

2. Entorno global: el crecimiento global se afianza, pero aún con riesgos

Aceleración gradual y escenarios extremos más acotados

El **crecimiento del PIB global** se situó en el 0,9% trimestral durante la segunda mitad de 2016. Los datos recientes apuntan a tasas similares en lo que llevamos de 2017 y comparan positivamente con el 0,8% registrado en promedio desde el año 2011. La mejora generalizada de los indicadores de confianza, junto con el avance del comercio global están detrás de esta aceleración de la actividad. **El desempeño de los países avanzados sigue siendo**

La economía global continúa acelerándose

especialmente positivo, gracias a la consolidación de la recuperación de EE.UU. y a que Europa crece a tasas por encima de su potencial. **Por el contrario, América Latina** saldrá este año de la recesión, aunque con crecimiento aún moderado.

El mejor comportamiento global viene acompañado de una cierta **clarificación en torno al rumbo que tomará la política económica en EE.UU.**, donde las expectativas de una rápida reflación se han acotado, o al menos se ha retrasado el momento en el que se implementen medidas que apoyen los cambios en esa dirección. Así, el gobierno americano parece barajar propuestas moderadas sobre una posible renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), mientras que sigue encontrando obstáculos para llevar adelante políticas de restricción a la inmigración. No obstante, la dificultad para sacar adelante la reforma del sistema sanitario también ha puesto de manifiesto los problemas para aprobar otras medidas, como las ligadas a la reducción de impuestos o el plan de gasto en infraestructuras, lo que elimina la probabilidad de un fuerte impulso fiscal en el corto plazo.

Por su parte, los **mercados financieros se han mantenido tranquilos** en los últimos meses, registrando una baja volatilidad a pesar de la elevada incertidumbre. Las tensiones financieras se han relajado, sobre todo en las economías emergentes, especialmente afectadas a finales del año pasado por la incertidumbre tras las elecciones estadounidenses. Una **excepción a esta tendencia se encuentra en Europa**, donde el entorno político y el calendario electoral han ensanchado los diferenciales de deuda de Francia y de la periferia.

Hacia la normalización en política monetaria

La combinación de una mejora cíclica, la reversión de la inflación desde tasas negativas y, sobre todo, la moderación o desaparición de los riesgos deflacionistas **sientan las bases para que los bancos centrales salgan de las políticas ultraexpansivas. La Fed, que lidera este proceso, ha incrementado nuevamente en marzo el tipo de interés de referencia.** Esta subida en el coste de financiación no ha generado ningún efecto adverso en los mercados financieros, básicamente porque el movimiento obedece a la buena marcha de la economía, cercana ya al pleno empleo y porque la Fed mantiene su mensaje de salida gradual. Es más, la Reserva Federal está ya planteando cómo abordar la tercera fase de la estrategia, esto es, la reducción del balance (una vez finalizado el

programa de compra de bonos -QE- y según se consoliden las subidas de tipos de interés), algo que previsiblemente no sucederá hasta el año que viene y se implementará de forma pasiva.

El BCE se muestra más optimista con el crecimiento, pero todavía no muy confiado en que la inflación alcance su objetivo a medio plazo. Así, desde abril se está produciendo la anunciada recalibración del QE, reduciendo las compras mensuales de deuda pública y privada, desde los 80 mil a los 60 mil millones de euros. Esta reducción de las compras y algunos cambios en la comunicación del BCE, son un primer paso de la estrategia de salida. A este respecto, se espera que **la autoridad monetaria vaya** preparando al mercado respecto a cuál será el calendario y el orden que seguirá.. En este sentido, BBVA Research prevé que el BCE continúe reduciendo las compras de bonos durante la primera parte de 2018 y no las extienda más allá del verano, para iniciar el ciclo alcista de tipos a finales de ese mismo año.

En definitiva, ha comenzado un proceso de normalización de políticas monetarias hasta ahora muy acomodaticias y, por tanto, en el horizonte de previsión cabe esperar un aumento del coste de financiación a nivel global. **La política de comunicación será clave en este proceso**, para evitar errores como el famoso “*taper tantrum*” (sobre-reacción del mercado de bonos de 2013 ante la retirada de estímulos) en Estados Unidos. El tensionamiento de las condiciones de financiación no sólo dependerá de los tipos de intervención que fijan los bancos centrales, sino también muy especialmente, de los tipos de interés de largo plazo. En este caso, hay factores que siguen anclando la parte larga de la curva, como la elevada incertidumbre, la escasez de activos refugio o algunos aspectos regulatorios.

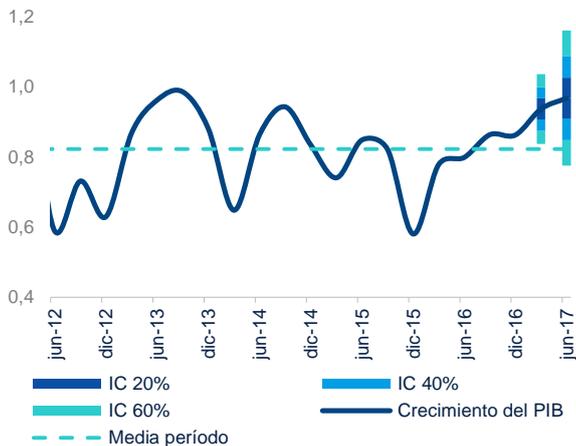
Ligera revisión al alza del crecimiento, pero con riesgos aún a la baja

En conjunto, las previsiones de crecimiento para el bienio 2017-2018 se revisan sólo marginalmente. El mejor arranque de año las eleva para la Eurozona y sobre todo para China, mientras que las de los países latinoamericanos son algo más negativas este año (con la notable excepción de México). Como resultado, el crecimiento mundial esperado **es del 3,3% para 2017 y del 3.4% para 2018**, en ambos casos una décima más que en lo previsto en febrero.

Los riesgos asociados a un mayor proteccionismo se mantienen

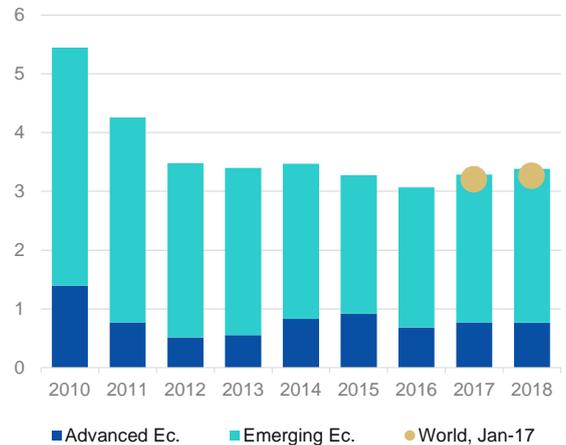
A pesar de lo anterior, los eventos de riesgo que se perciben, de producirse, mayoritariamente reducirían el crecimiento. En particular, más allá de la incertidumbre asociada a las **medidas que finalmente se aprueben en EE.UU.**, las dudas se centran en los **resultados electorales de Francia o Italia**, por el impacto negativo que podrían tener en la estabilidad de la zona euro en el caso (poco probable) de vencer las opciones fuertemente antieuropeístas. A ello se une el **riesgo asociado a la economía china**, donde la fortaleza reciente de la inversión puede frenar el proceso de reducción de desequilibrios. Otros elementos sobre los que persiste incertidumbre y que será importante tener en cuenta durante los próximos meses incluyen la evolución que puedan tener las negociaciones sobre el *brexit*, los múltiples frentes geopolíticos abiertos o la normalización de la política monetaria, sobre todo en EE.UU.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% , t/t)



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento mundial por regiones (% , a/a)



Fuente: BBVA Research

Estados Unidos: crecimiento algo por encima del 2% en 2017-18

La inversión apunta el repunte de la actividad en EE.UU.

La probabilidad de que la nueva administración pueda poner en marcha las reformas fiscales prometidas y que estas tengan un impacto positivo en el horizonte de previsión se ha reducido. En cualquier caso, su efecto sobre el crecimiento debería de ser limitado en una economía que continúa creciendo por encima de su potencial. **Se mantiene que el PIB aumentará un 2,3% en 2017 y un 2,4% en 2018, apoyado en la aceleración de la inversión**, que a su vez se beneficiará de la mejora de las expectativas, de la estabilidad de los precios del petróleo y de la recuperación del mercado de la vivienda. Esto debería compensar la moderación esperada del consumo, dada la mayor inflación y una mejora menos intensa del mercado de trabajo. En este contexto, se espera que **la Fed continúe con la normalización gradual de la política monetaria, aumentando dos veces más los tipos de referencia en 2017** (hasta el 1,50%) y en otras dos ocasiones en 2018 hasta el 2%.

China: revisión al alza del crecimiento por los mejores datos recientes, resultado del apoyo de la política económica

Tras un crecimiento económico relativamente estable a lo largo del año pasado (en torno al 6,7% anual), **los signos de aceleración del 4T16 parecen confirmarse a principios de 2017**. Así, los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento anualizado cercano al 7% gracias a la inversión, que continúa beneficiándose del apoyo de una política monetaria acomodaticia y de los estímulos fiscales. A pesar de la revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB en 2017-2018 de alrededor de 0,5pp, **se mantiene el escenario de desaceleración del crecimiento en el horizonte de previsión**, desde el 6,7% en 2016 hasta el **6,3% este año y el 5,8% en 2018**. A pesar del aumento significativo de los precios industriales derivado del incremento en el coste de las materias primas y de una

contracción de la oferta, **la inflación continúa siendo moderada** (2,3% esperado en 2017, y 3,0% en 2018). Con todo, más allá de la mejora en las expectativas basada en una política económica más orientada al crecimiento, **se incrementan los riesgos a medio plazo**. Esto último, debido a que el proceso de ajuste del patrón de crecimiento se ha detenido y podría acentuar las fragilidades financieras derivadas de una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes económicos.

Europa: algo más de crecimiento, y sin riesgos significativos de inflación

Los riesgos en Europa son mayormente políticos

El crecimiento del PIB podría haber ganado algo de tracción a principios de este año (alrededor del 0,5% trimestral) apoyado en la mejora de la demanda global y de la confianza. No obstante, los riesgos sobre el escenario hacen difícil pensar en una mayor aceleración hacia delante, más en una economía que ya está creciendo por encima del potencial desde 2015. Con todo, **se revisa ligeramente al alza el crecimiento, en una décima tanto en 2017 como en 2018, y hasta el 1,7% en ambos años**. Esto refleja los datos más positivos que, al igual que en el caso de EE.UU. o China se basan más en el comercio exterior o en la evolución de la inversión que en el comportamiento del consumo privado. El escenario de BBVA Research contempla también una moderación de la inflación a partir de mitad de año, ya que el fuerte aumento observado desde finales de 2016 obedeció principalmente al efecto base de los precios de la energía y al aumento en el coste de los alimentos no elaborados. Por su parte, la inflación subyacente continúa estable y en niveles bajos, mientras que el crecimiento de los salarios se encuentra contenido. Así, se revisa ligeramente al alza la previsión de inflación hasta el 1,8% en 2017, pero se mantiene una variación de los precios del 1,6% para 2018, mientras que **se continúa previendo que la inflación subyacente se sitúe alrededor del 1,5% a finales de 2018**.

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.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

Angie Suárez
angie.suarez@bbva.com
+34 91 374 86 03

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
arubio@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

Oriente Medio, Asia y Geopolítica
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
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