

## 2. El entorno global positivo tiende a estabilizarse

### Crecimiento global robusto y estabilizado, con cierto reequilibrio entre las grandes áreas

La economía mundial se aceleró en los últimos trimestres y se acerca a tasas de crecimiento del 1% t/t, pero tiende a estabilizarse (véase Gráfico 2.1). Los niveles de confianza, sobre todo en las economías avanzadas, se mantienen elevados, mientras que la recuperación del comercio mundial parece haber frenado algo su expansión en los meses de abril y mayo. En línea con ello, se observó también un repunte de la actividad industrial y de la inversión a nivel global.

Esta dinámica positiva responde, principalmente, al efecto generado por los estímulos de política económica en China, que han impulsado su crecimiento y han arrastrado con ello a otros países de Asia y el resto del mundo. Asimismo, el ciclo global también se ha beneficiado de unas políticas monetarias extremadamente acomodaticias en la mayoría de los países avanzados, de unas políticas fiscales que recientemente se han tornado neutrales o expansivas, y de unos precios de las materias primas relativamente moderados. Todo ello, en un entorno de tranquilidad en los mercados financieros que no han sufrido de manera persistente por las fuentes de estrés político.

La recuperación, que sobre todo afecta a las economías avanzadas, va acompañada de un menor dinamismo en Estados Unidos que se ha visto compensado por una mejora en Europa, tanto en términos de actividad como en el escenario político -dificultades para aprobar medidas por parte de la nueva administración americana frente a superación de los obstáculos electorales en Europa-. Las economías emergentes, por su parte, han tenido un comportamiento menos positivo, con una salida de la recesión más lenta de lo previsto en Latinoamérica, y más heterogéneo, diferenciado en función de la dependencia de los ingresos por materias primas.

Este entorno de crecimiento positivo viene acompañado, de momento, de niveles de inflación moderados. Mientras los riesgos de deflación parecen haberse superado, la abundancia de liquidez en los mercados, consecuencia de políticas monetarias muy expansivas, no se ha transformado en una aceleración del incremento de los precios (salarios o inflación subyacente). Detrás de esta contención podría encontrarse la aún elevada capacidad no utilizada de recursos -sobre todo de fuerza de trabajo- que parece frenar cualquier aceleración significativa de salarios y de la inflación subyacente, mientras que en los últimos meses el retraso y cierta reversión de los precios del petróleo (de un 7% en promedio entre el 1T17 y el 2T17) han frenado las expectativas y las tasas de inflación general.

### Entorno favorable de los mercados financieros y normalización de políticas monetarias

El tono en los mercados financieros ha sido positivo, con volatilidades en mínimos históricos, a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, así como de la corrección de las expectativas de impulso fiscal en Estados Unidos. Con ello, los tipos de interés de largo plazo se han mantenido anclados, y la apreciación del dólar se ha frenado. Ello, junto a un entorno económico favorable, ha dado impulso a la renta

**variable, lo que favorece a los mercados emergentes.** Por su parte, los activos europeos, incluyendo el euro, también han ganado atractivo. Tras las elecciones francesas, y en un contexto donde el crecimiento en el mundo desarrollado es más favorable a Europa, las entradas de capital en la zona euro han dado un vuelco.

La **gran pregunta es si los mercados están siendo demasiado complacientes**, sobre todo teniendo en cuenta que los principales bancos centrales están avanzando en el proceso de normalización. En este contexto, los bancos centrales han comenzado a dar pasos para preparar al mercado para una retirada paulatina de los estímulos. Por ejemplo, la **Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) ha subido los tipos de interés en dos ocasiones a lo largo del año**, por un total de 50 puntos básicos (pbs), **y ha comunicado y detallado un plan de reducción gradual de su balance** (otra subida de 25 pbs, probablemente en diciembre, e iniciar la reducción “pasiva” del balance, probablemente a partir de octubre). Sin embargo, en ausencia de un crecimiento robusto y con una inflación de precios y salarios muy contenida, las expectativas de mercado no están alineadas con las de la Fed (son más bajistas).

El Banco Central Europeo (**BCE**) **mantiene los tipos de interés sin cambios** (tipo refi en el 0% y tipo de depósito en negativo -0.40%) y el programa de compra de activos (actualmente 60 mM euros mensuales). Sin embargo, **se muestra más confiado en la fortaleza del crecimiento y considera que el riesgo de deflación ha desaparecido dando pie a los primeros cambios en la comunicación** (*forward guidance*). Así, el BCE eliminó en junio el sesgo a la baja que tenía sobre los tipos de interés, lo que se interpreta como un primer paso en el largo proceso de normalización. **Hacia delante, se prevé que en la reunión de septiembre se anuncie una reducción del ritmo de las compras de activos (*tapering*) que sería efectiva a partir de enero de 2018.** Asumiendo que el banco central no altera la secuencia de salida, las subidas de tipos de interés no se producirán hasta finales de 2018. En este proceso, **es clave una buena estrategia de comunicación** para evitar tensiones en mercados financieros, sobre todo cuando han sido bastante escépticos sobre una normalización inminente.

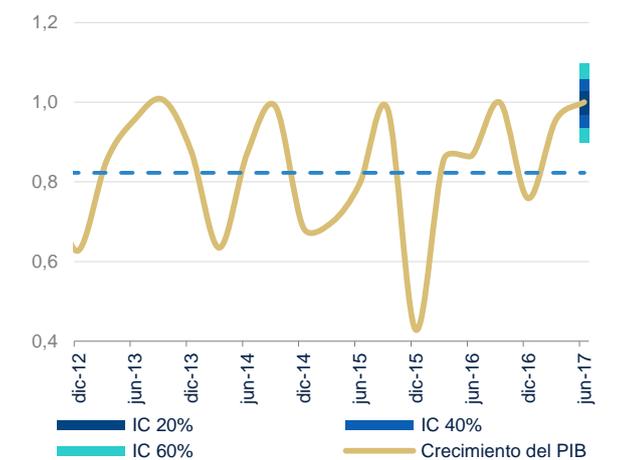
## Se mantiene la previsión de crecimiento estable en 2017-18, con riesgos todavía a la baja

Si bien la **previsiones de crecimiento a nivel global se mantienen en el 3,3% para 2017 y el 3,4% para 2018**, se **revisan al alza tanto en China (en ambos años) como en Europa** (en 2017) debido a una primera mitad de año mejor de la esperada, mientras que se corrige **ligeramente a la baja la previsión de EE.UU.** (véase Gráfico 2.2). En Latinoamérica, el deterioro de los precios de las materias primas este año y la mayor incertidumbre doméstica en varios países hacen que la salida de la recesión esté siendo más lenta de lo previsto. Estas previsiones implican que, en los próximos trimestres, los países emergentes deberían recuperar terreno respecto a los avanzados y a China, que han liderado la mejora reciente.

Asimismo, seguirán estando presentes los soportes que han propiciado la reciente aceleración, aunque con ligeras variaciones: las **políticas monetarias entrarán paulatinamente en un proceso de normalización, mientras que las políticas fiscales se mantendrán relativamente neutras o expansivas; los precios del petróleo**, que han retrasado su progresión hacia niveles de equilibrio de largo plazo (60\$ / barril) debido sobre todo al incremento de la oferta (desde países productores como Libia, Nigeria o EE.UU.), **continuarán en su senda ascendente**; por último,

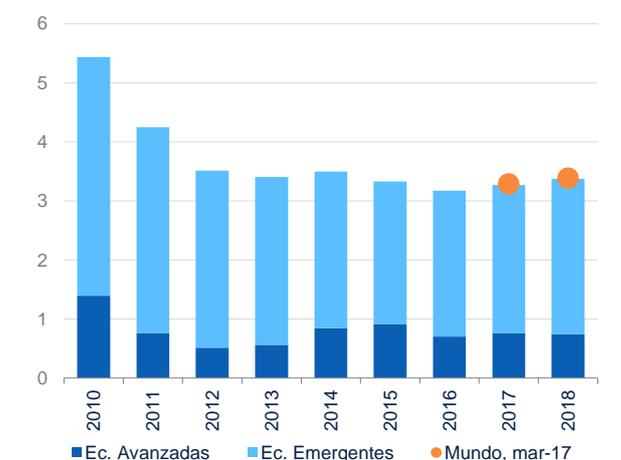
los múltiples eventos de carácter político (elecciones en Alemania e Italia, negociación de *brexit*, iniciativas de mayor integración en la Unión Europea, agenda política en EE.UU., ciclo electoral en Latinoamérica en 2018) podrían influir en la confianza económica y la situación de los mercados, aunque cada vez parecen tener menos impacto duradero.

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



Fuente: IMF y BBVA Research

**Gráfico 2.2** Previsión PIB mundial por regiones (a/a, %)



Fuente: BBVA Research

## EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento en 2017-18 por la menor probabilidad de estímulos

El desempeño de la economía estadounidense en **el primer trimestre del año ha sido algo peor de lo esperado**, a pesar de que los principales soportes del crecimiento no han variado sustancialmente. El entorno político de los últimos meses ha demostrado que **no es probable que se pongan en marcha medidas de estímulo** económico ambiciosas en el corto plazo. El **crecimiento previsto del PIB es del 2,1% en 2017 y el 2,2% en 2018**, dos décimas menos que lo previsto hace tres meses. La mejora del entorno global, las expectativas de precios del petróleo algo más elevados y el dinamismo de la construcción residencial pueden favorecer el **repunte de la inversión**. Ello debería compensar, al menos en parte, la esperada **moderación del consumo privado**, dada una mejora más gradual del mercado de trabajo y una inflación más elevada respecto a los últimos años. No obstante, el aumento de los precios se ha moderado algo en los últimos meses, en parte por factores transitorios, y continúan sin observarse signos claros de presiones inflacionistas en el horizonte de previsión. Así, se espera que la **Fed continúe avanzando lentamente en el proceso de normalización de la política monetaria**, como se ha mencionado. La incertidumbre sobre el escenario sigue siendo elevada. Han disminuido los riesgos ligados a una política más proteccionista, pero la implementación de las medidas anunciadas de política económica resulta una incógnita. Un ya muy largo período de expansión cíclica, en el que se empiezan a observar aumentos del endeudamiento en algunos sectores, y el limitado margen de maniobra de las políticas de demanda aumentan la vulnerabilidad de la economía americana.

## China: el efecto de las medidas económicas apuntala el objetivo de crecimiento

Tras el repunte del crecimiento observado a principios de año, los datos más recientes apuntan hacia una **moderación de la economía china más gradual de lo previsto**. Detrás de este comportamiento se encuentra el apoyo de una política monetaria prudente y de los estímulos fiscales, que han impulsado el crédito y la inversión, pero también la mejora del entorno externo y la depreciación del tipo de cambio efectivo real. En este contexto, las autoridades **siguen buscando el equilibrio entre mantener el crecimiento, llevar a cabo un desapalancamiento ordenado y atajar las vulnerabilidades financieras**. Así, se combina un endurecimiento de la regulación sobre el mercado inmobiliario y la banca en la sombra con una política monetaria con sesgo al tensionamiento pero a la vez con provisión de liquidez para acotar las tensiones en los mercados financieros.

Como resultado del mejor desempeño reciente, se revisan al alza las previsiones de crecimiento del PIB en alrededor de 0,2pp en 2017-18, con lo que se alcanzaría **el objetivo de las autoridades del 6,5% en 2017, aunque se continúa esperando una desaceleración en 2018 hasta el 6%**. La inflación sigue siendo moderada, mientras que los precios de los productos industriales, que se habían disparado a principios de año, se están desacelerando. Esto, unido a los bajos precios de los alimentos y el endurecimiento regulatorio hace que se revise **a la baja la previsión de inflación** hasta el 1,7% en 2017 y el 2% en 2018. A pesar de las medidas macroprudenciales en marcha, **siguen aumentando los riesgos a medio plazo**, en la medida en que continúan acumulándose las **fragilidades financieras derivadas de una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes y favoreciendo la banca en la sombra**, mientras que el proceso de ajuste del patrón de crecimiento sigue siendo muy lento.

## Eurozona: claras mejoras, pero aún con límites

El crecimiento económico continuó **ganando impulso en el primer semestre del año**, con un avance del PIB algo mayor de lo esperado, al situarse por encima del 2% en términos anualizados. Además, la mejora ha sido **generalizada tanto entre los distintos componentes de la demanda como entre los diferentes estados miembros**. La mayor actividad global ha favorecido el rebote de las exportaciones que, junto con la mejora de la confianza, está animando la inversión y el empleo, mientras que el consumo privado sigue aumentando a un ritmo sólido. Esto, junto con la desaparición de los riesgos de deflación ha dado lugar a que el BCE empiece a plantearse las medidas ya señaladas de normalización de la política monetaria, mientras que la política fiscal será ligeramente expansiva en el horizonte de previsión. Por todo ello, **se revisan las previsiones de crecimiento del PIB al alza en tres décimas en 2017 hasta el 2%**, lo que supone un tercer año consecutivo de aumentos en el producto por encima del potencial. Esto, junto con la moderación de algunos de los soportes del crecimiento, como la apreciación del euro, el aumento de los precios del petróleo y la estabilización del crecimiento mundial, justifican prever **para 2018 una desaceleración hasta el 1,7%**.

La inflación se moderó en el segundo trimestre por los efectos base de los precios de la energía, mientras que la subyacente aumentó un par de décimas, y se mantiene en el entorno del 1%. **El menor aumento de los precios del petróleo junto con un euro algo más apreciado hacen revisar ligeramente a la baja la previsión para la inflación general** (-0,2pp hasta el 1,6% en 2017 y el 1,4% en 2018), **si bien no cambia la proyección respecto a un aumento gradual de la inflación subyacente** (media anual del 1,1% este año y del 1,4% en 2018).

Los **riesgos domésticos, que siguen sesgados a la baja, se han reducido** (sobre todo los de carácter político). Aun así, las negociaciones del *brexit*, la gestión de algunos problemas bancarios y la popularidad de opciones electorales anti-euro en países como Italia (con elecciones a principios de 2018) son fuentes de riesgo.

## 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  
migueld.cardoso@bbva.com  
+34 91 374 39 61

**Joseba Barandiaran**  
joseba.barandia@bbva.com  
+34 94 487 67 39

**Giancarlo Carta**  
giancarlo.cart@bbva.com  
+34 673 69 41 73

**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  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**España y Portugal**

Miguel Cardoso  
migueld.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