

Situación España

3T19



Índice

1. Editorial.....	3
2. Entorno global: las tensiones comerciales y la reacción de los bancos centrales condicionan el crecimiento mundial	6
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	10
4. Tablas.....	26

Fecha de cierre: 12 de julio de 2019

1. Editorial

El crecimiento del PIB español podría alcanzar el 2,3% en 2019 y el 1,9% en 2020, lo que mejoraría ligeramente las expectativas que se tenían hace tres meses sobre el presente año, manteniendo las del siguiente. De cumplirse este escenario se crearían alrededor de 810.000 puestos de trabajo durante el bienio y la tasa de paro se reduciría hasta el entorno del 12,2% a finales del siguiente año. Se espera además, que la recuperación ayude a reducir el déficit público hasta el 1,9% del PIB a finales de 2020. Aunque la composición del crecimiento probablemente traerá un deterioro de la cuenta corriente, esta se mantendrá en superávit.

Tanto en el primer como en el segundo trimestre del año, el crecimiento del PIB se habría mantenido alrededor del 0,7% t/t. Esto supone una aceleración respecto a lo observado durante los últimos 6 meses de 2018 (0,5% t/t), además de encontrarse ligeramente por encima de lo previsto por BBVA Research en el pasado mes de abril (0,6%). Tras lo anterior se esconde una composición atípica del crecimiento, donde tanto la demanda interna como las exportaciones han reducido su dinamismo algo más de lo esperado. Por el contrario, buena parte de este peor comportamiento del gasto interno y de las ventas al exterior se ha concentrado en las importaciones, limitando el impacto sobre la producción doméstica y, por tanto, en el crecimiento.

Las sorpresas negativas en la evolución de la demanda interna fueron especialmente relevantes en el consumo privado y en el gasto público. A corto plazo se esperaba una aceleración del gasto de los hogares que no se ha producido. En particular, la renta bruta disponible ha aumentado algo menos de lo previsto y el incremento que sí se ha producido estaría teniendo un impacto menguante en el consumo. Lo primero ha sorprendido dado el alza en el salario mínimo interprofesional y medidas como el aumento de las pensiones o en las remuneraciones a los empleados públicos, compensado por el incremento en las bases de cotización a la Seguridad Social. Lo segundo puede ser el resultado de varios factores. Por ejemplo, el aumento de la renta estaría concentrándose cada vez más en colectivos con una menor propensión a consumir. Asimismo, el aumento de la incertidumbre relacionado con la política económica podría haber afectado la confianza de los hogares. Un ejemplo de lo anterior, es el ajuste que muestra la compra de automóviles, que se mantiene por debajo de los niveles observados hace un año. En relación con lo anterior, se observa además una moderación en el crecimiento del crédito al consumo. Respecto a la política fiscal, esta habría sido algo menos expansiva de lo previsto, sobre todo cuando se considera la evolución del consumo y de la inversión de las administraciones públicas en un contexto de elecciones. Ni uno, ni otro han mostrado una aceleración importante y se han alejado de los patrones observados en otros años similares.

Los flujos comerciales de bienes con el exterior siguen mostrando una debilidad mayor a la esperada. Las ventas de bienes a otros países habrían alcanzado un punto de inflexión después de un año de caídas. Sin embargo, el incipiente crecimiento no habría sido tan intenso como se esperaba. Entre las buenas noticias se encuentra la recuperación de las exportaciones hacia las economías europeas, además de que el sector del automóvil podría haber dejado atrás parte del letargo que arrastraba. Sin embargo, varios factores seguirían teniendo un impacto negativo sobre la producción industrial. Por un lado, temas regulatorios o la incertidumbre alrededor de posibles incrementos arancelarios estarían introduciendo elementos de disrupción sobre las cadenas de valor a nivel mundial. Por otro, la mayor volatilidad en los mercados y los ajustes observados en economías emergentes estarían ralentizando las ventas hacia estos destinos. Finalmente, las incógnitas que rodean todavía al *brexit*, continuarían teniendo un impacto negativo sobre el sector manufacturero.

Entre las tendencias más positivas durante la primera mitad del año destaca el fuerte crecimiento de varios componentes de la inversión o la inesperada resistencia del sector turístico. De particular importancia ha sido el aumento del gasto en maquinaria y equipo en un contexto de elevada incertidumbre, que adelanta

ganancias de cuota de mercado a nivel global durante los próximos trimestres. Asimismo, el avance de la inversión en vivienda se mantiene sólido, como consecuencia del fuerte ajuste observado en años anteriores y de la mejora de varios de los fundamentales que apoyan la evolución tanto de empresas como de compradores. Por otro lado, sorprende la resistencia del consumo de no residentes que habría dejado atrás el impacto negativo de algunos factores que le afectaron durante el año pasado. Entre estos se encuentran el deterioro en la percepción de seguridad asociado a los atentados terroristas de agosto de 2017 o la incertidumbre relacionada con el entorno político en Cataluña. Además, el sector ha logrado detener el deterioro que se venía observando en los indicadores de competitividad y aparecen indicios también de un cambio en el foco hacia un turismo con un mayor valor añadido.

Este atípico patrón de crecimiento puede deberse a causas temporales. Hacia delante, la tendencia sería de desaceleración, en ausencia de una recuperación más contundente del entorno global y, particularmente, de la eurozona. Por parte del gasto de las familias, el camino hacia la moderación del crecimiento se consolidará. Así, se irán dejando atrás algunos de los estímulos de trimestres anteriores como las mayores transferencias desde las administraciones públicas o el incremento del salario mínimo interprofesional. Además, existen factores estructurales que apuntan hacia un menor dinamismo durante los próximos trimestres. Entre los que no se han mencionado se encuentran desde el agotamiento de la demanda pospuesta durante la crisis, hasta factores de medio plazo como el envejecimiento de la población. Respecto a la política fiscal, la probabilidad de que se aprueben unos Presupuestos Generales del Estado para 2019 va en descenso, mientras que el retraso en la toma de posesión de los nuevos gobiernos podría ralentizar la toma de decisiones. Esto puede hacer que el tono del impulso fiscal cambie durante la segunda parte del año. Asimismo, aunque se espera que la inversión en vivienda continúe aumentando, su evolución ha sido algo menos favorable de lo que apuntarían sus fundamentales. Esto podría apuntar a factores relacionados con la incertidumbre regulatoria que rodea al sector y que estarían limitando su velocidad de avance. Por lo que respecta al resto de la inversión, está por ver cómo responde al deterioro observado durante los últimos trimestres de los márgenes empresariales. Además, preocupa que a pesar de la fortaleza que ha mostrado, la acumulación de maquinaria y equipo no se ha traducido en un crecimiento sostenido de la productividad. Finalmente, no se espera que haya resoluciones definitivas al entorno de incertidumbre que se vive respecto al comercio internacional. Además, la UEM sigue mostrando tasas de crecimiento relativamente bajas que reducen la capacidad de avance de las exportaciones españolas. Más aún, el fuerte ajuste de las importaciones parece más una cuestión puntual, relacionado con ciertos sectores, que parte de un proceso sostenido de ganancias de competitividad.

En el escenario más probable, la recuperación continuará, con la política monetaria como principal instrumento de apoyo. Las crecientes tensiones comerciales entre EE. UU., China y la UEM, junto con la ralentización de sus economías, han llevado a los bancos centrales a replantearse su estrategia hacia delante. En el caso de la Reserva Federal, la prevención de escenarios de riesgo ha provocado un cambio en las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés. De potenciales subidas durante el segundo semestre del año, se esperan ahora bajadas. En el caso del BCE, varios factores apuntan a inminentes medidas de impulso monetario. Entre estos se encuentran la necesidad de mantener un tipo de cambio competitivo frente al dólar, el entorno de bajo crecimiento que vive la economía europea y, sobre todo, el deterioro de las expectativas de inflación, muy alejadas del objetivo del BCE. Entre los anuncios que podrían darse estaría el de hacer la subida de tipos de interés contingente en la mejora de dichas expectativas en vez de durante un período de tiempo determinado, reducciones adicionales en el tipo de interés sobre los depósitos llevándolo a un terreno más negativo o, incluso, la reactivación del programa de compra de activos. En la medida en que el mercado ha ido adelantando estas acciones, se han consolidado costes de financiación históricamente bajos para la economía española, particularmente a plazos largos. Esto apoyará el gasto, liberando recursos para consumo y gasto público, mejorando la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión y estimulando la oferta de crédito. Por otro lado, se asume que las tensiones que han afectado negativamente a los flujos de comercio durante el último año disminuirán progresivamente. Esto alentaría la normalización de las cadenas de valor a nivel global y ayudaría a

reactivar las exportaciones nacionales. Asimismo, los precios del petróleo han vuelto a niveles por debajo de los observados en promedio durante el año anterior. En la medida en que esto se transfiera en su mayoría al coste de la energía y del combustible que pagan las empresas españolas, debería suponer un impulso a la competitividad.

A nivel interno, la mayor incertidumbre sobre la política económica parece estar teniendo un impacto limitado sobre la actividad. Sin embargo, se hacen necesarias reformas que ayuden a revertir la tendencia de desaceleración, a reducir el desempleo estructural y a aumentar el crecimiento potencial, claves para reducir la desigualdad. Las elecciones han confirmado un entorno de mayor fragmentación en el Parlamento español. Lo anterior es un problema en la medida en que eleve la probabilidad de no llegar a los consensos necesarios para implementar las reformas que impulsen el crecimiento y lo hagan inclusivo. También puede suponer una preocupación si los únicos pactos posibles se dan alrededor del deterioro de las cuentas públicas o de medidas que desincentiven el ahorro y la inversión. En todo caso, el actual entorno de crecimiento y de bajos tipos de interés mantiene abierta una ventana para avanzar en reformas que de manera virtuosa reduzcan los desequilibrios que todavía presenta la economía española. Adicionalmente, el impacto de la política monetaria se agota, por lo que cada vez más la reversión de las actuales tendencias dependerá de la acción de los gobiernos nacionales. A este respecto, resulta esperanzador el proceso de evaluación de una parte del gasto público realizada por la AIReF, pero es necesario que los resultados sirvan para revisar las políticas públicas y mejorar su eficiencia. Lo ideal sería que se consolidara en España una cultura de evaluación generalizada de las políticas públicas, que pudiera informar a la sociedad sobre los costes y beneficios de implementar ciertas medidas. Esto hubiera sido útil para ayudar a dirigir los debates sobre el efecto de políticas como el aumento del salario mínimo interprofesional o los cambios impuestos en la regulación del alquiler. Adicionalmente, sería clave para diseñar los todavía exigentes retos que enfrenta la economía española, como la estructuralmente elevada tasa de paro, la temporalidad, el bajo crecimiento de la productividad (y de los salarios), la desigualdad, el desequilibrio en las cuentas públicas o las consecuencias del envejecimiento de la población.

2. Entorno global: las tensiones comerciales y la reacción de los bancos centrales condicionan el crecimiento mundial

En los últimos meses la escalada proteccionista se ha intensificado y las tensiones comerciales han aumentado. **A pesar de que durante la última cumbre del G20, EE. UU. y China anunciaron una tregua que ofrece la oportunidad de retomar las negociaciones, las dudas sobre un acuerdo final no se van a disipar fácilmente y seguirán frenando el crecimiento global.** En este contexto, en el que además la inflación se mantiene baja y los riesgos sobre el crecimiento están muy presentes, **los bancos centrales han cambiado su postura, mostrándose proclives a reducir de nuevo los tipos de interés.** Se espera que este giro de las autoridades monetarias compense el efecto negativo del incremento de las tensiones comerciales y estabilice el crecimiento global, aunque en niveles más bajos que en años anteriores.

La escalada proteccionista sigue siendo una fuente de incertidumbre, incluso después de la última tregua comercial entre EE. UU. y China

Durante los últimos meses hemos visto cómo se ha intensificado el conflicto comercial, al que se ha añadido una nueva vertiente centrada en el conflicto tecnológico. El Gobierno de EE. UU. anunció nuevos aumentos de aranceles desde el 10% al 25% a las importaciones desde China por un valor de 200 mil millones de dólares, y amenazó con extenderlas al resto de las importaciones (unos 230 mil millones adicionales). Además, introdujo a Huawei en una lista negra de empresas con las que no se puede tener relaciones. Por su parte, China respondió con aranceles del 25% a las importaciones desde EE. UU. por valor de 60 mil millones de dólares. Sin embargo, **en la reciente cumbre del G20 se ha declarado una tregua** (aunque no se han revertido los aumentos arancelarios), rebajando así la tensión y permitiendo retomar las negociaciones. En cualquier caso, aunque se ha evitado el peor de los escenarios, la intensidad y la amplitud de los temas de conflicto sugieren que no será fácil llegar a un acuerdo comercial, y que las tensiones entre ambos países continuarán en el futuro.

A pesar de los nuevos estímulos monetarios, en los mercados financieros hay un fuerte efecto refugio

La alta incertidumbre generada por las tensiones comerciales incrementó fuertemente la aversión al riesgo en los mercados, de tal manera que el VIX repuntó significativamente hasta niveles de 20 (+7bp) durante la primera quincena de mayo, provocando un ajuste en las bolsas mundiales del 6% en media. Todo ello incrementó la demanda de valores seguros y, junto con una actitud más acomodaticia de los bancos centrales, provocó que la rentabilidad del bono alemán a diez años alcanzara mínimos históricos, y que la del bono estadounidense a diez años bajara hasta los mínimos observados en 2016 (ver Gráfico 2.1). Sin embargo, el nivel tan reducido de las rentabilidades de los activos seguros y la confianza en que la acción de los bancos centrales sostendrá el crecimiento han generado una búsqueda de rentabilidad alternativa, lo que se traduce tanto en el aumento de las bolsas (el S&P500 ha alcanzado de nuevo niveles máximos históricos) como de los bonos de los países emergentes y de los países de la periferia europea. En cualquier caso, se sigue notando la falta de un apetito generalizado por riesgo.

En un contexto de alta incertidumbre y baja inflación, las tensiones comerciales han llevado a los bancos centrales a reevaluar su política

Para contrarrestar los efectos negativos de la escalada proteccionista y la inquietud de los mercados globales, **la Reserva Federal y el BCE (en ese orden) han señalado su intención de adoptar nuevas medidas de estímulo**, como seguro contra escenarios de riesgo cada vez más probables y para neutralizar el continuo descenso de las expectativas de inflación a largo plazo. La Fed hizo cambios en su comunicado de la reunión del 19 de junio que sientan las bases para el inicio de las bajadas de tipos de interés. Alertó de que la inflación podría caer por debajo del objetivo del 2%, pasó de calificar el crecimiento como “sólido” a “moderado” y, ante la amenaza comercial y la incertidumbre política, cambió de una actitud de “paciencia” a una de “supervisión estrecha”. Por su parte, el BCE ha reforzado la orientación acomodaticia sobre la política monetaria, aprobando un nuevo programa de provisión de liquidez (LTRO-III) y retrasando desde finales de 2019 hasta mediados de 2020 su compromiso de mantener los tipos de interés en los niveles actuales. Además, ha señalado que dispone de un abanico de instrumentos para luchar contra los riesgos de bajo crecimiento e inflación, incluyendo la reducción de los tipos de depósito o revitalizando el programa de compras de bonos (QE), lo que sí ha representado una novedad respecto a la comunicación previa.

Por su parte, **China anunció que tiene mucho margen para ajustar su política monetaria si el conflicto comercial se intensifica**. De hecho, se esperan recortes de los tipos de los préstamos y en la ratio de reservas requeridas a los bancos (RRR). Además, anunció que utilizará 43.000 millones de dólares en cuotas de redescuento y facilidades permanentes de préstamo (SLF), y que comenzará a aceptar certificados interbancarios de depósitos y certificados bancarios como garantía de los bancos pequeños para apoyar la liquidez. **En política fiscal**, habrá una mayor emisión de deuda por parte de los gobiernos locales y un plan de capacitación de 14.500 millones de dólares para aquellos individuos que han perdido sus empleos debido a la desaceleración.

El crecimiento mundial continúa en una suave tendencia a la baja

En la segunda mitad de 2018, el crecimiento mundial estuvo por debajo de la media de años anteriores. Esto se debe, en gran medida, a los malos resultados de las exportaciones, que se han mantenido prácticamente estancadas desde mediados del año pasado y que tienen como principal afectado a la industria manufacturera. **Los datos de actividad muestran cómo, desde comienzos de año hasta abril, el sector industrial se ha seguido desacelerando**, pese al buen dato de marzo. **Lo más probable es que esta tendencia se mantenga**, ya que los PMI de manufacturas han seguido cayendo en mayo y junio hasta situarse en territorio contractivo. No obstante, **el crecimiento en el primer trimestre de 2019 recuperó algo de dinamismo**, aunque siguió por debajo de la media.

De cara a lo que resta de año, existe el riesgo de que la debilidad de las manufacturas y de las exportaciones acabe contagiando al sector servicios, que se mantiene relativamente robusto, apoyado en la fortaleza del empleo y la baja inflación. En este sentido, **nuestro modelo BBVA-GAIN sugiere una estabilidad del crecimiento trimestral a nivel global en torno al 0,8%**, en línea con nuestra previsión (3,3%) para el crecimiento anual de 2019.

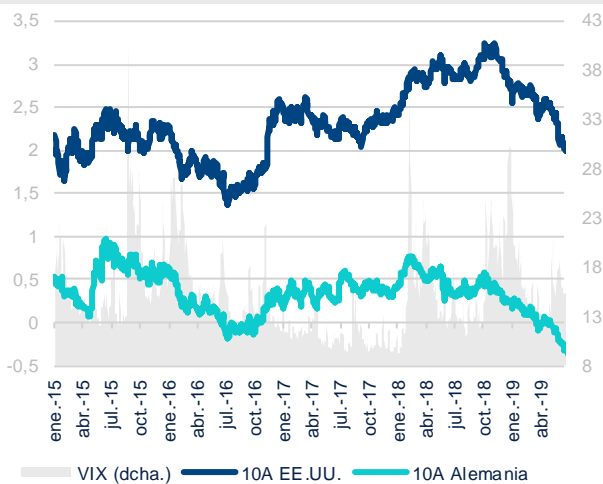
Se mantiene el escenario para el crecimiento sin apenas cambios, aunque aumentan los riesgos a la baja

El escenario base incorpora el **supuesto de que finalmente se producirá el acuerdo comercial entre EE. UU. y China, posiblemente hacia finales de año**, reduciendo así las tensiones comerciales, aunque no eliminándolas. También se espera que no haya un aumento significativo de las tensiones entre EE. UU. y Europa (que pende de la amenaza de aumentar los aranceles al sector del automóvil por parte de EE. UU.). **En principio, la salida del**

Reino Unido de la UE no debería suponer un evento con impacto significativo en la economía global. Además, en el mercado del crudo, debido al aumento de oferta por parte de EE. UU. y la disminución de la demanda, que más que compensan los recortes de producción de la OPEP, se prevé una ligera reducción de los precios del Brent, desde alrededor de los 68 dólares/barril durante el segundo trimestre del año hasta cerca de los 62 y 55 dólares al cierre de 2019 y 2020, respectivamente.

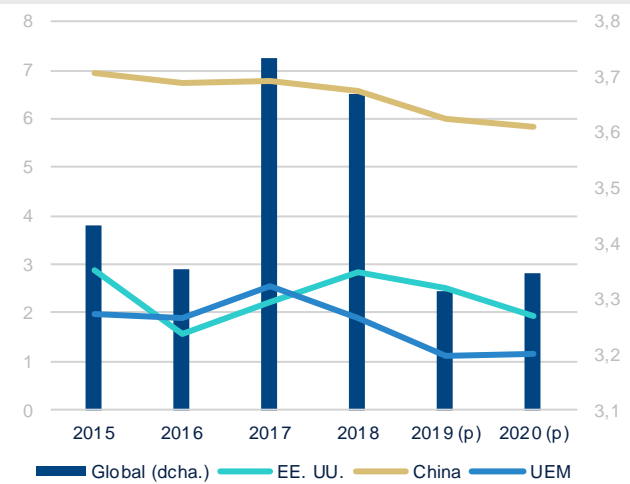
Por último, **se espera que los estímulos monetarios compensen los efectos de las prolongadas tensiones comerciales y eventuales shocks futuros**, si bien ambos factores operan por canales diferentes, siendo la incertidumbre comercial un factor negativo de oferta y los estímulos monetarios un estímulo positivo de demanda. De este modo, el crecimiento mundial se estabilizaría, aunque a niveles relativamente más bajos que en años anteriores. Por todo ello, mantenemos la previsión de que el **PIB global, que avanzó un 3,7% en 2018, crezca el 3,3% en 2019 y en 2020** (véase el Gráfico 2.2).

Gráfico 2.1. **RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 2.2. **CRECIMIENTO DEL PIB ANUAL: 2015-2020 (%)**



(p) Previsión.
Fuente: BBVA Research

En EE. UU. el crecimiento debería ir perdiendo impulso progresivamente, convergiendo a sus tasas de crecimiento potencial. En particular, se estima que **el PIB estadounidense crecerá el 2,5% en 2019 y el 2,0% en 2020, tras el 2,9% registrado en 2018**. Para sostener la expansión económica ante el riesgo de menor crecimiento y de baja inflación, la **Reserva Federal está en condiciones de iniciar un ciclo de expansión en el 3T19, reduciendo sus tipos en hasta 75 pbs** en los próximos trimestres, y los mantendrá después estables hasta 2022.

En Europa el crecimiento será más suave a causa de la debilidad de la industria y de la elevada incertidumbre (comercio y *brexit*). Se espera, por tanto, que **el BCE refuerce su gestión de expectativas ("forward guidance") y reduzca aún más las tasas de depósitos (-10 pbs en el 3T19)**, dejándolas inalteradas hasta finales de 2021. Además, se prevé que adopte un sistema escalonado de depósitos y, sólo si la situación empeora, vuelva a implementar medidas de expansión cuantitativa (QE). Por tanto, **el escenario para Europa se mantiene con pocos cambios**. Gracias al buen dato del primer trimestre, se revisa al alza el **crecimiento en 2019 en una décima hasta el 1,1%** y, debido a la persistencia de la debilidad del sector industrial y a la mayor incertidumbre, se hace una ligera revisión **a la baja para 2020 de una décima hasta el 1,2%**.

En China se esperan más medidas de estímulo fiscal (recorte de impuestos y expansión de la deuda de los gobiernos regionales) que, junto a los recortes de los tipos de interés de los préstamos, de los encajes bancarios y del crédito específico a medio plazo, entre otras medidas, logre mantener el crecimiento, contrarrestando así el efecto negativo de la guerra comercial. Estas medidas de estímulo **ayudarán a que el PIB crezca un 6,0% en 2019 y un 5,8% en 2020, en línea con las previsiones anteriores.**

A pesar de que la visión sobre la economía global no difiere mucho de la publicada en la anterior edición de esta revista, los riesgos que existen sobre el escenario global son relativamente más altos debido a la escalada proteccionista y su potencial impacto a nivel global. No es descartable tampoco una extensión de las tensiones comerciales a otros sectores y países, dado que están pendientes las amenazas de aranceles al sector del automóvil por parte de EE. UU. Asimismo, aumenta el riesgo de que EE. UU. entre en una recesión económica, mientras los riesgos políticos en Europa siguen siendo relevantes (*brexít* y política fiscal en Italia). Por último, los estímulos de China frenan el proceso de desapalancamiento del país y, por ello, aumenta su vulnerabilidad a medio y largo plazo.

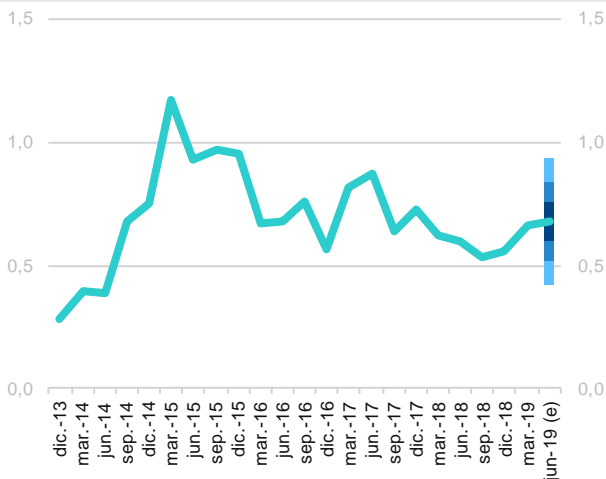
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

La actividad mantiene un ritmo de avance elevado

La información conocida a fecha de cierre de este informe indica que **la economía española podría haber crecido entre el 0,6% y el 0,7% t/t CVEC¹ (entre el 2,3 y el 2,4% a/a) en el 2T19** (previsión del modelo MICA-BBVA)². De confirmarse esta estimación, el aumento de la actividad entre abril y junio se situaría en línea con las previsiones realizadas a principios del trimestre (MICA-BBVA: entre el 0,6% y el 0,8% t/t) y con el dato observado en el anterior trimestre (0,7% t/t en el 1T19).

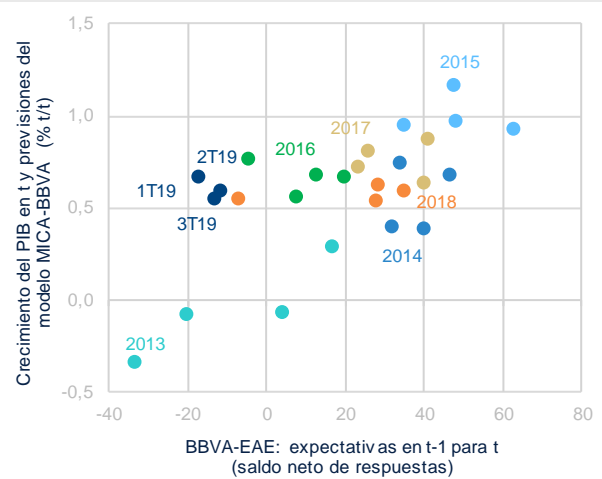
De cara al tercer trimestre, las estimaciones en tiempo real de BBVA Research sugieren que el crecimiento del PIB podría ralentizarse ligeramente (previsión del modelo MICA-BBVA: entre el 0,5% y el 0,7% t/t). Además, la incertidumbre sobre el ritmo de avance continúa elevada, tal y como evidencian los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)³ que no terminan de mostrar una reversión del deterioro en las expectativas observado durante el último año (véase el Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1. **ESPAÑA: CRECIMIENTO OBSERVADO DEL PIB Y PREVISIONES DEL MODELO MICA-BBVA (% T/T)**



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

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



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

1 CVEC: corregido de variaciones estacionales y efecto calendario.
2 Para más detalles sobre el modelo MICA-BBVA, véase Camacho, M. y R. Doménech (2010): "MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting", BBVA WP 10/21, disponible en: <https://bit.ly/2OTgt11>
3 Para más detalles sobre la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA), véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2014, disponible en: <https://bit.ly/2pKEh31>

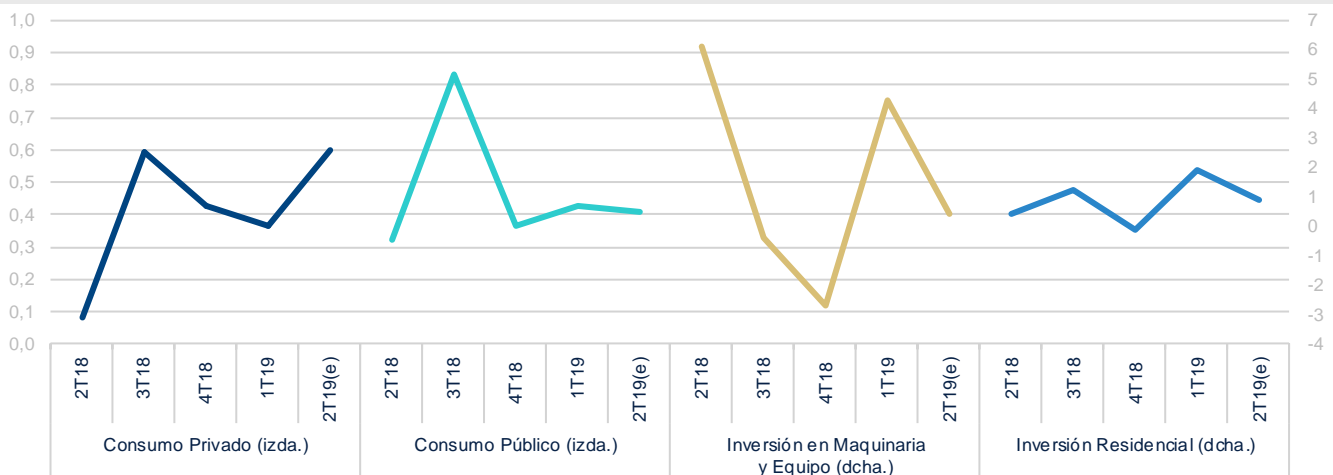
La demanda doméstica sigue liderando el crecimiento apoyada en el consumo y en la inversión residencial

El gasto en consumo privado podría recobrar parte del dinamismo perdido en el primer trimestre, mientras que el consumo público mantendría el ritmo de avance. Así, las señales que se extraen de los indicadores de gasto⁴ sugieren que el consumo de los hogares podría haber aumentado en torno al 0,6% t/t (2,0% a/a) en el segundo trimestre, tras haberse desacelerado el pasado trimestre (0,4% t/t, 1,5% a/a en el 1T19). Por su parte, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que el gasto en consumo de las administraciones públicas podría haber crecido el 0,4% t/t (2,1% a/a) en el 2T19, en línea con el crecimiento de los dos trimestres anteriores.

Aunque con un ritmo menor, la inversión seguiría siendo uno de los soportes del crecimiento de la demanda interna. Así, los indicadores parciales de coyuntura apuntan a que la inversión en maquinaria y equipo podría estar cerca del estancamiento (0,5% t/t; 1,6% a/a), lo cual implica, en todo caso, consolidar un nivel de actividad sólido, tras la fuerte recuperación observada en el 1T19 (4,3% t/t; 7,3% a/a).⁵ Igualmente, la inversión residencial se habría desacelerado un punto hasta el 0,9% t/t (4,0% a/a), tras la recuperación observada en el trimestre pasado (1,9% t/t, 3,4% a/a en el 1T19).⁶ Finalmente, se estima que el crecimiento intertrimestral en la inversión en otras construcciones se estaría recuperando (0,6% t/t; 1,7% a/a), después del retroceso registrado hasta marzo (-1,5% t/t; 5,1% a/a).

En resumen, los indicadores parciales de coyuntura apuntan a que en el 2T19 **la demanda doméstica estaría aportando 0,6pp al aumento trimestral del PIB** (2,0pp a/a) gracias al avance de todas sus partidas (véase el Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3. **ESPAÑA: CRECIMIENTO OBSERVADO Y ESTIMACIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE LA DEMANDA DOMÉSTICA (% T/T)**



(e) Estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

4 Al igual que en el trimestre precedente, los indicadores parciales de gasto muestran señales mixtas. Las matriculaciones de turismo crecieron a una tasa similar a la del primer trimestre, a pesar de la contribución negativa del canal particular. También la actividad del sector servicios mantuvo su dinamismo. Por el contrario, las ventas interiores bienes de consumo por parte de las grandes empresas y la facturación del comercio al por menor habrían perdido tracción en el segundo trimestre. Respecto a los indicadores de recursos, se aprecia una desaceleración del crecimiento de la renta salarial real, debido a la ralentización de la creación de empleo, y de la financiación al consumo, pero un repunte de las cotizaciones bursátiles. Aunque la percepción de los hogares sobre la economía se deteriora, sus intenciones de compra de bienes duraderos se mantienen.

5 Buena parte de los indicadores de la inversión en maquinaria y equipo apuntan hacia una evolución negativa en el 2T19. Tan sólo la cartera de pedidos de bienes industriales mostraría una recuperación respecto al trimestre anterior. Por su parte, la confianza industrial volvió a presentar un deterioro por tercer trimestre consecutivo. Además, tanto la venta de vehículos industriales como las importaciones de bienes de capital reflejan un descenso respecto al 1T19. Por último, los datos de los dos primeros meses del 2T19 señalan que el IPI se habría mantenido estancado respecto al trimestre anterior.

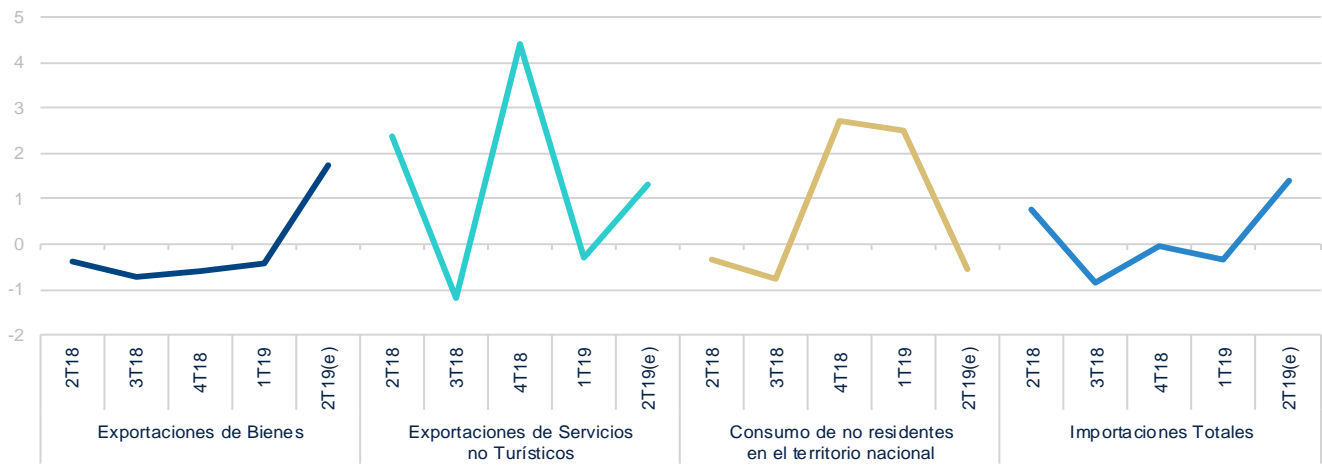
6 La mayor parte de los indicadores de la inversión residencial estarían mostrando una evolución positiva en 2T19, si bien algo más moderada que en períodos anteriores. Así, el empleo habría crecido menos que en el trimestre anterior. A su vez, los visados seguirán creciendo. Finalmente, el índice de confianza de los empresarios del sector se habría deteriorado considerablemente respecto al trimestre anterior.

Los flujos comerciales recuperan algo de tracción en el segundo trimestre, aunque persisten las dudas sobre su evolución

Las exportaciones de bienes y servicios podrían haber crecido el 1,4% t/t (1,3% a/a) en el segundo trimestre, tras el decepcionante comienzo de 2019 (véase el Gráfico 3.4). En concreto, y a pesar de un entorno de incertidumbre elevada, las exportaciones de bienes habrían crecido el 1,8% t/t (0,0% a/a) en el 2T19, tras cuatro trimestres consecutivos de retroceso.⁷ Por su parte, las exportaciones de servicios se mantendrían en terreno positivo (0,5% t/t, 4,1% a/a), lideradas por aquellas no vinculadas al turismo exterior (1,3% t/t; 4,2% a/a), mientras que aquéllas que se corresponden con el consumo de no residentes en territorio nacional retrocederían (-0,5% t/t; 4,0% a/a), tras los fuertes avances del 4T18 y del 1T19.⁸

En línea con la evolución de la demanda final, la información disponible al cierre de esta revista sugiere que las importaciones habrían avanzado el 1,4% t/t (0,1% a/a) en el segundo trimestre del año y habrían recuperado cierto dinamismo tras la caída observada en el 1T19 (-0,3% t/t; -0,5% a/a). Esto, junto al comportamiento esperado de las exportaciones totales, daría lugar a una aportación de 0,0pp t/t (0,4pp a/a) de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española en el segundo trimestre del año.

Gráfico 3.4. ESPAÑA: CRECIMIENTO OBSERVADO Y ESTIMACIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE LA DEMANDA EXTERNA (% T/T)



(e) Estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

El ritmo de creación de empleo también mantiene el pulso

Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación a la Seguridad Social aumentó el 0,6% t/t en el segundo trimestre de 2019 (2,8% a/a), una décima menos que en el primero, y alcanzó los 19.550.000 cotizantes en junio (véase el Gráfico 3.5).⁹ El descenso del paro registrado, generalizado por sector de actividad, también perdió impulso entre abril y junio. Así, el número de parados se redujo el -0,8% t/t CVEC (-5,0% a/a), cuatro décimas menos que en el trimestre precedente.¹⁰

⁷ Los indicadores parciales de las ventas al exterior de bienes mostraron señales mixtas. Por una parte, la información disponible de la balanza comercial apunta a un fuerte repunte de las exportaciones en el 2T19 (3,5% m/m CVEC en abril). Sin embargo, las exportaciones de grandes empresas sólo crecieron el 0,3% m/m CVEC en abril y la cartera de pedidos de exportación mantiene la tendencia negativa iniciada a principios de año.

⁸ Las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles retrocedieron el 0,9% m/m CVEC en promedio en abril y mayo. Por su parte, las entradas de extranjeros en frontera cayeron el 2,6% m/m durante el mismo periodo. En lo que respecta a los ingresos por turismo de la balanza de pagos, crecieron el 0,7% m/m CVEC en abril.

⁹ 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 32.800 personas en mayo. Si se excluyen los cuidadores no profesionales, el repunte de la afiliación en el segundo trimestre habría sido algo más modesto (0,5% t/t CVEC; 2,7% a/a).

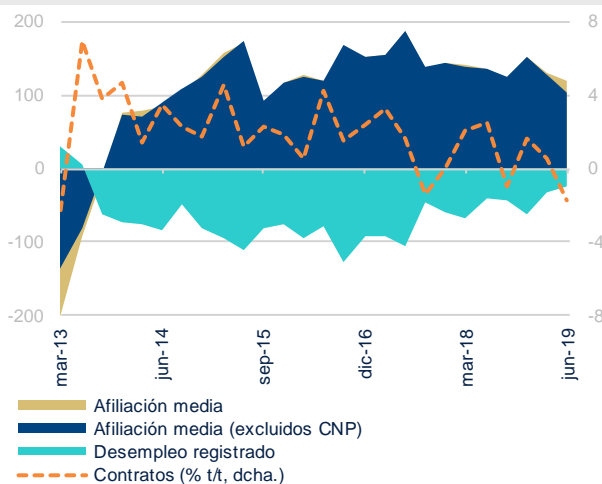
¹⁰ Desde mediados de 2013, la afiliación ha crecido el 19% CVEC, pero todavía se encuentra un 1% por debajo del máximo precrisis alcanzado a comienzos de 2008. Aunque el desempleo ha retrocedido el 36% en los últimos cinco años, supera en un 59% el nivel registrado a mediados de 2007.

Las repercusiones del incremento del salario mínimo interprofesional (SMI) desde enero sobre el empleo están siendo limitadas. La información disponible hasta junio muestra un comportamiento ligeramente menos favorable de la afiliación a la Seguridad Social entre los jóvenes, los ocupados en actividades de servicios que tradicionalmente tienen salario bajos, como el comercio o la hostelería, y los residentes en Andalucía, Canarias, Extremadura y la Región de Murcia. Como se aprecia en el Gráfico 3.7, el número de afiliados menores de 30 años en el primer semestre de 2019 descendió el 0,8% con respecto al segundo de 2018, cuatro décimas más que en los primeros semestres del bienio 2017-2018. Un resultado similar se obtiene al comparar la evolución de la afiliación en los sectores o regiones con mayor cobertura del SMI en la primera mitad del año en curso frente al mismo periodo de los años precedentes. Tampoco se advierte un flujo hacia el trabajo por cuenta propia desde el empleo asalariado como consecuencia del aumento del SMI. De hecho, la evolución del número de cotizantes al régimen general de la Seguridad Social potencialmente más afectados por la subida del SMI es similar a la del total de afiliados.

A diferencia de los registros de afiliación a la Seguridad Social y desempleo, el número de contratos cayó en el segundo trimestre. Tras avanzar el 0,5% t/t CVEC (4,0% a/a) en el 1T19, la contratación disminuyó el 1,7% t/t (-0,6% a/a) entre abril y junio tanto por el descenso de la indefinida (-1,6% t/t CVEC; -8,5% a/a) como, sobre todo, por el de la temporal (-1,8% t/t CVEC; 0,2% a/a). En consecuencia, la ratio de temporalidad retrocedió una décima hasta el 90,5% CVEC. Como se aprecia en el Gráfico 3.6, el porcentaje de contratos temporales es dos puntos menor que la cifra de finales de 2013.

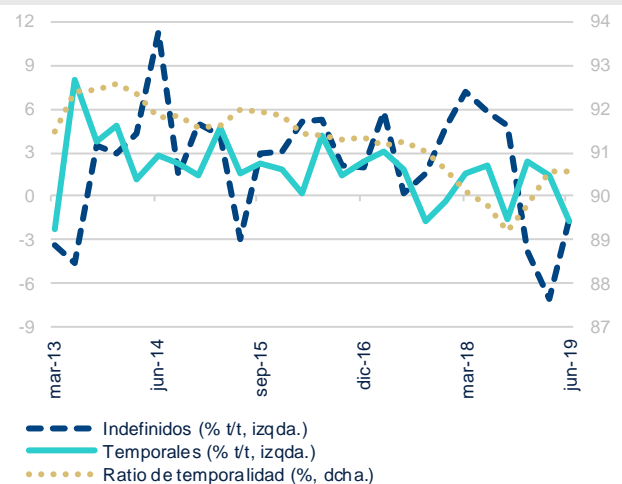
Se espera que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al segundo trimestre confirme la evolución apuntada por los registros de afiliación y paro. El empleo podría haber aumentado en torno al 0,6% t/t CVEC (2,7 % a/a), aproximadamente una décima menos que en el 1T19. Si la población activa apenas crece, como se prevé, el incremento de la ocupación se traduciría en un descenso de cuatro décimas de la tasa de desempleo hasta el 13,6% CVEC.¹¹

Gráfico 3.5. **ESPAÑA: REGISTROS DEL MERCADO DE TRABAJO (DATOS CVEC. VARIACIÓN TRIMESTRAL EN MILES DE PERSONAS SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)**



Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

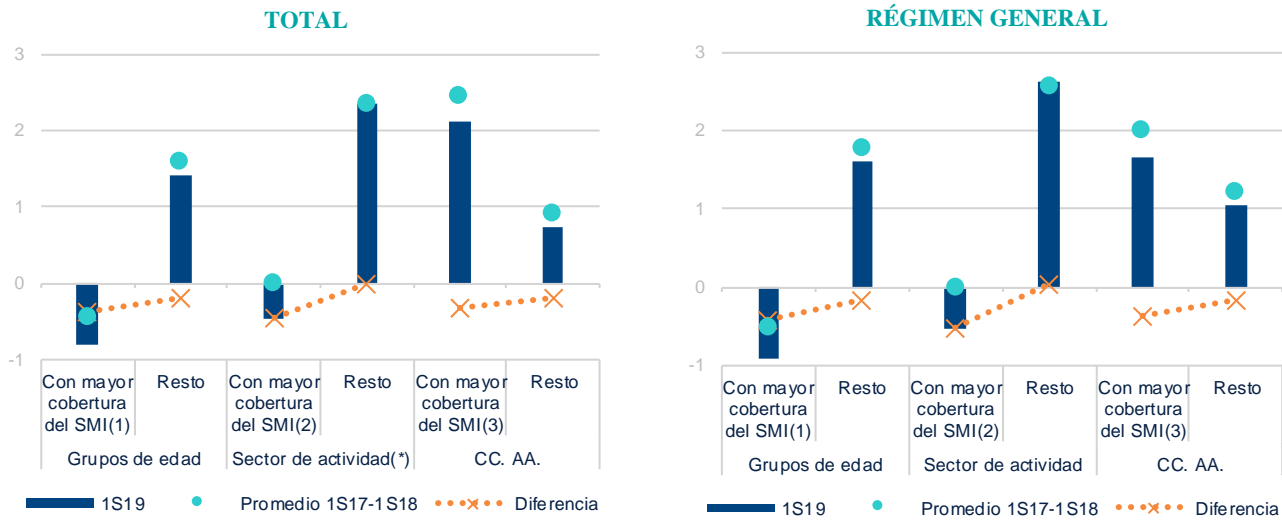
Gráfico 3.6. **ESPAÑA: EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN (DATOS CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

¹¹ Dada la estacionalidad positiva del periodo, la tasa de paro bruta se situaría en el 13,4% en el 2T19.

Gráfico 3.7. **ESPAÑA: VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL EN LOS PRIMEROS SEMESTRES (1S VS 2S, %)**



(*) Régimen general y régimen de autónomos.

(1) Menores de 30 años.

(2) Comercio, hostelería, actividades inmobiliarias, actividades profesionales, administrativas y artísticas y otros servicios.

(3) Canarias, Extremadura, Andalucía y Murcia.

Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

Los precios se moderan, mientras que las demandas salariales se estabilizan

Tras el repunte observado durante el primer trimestre del año, la inflación general se moderó entre abril y junio hasta el 0,4% a/a (véase el Gráfico 3.8). Detrás de esta evolución destaca la corrección a la baja de los precios de la energía, que se desaceleraron 8,0pp entre abril y junio, hasta el -2,6% a/a, debido al efecto base tras el aumento de hace un año y a la caída del precio de los carburantes y la electricidad. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable a lo largo del 2T19 y cerró el mes de junio en el 0,9% a/a.

En este contexto, el diferencial de inflación general respecto a la zona euro se mantuvo favorable a España durante el 2T19 (-0,6 pp a/a en junio). Igualmente, las estimaciones de BBVA Research indican que, utilizando como referencia la inflación subyacente, el diferencial de crecimiento de los precios se situó en el -0,5% a/a en junio.

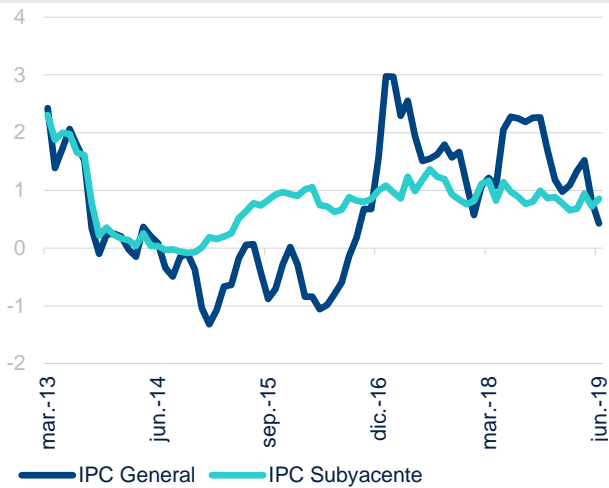
Las demandas salariales se estabilizaron durante el segundo trimestre. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta mayo superó el 2,2% a/a, en línea con el registrado al cierre del primer trimestre. El aumento acordado de la retribución en los acuerdos revisados plurianuales fue ligeramente inferior al de los firmados a lo largo del año en curso (2,3%), que apenas vinculan a 380.400 trabajadores.¹² Como se aprecia en el Gráfico 3.9, el incremento salarial que se pactó en los convenios firmados hasta mayo supera en dos décimas al mínimo recomendado en el IV Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC).¹³

¹² El número de trabajadores sujetos a convenio colectivo superó los 7.450.000 hasta mayo cuando se incorporan los afectados por los acuerdos firmados antes de 2019 (7.070.000), un 30% más que la cifra registrada en los cinco primeros meses del pasado año.

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

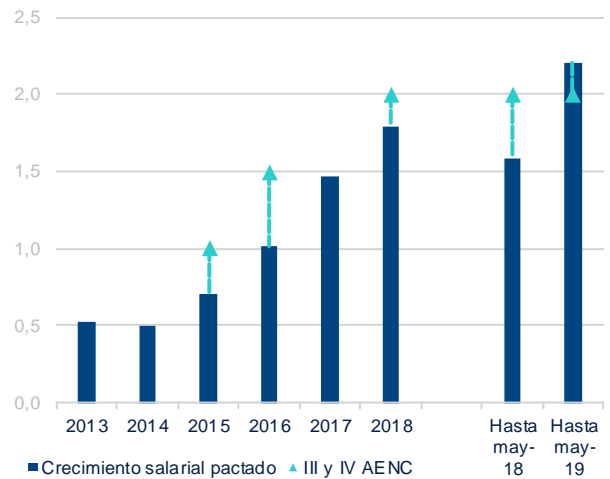
La atonía de la inflación sugiere que, hasta el momento, el crecimiento salarial -en particular, el alza del SMI para 2019- no se ha trasladado a precios finales. Como ilustra el Gráfico 3.10, aunque la contribución de la remuneración al crecimiento del deflador del PIB ha aumentado durante el año en curso, las empresas han reducido sus márgenes, de tal modo que el incremento de los precios se ha moderado.

Gráfico 3.8. **ESPAÑA: INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE (% A/A)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.9. **ESPAÑA: CRECIMIENTO SALARIAL MEDIO PACTADO EN CONVENIO COLECTIVO (% A/A)**

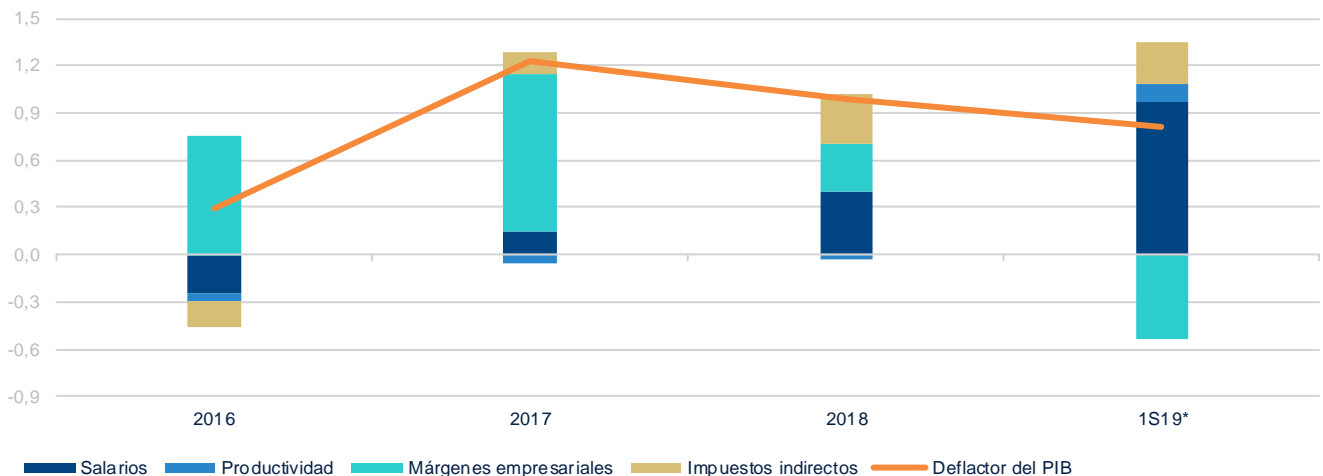


Los datos anuales incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año e incorporan la revisión por cláusula de garantía salarial.

(* Los datos desde 2017 son provisionales.

Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

Gráfico 3.10. **ESPAÑA: CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL DEFLADOR DEL PIB (PROMEDIO TRIMESTRAL)**



* Datos hasta 1T19; previsiones para 2T19.

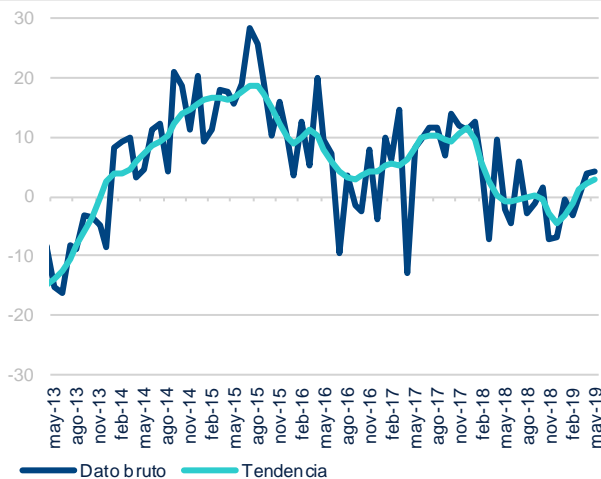
Fuente: BBVA Research a partir de INE

El nuevo crédito suaviza su retroceso en 2019

El stock de crédito al sector privado moderó su caída a la mitad, con un retroceso del -1,6% a/a en abril. Por su parte, las nuevas operaciones concedidas también se situaron en terreno negativo durante los primeros meses del año, y cayeron el -3,4% a/a en el acumulado hasta mayo (véase el Gráfico 3.11). Por tipo de operaciones, las de financiación a empresas mostraron un comportamiento negativo durante los primeros cinco meses del año. Así, la financiación de empresas de más de un millón de euros descendió el -10,0% a/a en el acumulado enero-mayo de 2019, mientras que las operaciones a empresas inferiores a un millón solo se redujeron el -0,6% a/a. En las operaciones a familias, se aprecia cierta fatiga en lo que va de año aunque mantienen un crecimiento del 3,5% a/a en el acumulado enero-mayo, apoyadas por las operaciones destinadas a la financiación de bienes de consumo y a la adquisición de vivienda, pero lastradas por el resto de financiación a hogares.

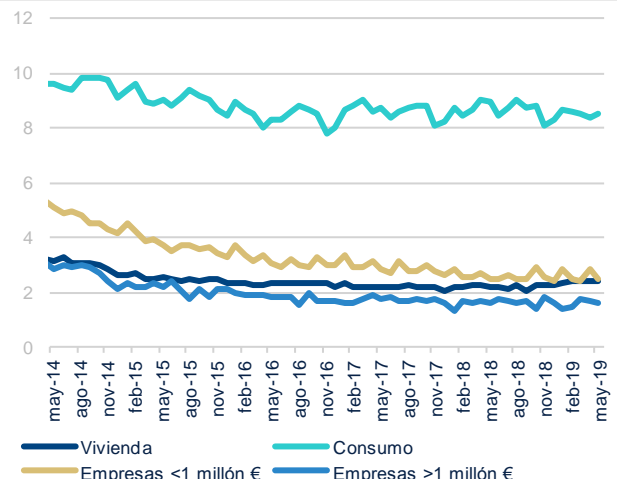
Por otra parte, el precio del nuevo crédito continúa en mínimos, dados los bajos tipos de interés, las buenas condiciones de liquidez para los bancos, el bajo riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades (véase el Gráfico 3.12). Sin embargo, en algunas carteras parece que se ha alcanzado un umbral mínimo en un entorno de estrechamiento de los márgenes de intereses y de cambios en la estructura de plazos. Es el caso de los tipos para adquisición vivienda (2,40% TAE promedio en mayo, 22 puntos básicos más que hace un año), que muestran una clara resistencia a continuar disminuyendo e incluso comienzan a repuntar levemente. Esto se debe a la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo (hasta mayo el 37% de los nuevos créditos hipotecarios, vs 35% en 2018) y porque el euribor 12 meses mostró un ligero aumento interanual (5 puntos básicos más que hace un año) desde niveles aún negativos. Al respecto, todavía no hay evidencia clara sobre la posible repercusión a los tipos hipotecarios de la asunción del impuesto de actos jurídicos documentados (AJD) por parte de las entidades.

Gráfico 3.11. ESPAÑA: NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO AL SECTOR MINORISTA (% A/A DEL DATO BRUTO Y DE SU TENDENCIA)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Gráfico 3.12. ESPAÑA: TIPOS DE INTERÉS DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO (% TAE)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Escenario económico: ligera desaceleración en 2019, que se acentuará en 2020

La recuperación de la economía española continuará durante el bienio 2019-2020. De hecho, y a pesar de los riesgos que todavía penden sobre el escenario, se revisan al alza las expectativas de crecimiento del PIB en una décima hasta el 2,3% en 2019 y se mantiene el avance del 1,9% para 2020 (véase el Cuadro 3.1). Aunque se espera una ralentización en el ritmo de crecimiento de todas las partidas del consumo y de la inversión respecto al bienio anterior, la demanda interna seguirá siendo el principal soporte del crecimiento (2,0pp en promedio). Por su parte, la contribución de la demanda externa neta volverá al terreno positivo (0,1pp en promedio; -0,3pp en 2018) favorecida por una recuperación progresiva de las exportaciones, una política monetaria más acomodaticia y unos precios del petróleo más bajos. De cumplirse este escenario, el avance de la actividad sería suficiente para crear 810.000 puestos de trabajo y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 12,7% en el promedio de 2020.¹⁴

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

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

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e) Estimación; (p) Previsión.

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

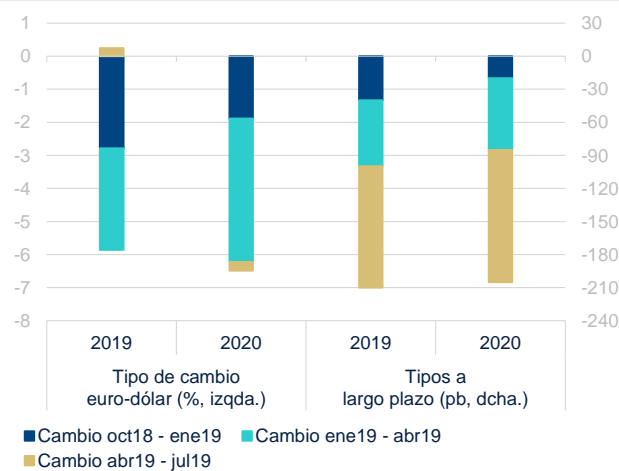
¹⁴ La ocupación aumentará en 740.000 personas entre el 4T18 y el 4T20 y la tasa de paro se reducirá a niveles cercanos al 12%.

El cambio de tono en la política monetaria suavizará el efecto de la escalada de las tensiones comerciales

Aunque el crecimiento global todavía mantiene un ritmo de avance sólido (el 3,3% en 2019 y 2020), se espera que se establezca en niveles más bajos que en años anteriores (ver Sección 1). Así, de cara al próximo bienio, se prevé que las medidas adicionales de política monetaria compensen los efectos de las mayores tensiones comerciales entre EE. UU., China y la UEM y que, según se vayan resolviendo dichas tensiones, la confianza vaya en aumento y genere un entorno más favorable para la evolución de la actividad en España.

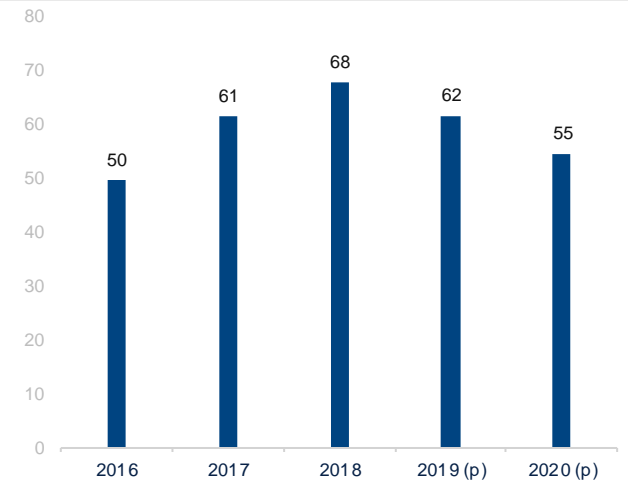
En Europa, las expectativas de crecimiento se mantienen prácticamente constantes (se incrementan en una décima hasta el 1,1% en 2019, pero se reducen en la misma cantidad hasta el 1,2% en 2020), lo que unido a un menor coste de la financiación a causa de las nuevas medidas esperadas por el BCE (recorte de los tipos de depósito, sistema escalonado de depósitos o un refuerzo del *forward guidance*) y a un tipo de cambio relativamente favorable, ayudará al avance de la actividad (véase el Gráfico 3.13). Por último, se mantiene el alivio que proporcionará el precio del petróleo que, según las previsiones de BBVA Research, podría desacelerarse desde los 68 dólares por barril en 2018 hasta los 62 dólares en 2019 y los 55 dólares en 2020 (véase el Gráfico 3.14).¹⁵

Gráfico 3.13. ESPAÑA: TIPO DE CAMBIO Y TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO (% Y PB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.14. ESPAÑA: PRECIO DEL PETRÓLEO (DÓLARES POR BARRIL)



(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research

La demanda doméstica se ralentizará, pero continuará sosteniendo el crecimiento de la actividad

El consumo privado perderá tracción en el bienio 2019-2020, dado el agotamiento de algunos vientos de cola. BBVA Research prevé que el avance del gasto de los hogares se moderará hasta el 1,8% en 2019, dos décimas menos que lo previsto en la anterior edición de esta publicación, y el 1,7% en 2020. El crecimiento promedio se situará, por tanto, seis décimas por debajo del registrado en el periodo 2017-2018. ¿Qué factores explican el menor dinamismo esperado del consumo privado? En primer lugar, la desaparición de los elementos

¹⁵ Aunque parte del abaratamiento energético se explica por la desaceleración de la actividad a nivel global, también confluyen elementos de oferta y, en consecuencia, se estima un efecto neto positivo sobre los márgenes empresariales, la renta disponible de los hogares y la actividad económica en España. Para más detalles acerca de la estimación de los efectos del precio del petróleo por tipología de shock sobre la actividad y los precios de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2011, disponible en: <https://goo.gl/6DM3cE>

transitorios que incentivaron el gasto en los años precedentes, como la demanda embalsada de bienes duraderos¹⁶ y el impacto de la política monetaria expansiva sobre la carga financiera de las familias. En segundo lugar, el menor empuje de algunos de los determinantes del consumo, como la riqueza financiera neta, afectada por la volatilidad de las cotizaciones bursátiles o la reorientación del ahorro hacia activos más seguros, pero menos rentables. En tercer lugar, el crecimiento más modesto de la financiación al consumo, en línea con la evolución registrada durante los cinco primeros meses del año en curso.¹⁷ Por último, el repunte de la tasa de ahorro, tanto por factores coyunturales relacionados con la mayor incertidumbre, como estructurales, asociados al envejecimiento de la población (véase el Gráfico 3.15).¹⁸

Por el contrario, el impulso fiscal incluido en los Presupuestos Generales del Estado de 2018 y las medidas adicionales aprobadas durante los últimos meses (entre las que destacan el aumento de las pensiones, de las remuneraciones de los empleados públicos y del SMI) seguirán contribuyendo al avance de la renta de las familias, especialmente si las empresas continúan absorbiendo la revalorización de los salarios en lugar de trasladarla a precios.¹⁹ Asimismo, el crecimiento ininterrumpido de la riqueza inmobiliaria y la complementariedad que existe entre la demanda de vivienda y el consumo de algunos bienes y servicios incentivarán el gasto.²⁰

En el bienio 2019-20, la inversión en maquinaria y equipo crecerá a una tasa promedio anual del 3,5%, apoyada por el impulso de la política monetaria pero afectada por la incertidumbre sobre los flujos de comercio exterior. En concreto, se espera que esta partida de la demanda avance el 4,0% en 2019 y el 3,0% en 2020 (1,0pp más y 0,7pp menos que las cifras previstas en la última publicación de esta revista), condicionada por el fuerte crecimiento observado en el primer trimestre del año. El desempeño de la inversión en maquinaria y equipo estará muy influenciada por la progresión de las exportaciones de bienes y, especialmente, el efecto que el mantenimiento de las tensiones comerciales y la debilidad del crecimiento de los principales socios comerciales pueda tener sobre éstas. En todo caso, la reducción de los costes de financiación tendrá un efecto positivo aunque reducido, dados los bajos niveles ya existentes. Todo ello en un contexto en el que persisten dos importantes focos de incertidumbre: el devenir en el sector del automóvil ante los cambios en su regulación y las consecuencias que la elevada fragmentación parlamentaria pueda tener en las decisiones de los agentes.

Por su parte, la inversión en vivienda continuará mostrando un crecimiento por encima del previsto para el PIB en 2019 y 2020, si bien a tasas algo más moderadas de lo que se esperaba hace unos meses dada la mayor incertidumbre regulatoria. Los fundamentales del sector apoyan esta evolución positiva. El empleo continuará avanzando, incluso algo más de lo esperado inicialmente, lo que favorece el crecimiento de la renta de los hogares. Además, la nueva reducción prevista de los tipos de interés favorecerá a los compradores que requieran financiación ajena, aunque se espera que los beneficios de los nuevos estímulos sean menores que en el pasado. Pese a todo, hay algunos aspectos que podrían redundar negativamente en la inversión residencial en los próximos trimestres. Por una parte, la incertidumbre jurídica vivida a finales del año pasado y los cambios regulatorios que han afectado a los contratos de alquiler, podrían estar detrás de la contención de las ventas residenciales que se ha producido desde finales de 2018. A esto hay que añadir el impacto que pueda tener a corto plazo la entrada en vigor de la Ley reguladora de los contratos de crédito inmobiliario el pasado 16 de junio

16 Entre 2013 y 2016, el consumo de los hogares creció por encima de lo explicado por sus fundamentos de largo plazo (renta disponible, riqueza y tipos de interés) como consecuencia de la absorción de la demanda embalsada de bienes duraderos durante la crisis. Este factor dejó de contribuir al crecimiento del gasto de los hogares a comienzos de 2018.

17 El volumen de nuevas operaciones de financiación al consumo se incrementó el 5,1% a/a hasta mayo, tras crecer el 17,0% en 2018.

18 Tras descender hasta el 4,5% CVEC de la renta disponible en el 1T18, la tasa de ahorro de los hogares ha aumentado casi un punto hasta alcanzar el 5,4% CVEC en el 1T19.

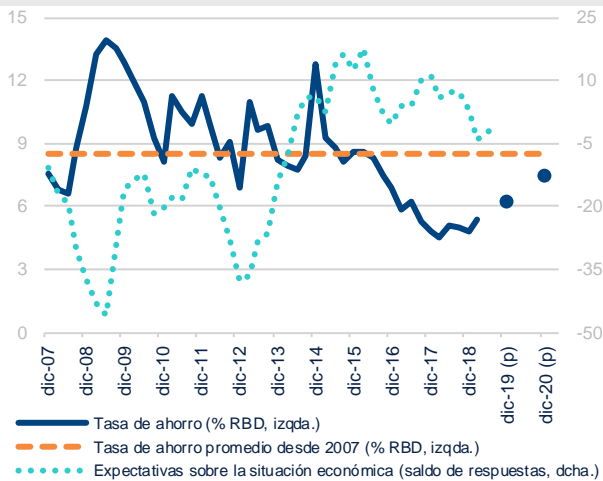
19 Las estimaciones de BBVA Research indican que el impacto de la subida del SMI sobre la masa salarial sería positivo durante el bienio si las empresas no lo trasladan a precios finales. Desde mediados de 2021, las repercusiones negativas sobre el nivel de empleo superarían a las positivas sobre los salarios, excepto si el crecimiento de la productividad compensa el repunte de los costes laborales. Los detalles se pueden consultar en la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2019, disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-espana-primero-trimestre-2019/>

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

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

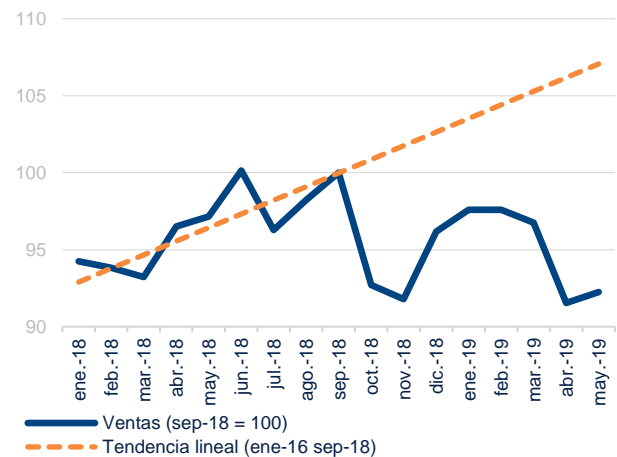
(véase el Gráfico 3.16). Bajo este escenario se prevé una ligera revisión a la baja de la inversión en vivienda en el presente bienio, reduciendo su crecimiento 0,7pp en 2019 hasta el 3,9% y 0,4pp en 2020 hasta el 3,9%. Pese a todo, esta partida de la demanda continuará siendo una de las más dinámicas de la demanda interna.

Gráfico 3.15. **ESPAÑA: EXPECTATIVAS DE LOS HOGARES SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA Y TASA DE AHORRO (DATOS CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE y CE

Gráfico 3.16. **ESPAÑA: VENTAS DE VIVIENDAS (DATOS CVEC, sep-18=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de CIEN

Respecto a la demanda pública se estima que, **en un escenario sin cambios en la política económica, el impulso fiscal presente un tono ligeramente expansivo en 2019 y neutral en 2020**. En todo caso, el ciclo electoral y el retraso en la formación de los nuevos gobiernos, tanto el central como algunos autonómicos, hacen prever una **moderación del gasto público en la segunda mitad del año**. De esta forma, el aumento de gasto en consumo final de las administraciones públicas se atenuará, situándose en torno al 1,8% a/a en 2019 y en el 1,7% a/a en 2020. Igualmente, la inversión en otras construcciones contendrá su crecimiento durante el presente bienio (a/a 2,3% en 2019 y 3,0% en 2020), afectada por la suave desaceleración de la inversión pública.

El agotamiento del crecimiento en las economías desarrolladas y las tensiones comerciales lastran a los flujos comerciales

Las crecientes tensiones comerciales entre China, EE. UU. y la UEM, junto con la ralentización de sus economías, condicionan la evolución de las ventas de España al exterior y sugieren revisar a la baja su ritmo de crecimiento para el próximo bienio. De todos modos, un crecimiento económico global sólido, un tipo de cambio efectivo real relativamente favorable, junto con unos precios del petróleo más bajos, serían suficientes para sostener el avance de la demanda exterior en terreno positivo. De esta manera, **se espera que las exportaciones totales aumenten este año el 1,7% a/a y el 3,5% el próximo, 1,1pp y 0,3pp menos que lo previsto hace tres meses, respectivamente**.

En particular, **se espera que las ventas de bienes al exterior en 2019 prolonguen la atonía observada el año pasado para recuperar cierto dinamismo en 2020**. Así, su crecimiento se situaría en torno al 0,5% en 2019, y al 3,6% en 2020. Esto supone una revisión a la baja de 1,5pp y 0,5pp, respectivamente, en comparación a lo estimado hace tres meses. El avance de las exportaciones de bienes previsto para 2020 estaría sustentado en la suavización de las tensiones comerciales, la recuperación del sector de la automoción y la progresiva mejora de la eurozona. Además, se esperan ganancias de competitividad moderadas que puedan dar un impulso adicional, como el descenso del precio del petróleo o del coste de financiación.

Por su parte, se prevé que **las exportaciones de servicios sean el motor de las ventas al exterior** y crezcan el 4,5% en 2019, 0,1pp más que lo estimado en el trimestre anterior, y el 3,0% en 2020. En todo caso, esto sería casi dos puntos por debajo del aumento anual promedio observado desde 2014. Respecto al turismo extranjero, las previsiones de BBVA Research sugieren que, tras crecer solamente el 1,8% durante 2018, el consumo de no residentes en el territorio nacional volvería a niveles cercanos a los observados al inicio de la recuperación y crecería el 4,1% en 2019 y el 2,1% en 2020. Esto supone 2,6pp y 1,1pp más que lo estimado en la última publicación de esta revista. Por tanto, se mantiene la ralentización del turismo exterior respecto al crecimiento del bienio 2016-2017 (9,2% en promedio anual), pero esta no será tan acusada como se preveía hace tres meses. En todo caso, algunos de los factores estructurales ya mencionados en anteriores ediciones de esta publicación todavía persisten. Así, continúan las dudas sobre las restricciones de crecimiento de la oferta en algunos destinos o la pérdida de los flujos desviados hacia el mercado español en el último lustro, procedentes de los mercados competidores lastrados por tensiones geopolíticas.²¹ Finalmente, se espera que las ventas al exterior de servicios no turísticos avancen el 4,8% en 2019 y el 3,7% en 2020, 1,7pp y 0,7pp menos de lo estimado el pasado trimestre, y ligeramente por debajo de la media del último bienio (4,5% en promedio).

La composición prevista del crecimiento de la demanda final propiciará un avance de las importaciones en torno al 2,4% en promedio durante el presente bienio que, en consecuencia, limitará la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento (0,3pp en 2019 y -0,1pp en 2020). Esta evolución del saldo exterior es consistente con una desaceleración moderada del saldo de la balanza por cuenta corriente hasta el 0,7% del PIB en 2019 y el 0,4% del PIB en 2020.

La recuperación del mercado de trabajo se prolongará, pero a menor ritmo

Aunque la economía y el mercado de trabajo en el primer semestre se comportaron mejor de lo esperado hace tres meses, **la creación de empleo perderá tracción en 2019**. En línea con la ralentización del crecimiento, la ocupación aumentará el 2,4% este año, tres décimas menos que en 2018, pero cuatro más de lo previsto a comienzos de abril. Dado que el aumento de la población activa será modesto, el crecimiento de la ocupación se traducirá en una disminución de 1,5 puntos de la tasa de desempleo, hasta el 13,7%.

Estas previsiones son coherentes con un impacto limitado del incremento del SMI sobre el crecimiento y la ocupación en el corto plazo. Las estimaciones de BBVA Research, incluidas en la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2019, indicaban que el nivel de empleo (equivalente a jornada completa) en 2019 sería entre una y cuatro décimas menor que en el escenario base, dependiendo de si las empresas absorbían el aumento salarial o lo trasladaban a precios. Los datos del primer trimestre sugieren que el efecto de la subida del SMI estaría más próximo a la cota inferior del intervalo, siempre y cuando la caída en los márgenes de las empresas continúe sin tener mayores consecuencias en los planes de inversión. A largo plazo, el efecto dependerá de la adopción de políticas que contribuyan a aumentar la productividad de los trabajadores potencialmente más afectados, como los jóvenes, los extranjeros o los menos cualificados, entre otros. Si su productividad no crece, el ascenso del SMI podría situar la ocupación entre 0,9pp y 1,6pp por debajo del nivel previsto en el escenario base.

El avance del empleo y el descenso de la tasa de paro continuarán en 2020, pero a un ritmo menor, hasta el 1,7% y el 12,7%, respectivamente. Si se cumplen las previsiones de BBVA Research, el número de ocupados rozaría los 20,3 millones a finales de 2020 y la tasa de desempleo se situaría en torno al 12,2%, todavía lejos de las cifras precrisis. Como ilustra el Gráfico 3.17, en el 4T20 el nivel de empleo se encontraría en torno a un 2,2% por debajo del existente a comienzos de 2008, mientras que la tasa de desempleo sería tres puntos mayor.

²¹ Al respecto, las estimaciones de BBVA Research sugieren que cerca de 10pp del crecimiento del turismo durante los últimos años no puede explicarse por los fundamentos tradicionales como la evolución de la demanda global o el tipo de cambio efectivo real. Para una explicación más detallada de los factores estructurales que están ralentizando el turismo exterior, véase el observatorio de BBVA Research: "Turismo exterior en España: pérdida de tracción a la espera de mejoras en la competitividad", disponible en <https://bit.ly/2FuOV19>

Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo (ETC) –que crecerá alrededor del 2% en promedio en el bienio 2019-2020– anticipan una contribución exigua de la productividad laboral al crecimiento del PIB.

La inflación permanecerá en cotas moderadas durante el bienio

Se espera que la desaceleración de los precios del consumo continúe, dada la ralentización del crecimiento doméstico, la caída prevista en el precio de los combustibles y un entorno global que no introducirá presiones sobre los costes de los bienes importados. Así, se prevé que la inflación cierre 2019 con una media anual en torno al 0,8% a/a (0,3pp por debajo de la estimada hace tres meses), y que la subyacente se mantenga prácticamente estable (0,8% a/a en promedio anual para 2019). En 2020, los precios subyacentes seguirán creciendo de forma muy gradual (1,0% a/a en promedio anual) lo que, junto a unos precios de la energía moderados, situarán a la inflación general en el 1,3% a/a (0,1pp por debajo de lo previsto anteriormente).

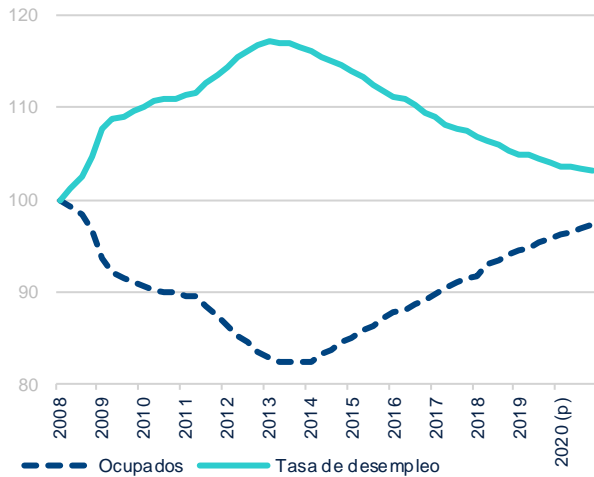
De cumplirse estas estimaciones, **el diferencial de inflación general respecto al área del euro se tornará favorable a España durante el bienio 2019-2020** (-0,2pp en promedio) tras haberse cerrado en 2018.

Durante el bienio 2019-2020, el ritmo de ajuste del déficit público se ralentizará

La información de ejecución presupuestaria disponible hasta abril de 2019 apuntaría a una recuperación de los ingresos públicos, algo más dinámica de lo esperado hace tres meses, por el impacto de las subidas del SMI y de las bases de cotización. Por su parte, se observa un impulso del gasto público, sobre todo, en partidas como las transferencias sociales, que han sumado casi una décima adicional al déficit hasta marzo de 2019 y que tienen un menor impacto tractor sobre la actividad.

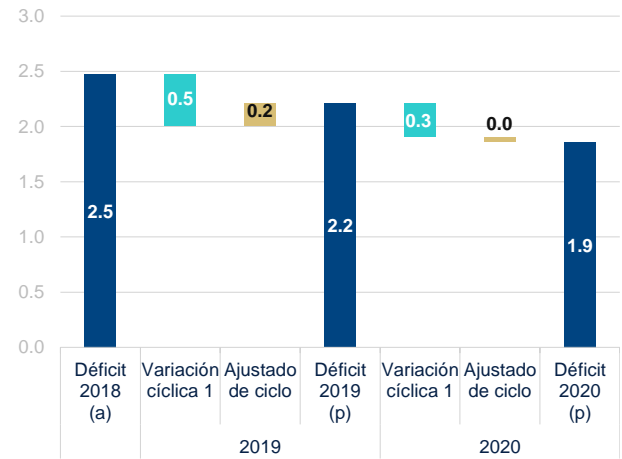
En este contexto, se espera que a lo largo del bienio 2019-2020, tanto el ciclo económico como unas condiciones más favorables de financiación, volverán a reducir el déficit público. Dicha mejora cíclica se verá compensada, en parte, por el impacto de las medidas aprobadas a finales del año pasado y durante los primeros meses del presente. Como resultado, **el déficit del conjunto de las administraciones públicas se reducirá tan solo cuatro décimas, hasta el 2,2% del PIB en 2019**, situándose nuevamente por encima del objetivo de estabilidad (-1,3%). **Para 2020, en un escenario sin cambios en la política fiscal, se espera una nueva corrección cíclica de las cuentas públicas hasta el 1,9% del PIB** (véase el Gráfico 3.18), lo que supondrá una nueva desviación sobre el objetivo de estabilidad (-0,5%) y de las previsiones del Gobierno (-1,1%).

Gráfico 3.17. **ESPAÑA: NIVEL DE EMPLEO Y TASA DE PARO (1T08 = 100. DATOS CVEC)**



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

Gráfico 3.18. **AA. PP.: DESCOMPOSICIÓN DEL AJUSTE FISCAL, EXCLUIDAS LAS AYUDAS A ENTIDADES FINANCIERAS (PP DEL PIB)**



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

De esta forma, a la espera de la confirmación final por parte del Consejo Europeo, España saldrá del Protocolo de déficit excesivo en 2019, pero se espera que incumpla la senda de reducción estructural requerida debido a su elevado nivel de deuda pública (98,7% del PIB en marzo de 2019). De confirmarse el escenario de BBVA Research, el saldo primario estructural se estabilizará en torno al -0,5% del PIB, lo que certificaría un tono prácticamente neutral de la política fiscal durante el bienio 2019-2020. Todo ello, haría evidente, que **pese a los avances marginales, sigue sin generarse el espacio fiscal suficiente para hacer frente a los retos de sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo** (nivel de deuda pública elevado, envejecimiento de la población, mejora de la eficiencia del sistema tributario, etc.).

La probabilidad de que se materialice alguno de los riesgos sigue aumentando

Aunque el escenario de BBVA Research incorpora una ligera revisión de la actividad al alza en 2019, la situación de vulnerabilidad de la economía sigue siendo alta. El crecimiento continúa siendo muy dependiente de la demanda interna y la incertidumbre acerca de la evolución del comercio mundial permanece elevada. Esto, unido a un impacto de la política monetaria cada vez menor y a la percepción de que no existe espacio para un nuevo impulso fiscal, hacen que la economía española tenga una capacidad moderada para dar respuesta a alguno de los riesgos que penden sobre el escenario.

A nivel externo, se mantienen las dudas sobre la evolución del crecimiento global. La desaceleración de las economías china y americana, unida a la falta de dinamismo mostrado por la UEM, pone de manifiesto el **progresivo agotamiento de las economías desarrolladas**. A esto se suma la elevada incertidumbre generada por los numerosos frentes abiertos en el panorama internacional. Entre los más preocupantes para la economía española **destacan las tensiones comerciales entre EE. UU., China y la UEM o la materialización de una salida desordenada del Reino Unido de la UE**. Además, en el contexto europeo y a pesar de las nuevas medidas de impulso monetario que se han anunciado, preocupa la debilidad de la economía. Esto podría estar manifestando problemas estructurales, que requerirían reformas que avancen en la integración europea y generen un entorno más propicio para el crecimiento. A este respecto, el resultado de las elecciones europeas en mayo y el limitado crecimiento de los partidos políticos críticos con el proyecto común, suponen cierto alivio.

A nivel doméstico, los riesgos también son elevados. Por un lado, la incertidumbre sobre la política económica continúa en niveles altos y sigue siendo una de las principales fuentes de inestabilidad. Las recientes elecciones generales, regionales y locales han puesto de manifiesto una mayor fragmentación del espectro político, lo que dificulta la posibilidad de alcanzar acuerdos sobre las medidas necesarias para continuar con la recuperación y mejorar el funcionamiento de la economía a largo plazo.

Asimismo, la imposibilidad de lograr consensos cobra especial relevancia ante **el posible agotamiento de la política monetaria.** Hasta ahora, las políticas expansivas del Banco Central Europeo han permitido mantener el crecimiento de la demanda interna, en un contexto de tipos de interés atípicamente bajos. Sin embargo, el espacio de acción para las herramientas utilizadas hasta el momento se va reduciendo. Por lo tanto, cada vez será más evidente la necesidad de otro tipo de políticas que ayuden a impulsar, sobre todo, el gasto en inversión. En el caso de España, la capacidad de utilizar las cuentas públicas es limitada, por lo que la manera de estimular la economía sería a través de medidas que mejoren la competitividad o hagan más eficiente el funcionamiento del mercado laboral.

Por otro lado, aunque los efectos del incremento en el salario mínimo parecen limitados y prosiguen en línea con el escenario base planteado por BBVA Research, se mantienen las dudas sobre el impacto que tendrá en el medio y largo plazo. Por el momento no se ha observado una traslación a los precios finales o una ralentización significativa de la creación de empleo, pero todavía no se pueden descartar estos escenarios más adversos.²² Esto es especialmente importante en un contexto como el actual, donde la tasa de paro se acerca progresivamente a su nivel estructural. En esta situación, existe la posibilidad de que surjan restricciones de capacidad o falta de mano de obra cualificada, que podrían derivar en mayores presiones salariales.

Además de los riesgos de naturaleza coyuntural, **la economía española afronta retos estructurales.** Entre ellos, destaca el **bajo crecimiento de la productividad real registrado durante la recuperación.** En contraposición a la fase expansiva precedente (2003-2007), las mejoras de la productividad desde el inicio de la recuperación, entendida como el valor añadido bruto por hora trabajada, se deben a *cambios en la composición* sectorial del empleo y de las horas trabajadas y a una evolución diferencial de los precios en cada rama de actividad, y no a mejoras reales de la productividad. Por ejemplo, la productividad agregada de la economía puede crecer porque aumenta la participación en el empleo de un sector con un VAB por hora comparativamente elevado. Este avance de la productividad estaría causado por un efecto composición, pero no por una expansión de la capacidad de la economía para producir más con los mismos recursos. Esto es lo que ha sucedido durante la recuperación, como ilustra el Gráfico 3.19. Se aprecia que el incremento del VAB por hora trabajada desde comienzos de 2014 se debe, en exclusiva, a un efecto composición positivo. Al respecto, el Gráfico 3.20 muestra que durante la recuperación ha aumentado el peso en el empleo de algunos de los sectores más productivos, como actividades inmobiliarias o las TIC, y disminuido el de los que exhiben un menor VAB por hora, como actividades artísticas, comercio, hostelería o transporte.²³ Para impulsar el crecimiento de la productividad real, son necesarias reformas, tanto en el ámbito educativo-formativo como en el mercado de trabajo y de productos, que incrementen la cualificación de trabajadores y empresarios, incentiven la formación permanente, reduzcan la segmentación laboral y favorezcan el crecimiento de la dimensión de las empresas.²⁴

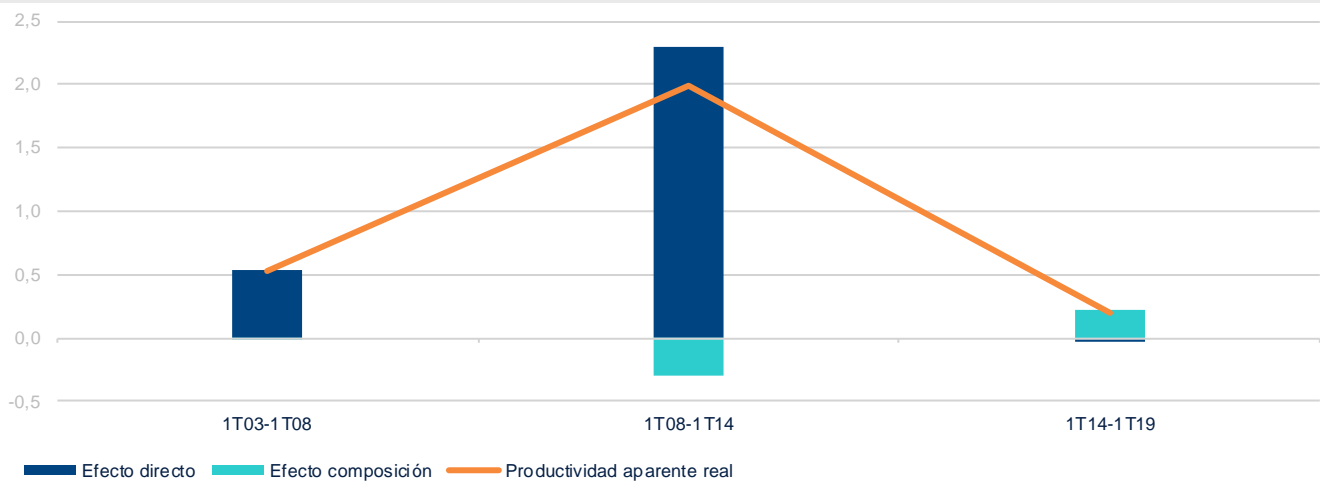
22 Las estimaciones de BBVA Research sugieren que el PIB sería entre 0,1pp y 0,3pp menor que en el escenario base y el empleo, entre 0,1pp y 0,4pp inferior, dependiendo de si las empresas absorben el aumento salarial o lo trasladan a precios. Es decir, la economía crearía entre 75.000 y 195.000 empleos menos en el bienio 2019-2020 que en ausencia de la subida del SMI. Para estimar las repercusiones del incremento del SMI, se ha utilizado el modelo propuesto en Doménech, R., García, J. R. y Ulloa, C. (2018): "The effects of wage flexibility on activity and employment in Spain", Journal of Policy Modeling, Vol. 40 (6), 1200-1220

23 Una explicación detallada de los determinantes de la evolución de la productividad en España se podrá consultar en el observatorio: "Causas de la evolución de la productividad en España: 2002-2019", de próxima publicación en la web de BBVA Research.

24 Para un análisis más detallado de las políticas que podrían ayudar a mejorar la productividad, véase Cardoso, M., Doménech, R., García, J. R., Sicilia, J. y Ulloa, C. A. (2016): "Hacia un mercado de trabajo más eficiente y equitativo", disponible en <https://bit.ly/2LceHA3>

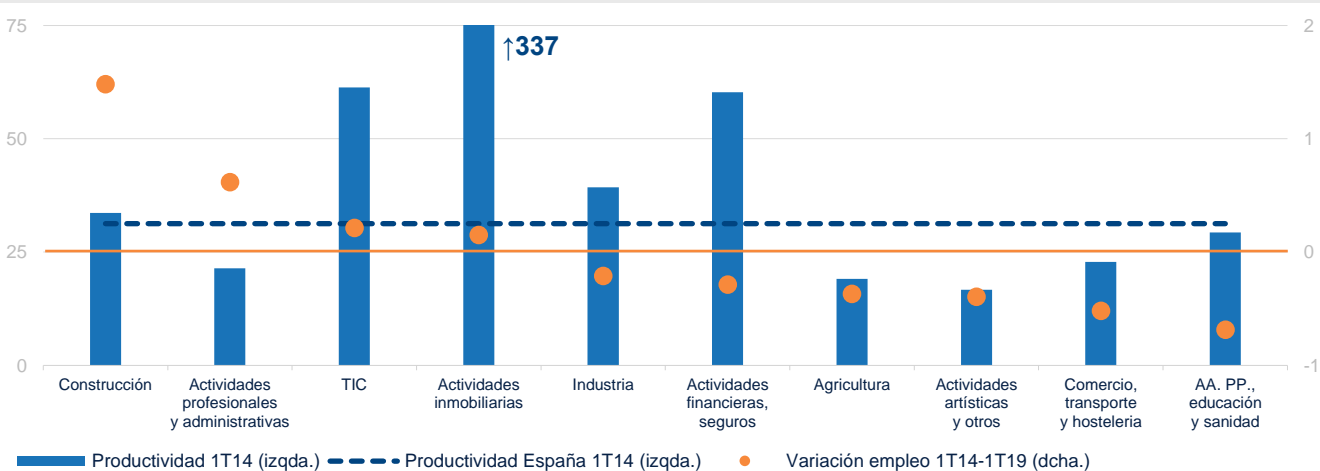
Finalmente, no se deben perder de vista tendencias de más largo plazo que, sin duda, van a tener un impacto en la economía española en los próximos años. Entre ellas, destaca el **envejecimiento progresivo de la población**. Por ejemplo, según las proyecciones demográficas del INE, el número de personas por encima de los 65 años alcanzará el 26% de la población total en 2033 (ese mismo grupo representa ahora un 20%). Uno de los canales por los cuales esto puede afectar el crecimiento potencial²⁵ es a través del efecto negativo que pueda tener sobre el avance de la demanda. En particular, los individuos con mayor edad presentan un menor nivel de consumo per cápita. Por tanto, las políticas destinadas a gestionar los efectos del envejecimiento de la población deberán tener en cuenta este efecto sobre la demanda.²⁶

Gráfico 3.19. **ESPAÑA: CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD POR HORA* (%)**



VAB por hora trabajada.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.20. **ESPAÑA: PRODUCTIVIDAD POR HORA EN EL 1T14 Y CAMBIO 1T14-1T19 EN LA PARTICIPACIÓN DE CADA SECTOR EN EL EMPLEO* (EUROS POR HORA Y PP)**



*Productividad: VAB por hora trabajada. Participación en el empleo: porcentaje de horas totales trabajadas
Fuente: BBVA Research a partir de INE

25 Por ejemplo, véase el capítulo 4: "Consecuencias económicas de los cambios demográficos" en el Informe Anual del Banco de España (2018).
26 Para más detalles, véase el Recuadro 2: "Los hábitos de consumo ante el reto del envejecimiento de la población" de la revista Situación Consumo correspondiente al primer semestre de 2019.

4. Tablas

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 12 de julio de 2019.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.2. INFLACIÓN (PROMEDIO ANUAL, %)

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

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 12 de julio de 2019.

Fuente: BBVA Research

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

	2016	2017	2018	2019	2020
EEUU	1,84	2,33	2,91	2,26	1,73
Alemania	0,13	0,37	0,46	-0,14	-0,16

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

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

Fecha de cierre de previsiones: 12 de julio de 2019.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4. TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO ANUAL)

	2016	2017	2018	2019	2020
EUR-USD	0,90	0,89	0,85	0,88	0,84
USD-EUR	1,11	1,13	1,18	1,14	1,19
USD-GBP	1,35	1,29	1,33	1,29	1,41
JPY-USD	108,82	112,20	110,47	110,31	110,58
CNY-USD	6,64	6,76	6,61	6,75	6,71

Fecha de cierre de previsiones: 12 de julio de 2019.

Fuente: BBVA Research

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

	2015	2016	2017	2018	2019
EEUU	0,75	1,50	2,50	2,00	1,75
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	4,35	4,35	4,35	3,85	3,85

Fecha de cierre de previsiones: 12 de julio de 2019.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.6. **UEM: PREVISIONES MACROECONÓMICAS (A/A) (FIN DE PERIODO, %)**

	2016	2017	2018	2019	2020
PIB a precios constantes	1,9	2,5	1,9	1,1	1,2
Consumo privado	1,8	1,8	1,3	1,5	1,5
Consumo público	1,8	1,3	1,0	1,2	1,3
Formación bruta de capital fijo	3,9	3,0	3,3	3,0	2,1
Inventarios (*)	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,0
Demanda interna (*)	2,3	1,8	1,7	1,4	1,5
Exportaciones (bienes y servicios)	3,0	5,4	3,2	2,5	2,3
Importaciones (bienes y servicios)	4,2	4,1	3,2	3,4	3,3
Demanda externa (*)	-0,4	0,8	0,1	-0,3	-0,3
Precios					
IPC	0,2	1,5	1,8	1,2	1,4
IPC subyacente	0,8	1,1	1,2	1,1	1,4
Mercado laboral					
Empleo	1,4	1,6	1,5	0,9	0,6
Tasa desempleo (% población activa)	10,0	9,1	8,2	7,7	7,6
Sector público					
Déficit (% PIB)	-1,6	-1,0	-0,5	-0,9	-1,1
Deuda (% PIB)	89,2	87,1	85,1	83,4	81,9
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,1	3,2	2,9	2,6	2,4

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 12 de julio de 2019.

(*) 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, %)	2016	2017	2018	2019	2020
Actividad					
PIB real	3,2	3,0	2,6	2,3	1,9
Consumo privado	2,9	2,5	2,3	1,8	1,7
Consumo público	1,0	1,9	2,1	1,8	1,7
Formación Bruta de Capital	2,9	4,8	5,3	3,1	3,4
Equipo y Maquinaria	5,2	6,0	5,4	3,9	3,0
Construcción	1,1	4,6	6,2	3,1	3,5
Vivienda	7,0	9,0	6,9	3,9	3,8
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	2,4	2,9	2,9	2,0	2,1
Exportaciones	5,2	5,2	2,3	1,7	3,5
Importaciones	2,9	5,6	3,5	0,8	4,1
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,8	0,1	-0,3	0,3	-0,1
PIB nominal	3,5	4,2	3,6	3,2	3,6
(Miles de millones de euros)	1118,7	1166,3	1208,2	1247,5	1291,8
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	2,7	2,6	2,7	2,4	1,7
Tasa de paro (% población activa)	19,6	17,2	15,3	13,7	12,7
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,1	2,8	2,5	2,2	1,6
Productividad aparente del factor trabajo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,2	2,0	1,7	0,8	1,3
IPC (fin de periodo)	1,6	1,1	1,7	0,6	1,5
Deflactor del PIB	0,3	1,3	1,0	0,9	1,6
Remuneración por asalariado	-0,5	0,3	0,8	2,6	2,5
Coste laboral unitario	-0,6	0,2	0,8	2,5	2,2
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,1	1,8	0,9	0,7	0,4
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	99,0	98,1	97,1	96,2	94,8
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,3	-3,0	-2,5	-2,2	-1,9
Hogares					
Renta disponible nominal	1,8	1,6	3,2	3,8	4,6
Tasa de ahorro (% renta nominal)	8,0	5,7	5,0	6,1	7,3

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 12 de julio de 2019.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research

5. Glosario

Siglas

- AA. P.P.: 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
- MEYSS: Ministerio de Empleo y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- MINHAP: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas
- 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
- p.p.: Puntos porcentuales
- t/t: variación trimestral

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por:

Economista Jefe

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Giancarlo Carta

giancarlo.carta@bbva.com

+34 673 69 41 73

Luis Díez

luismiguel.diez@bbva.com

+34 697 70 38 67

Víctor Echevarría

victor.echevarria@bbva.com

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Félix Lores

felix.lores@bbva.com

+34 91 374 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 Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

Sirenia Vázquez

sirenia.vazquez@bbva.com

+34 607 37 07 81

Con la colaboración de:

Pedro Ezquiaga

pedro.ezquiaga@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).

Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

