

## 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 2011. La mejora generalizada de los indicadores de confianza, junto con el avance del comercio global están detrás de

#### La economía global continúa acelerándose

esta aceleración de la actividad. El desempeño de los países avanzados sigue siendo 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 la tasa de interés de referencia. Esta subida en el costo de financiamiento 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 tasas 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 mediano 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 tasas a finales de ese mismo año.

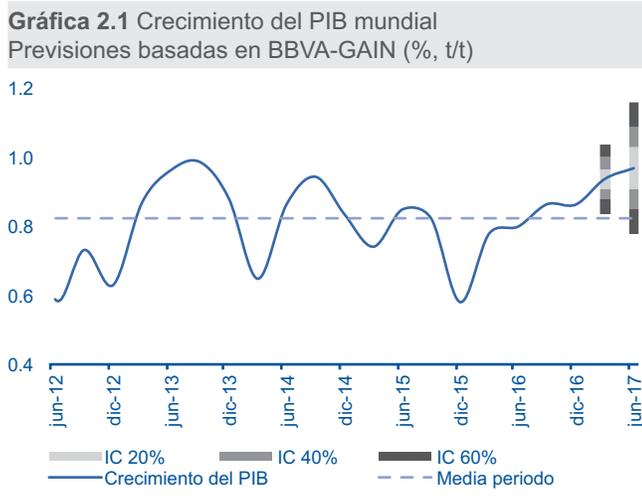
En definitiva, ha comenzado un proceso de normalización de políticas monetarias hasta ahora muy acomodaticias y, por tanto, en el horizonte de previsión cabe esperar un aumento del costo de financiamiento a nivel global. La política de comunicación será clave en este proceso, para evitar errores como 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 financiamiento no sólo dependerá de las tasas de intervención que fijan los bancos centrales, sino también muy especialmente, de las tasas 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

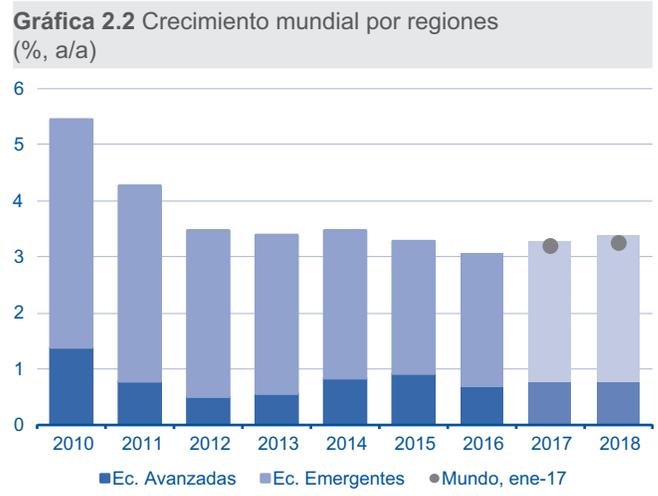
En conjunto, las previsiones de crecimiento para el bienio 2017-2018 se revisan sólo marginalmente. El mejor arranque de año las eleva para la Eurozona y sobre todo para China, mientras que las de los países latinoamericanos son algo más negativas este año (con la notable excepción de México). Como resultado, 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.



Fuente: Haver y BBVA Research



Fuente: BBVA Research

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

### La inversión apuntala 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 2.3% en 2017 y 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 las tasas 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 costo 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 mediano 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

### La inversión apuntala el repunte de la actividad en EE.UU.

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 costo 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.

## AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, 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 emisión 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 tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar 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 o 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. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, 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 u otra entidad del Grupo BBVA 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 del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse 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 relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

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 Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

**"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores".**

## Esta publicación ha sido elaborada por la unidad macro de México:

### Economista Jefe

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

Javier Amador  
javier.amadord@grupobbva.com

Iván Martínez  
ivan.martinez.2@bbva.com

Fco. Javier Morales  
francisco.morales@bbva.com

Arnulfo Rodríguez  
arnulfo.rodriguez@bbva.com

Con la colaboración:  
Escenarios Económicos

## BBVA Research

### Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

**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

**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

### BBVA Research Mexico

Paseo de la Reforma 510  
Colonia Juárez  
C.P. 06600 México D.F.  
Publicaciones:  
Correo electrónico: [bbvaresearch\\_mexico@bbva.com](mailto:bbvaresearch_mexico@bbva.com)

Estas y otras publicaciones de BBVA Research  
están disponibles en inglés y en español en:  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)

## Otras publicaciones:

