos electorales. Además, el descenso de la incertidumbre sobre el *brexít* y, en menor medida, sobre las disputas comerciales ha compensado el repunte de la relacionada con Cataluña y explican la corrección a la baja entre octubre y diciembre.<sup>20</sup>

**Asimismo, los riesgos vinculados al cumplimiento de los objetivos presupuestarios continúan siendo relevantes.** En este sentido, es bienvenido el compromiso del nuevo Gobierno con la responsabilidad fiscal. En todo caso, el punto de partida no es el mejor: durante el pasado año, la reducción del déficit habría sido prácticamente nula en un entorno de crecimiento holgado y bajos tipos de interés. De hecho, 2019 habría sido el quinto año consecutivo con una política fiscal procíclica. De cara al próximo bienio, **el compromiso con la reducción del desequilibrio en las cuentas públicas debería ser prioritario. Aunque la política monetaria está ayudando a mantener el coste de financiación de la deuda pública en niveles relativamente reducidos, la consolidación fiscal debe continuar**, incidiendo en mejorar la eficiencia del gasto y del sistema impositivo.

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

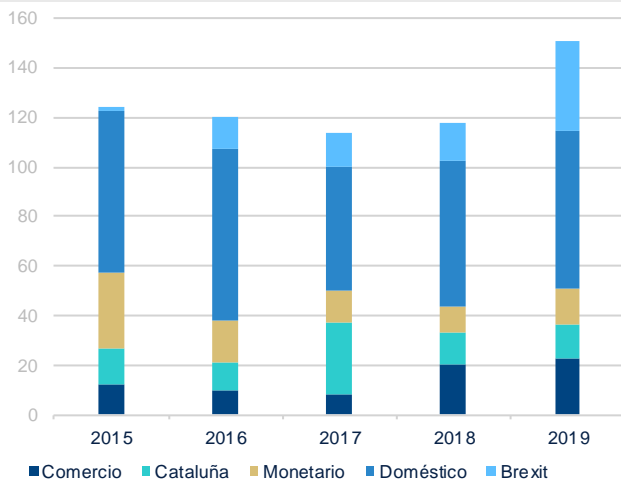
18: Las estimaciones de BBVA Research de los posibles impactos del incremento del SMI en 2019 en el crecimiento económico y la creación de empleo se encuentran disponibles en la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2019, en: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/situacion-espana-primero-trimestre-2019/>

19: Para más detalles véase el Situación Cataluña del segundo semestre de 2019, disponible en: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/situacion-cataluna-segundo-semestre-2019/>

20: Para más información sobre el índice BBVA de incertidumbre, véase el observatorio de BBVA Research: "Desentrañando la incertidumbre de política económica usando *machine learning*" disponible en <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/espana-desentrañando-la-incertidumbre-de-politica-economica-usando-machine-learning/>

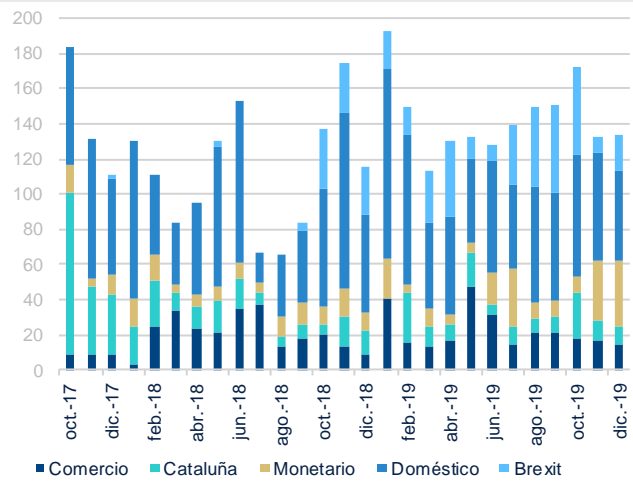
Con todo, los retos de largo plazo de la economía española se mantienen vigentes. **El desempleo y el uso de contratos temporales son estructuralmente elevados. Asimismo, el envejecimiento de la población tensiona la sostenibilidad del sistema de pensiones en un contexto donde la productividad muestra un estancamiento preocupante** (véase el Recuadro 3). Estos factores apuntan a que a medio plazo la economía española exhibirá un ritmo de avance menor que el observado durante los últimos años si no se adoptan reformas que impulsen el potencial de crecimiento (véase el Recuadro 2).

Gráfico 3.16. **ESPAÑA: INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA (INDICE 100 = PROMEDIO 1997-2008)**



Fuente: BBVA Research a partir de artículos de prensa

Gráfico 3.17. **ESPAÑA: INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA (INDICE 100 = PROMEDIO 1997-2008)**



Fuente: BBVA Research a partir de artículos de prensa

**Recuadro 1**

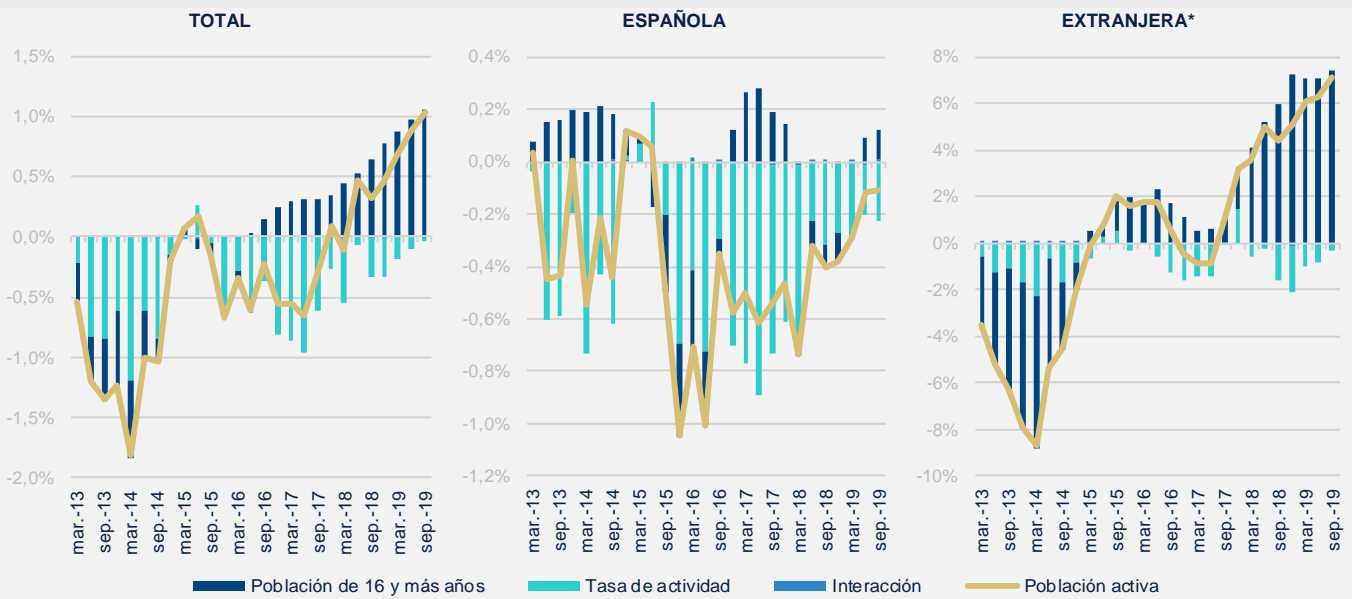
**Inmigración y crecimiento de la población activa**

La población activa crece en España desde la segunda mitad de 2017, tras descender de forma prácticamente ininterrumpida durante los cuatro años precedentes. Desde el tercer trimestre de 2017, el número de activos ha aumentado en más de 300.000 (1,4%) hasta superar los 23.000.000 de personas entre julio y septiembre de 2019.

El crecimiento demográfico explica el avance de la población activa. Como ilustra el Gráfico R.1.1, la evolución positiva de la población en edad de trabajar desde comienzos de 2016 es la única responsable del incremento del número de activos, dado que la propensión a participar en el mercado de trabajo –aproximada por la tasa de actividad- ha caído en casi dos puntos a lo largo de la recuperación hasta el 58,7% en el tercer trimestre del pasado año.

La evolución de la población activa difiere por nacionalidad. Desde mediados de 2017, los activos extranjeros<sup>21</sup> han aumentado en torno a 400.000 (11,8%) debido al repunte de la población adulta, mientras que los españoles disminuyeron en casi 100.000 (-0,5%). Por tanto, **los inmigrantes son los causantes últimos de la recuperación de la población activa.**<sup>22</sup>

Gráfico R.1.1. **CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA POBLACIÓN ACTIVA POR NACIONALIDAD (% Y PP)**



\* Incluye doble nacionalidad  
Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA)

¿De dónde proceden los activos extranjeros? El Gráfico R.1.2 muestra que las personas oriundas de América Latina explican casi la mitad del crecimiento de la población activa foránea desde el segundo semestre de 2017. El 31% proviene de Sudamérica y el 17%, de Centroamérica. Los africanos y los asiáticos representan el 25% y los europeos, el 27% restante. Entre estos últimos, sobresalen los italianos, los franceses y los británicos, así como los procedentes de Europa del Este (Rumanía, Rusia, Moldavia y Armenia, fundamentalmente).

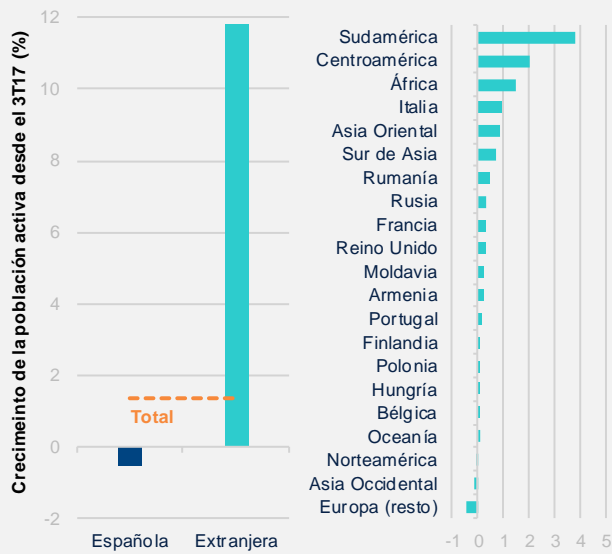
21: Incluye la población con doble nacionalidad.  
22: La población extranjera de 16 y más años ha crecido en 650.000 personas en los dos últimos años. Por el contrario, su tasa de actividad ha retrocedido en 1,3 puntos hasta el 70,8% en el tercer trimestre de 2019.

A diferencia de lo sucedido durante el periodo de crisis, el avance sostenido de la población activa impulsará el potencial de crecimiento de la economía española, junto con la creación de empleo y el incremento de la productividad. Como revela el Recuadro 2, la caída de la participación laboral entre 2012 y 2017, alentada por la reducción de los flujos migratorios, contribuyó a la desaceleración del crecimiento potencial de la economía española. Además, en la medida que el aumento de la población activa tiene su origen en la inmigración, puede contribuir a mantener acotada la inflación, como sucedió durante la fase expansiva precedente.<sup>23</sup>

Aunque sus repercusiones económicas en el medio y largo plazo sean positivas, el repunte de la población activa ralentiza el descenso de la tasa de paro en el corto plazo. Al respecto, el Gráfico R.1.3 muestra las contribuciones de la creación de empleo y del incremento de los activos al cambio en la tasa de paro.<sup>24</sup> Los resultados indican que la tasa de desempleo habría disminuido 1,5 puntos más desde el tercer trimestre de 2017 si la población activa no hubiese crecido. En tal caso, la tasa de paro habría rozado el 12,5% entre julio y septiembre de 2019 en lugar del 13,9%.

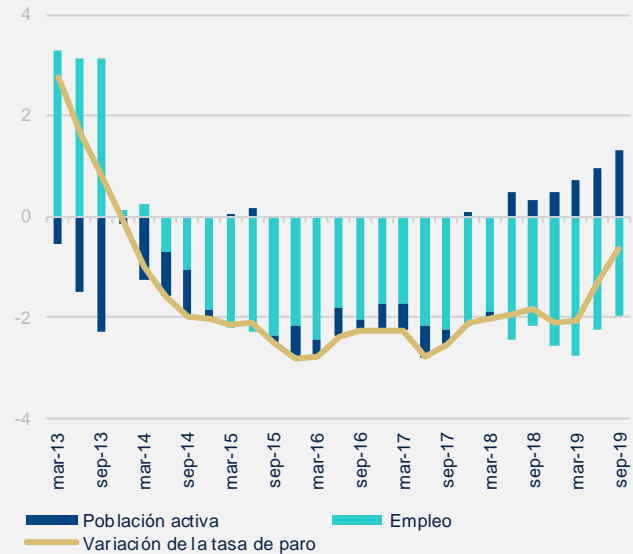
Las previsiones de BBVA Research indican que la población activa continuará aumentando en 2020 y 2021, aunque probablemente a un ritmo menor que en 2019. Si bien no se prevé una reversión de los flujos migratorios, la prociclicidad de la participación laboral podría ralentizar el avance de los activos hasta el entorno del 0,5% anual en el bienio.

Gráfico R.1.2. **CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN ACTIVA EXTRANJERA\* ENTRE EL 3T17 Y EL 3T19 (% Y PP)**



(\*) Incluye activos con doble nacionalidad  
Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA)

Gráfico R.1.3. **CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN INTERANUAL DE LA TASA DE DESEMPLEO (% Y PP)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA)

23: Bentolila, Dolado y Jimeno (2008) muestran que la reducción de la tasa de desempleo entre 1995 y 2006 habría dado lugar a un incremento anual de la inflación de 2,5 puntos porcentuales si no hubiera sido compensada por la presión a la baja que la inmigración indujo sobre los costes salariales. Más detalles en Bentolila, S., Dolado, J. J. y Jimeno, J. F. (2008): "Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain", *European Economic Review*, Vol.52 (8), 1398-1423.

24: Se distribuye la variación de la tasa de desempleo proporcionalmente al cambio en el número de parados provocado por el comportamiento de la ocupación y el de la población activa.

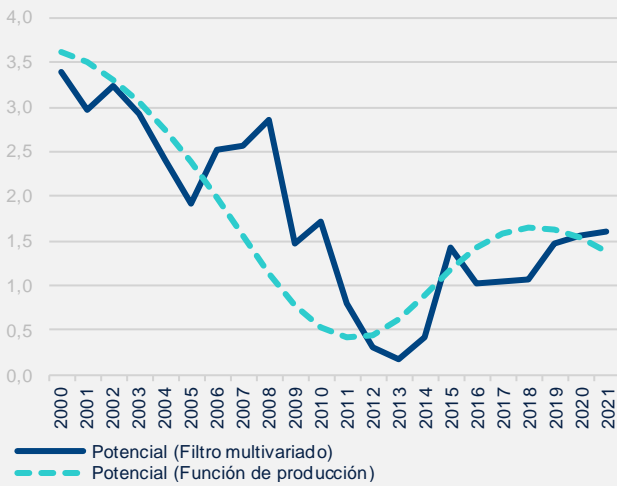
**Recuadro 2**

**El crecimiento potencial en España: oportunidades de futuro**

El crecimiento del PIB “potencial” o de “tendencia” ayuda a evaluar cuál es el ritmo de avance que puede sostener una economía de forma indefinida y en ausencia de estímulos, sin generar desequilibrios significativos. Desviaciones del crecimiento observado respecto a dicha estimación son utilizadas como argumento para implementar políticas de demanda que puedan ayudar a suavizar las fluctuaciones del ciclo. Asimismo, una ralentización en este ritmo de avance potencial puede señalar una menor capacidad de la economía para mejorar el nivel de vida de sus ciudadanos y, por tanto, poner de manifiesto la necesidad de reformas estructurales.

Según las estimaciones de BBVA Research, el crecimiento del PIB potencial en España estaría actualmente entre el 1,25 y el 1,75%, considerablemente por debajo de lo observado en los años anteriores a la crisis. Esta pérdida de tracción es la conclusión del análisis de BBVA Research, utilizando dos metodologías estándar en la literatura (véase el Gráfico R.2.1).<sup>25</sup> Esta visión coincide, en términos generales, con las estimaciones de instituciones como la Comisión Europea o el Banco de España. Así, aunque el PIB potencial es lo que se conoce como una variable “no observable” y su estimación puede depender del método utilizado, el consenso parece coincidir en cifras relativamente bajas y menores que las estimadas a principios de siglo (véase el Cuadro R.2.1).

Gráfico R.2.1. **ESPAÑA: ESTIMACIONES DEL PIB POTENCIAL ELABORADAS POR BBVA RESEARCH (%)**



Fuente: BBVA Research

Cuadro R.2.1. **ESPAÑA: ESTIMACIONES DEL PIB POTENCIAL ELABORADAS POR BBVA RESEARCH (%)**

	Promedios	
	2000-2005	2015-2020
BBVA Research (a)	3,1	1,5
BBVA Research (b)	2,8	1,3
Banco de España (c)	3,0	1,0
Comisión Europea (d)	3,4	1,0
OCDE (e)	3,1	0,7

(a): estimación a partir de la función de producción; (b): estimación a partir del filtro multivariante; (c): datos aproximados a partir del gráfico 1 del recuadro 6 en el Boletín económico 1/2018 Informe trimestral de la economía española; (d): datos procedentes de AMECO; (e): Economic Outlook, Nov 19  
Fuente: BBVA Research a partir de BdE, EC y OCDE

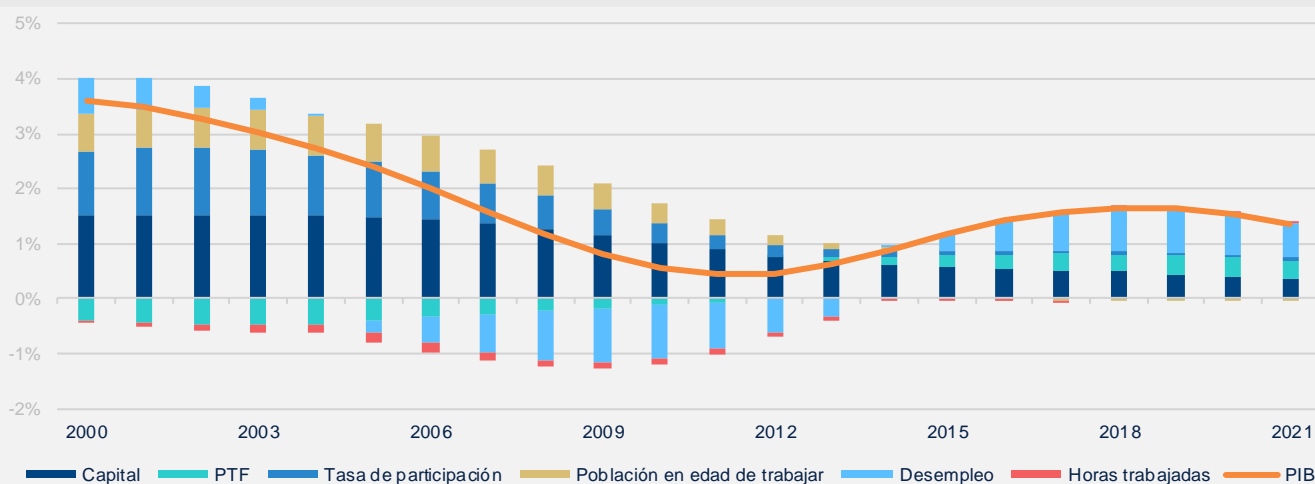
25: En particular, se desarrollan estimaciones basadas en una función producción similar al incluido en Doménech y Gómez (2006), y en un filtro multivariante. Este último descompone el crecimiento observado en un componente cíclico y uno tendencial a partir de un modelo de componentes inobservables en el que también se infieren una curva Phillips con expectativas aumentadas y una ley de Okun. El modelo hace uso del filtro de Kalman y se estima por máxima verosimilitud.



**España no está sola: la desaceleración del crecimiento potencial es generalizada entre las economías avanzadas.** Así, el período posterior a la crisis ha traído una ralentización estructural de la actividad en EE. UU. y en la UEM.<sup>26</sup> En la literatura económica se han identificado una serie de factores que explican lo anterior. Entre los más importantes se pueden mencionar el agotamiento de las ganancias del proceso de globalización o de la integración europea, el envejecimiento poblacional, la estabilización de la participación en el mercado de trabajo, los cambios en la composición de la inversión (desde tangible hacia intangible) o el menor crecimiento de la productividad.<sup>27</sup>

**En todo caso, España presenta factores idiosincráticos.** A diferencia de lo que sucede en otras economías desarrolladas, la productividad total de los factores (PTF) no ha tenido una contribución importante a la desaceleración del crecimiento del PIB potencial (véase el Gráfico R.2.2). En particular, el estancamiento que se observa en esta variable es más bien estructural. Los elementos que mayor contribución han tenido a la disminución del crecimiento tienen que ver con factores sociales (agotamiento de la tasa de participación tras la moderación de los flujos migratorios durante la crisis), demográficos (estancamiento de la población en edad de trabajar) y menor acumulación de capital. Por último, el desempleo estructural (NAIRU) ha venido reduciéndose durante los últimos años, pero se puede observar que la evolución de su contribución es cíclica.

Gráfico R.2.2. **ESPAÑA: CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB POTENCIAL (PP)\***



\* Estimaciones obtenidas a partir de la función de producción  
Fuente: BBVA Research

**Con todo, España tiene más espacio que el resto de países para mejorar las perspectivas de crecimiento potencial hacia delante.** El país presenta diferencias importantes respecto al promedio de la UEM en las tasas de desempleo y temporalidad, que de corregirse pueden contribuir a incrementar considerablemente la contribución del empleo y de la productividad al crecimiento potencial.<sup>28</sup> Esto sin tomar en cuenta los esfuerzos que se puedan realizar para incrementar la rentabilidad de los proyectos de inversión en el resto de sectores de la economía a través de reformas ambiciosas.

26: Véase, por ejemplo, Chen y Papanyan (2016) o Banco Mundial (2018).

27: Véase el Recuadro 3 y el Observatorio "(Im)productividad: ¿la enfermedad española?", de próxima publicación.

28: Aunque la tasa de temporalidad de la población con edades comprendidas entre los 15 y 64 años se ha reducido en España 5,5pp entre 2000 y 2018, continúa siendo 10,7pp superior a la del promedio de la UEM. Igualmente, y a pesar de la recuperación económica emprendida a finales de 2013, la tasa de desempleo para ese rango de edad alcanzó en España el 15,4% en 2018, 10,1pp por encima de la cifra de la UEM.

## Referencias

- Banco de España (2018), “Posición cíclica de la economía”, en Boletín económico 1/2018, Informe trimestral de la economía Española.
- Banco Mundial (2018), “Building solid foundations: how to promote potential growth”, en Global Economic Prospects, Enero, Capítulo 3.
- Chen, K. y Papanyan, S. (2016), “In search of potential GDP”, BBVA Research Economic Watch, June 8th, 2016. Disponible en: [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/06/160608\\_US\\_Potential\\_GDP.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2016/06/160608_US_Potential_GDP.pdf)
- Comisión Europea (2019), “European Economic Forecast. Autumn 2019”, Institutional Paper 115.
- Doménech, R. y Gómez, V. (2006), “Estimating Potential Output, Core Inflation, and the NAIRU as Latent Variables,” Journal of Business and Economic Statistics, Vol. 24(3): 354-365.
- OECD (2019), “Economic Outlook November 2019”.

### Recuadro 3

## Im(productividad): ¿la enfermedad española?<sup>29</sup>

**La productividad laboral<sup>30</sup> en España es reducida en relación con el promedio de la zona del euro.** En 1995, el valor añadido bruto (VAB) real apenas superaba los 27 euros por hora trabajada, un 14% menos que en el conjunto de la UEM. Aunque el aumento de la productividad laboral española fue comparativamente elevado durante la crisis, la diferencia con Europa se ha ampliado desde el inicio de la recuperación hasta rozar el 22% en 2019.

**El avance discreto del VAB por hora trabajada en España ha tenido lugar en un contexto de ralentización generalizada en las economías desarrolladas.<sup>31</sup>** Pero más allá de los factores que explican la moderación tendencial del crecimiento de la productividad, el ciclo económico juega un papel relevante, sobre todo en el caso de la economía española. Junto con EE. UU., **España es el único país de entre las economías desarrolladas que exhibe una correlación negativa entre la evolución de la productividad laboral y el crecimiento económico.**

**Desde una óptica sectorial, el origen de la evolución contracíclica de la productividad laboral puede ser doble.** En primer lugar, la *productividad interna*, de cada sector, puede estar negativamente relacionada con el crecimiento de la economía. En segundo lugar, puede deberse a un efecto composición entre sectores.<sup>32</sup> Por ejemplo, sería positivo si durante las recesiones la mano de obra se redirige a los sectores más productivos.

**Como se observa en el Gráfico R.1.1, los cambios en la eficiencia productiva dentro de cada sector explican en torno al 90% de la dinámica de la productividad laboral en España.** Sin embargo, el papel jugado por las variaciones en la composición del empleo entre ramas de actividad ha sido residual, excepto desde 2013. En la zona del euro, aunque **la productividad laboral es procíclica, su crecimiento también se debe al componente intrasectorial** y, al igual que en España, los efectos composición entre sectores apenas condicionan el comportamiento del VAB por hora trabajada.

**¿Qué puede estar detrás del comportamiento excepcional de la productividad laboral en España?**

**Principalmente, el funcionamiento deficiente de las instituciones del mercado laboral.** Las diferencias sustanciales en el grado de protección laboral entre trabajadores con contrato temporal e indefinido han exacerbado la volatilidad cíclica del empleo. El repunte de la productividad en las fases recesivas y la atonía en las expansivas, provocados por las fluctuaciones de la ocupación, se ven intensificados por la menor productividad del empleo temporal, causada, entre otros factores, por la escasa inversión en capital humano específico y la menor formación en el puesto de trabajo.

Además, **una demografía empresarial sesgada hacia empresas pequeñas y medianas** también ha contribuido a explicar el comportamiento contracíclico de la productividad laboral. Para evitar ser expulsadas del mercado durante los periodos de ralentización económica, las empresas de menor tamaño tienden a adoptar durante las recesiones las innovaciones tecnológicas generadas por las compañías líderes en las fases expansivas. Como resultado, el VAB por hora trabajada de las pymes que logran sobrevivir aumenta, impulsando la productividad media.

29: Este recuadro es un resumen del Observatorio de BBVA Research de próxima publicación: "Im(productividad): ¿la enfermedad española?".

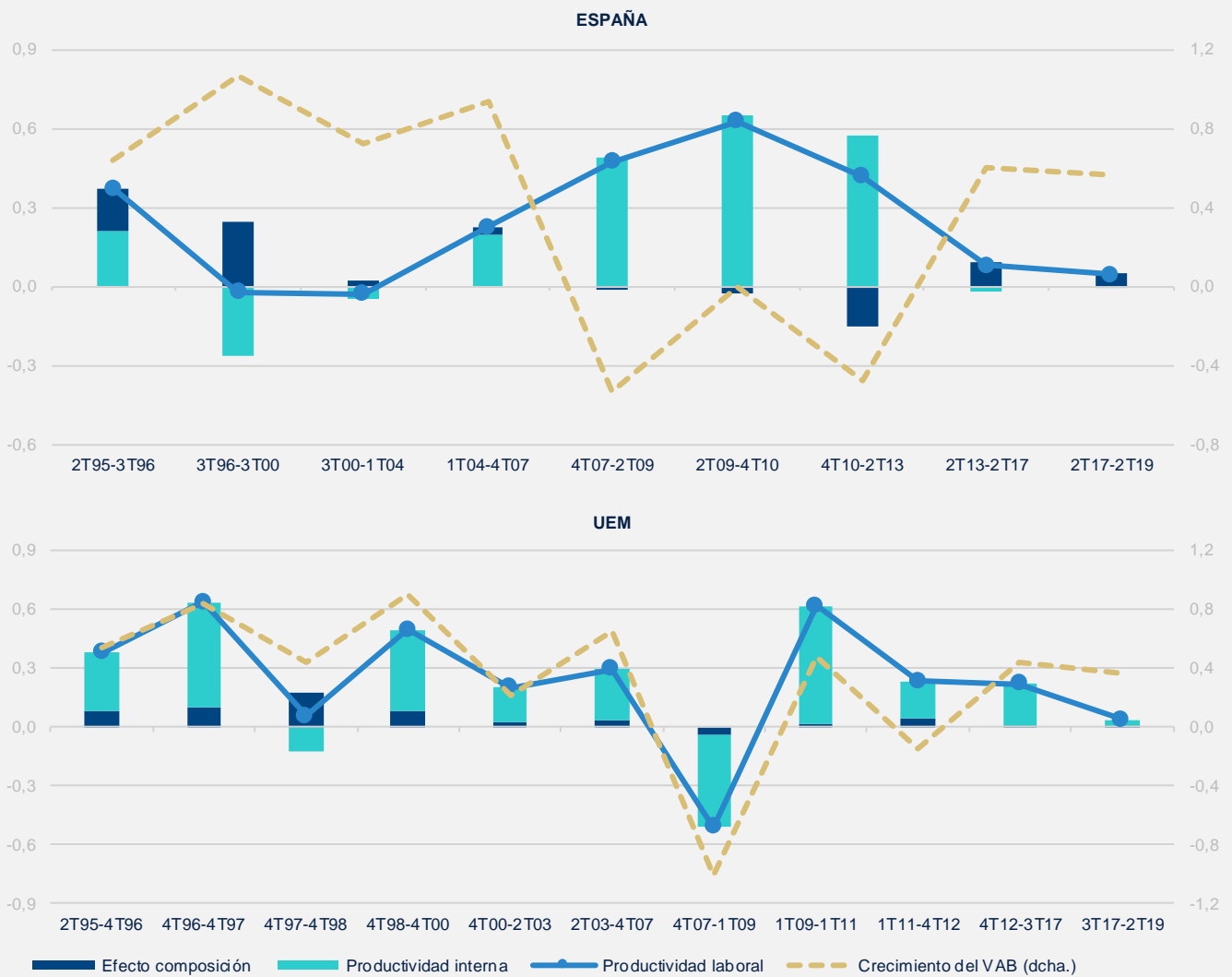
30: Entendida como el valor añadido bruto real por hora trabajada.

31: Entre los factores que explican la desaceleración de la productividad laboral destacan: la tercerización de la economía, el menor crecimiento de la PTF, el descenso de la velocidad de difusión de las innovaciones, los rendimientos decrecientes de las TIC o la caída de los tipos de interés reales.

32: El efecto composición aglutina tres componentes. El primero cuantifica el avance de la productividad laboral causado por el reajuste del empleo entre sectores (margen extensivo). El segundo indica cuál habría sido el comportamiento del VAB por hora trabajada si solo cambiase la jornada laboral relativa (margen intensivo). Finalmente, el tercero mide la evolución en la productividad laboral como consecuencia de redirigir la producción hacia bienes y servicios de mayor calidad, lo que se manifestaría en un aumento del precio relativo.

Estos resultados ponen de manifiesto la necesidad **apremiante de acometer reformas estructurales que impulsen el crecimiento sostenido de la productividad laboral**. En un contexto de proyecciones demográficas adversas y crecientes retos vinculados a la digitalización de la economía, la productividad se revela como la fuente principal del crecimiento económico en el medio y largo plazo capaz de garantizar, entre otros aspectos, la sostenibilidad del estado de bienestar.

Gráfico R.3.1. **ESPAÑA Y UEM: DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DE LA PRODUCTIVIDAD LABORAL (PROMEDIO DE CADA PERIODO, PP Y %)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat

## 4. Tablas

Cuadro 4.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PROMEDIO ANUAL, %)

	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)	2021 (p)
EE. UU.	2,4	2,9	3,7	1,8	2,0
Eurozona	2,7	1,9	1,2	0,9	1,2
Alemania	2,8	1,5	0,6	0,7	1,2
Francia	2,4	1,7	1,3	1,2	1,1
Italia	1,8	0,7	0,2	0,4	0,7
España	2,9	2,4	1,9	1,6	1,9
Reino Unido	1,9	1,4	1,3	1,0	1,3
Latam*	1,8	1,6	0,6	1,4	2,1
México	2,4	2,1	0,0	1,5	2,0
Brasil	1,3	1,3	1,1	1,9	2,0
Eagles**	5,8	5,2	4,6	4,8	4,9
Turquía	7,5	2,8	0,8	4,0	4,5
Asia Pacífico	6,0	5,6	5,2	4,9	4,9
Japón	1,9	0,8	0,9	0,3	0,8
China	6,8	6,6	6,1	5,8	5,5
Asia (ex. China)	5,3	4,7	4,3	4,0	4,4
Mundo	3,9	3,6	3,2	3,2	3,3

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

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

(e) Estimación. (p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de enero de 2020.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.2. INFLACIÓN (PROMEDIO ANUAL, %)

	2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
EEUU	2,1	2,4	1,8	2,0	2,2
Eurozona	1,5	1,8	1,2	1,1	1,5
Alemania	1,6	2,0	1,3	1,2	1,7
Francia	1,2	2,1	1,3	1,1	1,4
Italia	1,3	1,2	0,7	0,7	1,1
España	2,0	1,7	0,8	1,3	1,7
Reino Unido	2,7	2,5	1,8	1,7	2,0
Latam *	6,7	7,1	8,7	8,7	8,2
México	6,0	4,9	3,6	3,4	3,5
Brasil	3,4	3,7	3,7	4,1	4,3
Eagles **	3,9	4,9	4,9	4,7	4,2
Turquía	11,1	16,3	15,2	10,0	8,6
Asia Pacífico	1,8	2,6	2,5	2,9	2,6
Japón	0,5	1,0	0,7	1,0	0,8
China	1,5	2,1	2,9	3,4	2,5
Asia (ex. China)	2,1	3,0	2,2	2,4	2,7
Mundo	3,2	3,9	3,7	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.

(p) Previsión. Fecha de cierre de previsiones: 11 de enero de 2020.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.3. TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (PROMEDIO ANUAL, %)

	2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
EEUU	2,33	2,91	2,13	1,94	2,08
Alemania	0,37	0,46	-0,21	-0,18	0,23

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

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

(p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de enero de 2020.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4. TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO ANUAL)

	2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
EUR-USD	0,89	0,85	0,89	0,87	0,83
USD-EUR	1,13	1,18	1,12	1,14	1,20
USD-GBP	1,29	1,33	1,28	1,35	0,70
JPY-USD	112,20	110,47	109,00	109,00	104,92
CNY-USD	6,76	6,61	6,91	6,94	6,86

(p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de enero de 2020.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.5. TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (FIN DE PERIODO, %)

	2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
EEUU	1,50	2,50	1,75	1,75	1,75
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	4,35	4,35	4,35	3,90	3,90

(p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de enero de 2020.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.6. **UEM: PREVISIONES MACROECONÓMICAS (A/A) (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)	2021 (p)
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
Consumo privado	1,8	1,4	1,3	1,2	1,2
Consumo público	1,3	1,1	1,5	1,5	1,3
Formación bruta de capital fijo	3,7	2,4	6,9	1,9	2,0
Inventarios (*)	0,2	0,0	-0,4	-0,1	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	5,8	3,3	2,4	2,1	2,7
Importaciones (bienes y servicios)	5,2	2,7	4,6	3,3	3,1
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>
<b>Precios</b>					
IPC	1,5	1,8	1,2	1,1	1,5
IPC subyacente	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4
<b>Mercado laboral</b>					
Empleo	1,6	1,5	1,1	0,5	0,4
Tasa desempleo (% población activa)	9,1	8,2	7,6	7,6	7,5
<b>Sector público</b>					
Déficit (% PIB)	-0,9	-0,5	-0,8	-1,0	-1,1
Deuda (% PIB)	87,8	85,9	83,9	82,5	81,2
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,1	3,1	2,6	2,4	2,3

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(e) Estimación. (p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de enero de 2020.

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

Fuente: BBVA Research

**Cuadro 4.7. ESPAÑA: PREVISIONES MACROECONÓMICAS**  
 (TASAS DE VARIACIÓN ANUAL EN %, SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)

(Promedio anual, %)	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)	2021 (p)
<b>Actividad</b>					
PIB real	2,9	2,4	1,9	1,6	1,9
Consumo privado	3,0	1,8	1,2	1,4	1,6
Consumo público	1,0	1,9	2,2	1,7	1,8
Formación Bruta de Capital	5,9	5,3	2,7	2,6	4,5
Equipo y Maquinaria	8,5	5,7	3,9	3,2	5,1
Construcción	5,9	6,6	1,7	1,4	3,8
Vivienda	11,5	7,7	2,6	2,4	5,0
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	3,0	2,6	1,7	1,7	2,1
Exportaciones	5,6	2,2	2,0	2,6	3,4
Importaciones	6,6	3,3	1,6	3,0	4,5
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,1	-0,3	0,2	-0,1	-0,3
PIB nominal	4,3	3,5	3,4	2,7	3,6
(Miles de millones de euros)	1161,9	1202,2	1242,5	1275,9	1322,1
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	2,6	2,7	2,1	1,4	1,7
Tasa de paro (% población activa)	17,2	15,3	14,2	13,5	12,5
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	2,8	2,5	2,1	1,4	1,6
Productividad aparente del factor trabajo	0,0	-0,2	-0,2	0,3	0,3
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	2,0	1,7	0,7	1,0	1,5
IPC (fin de periodo)	1,1	1,2	0,7	1,2	1,7
Deflactor del PIB	1,4	1,1	1,4	1,0	1,7
Remuneración por asalariado	0,7	1,0	2,2	2,0	1,7
Coste laboral unitario	0,7	1,2	2,4	1,8	1,5
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,5	1,8	1,7	1,2	0,9
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	98,6	97,6	96,8	96,5	95,1
Saldo AA.PP. (% PIB)	-3,0	-2,5	-2,4	-2,2	-2,0
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	2,9	3,7	3,9	3,8	4,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	5,9	6,3	7,7	8,9	9,8

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(e) Estimación. (p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de enero de 2020.

(\*) 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
- CC. AA.: Comunidades Autónomas
- CEOE: Confederación Española de Organizaciones Empresariales
- CEPYME: Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa
- CG: Consejo de Gobierno
- CNTR: Contabilidad Nacional Trimestral
- CRE: Contabilidad Regional de España
- 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)
- GAU: Gran Área Urbana
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- IPC: Índice de Precios al Consumo
- LATAM: Agregado de Latinoamérica que incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
- INE: Instituto Nacional de Estadística
- MITRAMISS: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- OSR: Otros Sectores Residentes
- PIB: Producto Interior Bruto
- PYMES: Pequeñas y medianas empresas
- TAE: Tasa anual equivalente
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria

### 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

+34 610 34 32 38

#### Daniela Filip

marineladaniela.filip@bbva.com

+34 678 25 16 06

#### Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

#### Félix Lores

felix.lores@bbva.com

+34 91 374 01 82

#### Marta Pérez

marta.perez.beamonte.becas@bbva.com

+34 91 374 55 88

#### Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

#### Pep Ruíz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

#### Daniel Santos Torres

daniel.santos.torres.becas@bbva.com

+34 913 74 70 59

#### Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

#### Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

#### Sirenia Vázquez

sirenia.vazquez@bbva.com

+34 607 37 07 81

## Con la colaboración de:

#### Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@bbva.com

+34 639 82 72 11

### 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

