

2. La economía sigue recuperándose con más moderación y más riesgos

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.

La economía global mejora en un entorno de elevada incertidumbre

A pesar de la aceleración que experimentó la economía global en la última parte de 2016, 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.

La magnitud de las presiones inflacionistas es otra incógnita que se abre a nivel global. La subida de los precios de las materias primas junto con los efectos base de los precios de la energía están empujando al alza las expectativas de inflación a largo plazo. Esto, unido a los programas de expansión cuantitativa y las perspectivas de estímulos fiscales, hace que los riesgos de deflación de hace pocos trimestres se hayan sustituido por presiones inflacionistas, lo que genera interrogantes en torno a la política monetaria.

El repunte de la inflación genera presión sobre la política monetaria

En principio, la Reserva Federal mantiene una actitud cauta y sigue apuntando a una normalización de tipos relativamente lenta, descontándose dos subidas de tipos este año y otras dos en 2018. Por su parte, las presiones del BCE 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. Así, se prevé que el BCE decida la primera subida de tipos de interés a finales de ese año.

El escenario global no está libre de riesgos

En conjunto, las proyecciones de crecimiento para 2017 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. Los riesgos son mayoritariamente a la baja y se ven dominados por la mencionada incertidumbre asociada a la política económica de EE. UU. Además, 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, 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. Por su parte, los riesgos geopolíticos continúan siendo significativos.

Prosigue el crecimiento de la economía española pero a tasas más moderadas

En el próximo bienio se espera que el crecimiento se mantenga entrono al 2,7%. 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. Esto, junto con la continuación de un

**La economía española
crecerá un 2,7% en 2017**

entorno positivo para la economía española, hace que, incluso, se avise de un moderado sesgo al alza sobre esta cifra. En particular, la aceleración de la actividad mundial, 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. Con todo, este avance de la actividad será suficiente para crear cerca de 920.000 puestos de trabajo en el conjunto de los dos años y reducir la tasa de paro hasta el entorno del 15,8% en 2018. Sin embargo, el dinamismo esperado del mercado laboral será insuficiente para recuperar los niveles pre-crisis (Gráfico 2.1).

Sin embargo, 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 *brexít*, 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. 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. 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.

**No se esperan
subidas de tipos
hasta 2018**

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, 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. 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). Por otro lado, la política fiscal pasará de expansiva a neutral, y el cumplimiento de los objetivos dependerá del impacto de las medidas anunciadas sobre los ingresos. Así, dadas las políticas anunciadas hasta el momento, el déficit se reduciría hasta situarse en torno al 3,1% del PIB en 2017 y el 2,2% del PIB en 2018, en línea con los objetivos de estabilidad requeridos por la Comisión Europea.

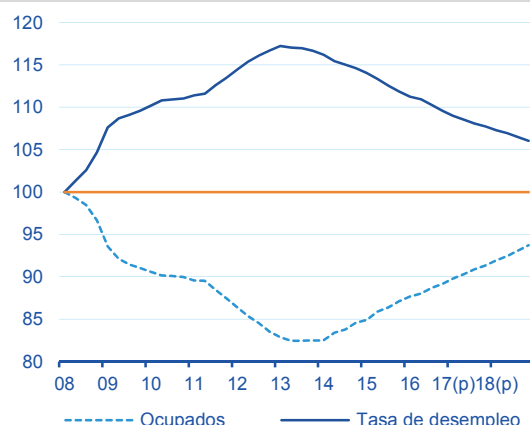
Los riesgos externos e internos persisten. A nivel externo, se mantiene la incertidumbre en torno al posible auge de medidas proteccionistas que limiten la incipiente recuperación del comercio global. En este sentido, aún se desconoce el recorrido que finalmente tomará tanto la política de comercio exterior de EE. UU., así como la evolución y los resultados de las negociaciones para materializar la salida del Reino Unido de la UE. Por otro lado, las citas electorales en algunas de las principales economías de la zona euro a lo largo de 2017 (Francia en abril y Alemania en septiembre) suponen una incógnita adicional en el panorama exterior.

El escenario no está exento de riesgos

La incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada a lo que contribuyen los eventos de carácter geopolítico (Gráfico 2.2). Además, en España, los recientes cambios impositivos (en torno al impuesto de sociedades), 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.

Gráfico 2.1

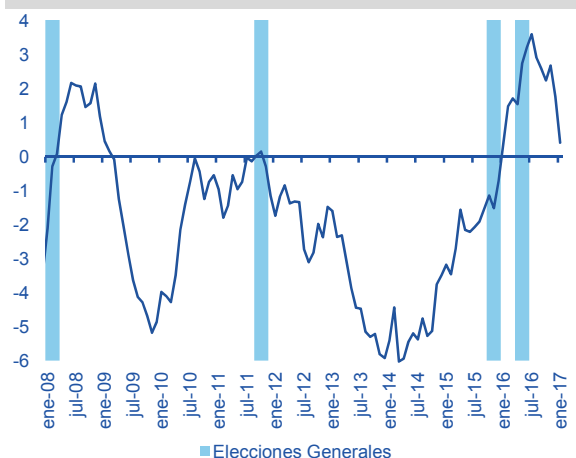
España: nivel de empleo y tasa de paro (1T08 = 100. Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.2

España: Incertidumbre de Política Económica (SM12 del componente idiosincrático en desviaciones típicas)



Fuente: BBVA Research

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 Research del Área Real Estate de BBVA

David Cortés
david.cortes@bbva.com

Leopoldo Duque
leopoldo.duque@bbva.com

Félix Lores
felix.lores@bbva.com

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

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

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

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.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