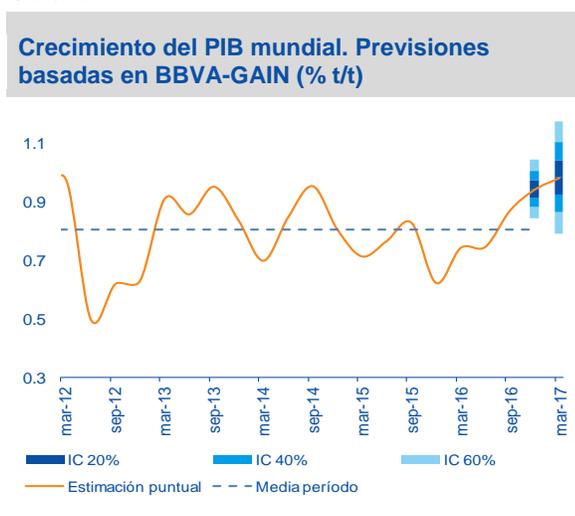


2. Contexto global: más crecimiento, mayor incertidumbre y riesgos a largo plazo

El crecimiento del PIB mundial se aceleró en el último trimestre de 2016 en un 0,9% intertrimestral, lo que sugiere unas tasas ligeramente más elevadas en el primer trimestre de este año, en comparación con las bajas tasas del 0,8% registradas durante la mayor parte del año pasado. Se trata de un notable incremento de la confianza en todos los ámbitos, y los indicadores del sector industrial están creciendo junto con una incipiente mejora del comercio mundial.

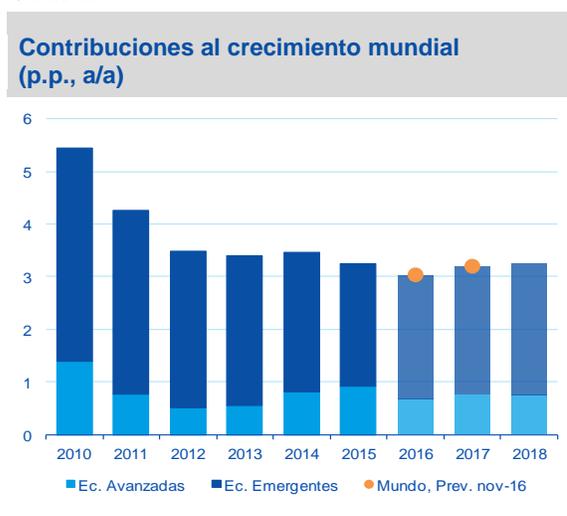
El rendimiento de los países avanzados se ha quedado rezagado: los EE.UU. se han recuperado en la segunda mitad del año (después de un primer semestre muy anémico) y en Europa las tasas de crecimiento apenas han superado el 1,5% interanual, por encima de su potencial. China también ha avanzado más de lo esperado, gracias a los estímulos monetarios y fiscales implementados durante el año pasado, que en parte también ha repercutido en otros países asiáticos. En los países latinoamericanos, las tendencias recientes son más variadas. Con todo, la economía mundial creció un 3% en 2016, por debajo del 3,3% del año 2015.

Gráfica 2.1



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2.2



Fuente: BBVA Research y FMI

A pesar de esta aceleración, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbre. Esto está principalmente relacionado con la política económica del nuevo gobierno de Estados Unidos, cuya aplicación práctica está todavía por ver. Se han propuesto medidas de estímulo fiscal y de desregulación en diversos sectores, lo que ha tenido una acogida positiva después de las elecciones. Desde la victoria de Trump, los tipos de interés a 10 años han aumentado en 63 puntos básicos hasta el 2,50%, lo que ha tenido un efecto de arrastre global, tanto en Europa como en los mercados emergentes. El valor de los índices de acciones ha aumentado a nivel mundial (+6,6% en los EE.UU., +8,5% en Europa), y el dólar ha subido en torno a un 2% frente a las principales monedas y el euro. Por el contrario, los mercados emergentes se han visto afectados negativamente por el resultado de las elecciones de Estados Unidos, han registrado salidas de capital y sus monedas, en particular México, han sufrido presiones a la baja.

Dicho esto, el anuncio de medidas proteccionistas (retirada del acuerdo comercial TPP en Asia, muchas dudas acerca del TTIP con Europa y solicitudes de renegociación del TLCAN, con avisos anticipados de posibles aumentos en los

aranceles), podría perjudicar gravemente el comercio internacional a medio y largo plazo y afectar a la confianza en el futuro cercano, sobre todo fuera de Estados Unidos.

La magnitud y la forma del impulso fiscal aún no se han definido, y no está claro en qué medida puede estimular la actividad o generar una mayor inflación, dado que la economía de Estados Unidos podría estar a punto de alcanzar su potencial de crecimiento. Por esta razón, desde el comienzo del año, los mercados han estado mostrando un moderado optimismo y sus dinámicas se han corregido ligeramente. Los mercados siguen siendo más cautelosos a medida que tratan de evaluar el impacto negativo de las medidas proteccionistas a medio y largo plazo.

El repunte de la inflación somete a presión a la política monetaria

La magnitud de las presiones inflacionarias representa otro factor desconocido a nivel mundial. Los costes de las materias primas se han recuperado en los últimos meses, algo más de lo previsto, tras el acuerdo de la OPEP y la mejora de la actividad. El precio del barril de Brent se situó alrededor de los 56 USD por barril a principios de 2017, aunque esperábamos una transición algo más lenta hacia su nivel de equilibrio a largo plazo (60 USD/barril, que esperamos que se alcance para finales de 2018). A esto se suma la manera en la que los efectos subyacentes de los precios de la energía están impulsando la inflación anual a tasas más cercanas a los objetivos de inflación de los bancos centrales, lo que ha aumentado las expectativas de inflación a largo plazo descontada por los mercados. Si a esto sumamos la escala de los saldos acumulados en los últimos años gracias a los programas de crecimiento cuantitativo y las perspectivas de los paquetes de estímulo fiscal, los riesgos de deflación han sido sustituidos por presiones inflacionarias, lo que plantea interrogantes sobre cómo podría responder la política monetaria.

La Reserva Federal está adoptando un enfoque cauteloso y continúa apuntando hacia una normalización relativamente gradual de los tipos (aunque recientemente han revisado ligeramente al alza sus expectativas de tipos de interés en 2017, con tres incrementos del 0,25% en 2017, hasta el 1,50%). En sus últimas comunicaciones ha reconocido una ligera mejora en las perspectivas de crecimiento e inflación, manteniendo una evaluación equilibrada de los riesgos. Nuestra previsión es que este año se producirán otros dos aumentos de los tipos, y otros dos en 2018.

A finales de 2016, el BCE aprobó una prórroga del programa de QE hasta diciembre de 2017, al tiempo que reducirá las compras de activos mensuales de 80 mil millones a 60 mil millones de euros a partir de marzo, lo que pone de manifiesto que no estamos ante una retirada gradual del programa. Aun así, las presiones de adelantar la normalización de la política monetaria ya han comenzado con un aumento de los precios en Alemania, y bien podrían intensificarse en los próximos meses cuando la inflación en la zona euro se acerque al 2%, debido a los efectos de los precios de la energía. Como parte de nuestras previsiones, esperamos que el BCE comiencen el proceso de retirada del QE a principios de 2018 y que, para finales de ese año, tome una decisión sobre el primer aumento de tipos de interés.

Con todo, nuestras previsiones de crecimiento para 2017 no han sido objeto de ninguna revisión sustancial, a pesar de que están sujetas a un mayor grado de incertidumbre de lo normal. El efecto de base del aumento del crecimiento a finales de 2016 y de su efecto inercial, junto con el estímulo fiscal previsto en Estados Unidos, nos lleva a revisar moderadamente al alza nuestras previsiones para EE.UU. y Europa, y algo más para China, mientras que las previsiones para América Latina se están revisando a la baja, debido principalmente a factores idiosincráticos.

Las perspectivas no están exentas de riesgos, especialmente el proteccionismo

Los riesgos son en gran parte a la baja y se rigen por la incertidumbre mencionada vinculada con el proteccionismo en los EE.UU., una actitud menos favorable hacia la inmigración y el peligro de que las políticas de estímulo fiscal no tengan ningún impacto sobre el crecimiento y que aumenten la inflación, o que la desregulación anunciada en varios sectores no se

gestione adecuadamente. Además, existe la posibilidad de que otros países o regiones respondan a estos impulsos proteccionistas. Un aumento previsto de la inflación puede traducirse en un endurecimiento de la política monetaria de los principales bancos centrales, lo que tendría consecuencias a nivel mundial. A largo plazo, los riesgos de acumulación de desequilibrios en China, junto con la falta de reformas estructurales y la reestructuración de empresas públicas, pueden repercutir en los flujos de capitales y de divisas, y conducir a una repentina desaceleración en el crecimiento. Europa está sujeta a considerables riesgos políticos, en un año que está repleto de citas electorales, y donde hay cada vez más partidos poderosos que proponen revertir las reformas estructurales o medidas para salir de la zona euro o de la Unión Europea. En general, los riesgos geopolíticos siguen siendo de gran magnitud.

China: desaceleración más lenta de lo esperado debido al estímulo fiscal

El crecimiento en el cuarto trimestre fue del 6,8% respecto al año anterior, que cerró 2016 en el 6,7% de promedio, ligeramente por encima de lo que se esperaba. Varios indicadores de actividad, incluyendo la producción industrial y las ventas al por menor, mejoraron en diciembre y dejan entrever tiempos mejores a principios de año. Para 2017 en su conjunto, esperamos un crecimiento del 6% (con una revisión dos décimas al alza con respecto a la previsión anterior), y en torno al 5,2% para 2018, dadas las vulnerabilidades a las que se enfrenta la economía y a la luz de una política económica más orientada a garantizar la estabilidad financiera en lugar de mantener el crecimiento. Nuestras predicciones para la inflación se mantienen sin cambios en el 2,7% en 2017 y 3,0% en 2018.

Zona euro: resistencia a numerosos choques

El crecimiento en 2016 cerró en el 1,7%, ligeramente por encima de lo que se esperaba, después de un último trimestre positivo (0,5% intertrimestral), lo que demuestra la recuperación de la actividad industrial y, en menor grado, de las exportaciones. Las cifras de los indicadores de confianza siguen siendo bastante altas, a pesar de las sorpresas políticas experimentadas en los últimos meses (el Brexit y el 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, gracias a unas condiciones monetarias muy relajadas, un euro devaluado y unas políticas fiscales no restrictivas. Los factores que podrían afectar a la estabilidad son el precio del petróleo (un poco más alto de lo esperado) y los riesgos políticos que afectan a muchos países de la región. En teoría, la inflación debería permanecer por debajo del objetivo del 2% en ambos años, a pesar de que alcanzará un pico a comienzos de este año, cerca de este valor debido a efectos de base y a la subida de los precios de la energía, antes de volver a caer posteriormente con carácter marginal. La clave, en este sentido, será observar cómo evoluciona la inflación subyacente, que en estos momentos se mantiene estable por debajo de 1%, y que debe acercarse a tasas por encima del 1,5% al final del período de pronóstico.

Economías emergentes: la gestión de las debilidades tendrá un impacto decisivo debido a factores internos y externos

En Turquía, las presiones inflacionistas han aumentado debido a la depreciación de la lira, lo que puede desencadenar una política monetaria más dura en 2017 en un contexto de crecimiento inferior al esperado, en torno al 2,5% en 2016 y 2017, antes de recuperar algo de fuerza en el año 2018. En México, la economía moderó su crecimiento en poco más del 2% en 2016 y podría caer aún más al 1% en 2017 debido a la incertidumbre relativa a las medidas comerciales que los EE.UU. podrían adoptar, junto con un endurecimiento de la política monetaria para anclar las expectativas de inflación. Para 2018, se estima que el crecimiento del PIB vuelva a subir alrededor del 2%. Para América Latina en su conjunto, el PIB podría haberse contraído en más de un 2% en 2016, aunque se debería recuperar y aumentar ligeramente alrededor de un 1% en 2017, gracias a una mayor contribución del sector exterior, el fin de la recesión en Brasil, la inversión privada en Argentina y los planes de inversión pública en países como Colombia.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA") con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de publicación del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomados en consideración para la elaboración del presente informe. Por lo tanto, debe tomar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa ni implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high-yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Deben ser igualmente conscientes de que podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos o ser, en cualquier caso, limitado.

BBVA o cualquier otra entidad filial, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA o de sus filiales pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; Asimismo, BBVA o cualquier otra entidad filial puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean contradictorias con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Se prohíbe (i) copiar, fotocopiar o duplicar de cualquier otra manera o medio, (ii) redistribuir o (iii) citar total o parcialmente el presente documento sin la previa autorización por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, distribuirse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción pertinente.

En el Reino Unido, este documento se dirige únicamente a personas que (i) tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones contempladas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera), orden 2005 (en su versión enmendada, la "orden de promoción financiera"), (ii) están sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2) (a) a (d) ("empresas de alto patrimonio, asociaciones de hecho, etc.") de la orden de promoción financiera, o (iii) son personas a quienes se les puede comunicar legalmente una invitación o propuesta para participar en actividades de inversión (según el significado del artículo 21 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000). Todas esas personas en conjunto se denominarán "personas relevantes". Este documento se dirige únicamente a las personas relevantes, y no deben basarse en él ni obrar según el mismo las personas que no lo sean. Todas las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento solo están disponibles para las personas relevantes y se realizarán únicamente con personas relevantes. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeto a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sujeto al Código de conducta de BBVA para operaciones del mercado de valores que, entre otras normativas, incluye reglas para impedir y evitar el conflicto de intereses con las calificaciones ofrecidas, incluyendo el uso de barreras de información. El Código de conducta del Grupo BBVA para las operaciones del mercado de valores se encuentra disponible en la siguiente dirección Web: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la unidad BBVA Research EEUU:

Economista Jefe

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.com
+1 713 881 0663

Amanda Augustine
amanda.augustine@bbva.com

Filip Blazheski
filip.blazheski@bbva.com

Kan Chen
kan.chen@bbva.com

Boyd Nash-Stacey
boyd.stacey@bbva.com

Marcial Nava
marcial.nava@bbva.com

Shushanik Papanyan
shushanik.papanyan@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@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

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 & 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

Datos de contacto:

BBVA Research USA
2200 Post Oak Blvd.
Houston, TX 77025
Estados Unidos
Correo electrónico: bbvaresearch_usa@bbva.com
www.bbvaresearch.com
www.bbvacompass.com/compass/research/
twitter.com/BBVAResearchUSA
bbvaresearchusa.podbean.com