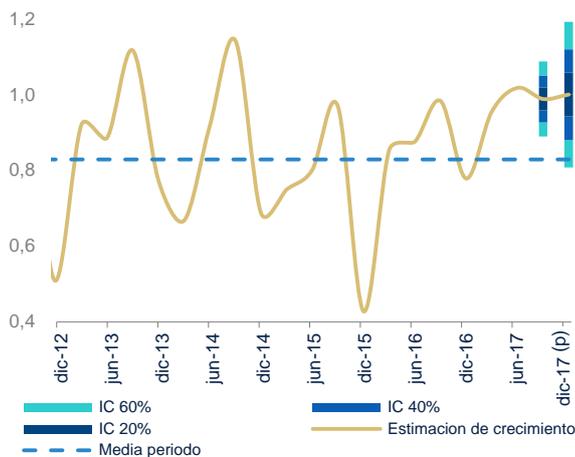


## 2. Consolidación del entorno global positivo

### Crecimiento global robusto y estable, con una recuperación más sincronizada entre áreas

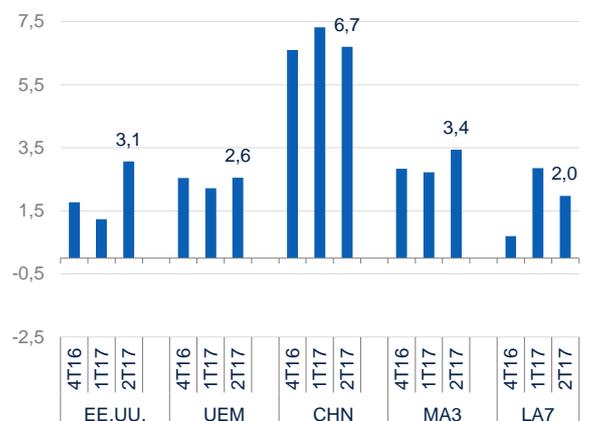
El crecimiento de la economía mundial se ha estabilizado alrededor del 1% t/t a mediados de año, y los indicadores disponibles hasta el momento sugieren que este avance continúa en la segunda parte del año (véase el Gráfico 2.1). **Los datos de confianza global han vuelto a mejorar**, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, y adelantan un panorama más positivo que los indicadores de actividad, que se han frenado al inicio del tercer trimestre. No obstante, **el crecimiento del comercio mundial sigue siendo sólido, y la recuperación del sector industrial continúa en marcha**, lo que apoya el repunte de la inversión, al tiempo que se mantiene la **fortaleza del consumo privado** a pesar de los menores vientos de cola.

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



(p) previsión.  
Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2.2** Crecimiento del PIB por regiones (Datos CVEC, % a/a)



Fuente: BBVA Research

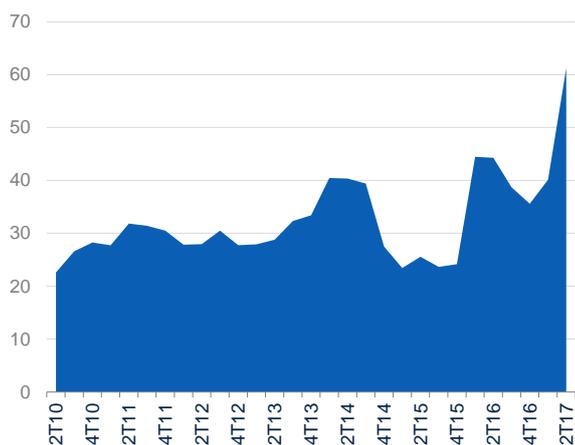
**Esta dinámica positiva refleja un mejor desempeño económico en todas las áreas** (véase el Gráfico 2.2). En las economías avanzadas, el PIB estadounidense rebotó en el segundo trimestre y se mantuvo relativamente estable en el tercero, lo que reduce las dudas sobre la sostenibilidad de un crecimiento moderado en los próximos trimestres. En Europa, la mayor fortaleza de los factores domésticos explicó la sorpresa positiva. En las economías emergentes, la estabilización del crecimiento en China seguirá apoyando al resto de Asia, lo que, unido a las condiciones favorables de los mercados financieros, contribuye a que el crecimiento en los países de Latinoamérica gane tracción. Finalmente, la recuperación en Rusia y Brasil ha dejado de lastrar el crecimiento mundial. Por ello, y a diferencia de

otros episodios de expansión tras la crisis financiera (a principios de 2013 y a mediados de 2014), **la actual recuperación es la más sincronizada** de acuerdo con el índice BBVA de sincronización cíclica<sup>1</sup>, ilustrado en el Gráfico 2.3.

Hasta el momento, este entorno de crecimiento ha venido acompañado por **niveles de inflación moderados**, también generalizados por áreas, a pesar de la abundancia de liquidez en los mercados. Además, todavía no se detectan señales claras de acumulación de presiones inflacionistas. En el caso de las economías emergentes, la apreciación de sus divisas, propiciada por la debilidad del dólar y el aumento en el precio de las materias primas, ha facilitado que la inflación siga moderándose. En las economías desarrolladas, la reducción de la inflación proviene de la desaparición del efecto base de los precios de la energía (sobre todo, en Europa) y de algunos factores transitorios (principalmente, en EE.UU.). Aunque **la subyacente continúa en niveles reducidos**, las dudas sobre si los factores que explican la atonía son de carácter transitorio o permanente persisten. Con todo, el contexto de baja inflación ayuda a que los **bancos centrales en las economías emergentes tengan más margen de maniobra** para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento, **y permite a las autoridades monetarias en las economías avanzadas continuar siendo cautas a la hora de implementar la normalización.**

Otros factores que han contribuido al buen comportamiento global -como unas **políticas fiscales que, en general, han sido neutrales o expansivas** o unos precios moderados de las materias primas- parecen prolongarse en el horizonte de previsión. Además, los mercados financieros han sido relativamente complacientes y no han sufrido de manera persistente por las fuentes de estrés político.

**Gráfico 2.3** Índice BBVA de sincronización cíclica\* (basado en la varianza temporal del PIB)



Fuente: BBVA Research  
\*:véase nota al pie 1

**Gráfico 2.4** Índice de tensiones financieras. EE.UU. vs. UEM (normalizado)



Fuente: BBVA Research

1: El Índice de sincronización es el resultado de invertir la desviación estándar del crecimiento trimestral observado en los países. De esta forma, el índice asocia menor (mayor) volatilidad en el crecimiento entre países con un mayor (menor) grado de sincronización a nivel mundial.

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

Como se aprecia en el Gráfico 2.4, **la dinámica de los mercados se ha mantenido sin cambios en los meses transcurridos del segundo semestre, a pesar de los episodios de estrés**, sobre todo de tipo político (debate sobre el techo de deuda en EE. UU.) y geopolítico (tensiones en Corea del Norte). Estos eventos han causado cierto efecto refugio en deuda que devolvió los tipos de interés de largo plazo a la parte baja del rango de cotización. Sin embargo, su efecto ha sido transitorio.

En un entorno de crecimiento saludable y sin sorpresas a la baja en inflación, **los bancos centrales continúan adelante con el proceso gradual de retirada de los estímulos monetarios**. En concreto, **la Reserva Federal (Fed) ha anunciado el inicio de la reducción de su balance a partir de octubre**. Se trata de un ajuste pasivo, al permitir el vencimiento de parte de los bonos públicos y privados, y que ha sido bien comunicado, por lo que no ha generado tensión en los mercados. Además, la Fed mantiene su expectativa de continuar con el ciclo de subidas de tipos, a pesar de que los mercados se han mostrado sistemáticamente más bajistas. Al respecto, **esperamos un aumento de los tipos oficiales de 25 puntos básicos (pbs) en diciembre de este año y dos adicionales hasta el 2% en 2018**. Sin embargo, la incertidumbre sobre la senda de subidas ha aumentado, no sólo porque la inflación se mantiene en niveles bajos, sino por **los cambios que se van a producir en el seno de la Fed** tras la salida de buena parte de sus miembros.

El Banco Central Europeo (BCE) **anunció en octubre la reducción del programa de compra de activos**, que comenzará a implementarse en enero del año que viene. La retirada de los estímulos será gradual: el volumen de adquisición disminuirá desde los 60 mil millones de euros mensuales actuales a 30 mil millones euros hasta extinguirse en septiembre. Con todo, el escenario de BBVA Research contempla que **las subidas de tipos se retrasan hasta mediados de 2019**, en buena medida por la creciente preocupación del BCE por la apreciación del euro y su potencial impacto en inflación.

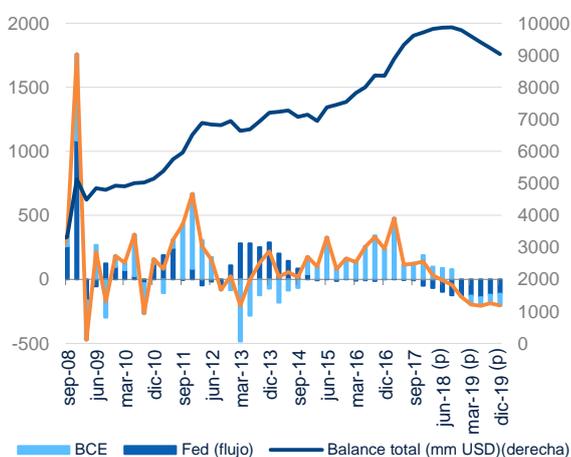
Con la nueva recalibración del programa de compras, el BCE lanza varios mensajes. Primero, la mayor confianza en que la inflación converja al objetivo, lo que justifica una política monetaria algo menos acomodaticia. Y segundo, la prudencia, ya que extiende el programa otros nueve meses y, por ahora, sin fecha de caducidad. De hecho, en la medida que Draghi destaca que el programa no finalizará de forma abrupta, podría extenderse durante el 4T18. Es más, una vez finalizado el APP, el BCE pretende seguir presente en el mercado de deuda por un tiempo prolongado, a través de la reinversión de los vencimientos.

El BCE afrontaba en esta reunión un reto importante: ajustar gradualmente las condiciones monetarias al entorno económico favorable y evitar una sobre-reacción en los mercados, en particular, del euro. De hecho, en el último trimestre, la fortaleza del tipo de cambio ha representado un factor diferencial, por su potencial impacto en las

perspectivas de inflación a medio plazo y las condiciones financieras de la zona euro. Así, a pesar de la reducción del estímulo, el BCE utilizando la política de comunicación, sobre todo el forward guidance, trata de evitar sobresaltos en los mercados.

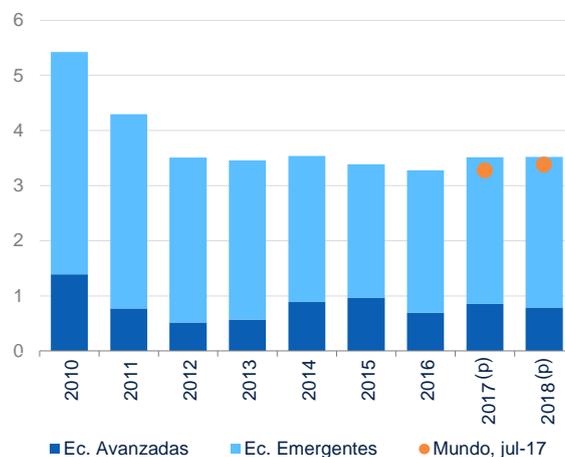
Como en el trimestre anterior, la combinación de escasa volatilidad, tipos bajos y debilidad del dólar han dibujado un **entorno favorable para los países emergentes. Las estrategias de búsqueda de rentabilidad han propiciado fuertes entradas de flujos**, sobre todo en deuda, así como la apreciación de las divisas.

**Gráfico 2.5** Balance de la Fed y el BCE (nivel y cambios trimestrales, miles de millones de USD)



(p) previsión.  
Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2.6** Crecimiento del PIB mundial por regiones (% a/a)



(p) previsión.  
Fuente: FMI y BBVA Research

## Mayor crecimiento global por la revisión al alza en Europa y China

Tras alcanzar el 3,2% en 2016, **el crecimiento global se acelerará hasta el 3,4% en 2017-18**, lo que supone una revisión al alza de dos décimas este año respecto al escenario de julio (véase el Gráfico 2.6). **Los factores subyacentes que han ayudado al repunte y estabilización del crecimiento mundial seguirán estando presentes, si bien algunos podrían ir desvaneciéndose gradualmente** en los próximos trimestres. El más inmediato será la normalización de la política monetaria por parte de la Fed y del BCE (véase el Gráfico 2.5), que supondrá una reducción paulatina de la liquidez global y un menor apoyo a los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

## China: panorama más favorable en el corto plazo

El apoyo de las autoridades chinas, sobre todo con una política fiscal favorable al crecimiento, ha permitido un **desempeño económico algo mejor de lo esperado en lo que llevamos de año** con una moderación muy gradual del crecimiento del PIB hasta el 6,8% anual en el tercer trimestre del año desde el 7% registrado en el primero. Además, **se están tomando medidas para atajar las vulnerabilidades financieras y favorecer un**

**desapalancamiento ordenado.** En particular, se está combinando el endurecimiento de la regulación sobre la banca en la sombra y el mercado inmobiliario con una política monetaria más prudente, una política fiscal menos expansiva y la eliminación de algunos controles al mercado cambiario. En el congreso del Partido Comunista, las autoridades han confirmado que continuarán avanzando en la mayoría de las reformas anunciadas en los últimos cinco años en lo referente a los cambios estructurales necesarios para ajustar el patrón de expansión y la apertura de la economía. En particular, el crecimiento se enfocará más a objetivos cualitativos que cuantitativos, de manera que se prime (i) el bajo desempleo, (ii) la sincronía entre la evolución del ingreso per cápita y la del PIB, (iii) una distribución más equitativa de la renta y (iv) menos costes ambientales. No obstante, existe incertidumbre sobre cómo se implementarán estas directrices, así como sobre la priorización de las mismas una vez que se ha excluido el objetivo de crecimiento económico.

Como resultado del mejor desempeño reciente, se revisa **al alza las previsiones de crecimiento del PIB en 0,2pp hasta el 6,7% en 2017**, algo mayor que el objetivo de las autoridades del 6,5%, **y mantenemos la proyección de desaceleración en 2018 hasta el 6%**. Desde mediados de año, los indicadores disponibles están arrojando señales de un crecimiento económico más moderado y podrían estar reflejando el impacto de unas políticas de demanda más prudentes, pero también el efecto negativo sobre la actividad del endurecimiento regulatorio, la eliminación de la sobrecapacidad de las empresas y la apreciación de la moneda. Por el contrario, el endurecimiento regulatorio y una divisa más fuerte deberían seguir conteniendo la evolución de los precios, por lo que **mantenemos la previsión de inflación en el 1,7% en 2017 y el 2% en 2018**.

La estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han **reducido los riesgos en el horizonte de previsión, pero continúan aumentando en el medio plazo**. El endeudamiento sigue creciendo, con unos indicadores del servicio de la deuda en niveles elevados, al tiempo que los ajustes de las empresas estatales se postergan.

## Eurozona: mayor crecimiento por la fortaleza de la demanda interna

La **economía europea** avanza a un ritmo trimestral de **alrededor del 0,6% desde finales del pasado año**. Una demanda global sostenida sigue apoyando las exportaciones, mientras que el impacto de la apreciación del euro ha sido limitado. Esta fortaleza de la divisa refleja, en parte, el **mejor momento cíclico de la economía europea, impulsada por la solidez de los fundamentales domésticos**, que han favorecido un mayor dinamismo tanto del consumo como de la inversión. A pesar de que el desempeño económico es algo mejor de lo esperado en lo que llevamos de año, la debilidad de la inflación subyacente mantiene al BCE en cautela. Aunque el programa de compras de deuda comience a menguar a principios de 2018, la política monetaria seguirá apoyando el crecimiento al mantener inalterados los tipos de interés más allá del horizonte de previsión. Además, la política fiscal será ligeramente expansiva en 2017-18, favorecida por el impacto positivo de la recuperación cíclica en las cuentas públicas. Por todo ello, **se revisa en dos décimas al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2017 hasta el 2,2%**, lo que supone un crecimiento por encima del potencial por tercer año consecutivo. Esto hace difícil pensar en

una mayor aceleración en el corto plazo. Además, **algunos de los vientos de cola del pasado están perdiendo algo de fuerza** o se están revirtiendo (apreciación del euro, aumento de los precios del petróleo y estabilización del crecimiento mundial), lo que explica **la desaceleración prevista para 2018 hasta el 1,8%**.

La **inflación general se ha mantenido relativamente estable** en el tercer trimestre al compensarse los menores precios de los productos energéticos y los alimentos con un aumento de alrededor de una décima de la inflación subyacente (hasta el 1,3%). Más allá de la volatilidad y estacionalidad de algunos componentes de la inflación, la fortaleza de la demanda doméstica, la mejora del mercado del trabajo y el incipiente aumento de los salarios deberían empezar a presionar al alza los precios en los próximos trimestres. Con todo, **el impacto de la reciente apreciación del euro sobre los precios de los productos importados nos lleva a revisar a la baja la previsión para la inflación general** en alrededor de una décima en 2017 hasta el 1,5% y en dos décimas en 2018 hasta el 1,2%, mientras que **mantenemos inalterada la previsión de un aumento gradual de la inflación subyacente** (1,1% este año y 1,4% en 2018).

Los **riesgos domésticos en el conjunto de la zona euro siguen estando sesgados a la baja, pero son moderados**. Y la mayoría son de carácter político, como las dificultades en las negociaciones del *brexít*, los problemas bancarios sin resolver en algunos países, las tensiones políticas en otros y la posible falta de apoyo para avanzar en el proyecto europeo tras los resultados de las elecciones alemanas.

## EE.UU.: crecimiento sostenido a pesar de la incertidumbre política y los desastres naturales

El crecimiento del PIB se recuperó de la significativa moderación registrada a finales de 2016 y tras repuntar en el segundo trimestre hasta el 3% en términos anualizados, se mantuvo estable en el tercero. Aunque la incertidumbre continúa siendo elevada, tanto por los desastres naturales como por la política económica, los **fundamentos económicos son consistentes con el crecimiento sostenido de alrededor del 2%** que se viene registrando en los últimos dos años y medio. El **impacto económico neto de los huracanes será limitado a nivel nacional**, ya que las dos décimas que estimamos podrían haber restado al crecimiento en el tercer trimestre deberían ser compensadas por el esfuerzo de reconstrucción en el último tramo del año. Además, el acuerdo entre el gobierno y el partido demócrata ha **retrasado el plazo para aprobar el presupuesto y ha elevado el techo de deuda**. Respecto a la política económica, el gobierno ahora está centrado en la **reforma impositiva, pero ésta carece todavía de detalles esenciales** y ofrece opciones limitadas para aumentar la eficiencia. **Aunque termine aprobándose, es improbable que los recortes de impuestos impulsen significativamente el crecimiento económico** por la situación cíclica de la economía, muy cercana al pleno empleo.

Por todo ello, **se mantiene la previsión de crecimiento del PIB en el 2,1% en 2017 y el 2,2% en 2018**. La solidez del crecimiento global, la depreciación del dólar, las expectativas sobre la sostenibilidad de los precios del petróleo y la leve mejora del sector de la construcción deberían favorecer el **repunte de la inversión**. Por el contrario, el avance

más gradual del mercado de trabajo y la mayor inflación anticipan una **moderación del consumo privado** en el horizonte de previsión. No obstante, la ralentización del crecimiento de los precios en los últimos meses y la ausencia de signos claros de presiones inflacionistas sugieren que **el proceso de normalización de la política monetaria continuará con lentitud**.

Con todo, **los riesgos sobre este escenario siguen siendo a la baja** debido a las incógnitas sobre la implementación de las medidas de política económica anunciadas y a la acumulación de vulnerabilidades financieras, favorecida por el largo periodo de expansión cíclica y unas políticas de demanda laxas, que podrían desencadenar una recesión en el medio plazo.

## 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

**Ignacio Archondo**  
ignacio.archondo@bbva.com  
+34 673 70 60 36

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

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

**Juan Ramón García**  
juanramon.gi@bbva.com  
+34 91 374 33 39

**María Gómez de Olea**  
maria.gomezdeolea@bbva.com  
+34 91 537 79 11

**Antonio Marín**  
antonio.marin.campos@bbva.com  
+34 648 600 596

**Myriam Montañez**  
miriam.montanez@bbva.com  
+34 638 80 85 04

**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

Agustín García  
agustin.garcia@bbva.com

#### Mercados Financieros Globales

María Martínez  
maria.martinez.alvarez@bbva.com

#### Sistemas Financieros

José Félix Izquierdo  
jfelix.izquierd@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  
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