

1. Editorial

La economía española continuará mostrando una recuperación fuerte, aunque de menor intensidad que en años anteriores y, con todo, expuesta a riesgos con consecuencias potencialmente negativas. Tanto la tendencia de los indicadores recientes de actividad como el previsible mantenimiento de la mayoría de los diversos soportes que han apoyado la recuperación hasta el momento, apuntan a que el crecimiento del PIB continuará alrededor del 2,7% en 2017 y 2018. Esto, a pesar del deterioro que se observa en algunos factores que han sido clave para explicar la mejora de la demanda interna privada durante los últimos dos años y del aumento de la incertidumbre sobre la política económica a nivel global.

Los últimos trimestres consolidan un ritmo de crecimiento algo inferior al observado en años pasados, que se explica por una desaceleración de la demanda interna. El crecimiento durante el cuarto trimestre de 2016 se situó en el 0,7% t/t, casi el 3% términos anualizados. Como se preveía, el menor crecimiento durante los últimos trimestres ha sido consecuencia de la ralentización de dos componentes de la demanda interna: el consumo de las familias y la inversión de las empresas en maquinaria y equipo. Esto se explica por el efecto, cada vez más diluido, de algunos factores positivos que venían apoyando el crecimiento. Entre ellos, destaca el agotamiento de la demanda embalsada acumulada durante la crisis, la reversión en la evolución del precio del petróleo o el impacto decreciente de la política monetaria. Además, la evolución de la inversión en construcción, particularmente la residencial, ha sido más débil de lo esperado. Por último, parece que el decepcionante dato de exportaciones observado en el tercer trimestre de 2016 ha sido transitorio, y que las ventas al exterior mantienen una tendencia positiva y alentadora. Lo anterior es importante, dado el efecto negativo que ya se percibe de la depreciación de la libra frente al euro y el potencial impacto que puede tener un menor crecimiento de la demanda interna en Reino Unido.

Hacia delante, se espera que el crecimiento se mantenga ligeramente por debajo del 3%. La tendencia de los datos más recientes apunta a que el avance del PIB durante el primer trimestre del año podría situarse en torno al 0,8% t/t, por encima de lo esperado hace tres meses. Esto, junto con la continuación de un entorno positivo para la economía española, explica que se revise al alza la previsión de crecimiento para 2017 hasta el 2,7% y que, incluso, se avise de un moderado sesgo al alza sobre esta cifra. En particular, la aceleración de la actividad mundial, sobre todo en países emergentes, un precio del petróleo todavía por debajo del promedio de los últimos 3 años, el tono expansivo de la política monetaria, el impulso cíclico que se está observando y el impacto de las reformas implementadas durante los últimos años deberían de ser suficientes para continuar reduciendo los desequilibrios que todavía presenta la economía española. El panorama es, por tanto, favorable.

En todo caso, durante los últimos meses se han acumulado una serie de factores de riesgo que podrían estar limitando el alcance y la velocidad de la recuperación. En primer lugar, persiste la incertidumbre relacionada con el resultado final del *brexit*, y por lo tanto, sobre su impacto en los distintos sectores y regiones que se encuentran expuestos a la demanda británica. A lo anterior se añade el posible efecto que pueda tener el cambio de administración en los EE.UU., sobre el diseño de las políticas públicas, particularmente la comercial. Aunque la resolución de estas dudas no es inminente, puede estar ya

ralentizando los planes de inversión de algunas empresas exportadoras. En segundo lugar, el coste de la energía ha aumentado considerablemente durante los últimos meses y podría afectar negativamente a la evolución del gasto de familias y empresas. Así, se estima que el incremento de un 7% en la previsión sobre el precio del barril de petróleo (respecto a lo esperado hace tres meses), podría restar entre 2 y 3 décimas al crecimiento en 2017. En tercer lugar, aunque una parte del aumento en la inflación es temporal y se explica como resultado de la subida del coste de la energía, los siguientes meses darán una idea de qué tanto de la fijación de precios en la economía española continúa reflejando la evolución del índice general y qué tanto atiende a la situación particular de las empresas, consumidores o del mercado laboral. A este respecto, será de especial importancia el comportamiento que puedan tener los salarios reales. En un entorno de elevada tasa de paro, incrementos sostenidos por encima de la productividad podrían ralentizar la recuperación del empleo e intensificarían la desigualdad entre aquellos que tienen un puesto de trabajo y los que no. Un ejemplo a tomar en cuenta es el incremento de un 8% en el salario mínimo interprofesional (SMI) que ha entrado en vigor a inicios de año. En principio, se espera que a nivel agregado los efectos sean cercanos a cero, tanto en PIB como en empleo (bajo el supuesto de que el resto de salarios no aumenta como consecuencia del incremento del SMI). Sin embargo, este análisis tiene matices. Por un lado, el reducido impacto se debe al bajo peso que tienen sobre el total del empleo y de los costes salariales las personas que se verían afectadas por el repunte. Por otro, esta subida puede reducir la probabilidad de empleo de ciertos colectivos, como los trabajadores con menor formación, los jóvenes (sin experiencia) o quienes tienen un contrato temporal.

El aumento de la inflación en la UEM puede llevar a un punto de inflexión en la política monetaria, de particular importancia para una economía, como la española, que continúa presentando un elevado nivel de endeudamiento con el exterior y del sector público. Se espera que el BCE mantenga su programa de compra de activos durante 2017, en línea con lo anunciado el pasado mes de diciembre, pero que a partir de inicios del siguiente año, los estímulos vayan disminuyendo, lo que llevaría eventualmente a un incremento en los tipos de interés durante el último trimestre de 2018. Aunque es de prever que la normalización de la política monetaria sea un proceso lento y que los tipos se mantengan bajos por un período prolongado de tiempo, el aumento en el coste de financiación puede ser particularmente negativo para la economía española. Por ejemplo, se estima que el programa de compra de activos del BCE habría reducido la prima de riesgo española del bono a diez años aproximadamente entre 50 y 70 pb. En el pasado, aumentos prolongados de esta naturaleza han reducido el PIB español en la misma proporción (entre 0,5 y 0,7pp). Más aún, no se puede descartar que el efecto del programa sobre el coste de financiación pueda haber sido mayor, evitando, por ejemplo, incrementos durante episodios de incertidumbre recientes. Esto es un factor a tomar en cuenta, ya que el 2017 se presenta como un año intenso (nuevamente) en el ámbito geopolítico.

La política fiscal pasará de expansiva a neutral, y el cumplimiento de los objetivos dependerá del impacto de las medidas anunciadas sobre los ingresos. En principio, la mejora de la actividad que BBVA Research prevé hubiese sido suficiente para reducir el desequilibrio en las finanzas públicas hasta las metas previstas, sin necesidad de aumentos impositivos. Por lo tanto, se estima que las medidas diseñadas para incrementar la recaudación del Impuesto de Sociedades financiarán un ascenso del gasto que de otra manera no habría sido posible implementar. En conjunto, se estima que el impacto en la actividad de la

mayor imposición a las empresas será marginal a corto plazo, como consecuencia del impulso que supondrá para la demanda interna el mayor consumo e inversión pública y un entorno de tipos de interés que paliará los efectos negativos de esta política sobre las empresas. Adicionalmente, como en cualquier medida impositiva, existe incertidumbre sobre el efecto que pueda tener en la recaudación.

La incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada a lo que contribuyen los eventos de carácter geopolítico. Además, en España, los recientes cambios impositivos, la incertidumbre jurídica que podría producirse como consecuencia de distintas decisiones legales, las dudas sobre la aprobación del presupuesto del Estado para el año 2017 y sobre la senda de reformas económicas suponen fuentes de inseguridad que pueden afectar negativamente a la inversión y a la creación de empleo. Las reformas implementadas durante los últimos años parecen haber incrementado la capacidad de crecimiento de la economía española. Mantener esa evolución requerirá de un proceso continuado de mejoras que ayuden a elevar la productividad y reducir el desempleo.

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 la unidad de España y Portugal

Economista Jefe de España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61

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

Álvaro Flores
alvaro.flores.alonso@bbva.com
+34 91 757 52 78

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

Antonio Marín
antonio.marin.campos@bbva.com
+34 648 600 596

Myriam Montañez
miriam.montanez@bbva.com
+34 638 80 85 04

Matías José Pacce
matias.pacce@bbva.com
+34 647 392 673

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

Camilo Rodado
camilo.rodado@bbva.com
+34 91 537 54 77

Juan Ruiz
juan.ruiz2@bbva.com
+34 646 825 405

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

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

Con la colaboración de:

Escenarios

Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados

Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Inclusión Financiera

Alfonso Arellano
alfonso.arellano.espinar@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 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

Depósito Legal: M-31254-2000