

2. Entorno global: más crecimiento, incertidumbre más elevada y riesgos a largo plazo

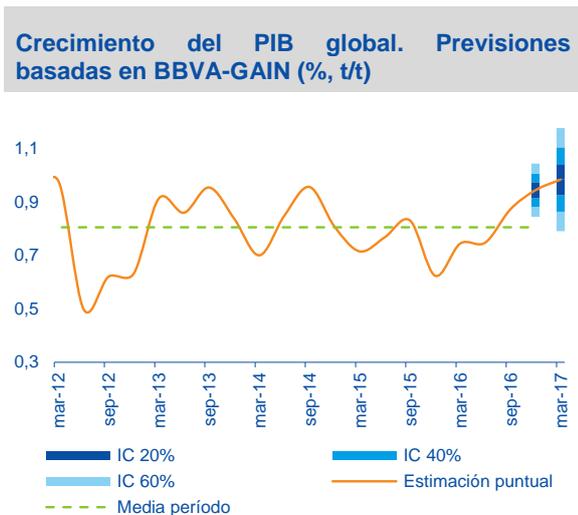
La economía global mejoró en los últimos meses de 2016 y continúa haciéndolo a principios de 2017. Sin embargo la incertidumbre de cara al resto del año es más elevada que hace tres meses.

El crecimiento del PIB global se aceleró en el último trimestre de 2016 hasta el 0,9% trimestral, y apunta a tasas algo mayores en el primer trimestre de este año, que contrastan con las tasas por debajo del 0,8% observadas durante la mayor parte del año pasado (véase el Gráfico 2.1). Los indicadores de confianza han mejorado claramente en todas las áreas, y los del sector industrial están creciendo junto a una incipiente mejora del comercio global.

La economía global se acelera

El desempeño de las economías avanzadas está detrás de esta mejora, con EE.UU. recuperándose en la segunda mitad de 2016 (tras una primera mitad muy débil) y Europa consolidando tasas de crecimiento de algo más del 1,5% a/a, por encima de su potencial. La economía **China también ha avanzado algo más de lo previsto**, gracias a los estímulos monetarios y fiscales puestos en marcha durante el año pasado, lo que en parte ha arrastrado a otros países asiáticos. **En los países de Latinoamérica las tendencias recientes son más dispares**. En conjunto, la economía global habría crecido un 3% en 2016, por debajo del 3,3% de 2015, pero con una tendencia a la aceleración a lo largo del año (véase el Gráfico 2.2).

Gráfico 2.1



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2



Fuente: BBVA Research a partir de FMI

A pesar de esta aceleración, **las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbres**. La principal está asociada a la **política económica de la nueva administración estadounidense**, todavía por definir en buena parte. Se han anunciado **medidas de estímulo fiscal y de desregulación en diversos sectores**, lo que ha sido recibido positivamente por los mercados tras las elecciones. Desde entonces, los tipos de interés a 10 años en Estados Unidos han subido 63 puntos básicos hasta el 2,5%, con un efecto arrastre global (tanto en Europa como en mercados emergentes); los índices bursátiles se han revalorizado globalmente (+6.6% en USA, +8.5% en Europa); y el dólar se ha apreciado en torno a un 2,0% frente a las principales divisas, incluyendo al euro. Los mercados emergentes se vieron negativamente afectados por el resultado electoral en EE.UU., registrando salidas de capitales y presiones depreciatorias en sus divisas, particularmente México.

Sin embargo, los anuncios de medidas proteccionistas (retirada del tratado comercial TPP en Asia, muchas dudas sobre el TTIP con Europa y peticiones de renegociación del NAFTA, con preanuncios de posibles subidas de aranceles), **pueden dañar gravemente el comercio internacional a medio y largo plazo y afectar a la confianza en un futuro más cercano**, sobre todo fuera de EE.UU. **En cuanto al impulso fiscal, está aún por definir su magnitud y en qué forma se materializará** (mayor gasto en infraestructuras o, más probablemente, rebajas impositivas en el impuesto sobre sociedades) **y sobre todo, hasta qué punto puede estimular la actividad o generar más inflación**, dada la proximidad de la economía estadounidense a su crecimiento potencial. Por ello, desde principios de año, el optimismo de los mercados se está. Hacia adelante, no parece sostenible el desacoplamiento entre la elevada incertidumbre sobre política económica y la baja volatilidad a nivel agregado.

El repunte de la inflación genera presión sobre la política monetaria

La magnitud de las presiones inflacionistas es otra incógnita que se abre a nivel global. **Los precios de las materias primas han repuntado en los últimos meses algo más de lo previsto**, tras el acuerdo de la OPEP y la mejora de la actividad. El precio del Brent ha rondado los 56 dólares por barril a principios de 2017, cuando se esperaba una transición algo más lenta a su nivel de equilibrio a largo plazo (en torno a los 60 dólares por barril). **A esto se une que los efectos base de los precios de la energía están empujando la inflación anual a tasas más cercanas a los objetivos de inflación de los bancos centrales, lo que ha movido al alza las expectativas de inflación a largo plazo** descontadas por los mercados. Si a ello se une el tamaño de los balances acumulados en los últimos años por los programas de expansión cuantitativa y las perspectivas de estímulos fiscales, el resultado es que **los riesgos de deflación de hace pocos trimestres han sido sustituidos por presiones inflacionistas, lo que genera interrogantes sobre la reacción de política monetaria**.

En principio, **la Reserva Federal mantiene una actitud cauta y sigue apuntando a una normalización de tipos relativamente lenta** (aunque recientemente han corregido ligeramente al alza sus expectativas de tipos en 2017, con tres subidas de 0,25% en 2017, hasta el 1,50%). En sus últimos comunicados reconoce una ligera mejora de las perspectivas de crecimiento e inflación, sustentada en las expectativas de expansión fiscal, aunque mantiene un tono equilibrado entre los riesgos al alza y a la baja. Hacia adelante, **se espera que se produzcan dos subidas de tipos este año y otras dos en 2018**.

El BCE aprobó a finales de 2016 una extensión del programa de compra de activos hasta diciembre de 2017, pero reduciendo la compra mensual de activos desde 80 mM hasta 60 mM de euros a partir de marzo y enfatizando que no se está ante una retirada gradual del programa. Con todo, **las presiones para adelantar la normalización de la política monetaria ya han comenzado con la aceleración de los precios en Alemania y, previsiblemente, se intensificarán en los próximos meses** cuando la inflación de la eurozona se acerque al 2% por el efecto de la energía. Dado lo anterior, se prevé que el BCE **comience el proceso de retirada del programa de compra de activos a principios de 2018 y decida la primera subida de tipos de interés a finales de ese año.**

En conjunto, **las proyecciones de crecimiento para 2017 no se han revisado sustancialmente**, aunque están sometidas a un **mayor grado de incertidumbre de lo habitual**. El efecto base de un mayor crecimiento a finales de 2016 y su efecto inercial, junto al impulso fiscal esperado en EE.UU., hacen revisar **ligeramente al alza las previsiones de EE.UU. y Europa, y algo más en China, mientras que las previsiones para los países latinoamericanos se ven revisadas a la baja** principalmente por factores idiosincráticos.

El escenario no está libre de riesgos, especialmente el proteccionismo

Los riesgos son mayoritariamente a la baja y se ven dominados por la mencionada incertidumbre ligada a la posibilidad que se implementen medidas proteccionistas en EE.UU., una actitud menos amigable hacia la inmigración y al peligro de que las políticas de estímulo fiscal no tengan efectos sobre el crecimiento y generen inflación, o que la desregulación anunciada en diversos sectores no sea bien gestionada. A esto se añade **la posible reacción de otros países o regiones a estos impulsos proteccionistas**. Un aumento inesperado de la inflación puede llevar al **endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales**, con consecuencias globales. A largo plazo, los riesgos de **acumulación de desequilibrios en China**, junto a la falta de reformas estructurales y de reestructuración de las empresas públicas, pueden tener un impacto sobre sus flujos de capital, su moneda y llevar a un ritmo brusco de desaceleración. **En Europa, el riesgo político es elevado**, en un año cargado de citas electorales y donde algunos partidos al alza proponen la reversión de reformas estructurales o medidas para abandonar la zona euro o la Unión Europea. Y, en general, los **riesgos geopolíticos** continúan siendo significativos.

Estados Unidos: sin grandes cambios a la espera de las primeras medidas de política económica

El crecimiento del PIB en 2016 se cerró en un 1,6%, tras una segunda mitad del año (3,5% anualizado en 3T16 y 1,9% en 4T16) netamente más positiva que la primera (0,8% y 1,4%). **La probabilidad de que la nueva administración pueda poner en marcha las reformas fiscales y de regulación barajadas y que tengan un efecto significativo este año no es muy elevada**, dada su ambición y el reducido margen de crecimiento por encima del potencial, **pero sí pueden estar impulsando la confianza empresarial y la inversión a corto plazo**, por lo que hemos revisado marginalmente nuestras previsiones al alza hasta el 2,3% este año, y esperamos un 2,4% para 2018. Sobre la inflación, prevemos que sobrepase el objetivo y alcance una media del 2,3% este año para revertir al 2% en 2018.

China: desaceleración más lenta de lo previsto gracias al impulso fiscal

El crecimiento en el cuarto trimestre fue de 6,8% a/a, lo que llevó a cerrar **2016 en un 6,7%** de media, algo por encima de lo previsto. Varios indicadores de actividad, entre ellos la producción industrial y las ventas al por menor, mejoraron en diciembre y apuntan a un mejor momento a principios de este año. **Para el conjunto de 2017 esperamos un crecimiento del 6%** (revisado dos décimas al alza desde nuestra anterior previsión), **y de un 5,2% para 2018, dadas las vulnerabilidades a las que se enfrenta la economía** y una política económica más orientada a garantizar la estabilidad financiera que en mantener el crecimiento. Nuestras previsiones de inflación se mantienen sin cambios en el 2,7% y 3,0% en 2017 y 2018, respectivamente.

Eurozona: resistencia antes los numerosos shocks

El crecimiento en 2016 se cerró en un **1,7%**, algo por encima de lo esperado, tras un cuarto trimestre positivo (0,5% t/t) que refleja la recuperación de la actividad industrial y, en menor medida, de las exportaciones. Los indicadores de confianza se encuentran en valores relativamente elevados, pese a los shocks de carácter político experimentados en los últimos meses (*Brexit* y referéndum sobre la reforma constitucional italiana). **Para 2017 y 2018 se esperan tasas de crecimiento similares** (1,6% en ambos años), **por encima del crecimiento potencial, apoyadas por unas condiciones monetarias muy relajadas, un euro depreciado y políticas fiscales no restrictivas**. Los factores que juegan en contra de la estabilidad son los precios del petróleo (ligeramente mayor de lo previsto) y los **riesgos políticos** que afectan a muchos países de la zona. **La inflación debería en principio mantenerse en ambos años bien por debajo del objetivo del 2%, aunque alcanzará un pico a principios de este año** cercano a ese valor por efectos base y subida de la energía, para luego revertir ligeramente. **La clave, en este sentido, será observar la evolución de la inflación subyacente**, actualmente estable por debajo del 1%, y que debería acercarse a tasas por encima del 1.5% al final del período de predicción.

Economías emergentes: es determinante la gestión de vulnerabilidades por factores domésticos y externos

En **Turquía**, han aumentado las presiones inflacionistas por la depreciación de la lira, lo que puede provocar un endurecimiento de la política monetaria en 2017 en un entorno de crecimiento más bajo de lo previsto, de alrededor del 2,5% en 2016 y 2017, para recuperar algo de tracción en 2018. En **México**, el avance de la economía se moderó hasta algo más del 2% en 2016 y podría intensificarse hasta alrededor del 1% en 2017 por la incertidumbre asociada a las medidas comerciales que podrían adoptar en EE.UU y el endurecimiento de la política monetaria para anclar las expectativas de inflación. Para 2018, se estima que el crecimiento del PIB podría volver a acelerarse hasta alrededor del 2%. Para el conjunto de **América del Sur**, el PIB podría haberse contraído más del 2% en 2016, aunque se debería recuperar y crecer ligeramente entorno al 1% en 2017, gracias a la mayor contribución del sector exterior, el final de la contracción en Brasil, la inversión privada en Argentina y los planes de inversión pública en países como Colombia.

5. Glosario

Siglas

- AA. PP: Administraciones Públicas
- AENC: Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva
- BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- BBVA – GAIN: Índice de actividad global de BBVA
- BCE: Banco Central Europeo
- CC. OO: Comisiones Obreras
- CEOE: Confederación Española de Organizaciones Empresariales
- CEPYME: Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa
- CG: Consejo de Gobierno
- CNTR: Contabilidad Nacional Trimestral
- CVEC: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario
- EAE – BBVA: Encuesta de Actividad Económica de BBVA
- EAGLES: Economías emergentes y líderes del crecimiento (Emerging and Growth-Leading Economies)
- EPA: Encuesta de Población Activa
- E.t.c: Empleo equivalente a tiempo completo
- Euríbor: Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro interbank Offered Rate)
- FED: Reserva Federal (Federal Reserve System)
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- 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
- ME Y SS: Ministerio de Empleo y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- MINHAP: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas
- PIB: Producto Interior Bruto
- PYMES: Pequeñas y medianas empresas
- TAE: Tasa anual equivalente
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria
- UGT: Unión General de Trabajadores

Abreviaturas

- a/a: variación interanual
- IC: Intervalo de confianza
- mM: miles de millones
- Pb: Puntos Básicos
- Pm: Precio de mercado
- Pp: Puntos porcentuales
- t/t: variación trimestral

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por 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.barandiaran@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