

Situación España

4T19



Índice

1. Editorial.....	3
2. Las perspectivas de desaceleración global se refuerzan, en un entorno de creciente incertidumbre	5
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española.....	8
4. Tablas.....	24

Fecha de cierre: 11 de octubre de 2019

1. Editorial

Se prevé que el crecimiento del PIB en España sea menor que el estimado hace 3 meses. En particular, el avance del producto podría alcanzar el 1,9% en 2019 y el 1,6% en 2020, algo por debajo de lo esperado en la anterior edición de esta publicación. La revisión a la baja se explica por la revisión histórica de los datos de actividad realizada por el INE, por la tendencia negativa que muestran algunos componentes de la demanda y por el deterioro del contexto internacional. Hacia delante, la elevada incertidumbre parece estar afectando negativamente al gasto, por lo que sería deseable la formación de un consenso alrededor de medidas que blindaran a la economía ante entornos más adversos.

La revisión de la Contabilidad Nacional y los datos más recientes de actividad revelan que la economía muestra un impulso algo más débil de lo previamente asumido. Según el INE, el avance del PIB durante el primer trimestre del año habría sido del 0,5% t/t, frente al 0,7% previamente anunciado por dicha institución. Adicionalmente, se ha confirmado que el crecimiento en el segundo trimestre de 2019 habría caído hasta el 0,4% t/t, por debajo de la previsión de BBVA Research presentada en la anterior edición de esta publicación (0,6%). Finalmente, la información disponible al cierre de esta revista apunta a que durante el tercer trimestre de 2019 el avance del PIB podría ser del 0,4% t/t. Todo lo anterior supone que la recuperación continúa, pero que lo hace a un ritmo sustancialmente inferior al observado desde 2014 (0,7% en promedio trimestral).

El segundo factor que explica el deterioro en las previsiones de crecimiento es el cambio en su composición, tras la revisión. En particular, se observa una mayor desaceleración de la demanda interna, explicada principalmente por la ralentización del gasto en consumo de las familias. Aquí, la debilidad es más acusada en la compra de bienes duraderos, que ahora encadenan ya varios trimestres de caídas. Todo ello en un contexto de incremento de la renta disponible de las familias, lo que ha llevado al primer aumento sostenido de la tasa de ahorro desde el inicio de la recuperación. Por otro lado, la inversión también ha mostrado un avance menos vigoroso de lo previsto. En particular, los buenos datos del primer trimestre en la compra de bienes de equipo han dado paso a cierta reversión durante los últimos meses. Asimismo, la inversión en construcción no residencial continúa con la atonía mostrada desde inicios del año, afectada en parte por la sorpresiva evolución de la inversión pública. Dentro de lo positivamente destacable, la evolución de las exportaciones ha sido relativamente buena, aunque con volatilidad en sus componentes. Por un lado, las de servicios tuvieron un inicio de año esperanzador, aunque el comportamiento reciente de los indicadores en el sector turístico supone un factor de preocupación. Por otro lado, las de bienes se aceleraron durante el segundo trimestre, apoyadas por el crecimiento de las ventas dentro de la UE. Finalmente, los dos elementos del cuadro macroeconómico que menos volatilidad han aportado y que continúan apoyando la recuperación son el consumo público y la inversión en vivienda.

El deterioro en las perspectivas de la economía global, particularmente en Europa, apoya un crecimiento más bajo en España. El PIB en la UEM muestra un práctico estancamiento, afectado principalmente por el ajuste que se observa en los flujos comerciales. Sin embargo, la demanda interna se sostiene, lo que permite mantener un crecimiento bajo, pero positivo. En todo caso, las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2019 se revisan a la baja en algo menos de una décima, hasta el 1,1% en 2019, y en 0,4pp hasta el 0,8% en 2020. De acuerdo a la evidencia histórica, por cada cambio de un punto porcentual en el PIB de la UEM, la actividad económica en España se ajusta en la misma proporción. El impacto de esto está siendo mayor en las exportaciones.

La incertidumbre sobre la política económica vuelve a aumentar, influenciada en gran medida por un entorno exterior volátil. En primer lugar, parece que las tensiones arancelarias han tenido un impacto sobre el comercio mundial superior y más prolongado en el tiempo del que se esperaba. En segundo lugar, durante los

últimos tres meses se han incrementado los riesgos a este respecto, dado el conflicto entre Estados Unidos y China, o como consecuencia del aumento en la probabilidad de una salida del Reino Unido de la UE sin acuerdo. Esto ha traído ajustes significativos en los mercados financieros y en algunas economías más abiertas que, como la alemana, comienzan a mostrar de manera más evidente los efectos de la mayor incertidumbre, acercando a Europa peligrosamente a una recesión en caso que se deteriore la demanda interna y deje de compensar la recesión industrial. Como consecuencia, el Banco Central Europeo ha anunciado una nueva ronda de estímulos. Aunque se espera que los beneficios de las medidas anunciadas sean marginalmente superiores a sus costes, los rendimientos de la política monetaria son decrecientes y se están agotando. La resolución favorable de todas estas incertidumbres debería impulsar la reactivación de la actividad económica a nivel global. Sin embargo, la probabilidad de que alguno de estos eventos lleve a la economía mundial a un escenario de riesgo va en alza.

A nivel doméstico, dicha incertidumbre podría estar afectando las decisiones de gasto de empresas y familias. La ralentización en el avance del consumo privado es particularmente sorprendente. A este respecto, el aumento de la tasa de ahorro podría reflejar una mayor precaución por parte de los hogares. En todo caso, no se pueden descartar otras razones, entre las que podrían estar algunos cambios estructurales en los patrones de consumo. Esto último, ya sea por las tendencias demográficas, por la incertidumbre regulatoria en algunos sectores -como el de automoción- o como consecuencia de cambios tecnológicos. En cuanto a las empresas, la inversión muestra un debilitamiento que podría ser consistente con un entorno de creciente desconfianza. Esto se da al mismo tiempo que se aceleran los salarios, lo que también podría estar detrás de la ralentización en la creación de empleo, y que está afectando más a colectivos y sectores donde la incidencia en el uso de contratos ligados al salario mínimo es mayor o a aquellos donde comenzaría a hacerse cada vez más evidente la falta de mano de obra cualificada. Además, algunos sectores como el automotriz o el de la vivienda viven un entorno especialmente incierto en lo referente a la regulación. Otros, como en el resto de manufacturas o el turístico observan preocupados la caída de la demanda externa. Finalmente, la falta de consensos en el Parlamento español supone una fuente más de incertidumbre, precisamente ahora que la vulnerabilidad de la economía va en aumento. En el actual contexto, la respuesta a un entorno menos favorable se restringiría a la entrada en acción de los estabilizadores automáticos, algo necesario pero que tiene sus límites, particularmente si la reducción del déficit continúa siendo tan lenta como en los últimos años.

La economía española se encuentra mejor preparada que en otros episodios para enfrentar un entorno de menor crecimiento. Por ejemplo, empresas y familias han avanzado de manera considerable en reducir los niveles de endeudamiento que supusieron un pesado lastre para la demanda interna durante la última década. El sistema financiero presenta adecuados niveles de liquidez y capitalización. Ambos factores hacen que el impacto de la política monetaria pueda ser mayor que en períodos donde no se daban esas condiciones. Además, no se percibe que se hayan generado desequilibrios en algunos sectores o mercados, como el inmobiliario o el laboral. Las ganancias de competitividad se mantienen y el cambio hacia una economía más abierta se ha consolidado.

Hay que reforzar estos patrones y proteger a la economía con un plan integral de reformas que ayuden a reducir más rápidamente la brecha existente en empleo y salarios con el resto de la UEM. Una parte importante de la recuperación de los últimos años se explica por las medidas implementadas durante la crisis. Sin embargo, las políticas encaminadas a mejorar la capacidad de crecimiento se han detenido desde hace ya varios años. Mientras que en el pasado, reformas como la laboral permitieron impulsar la internacionalización de la empresa española, ahora continuar ganando cuota de mercado requerirá un esfuerzo para lograr aumentos sostenidos de la productividad. Más aún, es necesario fomentar una recuperación inclusiva, que modere las diferencias que se van produciendo entre tipos de trabajadores, entre regiones o entre el ámbito urbano y el rural. Para ello, resulta clave la reducción de la estructuralmente elevada tasa de paro y la disminución de la temporalidad laboral. Finalmente, esto tiene que lograrse en un entorno que asegure estabilidad, para lo que el sector público debe contribuir garantizando la sostenibilidad de sus finanzas con un plan creíble que minimice el impacto sobre el crecimiento.

2. Las perspectivas de desaceleración global se refuerzan, en un entorno de creciente incertidumbre

La economía mundial sigue debilitándose. En los últimos meses, el crecimiento ha convergido a niveles inferiores al 3% en términos anuales, significativamente por debajo de la expansión del 3,7% registrada en 2018. **El creciente proteccionismo comercial y la elevada incertidumbre continúan teniendo un impacto negativo adicional sobre la actividad económica global**, principalmente sobre la inversión y las exportaciones, lo que se añade a la desaceleración estructural de la economía china y la moderación cíclica de la estadounidense y de la zona euro. Las políticas contracíclicas, que seguirán lideradas por los bancos centrales, ayudarán previsiblemente a evitar una recesión en EE. UU. y en Europa, así como una ralentización más brusca en China, pero no podrán compensar completamente el impacto de las múltiples fuentes de incertidumbre. Por un lado, porque hay dudas sobre la efectividad que tendrán las recientes medidas de política monetaria para contrarrestar el choque de oferta que han generado las tensiones entre EE. UU. y China. Por otro, porque la política monetaria en algunas zonas - Europa- tiene rendimientos marginales decrecientes. Además, lo más probable es que la política fiscal siga teniendo poco protagonismo para hacer frente a la moderación económica, más allá de los debates que se están generando alrededor de ella. En definitiva, dado el entorno más negativo y el margen reducido para contrarrestarlo, se revisan a la baja las perspectivas de crecimiento, tanto para la economía mundial, como específicamente para las tres grandes economías -EE.UU, China y Europa.

Un entorno global más negativo: tensiones comerciales, incertidumbre, desaceleración y efecto refugio hacia valores financieros seguros

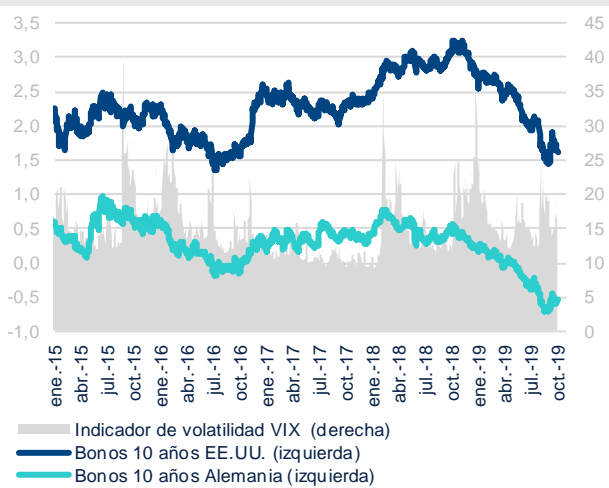
Durante el mes de agosto las tensiones entre EE. UU. y China han vuelto a aumentar de manera significativa, tras un nuevo intercambio de aumentos arancelarios y la acusación oficial por parte del gobierno estadounidense de que China manipula su divisa - después de que el yuan chino alcanzara su nivel más bajo en once años. A pesar de que en las últimas semanas se han reactivado las negociaciones, la incertidumbre se mantiene alta. A ello contribuyen otros factores, como la preocupación sobre una salida sin acuerdo de Reino Unido de la Unión Europea, las dudas mencionadas sobre la efectividad de la política monetaria, el repunte del precio del petróleo tras el ataque a instalaciones productivas de Arabia Saudí -que, a pesar de haber sido temporal, pone de relieve las tensiones en la zona- o las tensiones geopolíticas en otras áreas, como Oriente Medio.

Estos nuevos episodios de tensiones comerciales han coincidido con datos que ya confirman que **el aumento del proteccionismo y la mayor incertidumbre son factores que están detrás de la desaceleración de la actividad global observada desde mediados del año pasado**. En este contexto, la pérdida de dinamismo de las exportaciones y del sector manufacturero es especialmente significativa y sigue representando una amenaza al desempeño del sector de servicios que -aunque de momento demuestra una relativa resistencia- ya apunta a cierto contagio. En términos geográficos, **la moderación se hace notar principalmente en China y en la Eurozona, pero también en EE. UU.** En el primero, pesan de manera particularmente negativa las tensiones comerciales, que se añaden a la desaceleración estructural de su economía. En la Eurozona, las sorpresas negativas recientes en términos de crecimiento están también relacionadas con los temores de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea. Por último, en EE. UU., donde la ralentización es más gradual, el crecimiento va convergiendo a su tasa potencial tras el desvanecimiento del impulso fiscal observado en 2018.

Ante la elevada incertidumbre y las señales de moderación, y tomando en cuenta que la inflación sigue siendo en general baja, **los bancos centrales han anunciado en los últimos meses más medidas de relajación monetaria**. En EE. UU., la Reserva Federal ha recortado los tipos de interés en 50 pbs hasta el 2,0% desde julio, pese a la falta de consenso entre los miembros de su junta directiva sobre el alcance necesario del estímulo monetario. Estas acciones de la autoridad monetaria estadounidense estimularon la adopción de políticas monetarias más expansivas en muchas otras economías. En particular, en Europa el BCE anunció en septiembre un paquete agresivo de medidas monetarias para apoyar a la economía y al sistema financiero incluyendo: i) un recorte de 10 bps hasta -0,50% de los tipos de interés de la facilidad de depósitos; ii) la adopción de un sistema escalonado de tipos de interés para los depósitos de los bancos; iii) un nuevo programa de compra de deuda, por un total de 20.000 millones de euros al mes, que se extenderá “hasta antes de que comiencen a subir los tipos de interés”; iv) una mejora en las condiciones de financiación a los bancos en las subastas de liquidez de la institución. En general, el *forward guidance* del BCE refuerza este tono acomodaticio. En China, además de acciones en la esfera fiscal y de la depreciación del tipo de cambio, se ha anunciado recientemente un recorte de 50 bps de los requerimientos de reservas para los bancos que, entre julio y septiembre, han reducido los tipos de interés oficiales desde el 4,35% hasta el 4,2%.

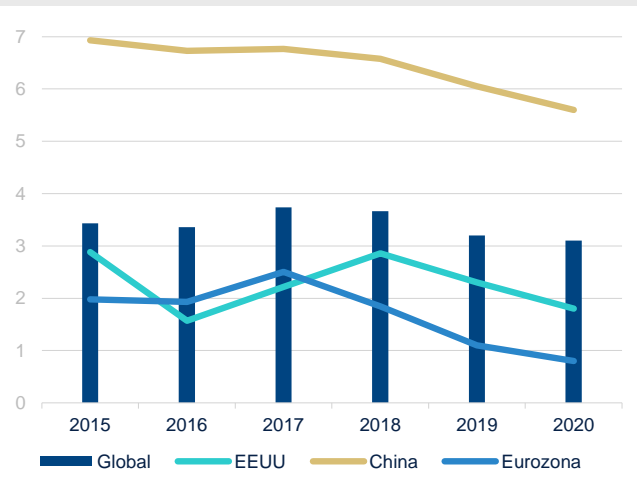
Aunque hay crecientes dudas sobre la capacidad de la política monetaria para dar un estímulo adicional a la actividad económica -al menos en EE. UU. y en Europa-, **las medidas recientes han ayudado a mantener las tensiones financieras bajo control**. Así, el indicador de volatilidad VIX, que había aumentado al inicio de agosto tras las tensiones comerciales, se ha moderado. La cautela, sin embargo, se mantiene y **la rentabilidad de la deuda soberana sigue en niveles particularmente bajos tanto en Europa como en EE. UU.** (Gráfico 2.1). Si bien el bajo nivel de la rentabilidad estimula la búsqueda de inversiones financieras alternativas, el entorno macroeconómico mantiene la **aversión al riesgo relativamente alta**, lo que queda reflejado, por ejemplo, en la **debilidad reciente de la mayoría de las divisas ante el dólar americano**.

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



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

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



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

Revisión a la baja del crecimiento: la incertidumbre seguirá siendo elevada y las políticas contracíclicas no evitarán la ralentización

Nuestras previsiones económicas están hechas bajo el supuesto clave de que **las tensiones entre EE. UU. y China probablemente se mantendrán en el futuro**. Un acuerdo comercial parcial entre ambos países, con concesiones mutuas, es el escenario más probable, incluso en el corto plazo, pero los aranceles difícilmente volverán a los niveles en que estaban hace pocos meses, y en cualquier caso los temas estructurales y tecnológicos seguirán generando turbulencias. Así, **lo más probable es que el proteccionismo y la incertidumbre sigan pesando negativamente sobre el crecimiento global**, incluso si se confirman nuestras perspectivas de que la salida de Reino Unido de la Unión Europea no va a generar un choque negativo sobre la economía global -aunque sí puede hacerlo en el Reino Unido y, en mucha menor medida, en algunos países de la zona euro. Sobre los precios del petróleo, y a pesar de que el ataque en septiembre a la industria petrolera en Arabia Saudí haya elevado las tensiones en Oriente Medio, y la prima de riesgo asociada a un evento que se puede repetir, estamos asumiendo que se mantendrán bajo control, descendiendo desde alrededor de 64 dólares por barril en lo que queda de año hasta aproximadamente 57 dólares al cierre de 2020.

Los bancos centrales seguirán manteniendo una política acomodaticia, a pesar de que el margen de acción es cada vez más limitado y de las dudas crecientes sobre la efectividad sus políticas. En concreto, prevemos que **en EE. UU. la Reserva Federal recortará los tipos de interés en 25 pbs adicionales en octubre**, y que el BCE probablemente disminuirá los tipos de la facilidad de depósito en -0.10 bps hasta -0.60%. Estos niveles de tipos de interés excepcionalmente expansivos se mantendrían, por un largo período de tiempo; y el riesgo es que se reduzcan aún más, especialmente en EEUU, donde hay algo más de margen. En China, donde el margen de actuación es mayor, prevemos que los tipos de interés convergerán gradualmente al 3,75% a mediados de 2020. La política monetaria posiblemente se verá complementada por medidas de carácter fiscal en China y (de manera limitada) en la Eurozona, mientras que en EE. UU. la apertura de un proceso de destitución del presidente Trump reduce la probabilidad de estímulos fiscales adicionales. En cualquier caso, y a diferencia de lo ocurrido en la última crisis global tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008, **una coordinación de políticas entre los países de mayor peso en la economía global es ahora menos probable.**

Por todo ello, **se revisan a la baja las perspectivas de crecimiento, tanto para la economía mundial como para EE.UU., China y Europa. El avance global alcanzaría el 3,2% en 2019 y 3,1% en 2020**, significativamente por debajo de lo registrado en los años anteriores (Gráfico 2.2) y menos de lo publicado en la anterior versión de esta revista (3,3% en 2019 y 2020).

En EE. UU., se prevé que, tras crecer el 2,9% en 2018, el PIB avanzará el 2,3% en 2019 y el 1,8% en 2020 (0,2pp por debajo de lo anteriormente esperado para ambos períodos). En China, el ritmo de expansión del PIB se reduciría desde el 6,6% en 2018 hasta el 6,0% en 2019 y el 5,6% en 2020 (0,2pp menos que lo estimado para 2020). De manera similar, la previsión de crecimiento para el conjunto de la Eurozona se mantiene en el 1,1% en para 2019, pero se recorta en 0,4pp hasta el 0,8% en 2020.

Así, aunque **las políticas contracíclicas ayudarían a EE.UU. y Europa a frenar el deterioro** y permitirían a China esquivar los crecientes riesgos y moderarse de manera relativamente suave, sigue aumentando la probabilidad de una recesión en los dos primeros, así como la posibilidad de una desaceleración más brusca de la actividad económica en China. Por lo tanto, los **riesgos sobre la economía mundial están crecientemente sesgados a la baja**, principalmente por la posibilidad de que las tensiones comerciales y políticas se eleven aún más.

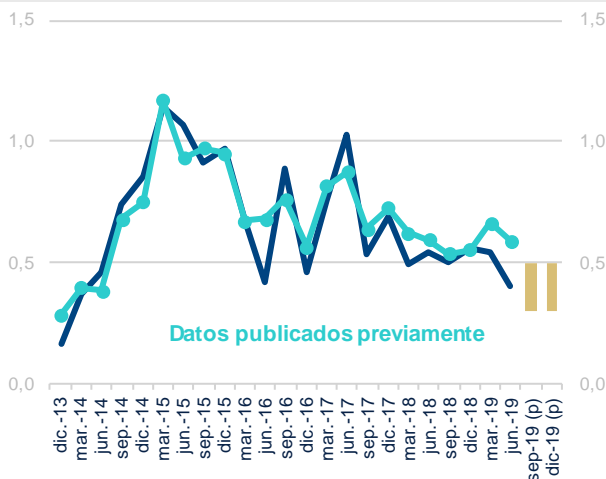
3. Perspectivas de crecimiento de la economía española

El ritmo de avance de la actividad se sostiene en cotas moderadas

La revisión estadística de las series de la Contabilidad Trimestral de España,¹ junto con la información coyuntural del tercer trimestre de 2019, indican que **la economía española podría haber vuelto a crecer de forma moderada durante el pasado trimestre**. En particular, el aumento de la actividad entre julio y septiembre se habría situado, probablemente, **entre el 0,3% y el 0,5% t/t CVEC (1,9% a/a)²**, por debajo de las previsiones realizadas a principios del trimestre (entre el 0,5% y el 0,7% t/t) y en línea con el dato observado en el trimestre precedente (0,4% t/t en el 2T19).

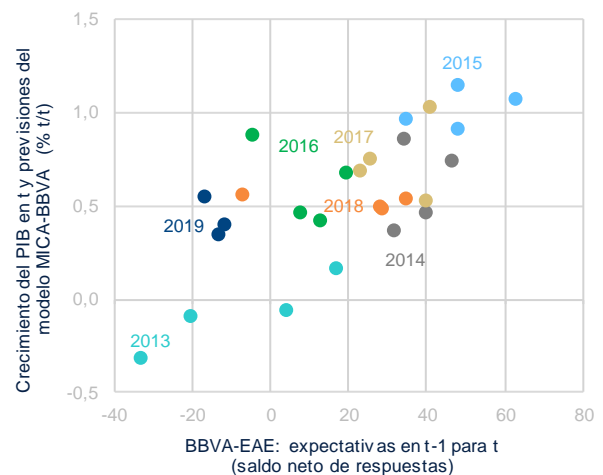
De cara al cuarto trimestre, las estimaciones en tiempo real de BBVA Research sugieren que el ritmo de avance de la actividad se mantendría alrededor de estos niveles (véase el Gráfico 3.1). Lo anterior en un entorno donde la incertidumbre sobre el ritmo de avance vuelve a elevarse, tal y como evidencian los resultados de la Encuesta de Actividad Económica BBVA (EAE-BBVA)³ (véase el Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1. **ESPAÑA: CRECIMIENTO OBSERVADO DEL PIB Y RANGO DE PREVISIONES (% 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: El Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó el pasado 16 de septiembre de 2019 la Revisión Estadística 2019 de la Contabilidad Anual y Trimestral de España para el periodo 1995-2018. Esta es una revisión extraordinaria, realizada al menos cada cinco años, que actualiza las fuentes y métodos de estimación empleados. Para un análisis de la magnitud de esta revisión véase la página 16. Para más información sobre los cambios incluidos, véase <https://bit.ly/2lryl8a>

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

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>

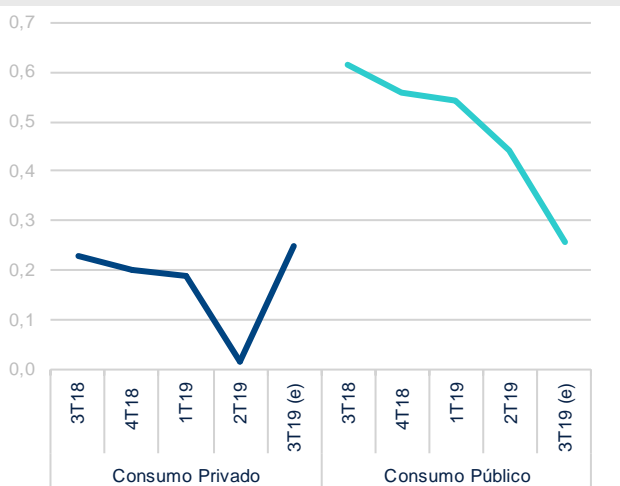
Durante el tercer trimestre del año la demanda doméstica se habría mantenido en terreno positivo, a pesar de las señales de debilidad

La información disponible del tercer trimestre anticipa un ligero avance del consumo privado y una ralentización del público. Así, las señales que se extraen de los indicadores de gasto⁴ sugieren que el consumo de los hogares podría haber aumentado en torno al 0,3% t/t (0,7% a/a) en el tercer trimestre, tras haberse estancado entre abril y junio (0,0% t/t, 0,6% a/a en el 2T19). Asimismo, los datos disponibles de ejecución presupuestaria indican que el gasto en consumo de las administraciones públicas podría haber crecido el 0,3% t/t (1,8% a/a) en el tercer trimestre de 2019, lo que, sin embargo, implicaría una ralentización respecto al progreso observado durante los seis primeros meses del año (0,5% t/t) (véase el Gráfico 3.3).

Tras la atonía generalizada observada durante el trimestre pasado, la inversión agregada podría haber recuperado algo de tracción en el 3T19, sostenida por la construcción. Los indicadores parciales de coyuntura apuntan a que la inversión en maquinaria y equipo podría registrar un crecimiento muy moderado (0,3% t/t; -1,1% a/a) y no se repondría por completo del descenso observado en el 2T19 (-1,8% t/t; -2,2% a/a).⁵ Por su parte, se estima que la inversión residencial se habría desacelerado casi un punto hasta el 0,4% t/t (3,1% a/a),⁶ mientras que la inversión en otras construcciones habría recuperado tracción (1,0%; 2,1% a/a), después del retroceso registrado hasta junio (-0,3% t/t en promedio; 3,4% a/a) (véase el Gráfico 3.4).

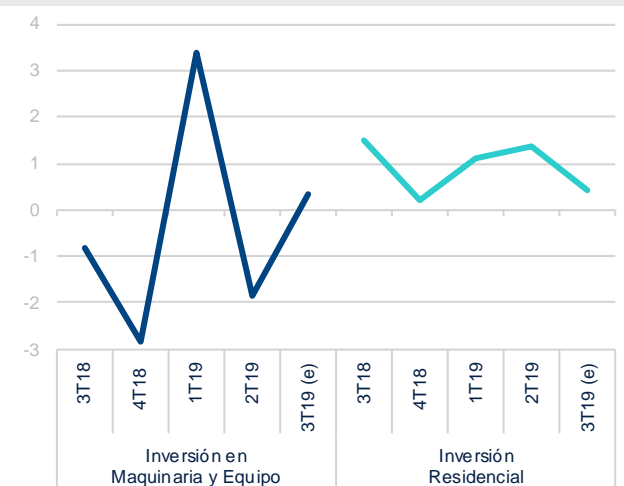
En resumen, los indicadores parciales de coyuntura apuntan a que **en el 3T19 la demanda doméstica estaría aportando 0,3pp al aumento trimestral del PIB** (1,0pp a/a) gracias al avance del consumo y la construcción.

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

4: Los indicadores de gasto muestran señales mixtas. La evolución de las matriculaciones de particulares y de las ventas interiores de bienes de consumo ha sido más favorable en el tercer trimestre y la facturación del comercio al por menor, similar. Por el contrario, la actividad del sector servicios ha perdido impulso, mientras que las importaciones de productos de consumo y las disponibilidades de bienes, sobre todo, duraderos, han retrocedido. En relación con los indicadores de recursos y expectativa, se aprecia un incremento de la renta salarial real debido al repunte de los salarios pactados en convenio colectivo y a la moderación de los precios. Sin embargo, el avance de la financiación al consumo se ha moderado y las cotizaciones bursátiles y las expectativas de los hogares sobre la situación económica han descendido.

5: En el 3T19, los indicadores parciales de coyuntura ligados a esta partida de la demanda mostraron señales mixtas. Destaca el deterioro observado en la cartera de pedidos de bienes de equipo. Por otro lado, el IPI de bienes de equipo y las importaciones de bienes de capital mostrarían una evolución mejor que en 2T19.

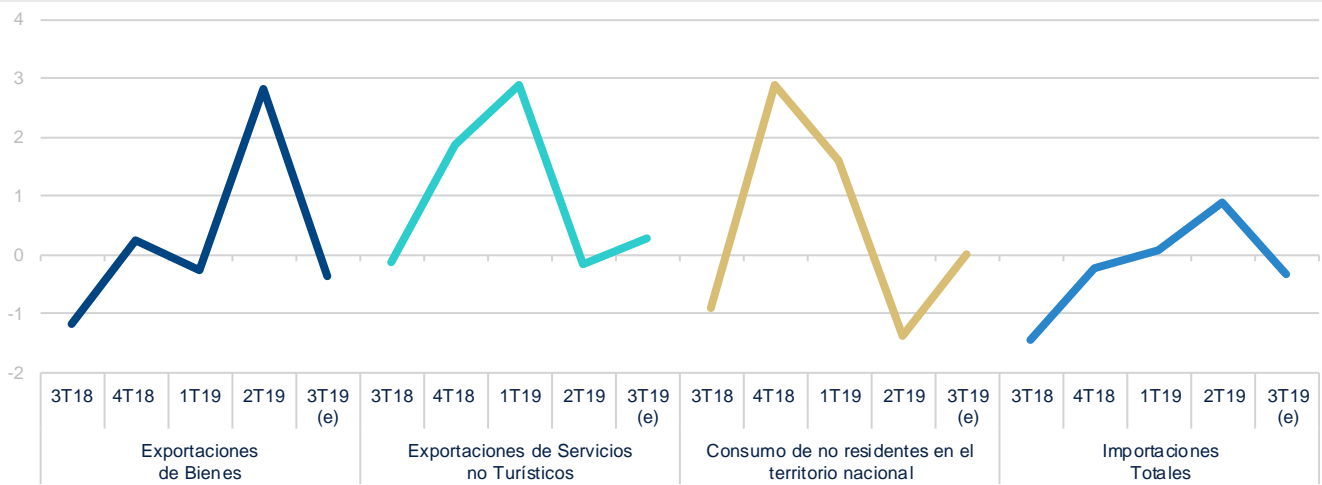
6: La mayor parte de los indicadores vinculados a la inversión residencial reflejaron una evolución algo peor en el 3T19 en comparación con el trimestre anterior. Destaca la moderación en la creación de empleo en el sector de la construcción y la desaceleración de los visados de obra nueva. Por su parte, mejoró la confianza de los empresarios, tras el mal registro de 2T19.

Los flujos comerciales muestran signos de debilidad

Las exportaciones de bienes y servicios probablemente descendieron ligeramente (-0,2% t/t; 3,0% a/a) en el tercer trimestre, dada la atonía general de sus componentes (véase el Gráfico 3.5). En concreto, las exportaciones de bienes se habrían moderado (-0,4% t/t; 2,4% a/a), tras repuntar con fuerza en el 2T19 (2,8% t/t; 1,6% a/a),⁷ mientras que las de servicios habrían crecido marginalmente (0,2% t/t, 4,2% a/a). Esto último gracias a aquellas no vinculadas al turismo exterior (0,3% t/t; 5,0% a/a), ya que el consumo de no residentes en territorio nacional habría registrado un crecimiento nulo (0,0% t/t; 3,1% a/a), tras el descenso observado entre abril y junio (-1,4% t/t; 2,2% a/a).⁸

Finalmente, la información disponible al cierre de esta revista sugiere que, dada la debilidad de la demanda final, las importaciones también podrían haber descendido en el tercer trimestre del año (-0,3% t/t; 0,7% a/a). Esto, junto al comportamiento esperado de las exportaciones totales, podría haber dado lugar a una aportación nula (0,0pp a/a; 0,9pp a/a) de la demanda externa neta al crecimiento de la economía española en el tercer trimestre del año.

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

La recuperación del mercado laboral se enfría

Descontadas las variaciones por causas estacionales, la afiliación a la Seguridad Social aumentó el 0,4% t/t en el tercer trimestre de 2019 (2,5% a/a), dos décimas menos que en el segundo, y alcanzó los 19.351.000 cotizantes en septiembre (véase el Gráfico 3.6).⁹ El descenso del paro registrado también perdió impulso y se redujo el -0,4% t/t CVEC (-3,9% a/a), cinco décimas menos que en el trimestre precedente.¹⁰

7: Los indicadores parciales de las ventas al exterior de bienes muestran tendencias dispares. Por una parte, la información disponible de la balanza comercial apunta a una fuerte caída de las exportaciones en el 3T19 (-2,8% m/m CVEC en julio). Sin embargo, las exportaciones de grandes empresas crecieron el 0,5% m/m CVEC en promedio entre julio y agosto y la cartera de pedidos de exportación se encuentra en máximos de los últimos cinco años.

8: Los indicadores parciales del consumo de no residentes evidencian la debilidad de esta partida de la demanda. Así, las pernoctaciones de turistas no residentes en hoteles retrocedieron un 0,5% m/m CVEC en promedio en julio y agosto. Por su parte, las entradas de extranjeros en frontera cayeron el 1,3% m/m durante el mismo periodo. En lo que respecta a los ingresos por turismo de la balanza de pagos, estos también descendieron (-0,6% m/m CVEC en julio).

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 45.800 personas en septiembre. Si se excluyen los cuidadores no profesionales, el repunte de la afiliación en el segundo trimestre habría sido más modesto (0,3% t/t CVEC; 2,4% a/a).

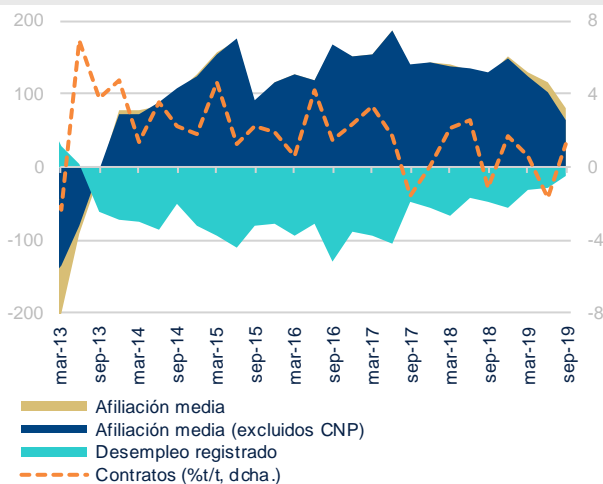
10: Desde mediados de 2013, la afiliación ha crecido el 19,1% CVEC, pero todavía se encuentra un 0,4% por debajo del máximo precrisis alcanzado a comienzos de 2008. Aunque el desempleo ha retrocedido el 36,5% en los últimos cinco años, supera en un 58% el nivel registrado a mediados de 2007.

Las repercusiones del incremento del salario mínimo interprofesional (SMI) sobre el empleo continúan siendo limitadas. La información disponible hasta septiembre 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. En los colectivos con mayor cobertura del SMI, el número de cotizantes aumentó el 1,6% entre enero y septiembre con respecto a los nueve últimos meses de 2018, siete décimas menos que en el promedio 2017-2018. En los restantes grupos, la ralentización del crecimiento de la afiliación fue menor (en torno a tres décimas). Tampoco se advierte un flujo relevante hacia el trabajo por cuenta propia desde el empleo asalariado como consecuencia del incremento del SMI, como ilustra el Gráfico 3.8.

A diferencia de los registros de afiliación a la Seguridad Social y desempleo, la evolución de la contratación mejoró en el tercer trimestre. Tras caer el 1,7% t/t CVEC en el 2T19, el número de contratos aumentó el 1,3% t/t (1,9% a/a) entre julio y septiembre, tanto los indefinidos (4,2% t/t CVEC; -7,5% a/a) como los temporales (1,0% t/t CVEC; 3,1% a/a). En consecuencia, la ratio de temporalidad retrocedió tres décimas hasta el 90,2% CVEC. Como se aprecia en el Gráfico 3.7 el porcentaje de contratos temporales es casi tres puntos menor que la cifra de finales de 2013.

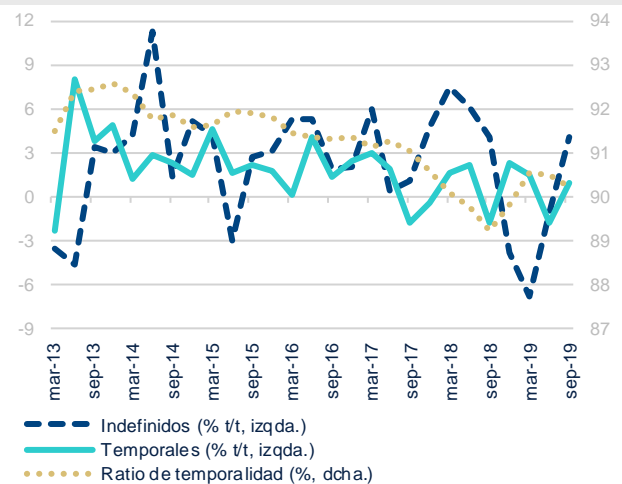
Se espera que la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al tercer trimestre confirme la atonía apuntada por los registros de afiliación y paro. El empleo podría haber aumentado en torno al 0,2% t/t CVEC (2,0 % a/a), aproximadamente una décima menos que en el 2T19. Si la población activa mantiene la trayectoria de crecimiento moderado observada en los trimestres precedentes, la tasa de desempleo se mantendría prácticamente estable en torno al 14,2% CVEC (la tasa de paro bruta se situaría en el 13,7% en el 2T19).

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



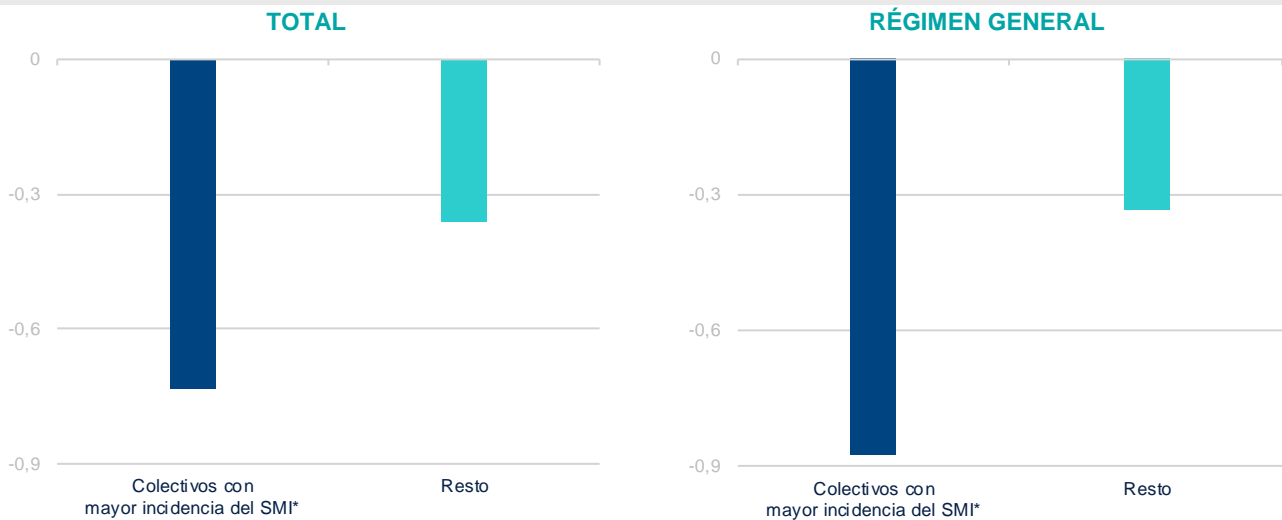
Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

Gráfico 3.7. ESPAÑA: EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN (DATOS CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

Gráfico 3.8. **ESPAÑA: VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL ENTRE ENERO Y SEPTIEMBRE (2019 VS PROMEDIO 2017-2018, %)**



(*) 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

El crecimiento de los precios se mantiene en cotas moderadas, mientras que las demandas salariales crecen ligeramente

Durante el tercer trimestre del año la inflación general prolongó su tendencia a la baja, hasta situarse en el 0,1% a/a en septiembre (véase el Gráfico 3.9). Detrás de esta evolución sigue pesando la de los precios de la energía - carburantes, gas y electricidad, principalmente- que empezaron a caer al arranque del trimestre hasta registrar el -6,6% a/a en septiembre. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo prácticamente estable a lo largo del 3T19 y cerró el mes de septiembre en el 1,0% a/a.

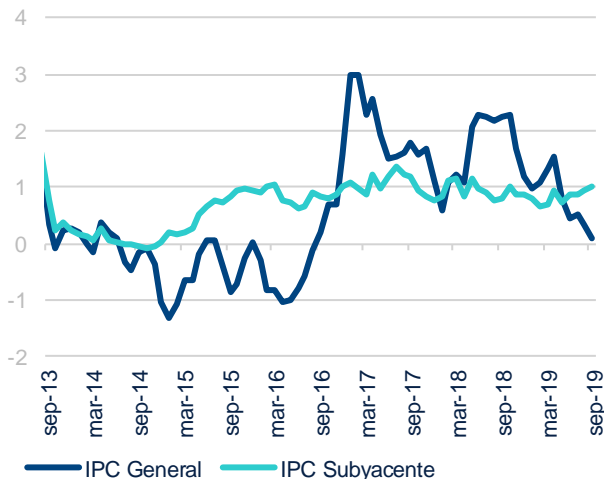
En este contexto, el diferencial de inflación general respecto a la zona euro se mantuvo favorable a España durante el 3T19 (-0,7 pp a/a en septiembre). Sin embargo, utilizando como referencia la inflación subyacente, el diferencial de crecimiento de los precios prácticamente se habría cerrado (-0,1% a/a en septiembre).

Las demandas salariales aumentaron en el tercer trimestre. El crecimiento salarial medio pactado en convenio colectivo hasta agosto fue del 2,3% a/a, una décima por encima del registrado al cierre del segundo trimestre. Si bien el aumento acordado de la retribución en los acuerdos revisados plurianuales se mantuvo estable en el 2,0%, en los firmados a lo largo del año en curso repuntó hasta el 3,6%, como se aprecia en el Gráfico 3.10.¹¹ El incremento salarial medio pactado en los convenios firmados hasta agosto supera en tres décimas al mínimo recomendado en el IV Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC).¹²

11: Hasta agosto, el número de trabajadores sujetos a convenios colectivos firmados durante 2019 fue de 1.326.000. Esto representa alrededor de un 15% del total de trabajadores cubiertos por un convenio colectivo (8.463.000).

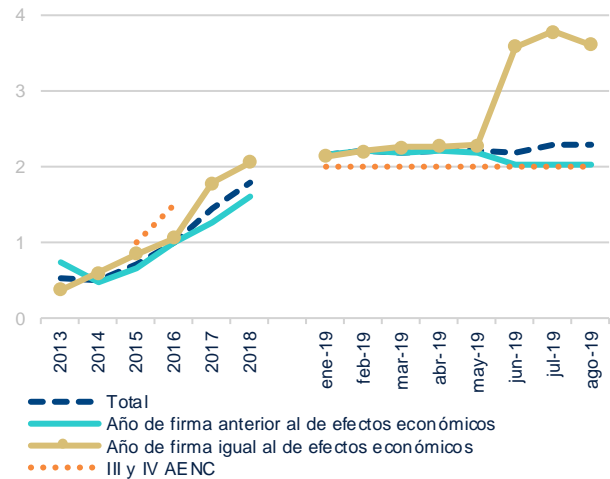
12: El IV AENC, suscrito a comienzos de julio de 2018 por CEOE, CEPYME, CC.OO. y UGT, recomendaba aumentos salariales en torno al 2% en 2018, 2019 y 2020, más una parte variable que depende, entre otros factores, de la evolución de la productividad, los resultados de la empresa y el absentismo injustificado.

Gráfico 3.9. **ESPAÑA: INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE (% A/A)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.10. **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 2018 son provisionales.

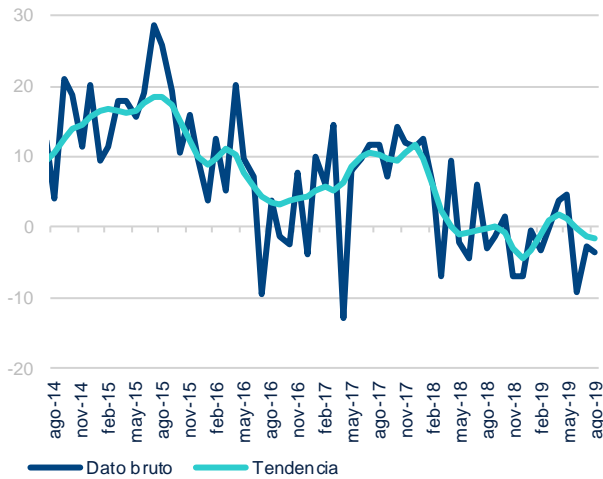
Fuente: BBVA Research a partir de MITRAMISS

El nuevo crédito modera su retroceso en 2019

El stock de crédito al sector privado continúa suavizando su caída durante el presente año y en julio registró un retroceso del -1,1% a/a (cinco décimas menos que en abril de este año). Asimismo, las nuevas operaciones concedidas redujeron su descenso hasta el -2,1% a/a en el acumulado hasta agosto (véase el Gráfico 3.11). Por tipo de operaciones, las de financiación a empresas siguen mostrando un comportamiento negativo en los ocho primeros meses del año. Así, el crédito de más de un millón de euros a empresas descendió el -3,1% a/a en el acumulado enero-agosto de 2019, mientras que las operaciones inferiores a un millón solo se redujeron el -1,5% a/a. En las operaciones a familias, se aprecia cierta debilidad en lo que va de año y su tasa de variación ha pasado a terreno negativo hasta acumular un descenso del -1,5% a/a en el periodo enero-agosto (en 2018 crecieron el 9,8%). Entre las causas de este retroceso destaca la fragilidad mostrada por las operaciones de financiación para la adquisición de una vivienda y el resto de financiación que durante junio y agosto cayeron de forma intensa (casi el 20% interanual para ambas carteras) como consecuencia de los problemas técnicos derivados de la implementación de la Ley de Crédito Inmobiliario. También el crédito al consumo se ha visto afectado negativamente por la coyuntura y presenta un crecimiento acumulado del 3,4% a/a hasta agosto (el 17,0% en todo 2018).

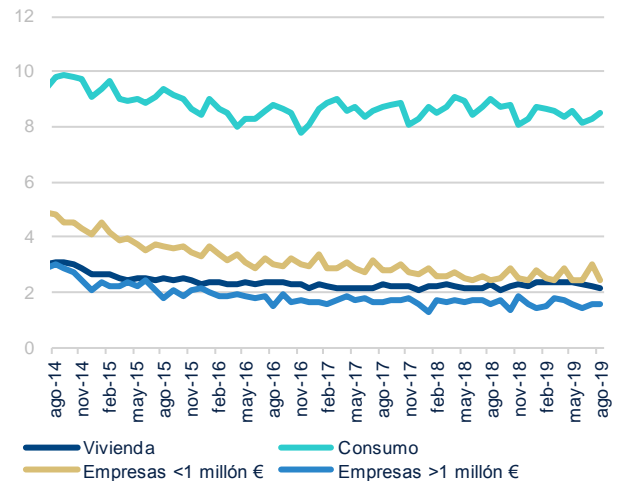
Por otra parte, el precio del nuevo crédito continúa en mínimos, dados los bajos tipos de interés, las buenas condiciones de liquidez para los bancos, la reducción del riesgo soberano y el menor riesgo de crédito afrontado por las entidades (véase el Gráfico 3.12). Los tipos hipotecarios han vuelto a retroceder hasta el 2,19% en Tasa Anual Equivalente (TAE) (10pb menos que hace un año, y 21pb menos que en mayo) por el cambio de expectativas hacia un nuevo retraso de las subidas de tipos de interés. Todo ello, a pesar de la creciente importancia que están cobrando las hipotecas a tipo de interés fijo (hasta agosto el 36% de los nuevos créditos hipotecarios).

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 2019-2020: las expectativas de crecimiento se revisan a la baja

Los fundamentos de la economía española avalan la continuidad de la fase expansiva del ciclo durante el presente bienio. No obstante, la revisión estadística de los datos de la Contabilidad Nacional revela una mayor pérdida del impulso de la demanda durante el primer semestre del año que, junto a la debilidad de los indicadores parciales de coyuntura del segundo semestre, y las peores perspectivas económicas a nivel global, justifican una **revisión a la baja del crecimiento del PIB en España** (véase el Cuadro 3.1). Así, BBVA Research estima que **el avance del PIB se desacelerará hasta el 1,9% a/a en 2019 y el 1,6% en 2020, cuatro y tres décimas por debajo de lo previsto en la anterior edición de esta publicación**. A la luz del agotamiento de la demanda embalsada y de los efectos de las políticas expansivas, se espera que la mayor parte de los componentes de la demanda doméstica moderen su crecimiento respecto al ritmo de expansión observado en el último bienio (contribución al crecimiento del PIB: 1,5pp en promedio para el bienio). Por su parte, la contribución de la demanda externa neta volverá a terreno positivo este año, pero se tornará nuevamente negativa durante el siguiente (0,1pp en promedio; -0,3pp en 2018), dado que la paulatina ganancia de tracción de los flujos comerciales se dejará notar con más intensidad en el caso de las importaciones. De cumplirse este escenario, el avance de la actividad favorecerá la creación de, en media, 705.000 puestos de trabajo en el acumulado de 2019 y 2020 -un 30% menos que los creados en el bienio precedente- y permitirá disminuir la tasa de paro hasta el entorno del 13,3% en el promedio del próximo año.¹³

13: La ocupación aumentará en 590.000 personas entre el 4T18 y el 4T20 y la tasa de paro se reducirá a niveles cercanos al 12,9%.

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

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

(*) Contribuciones al crecimiento.

(e) Estimación. (p) Previsión.

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

La revisión de los datos de la Contabilidad Nacional revela un punto de partida menos favorable para el crecimiento

El Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó el pasado 16 de septiembre de 2019 los datos de la revisión extraordinaria de la Contabilidad Anual y Trimestral para el periodo 1995-2018. **En general, las revisiones fueron de carácter negativo y han incidido de manera adversa en la actualización del escenario de BBVA Research presentado en esta publicación.** Para los dos últimos años, los cambios estadísticos se saldan con una reducción del crecimiento del PIB de una décima hasta el 2,9% en 2017 y dos décimas hasta el 2,4% en 2018.

Asimismo, los datos actualizados muestran cambios en la composición del crecimiento que refuerzan el sesgo a la baja en el corto plazo: menor demanda interna de lo previamente estimado, en un entorno más incierto de la demanda externa. El consumo privado habría estado cerca del estancamiento durante el primer semestre del año (+0,1% trimestral en promedio, frente al +0,5% trimestral estimado previamente), mientras que la inversión, particularmente la de maquinaria y equipo, habría presentado tasas algo más débiles de lo inicialmente estimado (+0,9% trimestral frente a 2,9%).

Además, la revisión de las series históricas muestra una composición de la demanda algo menos virtuosa desde 2008. Como consecuencia se obtiene un diagnóstico menos optimista sobre la capacidad de crecimiento de la economía española a medio plazo. En concreto, destaca la menor importancia que ha tenido la inversión (revisión acumulada de la formación bruta de capital fijo de -2,9pp desde 2008), derivada de una fuerte revisión a la baja de la destinada a maquinaria y equipo (-13,7pp desde 2008), que más que compensó la corrección al alza de la inversión residencial (9,8pp desde 2008).

En sentido contrario se observa una mayor aportación de la demanda externa al crecimiento durante estos años motivada por una revisión al alza de las exportaciones (1,3pp desde 2008) algo más grande que la de las importaciones (0,9pp desde 2008). Sin embargo, toda vez que la formación bruta de capital afecta positivamente a la productividad laboral, su revisión a la baja también puede incidir negativamente en las perspectivas sobre la competitividad y del sector exportador.

La política monetaria aliviará solo parcialmente los efectos derivados de un entorno global con menor crecimiento y mayor incertidumbre

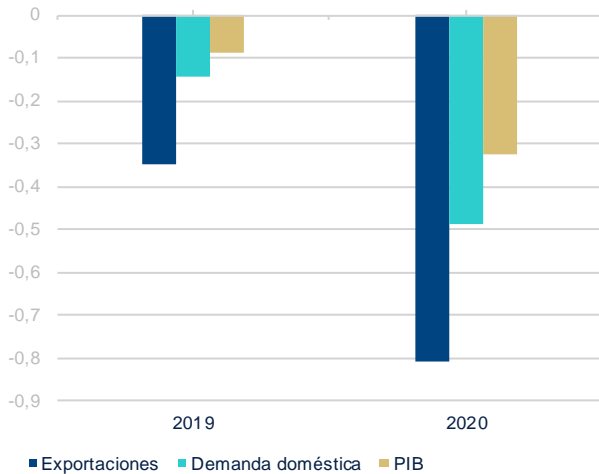
La economía global mantendrá un ritmo de crecimiento del 3,1% anual a lo largo del bienio, lo que supone una desaceleración notable respecto al avance del 3,7% observado en 2018. En este contexto, la acción de los bancos centrales de las principales áreas contribuirá a mantener acotadas las tensiones financieras y evitará una desaceleración abrupta en China, así como la entrada en recesión de EE. UU. y de Europa. Sin embargo, la prolongación de las tensiones comerciales y el elevado grado de incertidumbre impactan con fuerza en los flujos comerciales y de inversión, y se saldan con una revisión a la baja de las perspectivas económicas para estos tres grandes bloques económicos.

Así, aunque se mantienen las expectativas de crecimiento en Europa para 2019 (en torno al 1,1%), se revisan a la baja en 2020 (en -0,4pp hasta el 0,8%), lo que explica gran parte del deterioro de las previsiones de la economía española y, en especial, de sus flujos comerciales (véase el Gráfico 3.13). No obstante, se prevé que la actividad en la Eurozona vaya recuperándose a medida que progresa el 2020, toda vez que los factores que han ralentizado el avance de la industria y de las exportaciones vayan perdiendo protagonismo. Entre estos últimos, destaca a nivel europeo el repunte observado desde mediados de 2018 de la incertidumbre acerca del *brexit* que, según las estimaciones de BBVA Research, puede estar restando algo más de media a décima al crecimiento acumulado de la economía española durante el presente bienio (véase el Gráfico 3.14).

En este contexto, se espera que las nuevas medidas que dilatan el proceso de normalización de la política monetaria del BCE,¹⁴ contribuyan a mantener holgadas las condiciones de financiación, de forma que sigan favoreciendo a la actividad. Esto, junto a los movimientos de política monetaria de la FED, motiva una revisión a la baja del tipo de cambio del euro, lo que también ayudará a compensar parcialmente el efecto negativo que se deriva de la menor demanda europea.

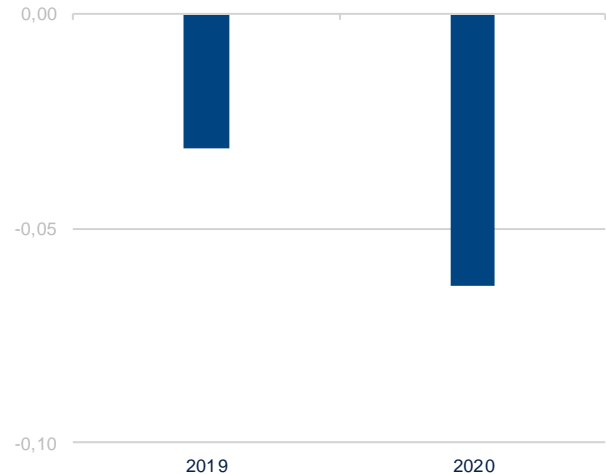
14: El BCE anunció un paquete que incluye un recorte de 10 bps hasta -0,50% de los tipos de interés de la facilidad de depósitos; la adopción de un sistema escalonado de tipos de interés para los depósitos de los bancos; un nuevo programa de compra de deuda, por un total de 20.000 millones de euros al mes, que se extenderá "hasta antes de que comiencen a subir los tipos de interés"; y una mejora en las condiciones de financiación a los bancos en las subastas de liquidez.

Gráfico 3.13. **ESPAÑA: IMPACTO DE LA REVISIÓN A LA BAJA DEL CRECIMIENTO EN LA UEM (PP DEL CRECIMIENTO ANUAL)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.14. **ESPAÑA: IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA OBSERVADA DESDE MEDIADOS DE 2018, LIGADA AL BREXIT (DESVIACIÓN DEL NIVEL DE PIB EN PP)**



Fuente: BBVA Research

El crecimiento continuará apoyándose en una demanda doméstica débil

El crecimiento del consumo privado perderá impulso en el bienio 2019-2020. BBVA Research prevé que el avance del gasto de los hogares se desacelere en 2019 hasta el 0,8%, 1,1 puntos menos que en 2018, y repunte ligeramente hasta el 1,3% en 2020. El crecimiento promedio se situará, por tanto, 1,4 puntos por debajo del registrado en el periodo 2014-2018. ¿Qué factores explican el menor dinamismo esperado del consumo privado? En primer lugar, el agotamiento de los elementos transitorios que incentivaron el gasto en los años precedentes, como la reducción de la demanda pospuesta durante la crisis. En segundo lugar, el menor empuje de algunos de los determinantes del consumo, como la renta, condicionada por la atonía del mercado de trabajo, y la riqueza financiera neta, afectada en 2019 por la volatilidad de las cotizaciones bursátiles, la reorientación del ahorro hacia activos más seguros -pero menos rentables- y la finalización del proceso de desapalancamiento de los hogares. En tercer lugar, el crecimiento más modesto de la financiación al consumo, en línea con la evolución registrada durante los ocho primeros meses del año en curso.¹⁵ Por último, el impacto de la incertidumbre, materializado en el deterioro de las perspectivas de los hogares sobre la situación económica, que ha desincentivado el gasto -sobre todo, en bienes duraderos- y contribuido al repunte de la tasa de ahorro hasta el 8,7% CVEC de la renta disponible, en línea con las cifras del primer semestre de 2013 (véase el Gráfico 3.15).¹⁶

Durante el bienio 2019-20, la inversión en maquinaria y equipo crecerá a una tasa promedio anual del 2,0%.

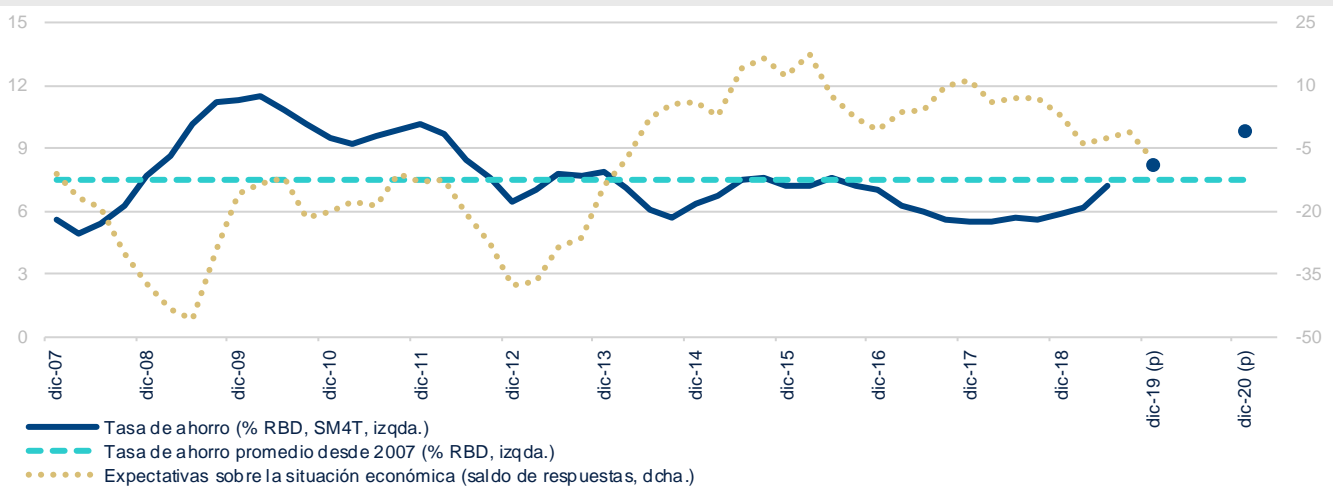
En concreto, se prevé que esta partida de la demanda avance el 1,6% en 2019 y el 2,6% en 2020, 2,5pp y 0,4pp menos, que las cifras publicadas en la anterior edición de esta revista. Entre los factores detrás de estas perspectivas más negativas se encuentran, además de la ya comentada revisión estadística de la Contabilidad Nacional, la mayor desaceleración de la economía europea, el repunte de las tensiones comerciales a escala global, la incertidumbre regulatoria que afecta al sector del automóvil y el agotamiento del impulso reformador. De todos modos, la nueva reducción del coste de financiación debería apoyar la puesta en marcha de proyectos de inversión, aunque, probablemente, el impacto de los nuevos recortes en los tipos de interés será cada vez más limitado.

15: El volumen de nuevas operaciones de financiación al consumo se incrementó el 53,4% a/a hasta agosto, tras crecer el 17,0% en 2018.

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

La inversión en vivienda también mostrará una moderación del crecimiento en el bienio respecto a lo previsto hace tres meses. Las previsiones apuntan a que los principales determinantes de la formación bruta de capital fijo en construcción mostrarán una evolución favorable en el presente bienio, aunque con algo menos de tracción que la prevista hace unos meses. Primero, y a pesar de la desaceleración observada, se espera que la economía siga creando empleo, lo que augura nuevos incrementos en la renta de los hogares. Segundo, las condiciones de financiación continúan siendo favorables para el sector. Desde el punto de vista de los hogares demandantes de una vivienda, porque el nuevo descenso de los tipos de interés se traducirá en bajos costes de acceso al crédito; desde el de los inversores, ya que pueden ver en la vivienda un activo con rentabilidades algo más atractivas que otros productos alternativos. Por otro lado, se espera que, poco a poco, la incertidumbre que pende sobre el sector vaya diluyéndose y que se consolide la recuperación de las ventas observada en agosto, tras los malos registros de los meses de junio y julio.¹⁷ Además, la formación de nuevos gobiernos locales y regionales tras la celebración de las elecciones del pasado mes de abril también ha restado incertidumbre al sector. Sin embargo, se mantiene la asociada a la falta de gobierno central. Con todo, se espera que la inversión residencial crezca el 3,1% a/a en 2019, 0,4pp menos que en el escenario anterior, y lo haga el 3,9% en 2020.

Gráfico 3.15. **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

Respecto a la demanda pública se estima que, tras la aceleración observada en el primer semestre del año (vinculada a las subidas salariales de los empleados públicos y, en menor medida, a los procesos electorales), el consumo público se está ralentizando durante esta segunda mitad del año. Como consecuencia, el aumento del gasto en consumo final de las administraciones públicas se situará en torno al 2,0% a/a en 2019 y en el 1,7% a/a en 2020. Igualmente, la inversión en otras construcciones moderará su crecimiento durante el presente bienio (2,2% a/a en 2019 y 1,5% en 2020), afectada por el estancamiento esperado de la inversión pública, dado el entorno de incertidumbre política. De esta forma, se espera que **la política fiscal modere su tono ligeramente expansivo en la segunda mitad de 2019, volviéndose neutral en 2020 en un entorno sin cambios en la política económica.**

17: En estos dos meses las ventas retrocedieron a un promedio mensual del -9,3% (CVEC).

La desaceleración de Europa y la prolongación de las tensiones comerciales pesan sobre los flujos de exportación

La moderación de las expectativas de crecimiento para Europa (1,1% en 2019 y 0,8% en 2020) y el resto de las economías desarrolladas, **unido a la prolongación de las tensiones comerciales y a unos precios del petróleo algo más altos**, mermarán el ritmo de crecimiento previsto de las ventas de España al exterior para el presente bienio. De todos modos, la revisión al alza de las series históricas, junto con un crecimiento económico global relativamente robusto (3,2% en 2019 y 3,1% en 2020) y un tipo de cambio efectivo real más favorable, serán suficientes para mantener la variación de la demanda exterior en terreno positivo. Así, se prevé que las exportaciones totales aumenten el 2,0% a/a en promedio este año y el 2,9% a/a el próximo, 0,3pp más y 0,6pp menos que lo previamente estimado, respectivamente. Esto implica un avance de casi dos puntos menos que el promedio observado desde el inicio de la recuperación (4,4% a/a en promedio desde 2014).

En particular, **se espera que las ventas de bienes al exterior en 2019 alarguen la debilidad mostrada el año pasado para recuperar cierto dinamismo en 2020**. Así, su crecimiento se situaría en torno al 1,1% en 2019, y al 3,3% en 2020. Esto supone una revisión al alza de 0,6pp en 2019, justificado por la revisión histórica de los datos, y de 0,3pp a la baja en 2020, en comparación a lo publicado en la anterior versión de esta revista. El mayor avance de las exportaciones de bienes previsto para 2020 estaría supeditado a la relajación, al menos provisional, de las tensiones comerciales y a la progresiva mejora de las perspectivas económicas de nuestros principales socios comerciales. Además, se esperan ganancias de competitividad que puedan dar un impulso adicional, como el descenso del coste de financiación. Por su parte, se prevé que **las exportaciones de servicios también hagan patente la fragilidad de los flujos comerciales** y estas crezcan el 4,0% en 2019 y el 2,0% en 2020, 0,5pp y 1,0pp menos que lo estimado en el trimestre anterior. Esto 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 recuperaría algo de tracción en 2019 y crecería el 2,4%, pero volvería a desacelerarse en 2020 hasta el 0,7%**. Esto supone 1,7pp y 1,4pp menos que lo estimado en la última publicación de esta revista. Por tanto, se mantiene la fragilidad del turismo exterior respecto al crecimiento del bienio 2016-2017 (10,3% en promedio anual). Entre las principales razones que justifican el cambio en estas previsiones, destaca la revisión a la baja de los datos históricos del turismo y el deterioro económico de nuestros principales mercados de origen (Alemania, Reino Unido, Francia e Italia suponen algo más de la mitad del total de entradas en frontera). Además, continúa la pérdida de los flujos desviados hacia el mercado español en el último lustro, procedentes de los mercados competidores lastrados por tensiones geopolíticas, y para algunos de los destinos en España preocupa el impacto del *brexit* o de eventos que han afectado a algunas empresas de intermediación en el sector.¹⁸ Finalmente, se espera que las ventas al exterior de servicios no turísticos avancen el 5,2% en 2019 y el 2,8% en 2020, 0,4pp más y 0,9pp menos, respectivamente, de lo estimado hace tres meses. Este ritmo de progreso para el bienio continúa por debajo de la media desde el inicio de la recuperación (5,3% en promedio).

La composición prevista del crecimiento de la demanda final propiciará un **avance de las importaciones del 0,2% en 2019 y del 3,4% en 2020** que, en consecuencia, implicará un repunte puntual de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento en 2019 (0,6pp), para descender de nuevo en 2020 (-0,1pp). Esta evolución del saldo exterior es consistente con una desaceleración moderada del saldo de la balanza por cuenta corriente hasta el 1,6% del PIB en 2019 y el 1,4% del PIB en 2020.

18: 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>

La recuperación del mercado laboral continuará, a pesar de la ralentización de la actividad económica

Dada la evolución del mercado de trabajo durante el primer semestre del año en curso y el deterioro de las perspectivas de crecimiento para el segundo, **la creación de empleo perderá tracción en 2019**. En línea con la ralentización de la actividad, la ocupación aumentará el 2,2%, cinco décimas menos que en 2018 y dos menos de lo previsto en julio.

El crecimiento de la ocupación se traducirá en una disminución de 1,1 puntos de la tasa de desempleo hasta el 14,1%, a pesar del repunte de la población activa. El aumento de la población extranjera en edad de trabajar, en buena medida, procedente de Europa y de América Latina, explica el avance de la población activa desde finales de 2017, mientras que la propensión a participar en el mercado de trabajo apenas ha cambiado: las tasas de actividad y las probabilidades de transición desde la inactividad se mantienen estables con independencia de la nacionalidad.

La creación de empleo y la reducción de la tasa de paro continuarán en 2020, pero a un ritmo menor, hasta el 1,4% y el 13,3%, respectivamente. Si se cumplen las previsiones de BBVA Research, el número de ocupados rozaría los 20,2 millones a finales de 2020 y la tasa de desempleo se situaría en torno al 12,9%, todavía lejos de las cifras precrisis. Como ilustra el Gráfico 3.16, en el 4T20 el nivel de empleo se encontraría en torno a un 2,9% por debajo del existente a comienzos de 2008, mientras que la tasa de desempleo sería 3,8 puntos mayor. Además, la evolución esperada de la actividad y del empleo equivalente a tiempo completo (ETC) –que crecerá alrededor del 1,8% en promedio en el bienio 2019-2020– anticipan una contribución exigua de la productividad laboral al crecimiento del PIB.

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 2019¹⁹, indicaban que el nivel de empleo ETC 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 semestre sugieren que el efecto de la subida del SMI estaría más próximo a la cota inferior del intervalo. 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.

La inflación seguirá muy por debajo del objetivo fijado por el BCE para el conjunto de la eurozona

Se espera que la desaceleración de los precios del consumo observada hasta septiembre revierta gradualmente en la parte final del año, hasta cerrar 2019 con una media anual en torno al 0,7% a/a (0,1pp por debajo de la estimada hace tres meses). Por su parte, la inflación subyacente se mantendrá prácticamente estable (0,9% a/a en promedio anual para 2019), apoyada en la reducción gradual de la tasa de paro y en el avance de la demanda. En 2020 el crecimiento de los precios subyacentes se mantendrá prácticamente estable (0,9% a/a en promedio anual) lo que, junto a unos precios de la energía todavía moderados, situarán a la inflación general en el 1,1% a/a (0,2pp 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 en 2019** (-0,5pp en promedio), pero probablemente se cerrará en 2020.

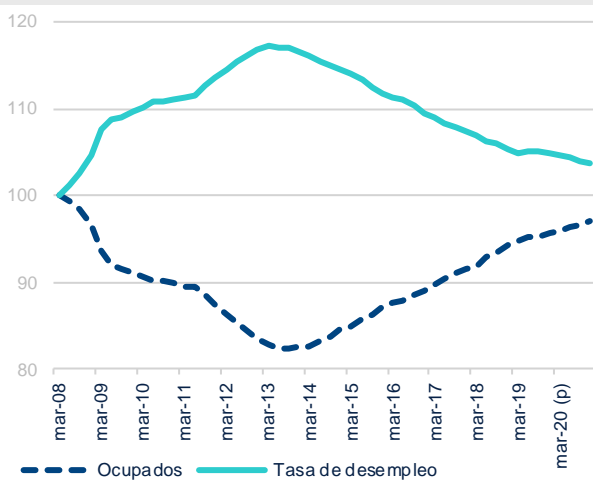
19: Disponible en <https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/situacion-espana-primer-trimestre-2019/>

España podría incumplir sus compromisos de estabilidad durante el bienio 2019-2020

La información de ejecución presupuestaria disponible hasta julio de 2019 apuntaría a que la recaudación tributaria se estaría moderando, y únicamente serían las cotizaciones sociales -en parte, por el impacto de la subida de las bases de cotización-, las que estarían empujando los ingresos públicos. Además, el impulso del gasto público se mantiene, vinculado a partidas como las transferencias sociales o la remuneración de asalariados, afectadas ambas por las subidas de comienzos de año.

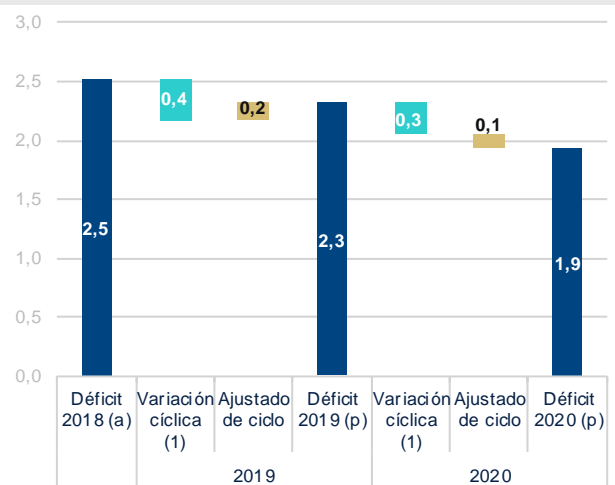
Se espera que a lo largo del bienio 2019-2020, tanto el ciclo económico como, sobre todo, unas condiciones más favorables de financiación, vuelvan a ayudar a corregir el déficit público. Si bien la mejora cíclica de 2019 se verá compensada, en parte, por el impacto de las medidas aprobadas a finales del año pasado y durante los primeros meses del presente. Como resultado, **el déficit del conjunto de las administraciones públicas podría reducirse en tan solo dos décimas hasta el 2,3% del PIB en 2019**, lejos del objetivo de estabilidad (-1,3%). **Para 2020, en un escenario sin cambios en la política fiscal, se espera una corrección cíclica de las cuentas públicas hasta el 1,9% del PIB** (véase el Gráfico 3.17), lo que supondrá una nueva desviación sobre el objetivo de estabilidad (-0,5%).

Gráfico 3.16. **ESPAÑA: NIVEL DE EMPLEO Y TASA DE PARO (1T08 = 100. DATOS CVEC)**



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

Gráfico 3.17. **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

De confirmarse el escenario de BBVA Research, el saldo primario estructural se estaría deteriorando casi dos décimas en 2019, para estabilizarse en torno al -0,4% del PIB a finales de 2020. Estas cifras certificarían un tono ligeramente expansivo de la política fiscal durante 2019, ya que la contracción esperada en el segundo semestre no llegaría a compensar el impulso de comienzos del año. En 2020, en un entorno sin cambios en la política fiscal, el tono sería prácticamente neutral.

A pesar de las menores perspectivas de crecimiento, los riesgos continúan siendo a la baja

A nivel externo, las dudas sobre la evolución del crecimiento global continúan aumentando. La desaceleración estructural de la economía china, junto con la de carácter más cíclico de EE. UU y la UEM, ponen de manifiesto el **progresivo agotamiento de las grandes áreas económicas y la creciente probabilidad de entrar en recesión**. Asimismo, la incertidumbre derivada de **las tensiones comerciales entre EE. UU., China y la UEM o del *brexit*** no ha mermado y, aunque en el corto plazo su efecto parece limitado y temporal, no pueden descartarse escenarios más adversos. Todo lo anterior anticipa que la recuperación de la demanda externa durante los próximos meses podría ser moderada y condiciona negativamente a una parte importante del sistema productivo español.

A nivel doméstico, los riesgos también siguen elevados. El avance de la actividad se sostiene en la demanda interna que, sin embargo, muestra cada vez más señales de debilidad. La ralentización del consumo privado y el aumento de la tasa de ahorro podrían estar reflejando una mayor precaución por parte de los hogares. Asimismo, el debilitamiento de la inversión podría ser síntoma de una creciente desconfianza por parte de las empresas. A este respecto, la incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada. En particular, la reciente convocatoria de unas nuevas elecciones generales, las cuartas en los últimos cuatro años, pone de manifiesto las dificultades de alcanzar acuerdos en el plano político y, en consecuencia, sobre las medidas a tomar para mejorar el funcionamiento de la economía española. Al respecto, cabe volver a subrayar que **la imposibilidad de lograr consensos cobra especial relevancia en la actualidad**, dados los retos crecientes que plantea la economía global, en un contexto de desaceleración económica, agotamiento del impacto de la política monetaria y falta de espacio fiscal.

Por otro lado, **persisten las dudas sobre algunas de las medidas económicas tomadas durante los últimos años**. Así, por ejemplo, aunque los efectos del incremento en el salario mínimo se mantienen acotados en el corto plazo, y en línea con el escenario base planteado por BBVA Research,²⁰ la incertidumbre sobre el impacto que podría tener en el medio y largo plazo sigue siendo elevada. **La revalorización salarial se ha producido en un contexto de bajo crecimiento de la productividad real,²¹ en el que la tasa de paro se acerca a su nivel estructural y en el que fricciones a nivel sectorial pueden comenzar a emerger.** Esto último, se da cuando algunos sectores como el de la automoción o el de la vivienda viven un entorno regulatorio especialmente incierto, y otros, como en el resto de manufacturas o el turístico, se enfrentan a la ralentización de la demanda externa.

Es necesario un consenso alrededor de medidas que ayuden a fortalecer a la economía española en un entorno de creciente incertidumbre. Al respecto, cabe recordar que, en el caso de España, el grado de cumplimiento de las recomendaciones de política económica de autoridades y organismos internacionales, como las de la Unión Europea o la OCDE,²² ha disminuido progresivamente. En 2012, año en el que comenzaron las rondas de recomendaciones anuales de la UEM, España cumplió con la mayoría de las mismas y esa tendencia se mantuvo hasta 2015 (véase el gráfico 3.18). Así, atendiendo las pautas de los organismos internacionales, en

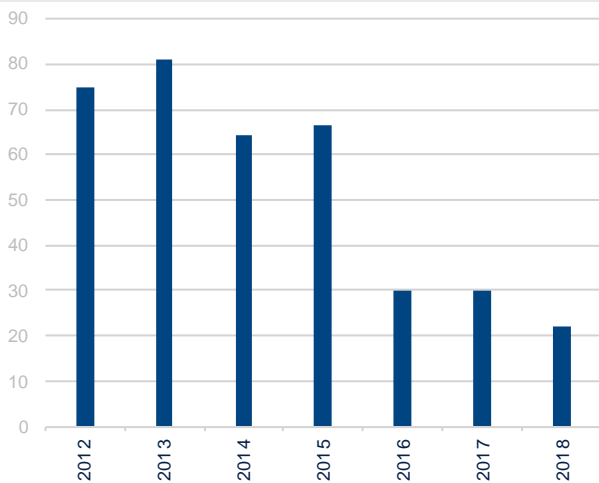
20: Las estimaciones de BBVA Research sugieren que el PIB sería entre 0,1pp y 0,3pp menor que en el escenario base y el empleo, entre 0,1pp y 0,4pp inferior, dependiendo de si las empresas absorben el aumento salarial o lo trasladan a precios. Es decir, la economía crearía entre 75.000 y 195.000 empleos 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.

21: Por "mejora real de la productividad" nos referimos al crecimiento observado que resultaría de una mayor capacidad de producir más con los mismos recursos, bajo el supuesto de un efecto composición constante. Este análisis sigue la metodología desarrollada por Diewert (2014). Para una explicación más detallada de los factores detrás de la evolución de la productividad, véase el próximo observatorio de BBVA Research: "Causas de la evolución de la productividad en España: 2002-2019".

22: Las recomendaciones de política económica de autoridades y organismos internacionales, como las de la Unión Europea o la OCDE, ofrecen una guía sobre las medidas que los países miembros pueden tomar para potenciar el crecimiento económico y la creación de empleo, y, al mismo tiempo mantener finanzas públicas sanas o evitar desequilibrios macrofinancieros.

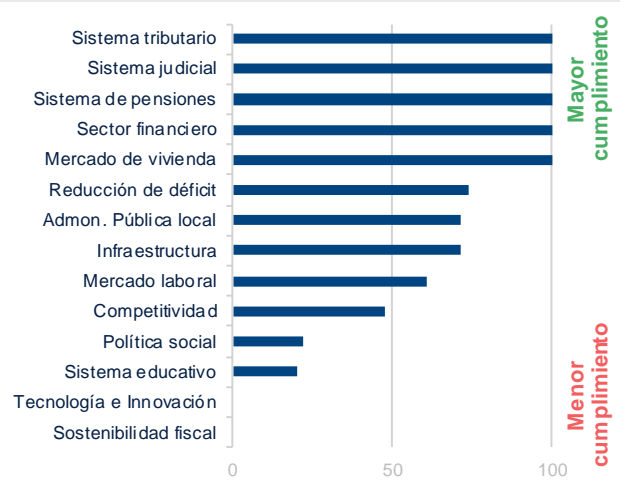
ese periodo el gobierno español implementó importantes reformas estructurales en el mercado laboral, los sistemas tributario, judicial y de pensiones, en el sector financiero y en el mercado de la vivienda, entre otros (véase el gráfico 3.19). Sin embargo, a partir de 2016, el ímpetu reformador disminuyó y aunque sigue habiendo cierto avance en el cumplimiento de las recomendaciones internacionales, aún hay temas pendientes por acometer.

Gráfico 3.18. ESPAÑA: RECOMENDACIONES DE LA UEM (% DE RECOMENDACIONES CON ALTO GRADO DE CUMPLIMIENTO*)



* Alto grado de cumplimiento significa que se han implementado todas, muchas o algunas medidas necesarias para cumplir con las recomendaciones.
Fuente: BBVA Research a partir de European Parliament, Committee of Economic Governance

Gráfico 3.19. ESPAÑA: RECOMENDACIONES DE LA UEM POR TEMA (% DE RECOMENDACIONES CON ALTO GRADO DE CUMPLIMIENTO 2012-2018)



* Alto grado de cumplimiento significa que se han implementado todas, muchas o algunas medidas necesarias para cumplir con las recomendaciones.
Fuente: BBVA Research a partir de European Parliament, Committee of Economic Governance

4. Tablas

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

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

* 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: 11 de octubre 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	1,1
Alemania	0,4	1,6	2,0	1,3	1,2
Francia	0,3	1,2	2,1	1,2	1,1
Italia	-0,1	1,3	1,2	0,7	0,9
España	-0,2	2,0	1,7	0,7	1,1
Reino Unido	0,6	2,7	2,5	1,9	1,7
Latam *	9,8	6,6	7,1	8,6	
México	2,8	6,0	4,9	3,6	3,4
Brasil	8,7	3,4	3,7	3,7	3,6
Eagles **	4,4	3,9	5,0	4,9	4,4
Turquía	7,8	11,1	16,3	15,3	11,0
Asia Pacífico	2,3	1,8	2,6	2,5	2,5
Japón	-0,1	0,5	1,0	0,7	1,0
China	2,0	1,5	2,1	2,6	2,5
Asia (ex. China)	2,5	2,1	3,0	2,4	2,6
Mundo	3,2	3,2	3,9	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: 11 de octubre 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	2,11	1,69
Alemania	0,13	0,37	0,46	-0,30	-0,63

* 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: 11 de octubre 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	0,89	0,88
USD-EUR	1,11	1,13	1,18	1,12	1,13
USD-GBP	1,35	1,29	1,33	1,26	1,31
JPY-USD	108,82	112,20	110,47	108,50	105,60
CNY-USD	6,64	6,76	6,61	6,93	7,03

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

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

	2016	2017	2018	2019	2020
EEUU	0,75	1,50	2,50	1,75	1,75
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	4,35	4,35	4,35	3,95	3,75

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre 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	2,7	1,9	1,1	0,8
Consumo privado	1,9	1,8	1,4	1,2	1,2
Consumo público	1,8	1,5	1,1	1,4	1,5
Formación bruta de capital fijo	3,9	3,8	2,3	2,5	1,1
Inventarios (*)	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0
Demanda interna (*)	2,3	2,2	1,5	1,2	1,2
Exportaciones (bienes y servicios)	3,0	5,7	3,5	2,2	1,5
Importaciones (bienes y servicios)	4,2	5,0	2,7	2,7	2,6
Demanda externa (*)	-0,4	0,5	0,5	-0,1	-0,4
Precios					
IPC	0,2	1,5	1,8	1,2	1,1
IPC subyacente	0,8	1,1	1,2	1,1	1,2
Mercado laboral					
Empleo	1,4	1,6	1,5	1,2	0,5
Tasa desempleo (% población activa)	10,0	9,1	8,2	7,6	7,6
Sector público					
Déficit (% PIB)	-1,6	-1,0	-0,5	-0,9	-1,2
Deuda (% PIB)	89,2	87,1	85,1	83,4	82,6
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,2	3,1	3,1	2,6	2,4

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre 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	3,0	2,9	2,4	1,9	1,6
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	0,8	1,3
Consumo público	1,0	1,0	1,9	2,0	1,7
Formación Bruta de Capital	2,4	5,9	5,3	2,3	3,0
Equipo y Maquinaria	1,8	8,5	5,7	1,6	2,6
Construcción	1,6	5,9	6,6	2,9	2,6
Vivienda	8,9	11,5	7,7	3,5	3,9
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	2,0	3,0	2,6	1,3	1,7
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	2,0	2,9
Importaciones	2,6	6,6	3,3	0,2	3,4
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,0	-0,1	-0,3	0,6	-0,1
PIB nominal	3,4	4,3	3,5	3,2	2,5
(Miles de millones de euros)	1.113,8	1.161,9	1.202,2	1.240,0	1.271,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	2,7	2,6	2,7	2,2	1,4
Tasa de paro (% población activa)	19,6	17,2	15,3	14,1	13,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	2,8	2,8	2,5	2,2	1,4
Productividad aparente del factor trabajo	0,2	0,0	-0,2	-0,3	0,2
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,2	2,0	1,7	0,7	1,1
IPC (fin de periodo)	1,6	1,1	1,2	0,9	1,4
Deflactor del PIB	0,3	1,4	1,1	1,2	0,9
Remuneración por asalariado	-0,6	0,7	1,0	2,7	2,8
Coste laboral unitario	-0,8	0,7	1,2	3,0	2,6
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,9	2,5	1,8	1,6	1,4
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	99,4	98,5	97,6	96,9	96,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,1	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9
Hogares					
Renta disponible nominal	2,7	2,9	3,7	4,4	4,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	7,5	5,9	6,3	8,3	9,8

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(p) Previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre 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.cart@bbva.com

+34 673 69 41 73

Luis Díez

luismiguel.diez@bbva.com

+34 697 70 38 67

Víctor Echevarría

victor.echevarria@bbva.com

Daniela Filip

marineladaniela.filip@bbva.com

678 25 16 06

Juan Carlos Gómez

juancarlos.gomez.seijo.becas@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:

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

