

## 1. Editorial

**Se espera que el crecimiento de la economía española encadene en 2017 tres años consecutivos por encima del 3%, y que la recuperación continúe en 2018, aunque a un menor ritmo y en un entorno de mayor incertidumbre.** En particular, el avance del PIB podría situarse en el 3,1 y el 2,5% en 2017 y 2018, respectivamente, cifras por debajo de lo previsto en julio pasado (3,3 y 2,8%). Los factores que apoyarán el crecimiento serían la inercia positiva que continúa observándose en los datos de actividad y empleo, un entorno internacional favorable que debería sostener el crecimiento de las exportaciones de bienes y una política monetaria expansiva. En todo caso, el incremento de la incertidumbre y su posible mantenimiento por un período prolongado de tiempo suponen un riesgo para la evolución de algunas partidas de la demanda, principalmente de la inversión y de las exportaciones de servicios.

**Los datos de actividad del segundo y tercer trimestre revelaron un avance del PIB del 0,9% t/t y el 0,8% t/t, ligeramente por debajo del esperado en julio (1,0% y 0,9%, respectivamente).** El menor crecimiento se debió a la inesperada debilidad de las exportaciones y de la inversión en maquinaria y equipo durante los últimos meses, junto con un avance algo más lento del consumo de las familias. Respecto a las ventas de bienes al exterior, el práctico estancamiento de los últimos dos trimestres sería en parte el resultado del fuerte aumento observado a finales del año anterior e inicios del actual. Por lo tanto, este proceso de consolidación de los altos niveles de ventas al exterior alcanzados a inicio de año podría dar paso a una vuelta al crecimiento durante los próximos meses. Algo que se observa con mayor preocupación es la debilidad persistente de la demanda británica, afectada por la incertidumbre relacionada con *el brexit*. Asimismo, la reciente apreciación del euro frente al dólar (y otras monedas) podría haber lastrado la competitividad de ciertas empresas, que presentan una sensibilidad mayor a cambios en precios, debido a su menor integración en las cadenas productivas europeas o como consecuencia de su inferior tamaño. Finalmente, el turismo se desacelera, posiblemente como consecuencia de factores estructurales. En particular, como ya se advertía hace tres meses, existen algunas zonas turísticas que comienzan a mostrar síntomas de sobreocupación y agotamiento, dadas las limitaciones al incremento de la oferta que existen en el sector. Respecto al gasto en consumo de las familias, la tendencia de desaceleración se observa desde la segunda mitad de 2015 y, simplemente, parece reflejar el menor impacto de algunos “vientos de cola” que impulsaron el gasto durante los años previos. **Por el contrario, cabe destacar la positiva evolución que ha mostrado la inversión en vivienda, que desde hace un año presenta un crecimiento mayor de lo previsto.**

**Hacia delante, se espera que un entorno externo favorable y la política monetaria del BCE apoyen la continuación de la recuperación.** En particular, el crecimiento global parece ligar varios trimestres por encima de su promedio desde 2008. La mejora de los indicadores de confianza, junto con el buen desempeño de la actividad industrial, apunta a que esto continuará durante el siguiente año. Además, esta aceleración de la economía mundial

parece más sincronizada. De especial importancia para España es el creciente dinamismo que se observa en la UEM, donde el avance del PIB, revisado recientemente al alza, estaría alrededor del 2% en promedio durante 2017 y 2018. En todo caso, la creación de empleo en las economías desarrolladas no viene acompañada de un incremento sostenido en la inflación, lo que apunta a políticas monetarias que mantendrán el coste de financiación en niveles históricamente bajos. Ambos factores deberían impulsar la demanda de bienes y servicios españoles por el resto del mundo, mientras que el crédito continuará aumentando y apoyando el crecimiento del consumo y de la inversión privados.

**Durante el cuarto trimestre, el crecimiento parece mantenerse en niveles consistentes con la tendencia de los últimos años, a pesar de que la incertidumbre vuelve a ser el principal riesgo sobre la actividad económica.**

En particular, los datos más recientes de actividad apuntan a que el PIB aumentaría entre 0,8% y 1,0% t/t entre octubre y diciembre. En todo caso, distintos factores podrían ralentizar el avance de la actividad. Por un lado, los atentados terroristas sufridos durante el mes de agosto en Cataluña podrían condicionar las visitas de turistas extranjeros. Como se muestra en esta publicación, estos eventos incrementaron la atención sobre Barcelona en la misma intensidad, duración y tono que en situaciones similares vividas por otras ciudades como París, Niza y Londres. Utilizando como referencia estas experiencias, se calcula que el impacto negativo sobre las pernoctaciones de visitantes extranjeros alcanzaría entre un 1,5 y 2,0% durante el año siguiente a los atentados. En todo caso, varios factores podrían moderar estos números. Por ejemplo, el efecto en otras ciudades podría haber sido mayor como consecuencia de la recurrencia de este tipo de eventos. Durante los últimos años, una de las ventajas comparativas de España había sido la percepción de seguridad respecto a otros destinos. De confirmarse que los atentados han supuesto un evento atípico, el efecto final podría ser moderado. Asimismo, con la recuperación, las empresas del sector habían comenzado a trasladar a márgenes el incremento de la demanda. Este proceso podría revertirse durante los próximos meses, dando paso a caídas en precios que pudieran mantener el crecimiento de la demanda.

**Por otro lado, la incertidumbre sobre la política económica ha aumentado.** Las medidas tomadas a finales del año anterior y a lo largo de este, junto con la recuperación económica, apuntan a que el conjunto de las Administraciones Públicas cumplirán con el objetivo de déficit fijado para finales de 2017. Sin embargo, se prevé que 2018 comience con unos Presupuestos Generales del Estado prorrogados. Esto introduce incertidumbre sobre distintos ámbitos y aunque puede ayudar a continuar con el proceso de reducción del déficit público, sería mejor que para lograr esta meta se acordaran medidas específicas que minimizaran el impacto económico de la consolidación fiscal.

**Asimismo, se ha producido un aumento en la volatilidad en algunas variables financieras, principalmente relacionado con el entorno político en Cataluña.** Al respecto, los indicadores que intentan medir la incertidumbre sobre la política económica han alcanzado niveles por encima de los observados en el año 2016. De esta manera, existe el riesgo de que, a futuro, esta mayor tensión se traslade negativamente a las decisiones de gasto de

consumidores y empresas. Estimar el impacto en el PIB asociado al actual entorno político en Cataluña es especialmente complicado, ya que esta incertidumbre es de naturaleza distinta a la observada en el pasado. Además, presenta canales de contagio a otras regiones que pueden ser únicos debido al evento al que se enfrenta la economía española. Por otro lado, existen distintos factores que podrían moderar el efecto sobre la actividad, como la política monetaria del BCE o el redireccionamiento del gasto hacia otras regiones de España. Finalmente, las repercusiones sobre la economía dependerán crucialmente de la intensidad de la incertidumbre y de su extensión en el tiempo. Así, se estima un rango de impacto amplio. En particular, de acuerdo a estimaciones preliminares, de prolongarse la incertidumbre observada en octubre hasta finales de año, el PIB de 2018 podría ser entre un 0,2% y un 1,1% inferior al que se hubiera observado en un escenario sin tensiones. En todo caso, se espera que en el escenario más probable, el impacto sea limitado, y que el crecimiento del PIB se sitúe en el 2,5% en promedio en 2018.

**Uno de los principales efectos negativos que podría tener el entorno actual lo representa el coste de oportunidad.** En particular, reformas importantes como las relacionadas con la financiación autonómica, el sistema de pensiones o la mejora en el funcionamiento del mercado laboral han sido pospuestas. Esto, en un momento en el que el BCE está más cerca de retirar los estímulos que han mantenido el coste de financiación de la economía española en niveles históricamente bajos. Hacia futuro, es imprescindible que la prioridad legislativa pueda retornar hacia estos temas y que se puedan construir los consensos necesarios para consolidar la recuperación, al mismo tiempo que se busca reducir la desigualdad.

## 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.gl@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