

Situación España 1T18

Enero 2018

País	Q1 2018	Q4 2017	Cambio	Sector	Industria	Retail	Servicios	Comercio
ESPAÑA	1	1						
ESPAÑA	1	1						
ESPAÑA	1	1						
ESPAÑA	1	1						
ESPAÑA	1	1						
ESPAÑA	1	1						
ESPAÑA	1	1						
ESPAÑA	1	1						
ESPAÑA	1	1						
ESPAÑA	1	1						

Mensajes clave

- ◆ **El mayor crecimiento global se afianza.** Revisión al alza en 2018 generalizada por áreas, pero tendiendo a estabilizarse en 2019
- ◆ En España, **la actividad y el empleo siguen creciendo**, pese a la incertidumbre sobre la política económica. **Sin embargo, se prevé una desaceleración en 1S18**
- ◆ **Se mantienen las previsiones** de crecimiento del PIB **para 2017 y 2018 en el 3,1% y 2,5% respectivamente.** Además, se espera que la recuperación continúe en 2019 (2,3%) y que la mejora de la economía comience a trasladarse a un crecimiento de los salarios
- ◆ Entre los **riesgos** domésticos se mantiene **el entorno político, el ajuste fiscal, el paro estructural y la ralentización de las reformas**



SITUACIÓN GLOBAL 1T18



El crecimiento global se reafirma

 **01** **Mejoran las previsiones para EE.UU., China y eurozona**
Existe menor incertidumbre en el corto plazo

 **02** **Perspectivas más positivas para los países emergentes**
Mayor demanda global y aumento del precio de las materias primas

 **03** **Más cautela en los mercados financieros**
Las expectativas de menor liquidez pueden reducir los flujos a emergentes

 **04** **Inflación subyacente contenida**
Aunque los factores de presión a la baja van desapareciendo

 **05** **Los bancos centrales siguen avanzando hacia la normalización**
Los motivos para retirar estímulos se van materializando

 **06** **Riesgos globales**
Menores en el corto plazo; sin cambios en el medio y largo plazo

Razones para el optimismo en las grandes áreas, aunque con cautela

EE.UU.



Revisión al alza del crecimiento

Mejora del mercado de trabajo

Aprobación de la reforma fiscal

Cambios continuistas en la Fed

CHINA



Desaceleración moderada

Algunas reformas ya en marcha

Conclusiones positivas en el XIX

Congreso del PCCh

Mayor crecimiento potencial

EUROZONA



Mayor crecimiento de lo esperado

Demanda interna más robusta

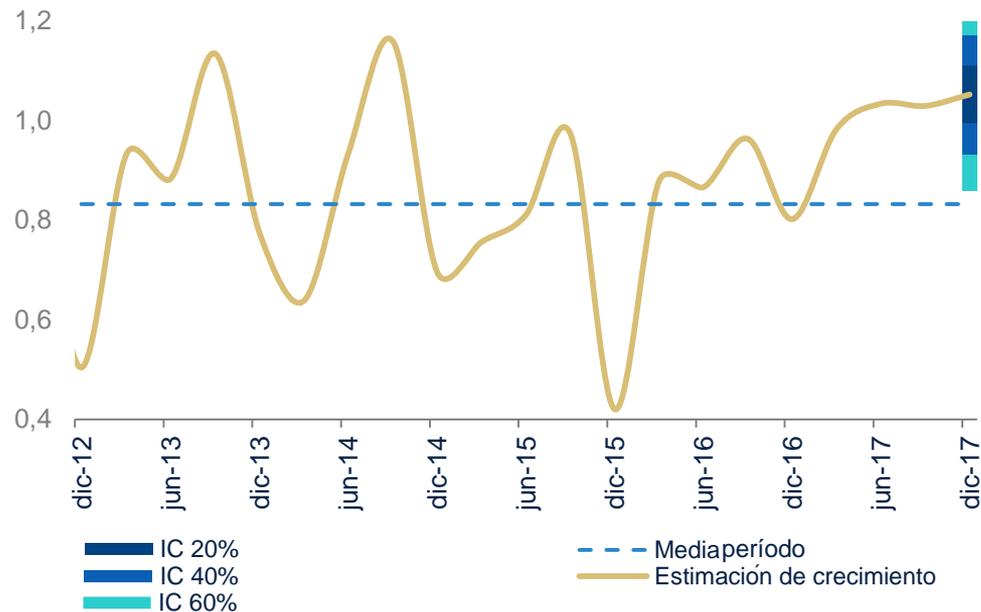
Menor incertidumbre política

Planes de mayor integración

Crecimiento global robusto y sostenido

Crecimiento del PIB mundial

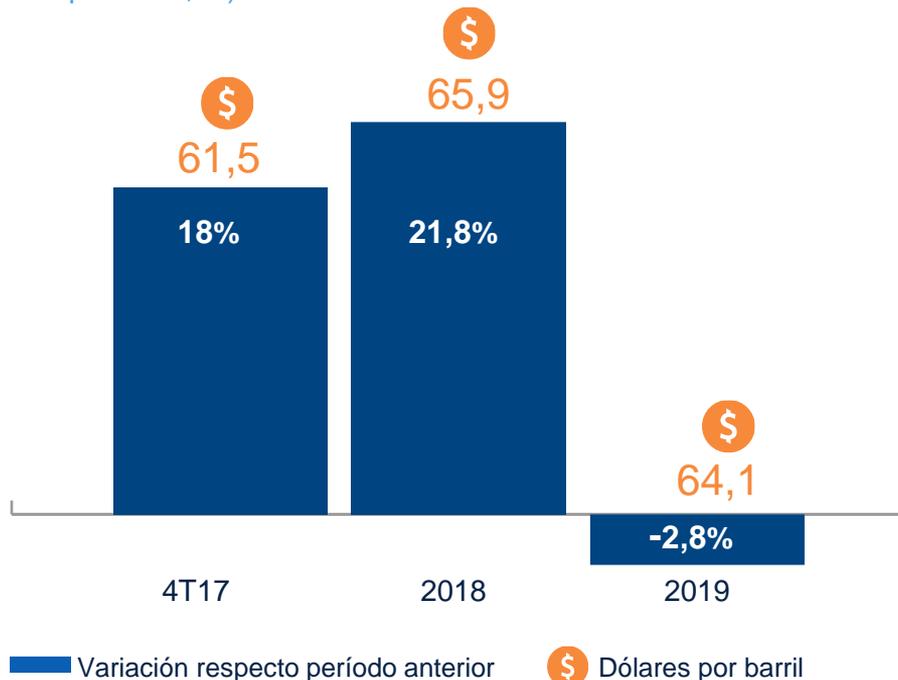
(Previsiones basadas en BBVA-GAIN, % t/t)



- ◆ El crecimiento mundial, apoyado en la recuperación del sector industrial, se mantiene
- ◆ Los indicadores de confianza siguen mejorando y anticipan la continuidad de un panorama positivo
- ◆ El consumo privado continúa sustentando el crecimiento en las economías avanzadas y gana impulso en las emergentes

Mejoran las perspectivas para las economías emergentes

Precio del petróleo (Dólares por barril, %)

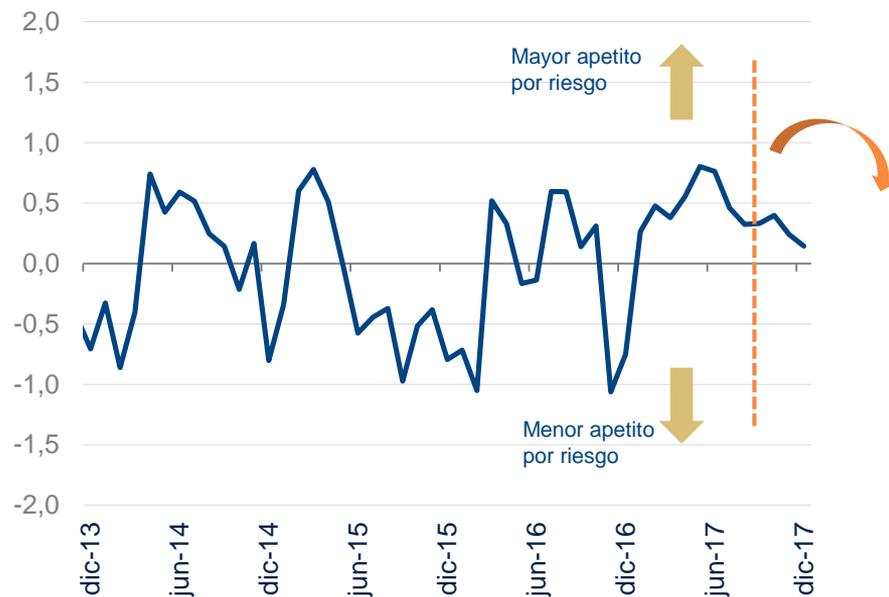


- ◆ El aumento del precio del petróleo refleja una mayor demanda global, que explicaría alrededor del 60% de su incremento
- ◆ Pero también se debe a factores de oferta, ligados a los riesgos geopolíticos y a la corrección de inventarios
- ◆ Impacto positivo y significativo en las economías emergentes productoras de materias primas
- ◆ No obstante, seguimos esperando que los precios converjan a 60 dólares por barril en el medio plazo, por la mayor competencia y los cambios estructurales en el sector energético

Cautela en mercados financieros, con moderación de los flujos a emergentes

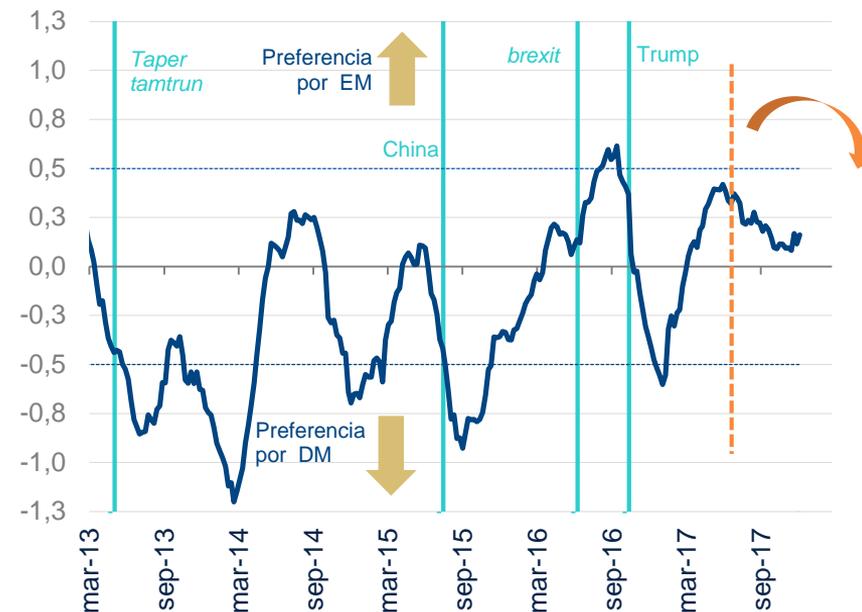
Indicador de apetito por el riesgo

(Factor 1 (global), análisis de flujos EPFR)



Apetito del inversor por emergentes (EM) vs desarrollados (DM)

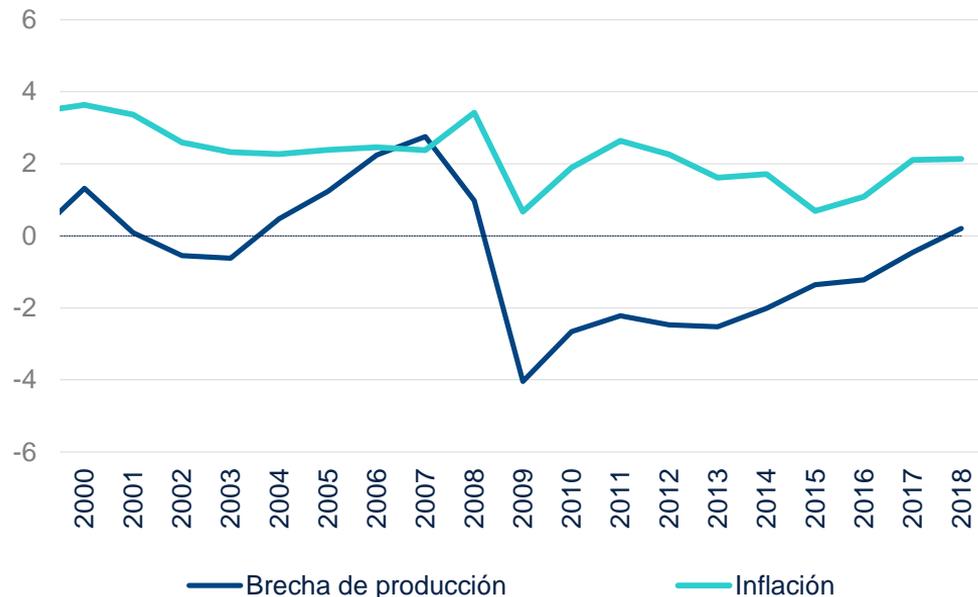
(Entrada de flujos en EM vs DM en % de activos bajo gestión)



Inflación subyacente contenida

OCDE: Brecha de producción e inflación

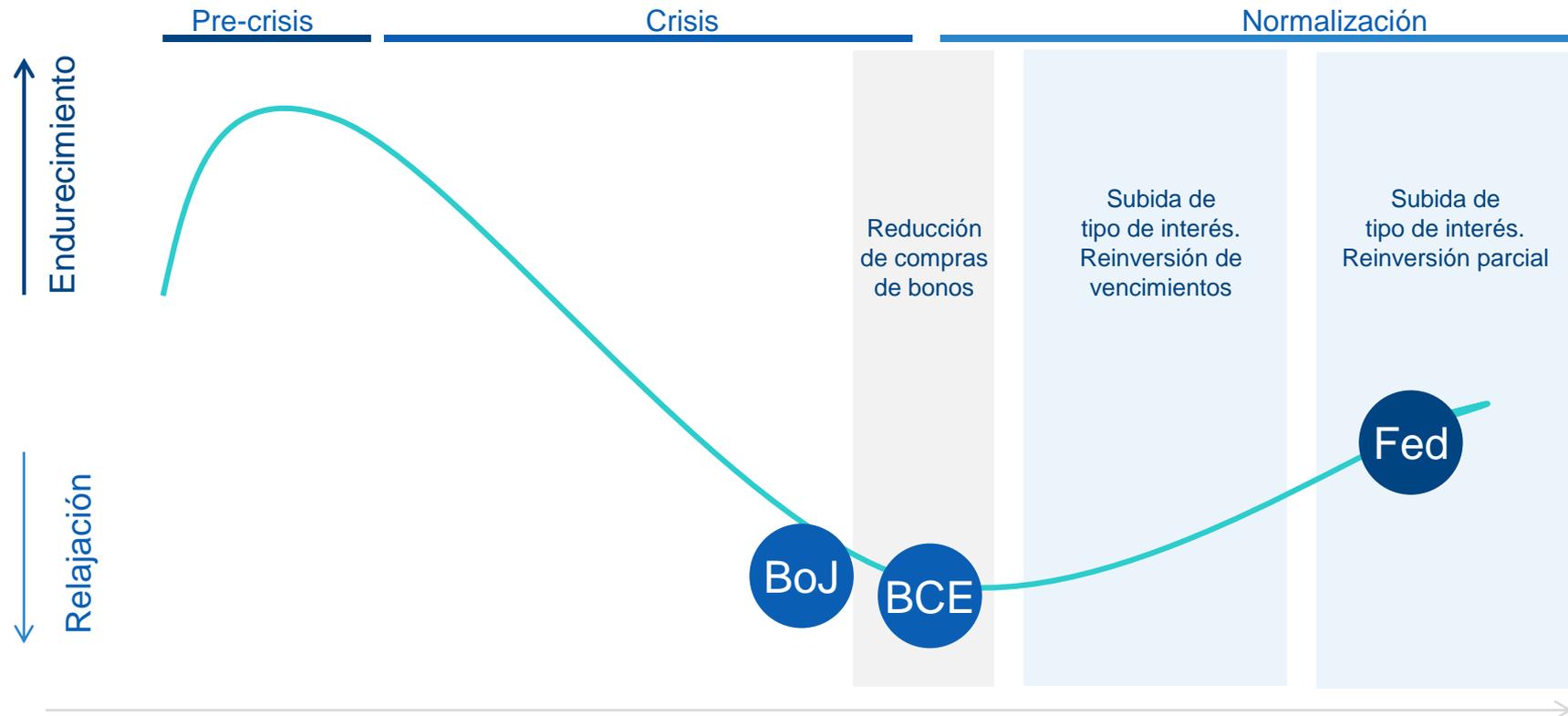
(% PIB potencial, % a/a)



Fuente: BBVA Research y OCDE

- ◆ Reducción de la capacidad ociosa de las economías, pero con **margen para crecer sin fuertes presiones inflacionistas**
- ◆ **Menor reacción de los precios al aumento de la actividad**, por varios motivos:
 - Globalización
 - Flexibilización mercados de trabajo
 - Expectativas de inflación bajas
 - Crecimiento de la productividad reducido
- ◆ **El aumento del precio del petróleo presionará al alza la inflación en el corto plazo**, facilitando el avance en la normalización de los bancos centrales en las economías desarrolladas

Retirada de las medidas no convencionales de política monetaria



La Fed acelera la normalización mientras el BCE la gradúa



FED

Ciclo alcista de tipos y reducción del balance en marcha

Subida prevista de 75pbs en 2018
hasta 2,25% y reducción del balance
de 420.000 millones de dólares

*Foco: ganar margen
de maniobra*



BCE

Reducción del QE, pero extensión
hasta septiembre de 2018

**No se producirán subidas
antes de 2019**

*Foco: evitar una aceleración
repentina de tipos largos*

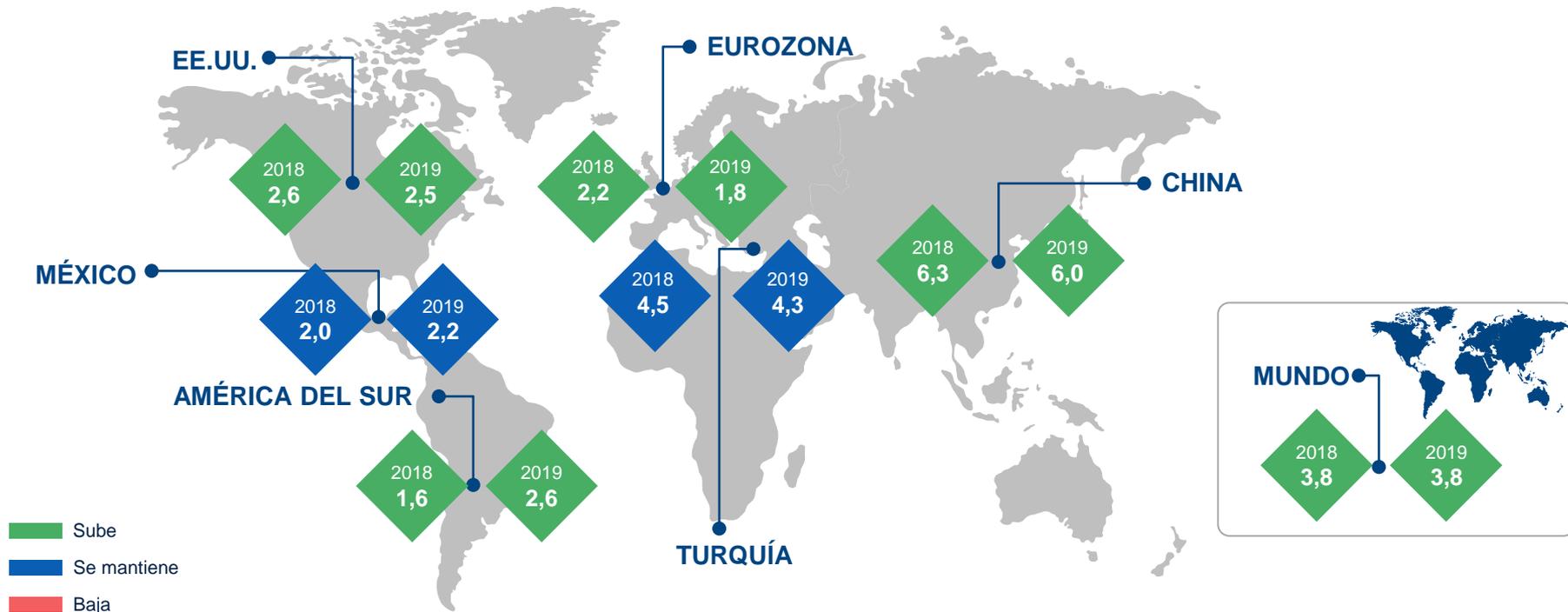
Elementos de incertidumbre:

Política: relevos en los consejos
de gobierno (Fed, BCE)

Macro: posibles sorpresas en
inflación y respuesta de las
economías a tipos más elevados

Mercados: tipos largos
y pendiente de la curva

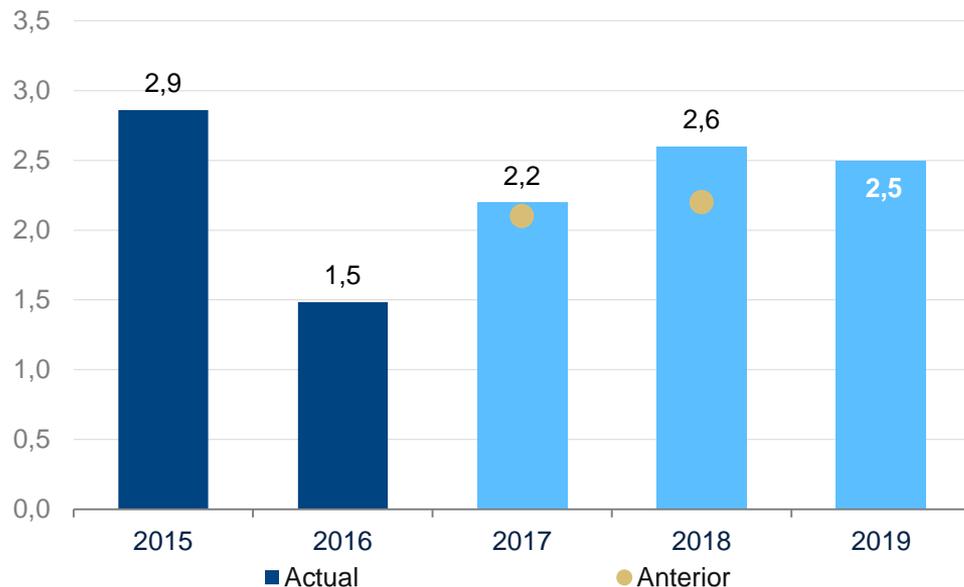
Revisión generalizada del crecimiento al alza



EE.UU.: Mayor crecimiento económico en el corto plazo

EE.UU.: Crecimiento PIB

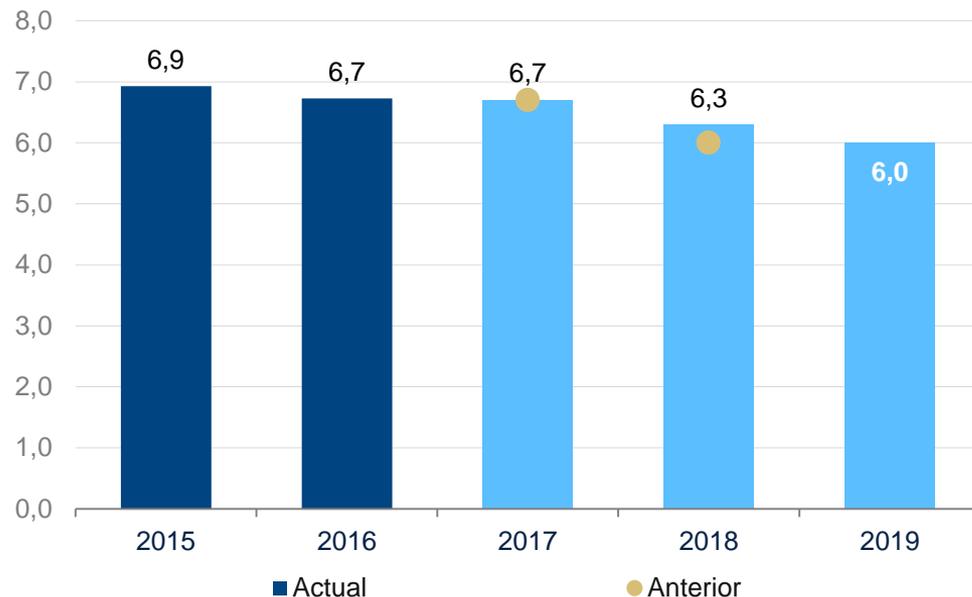
(a/a, %)



- ◆ Impacto positivo del aumento del precio del petróleo, la demanda global y la debilidad del dólar en inversión y exportaciones
- ◆ Efecto positivo pero limitado de la reforma fiscal (alrededor de 0,2pp en 2018), sobre todo por los cambios impositivos a las empresas. Dudas sobre el efecto a largo plazo
- ◆ La política monetaria seguirá siendo acomodaticia, a pesar de la normalización

China: Desaceleración más moderada del crecimiento

China: Crecimiento PIB (a/a, %)



- ◆ Por las reformas estructurales en marcha y el menor apoyo de la política económica
- ◆ A pesar de ello, el buen desempeño económico reduce el riesgo de un ajuste brusco en el corto plazo
- ◆ La eliminación del objetivo de crecimiento limita la generación de desequilibrios
- ◆ Las medidas orientadas a la apertura de la economía, junto con objetivos más cualitativos, impulsarán las reformas estructurales y el PIB potencial

Eurozona: Crecimiento más fuerte y equilibrado

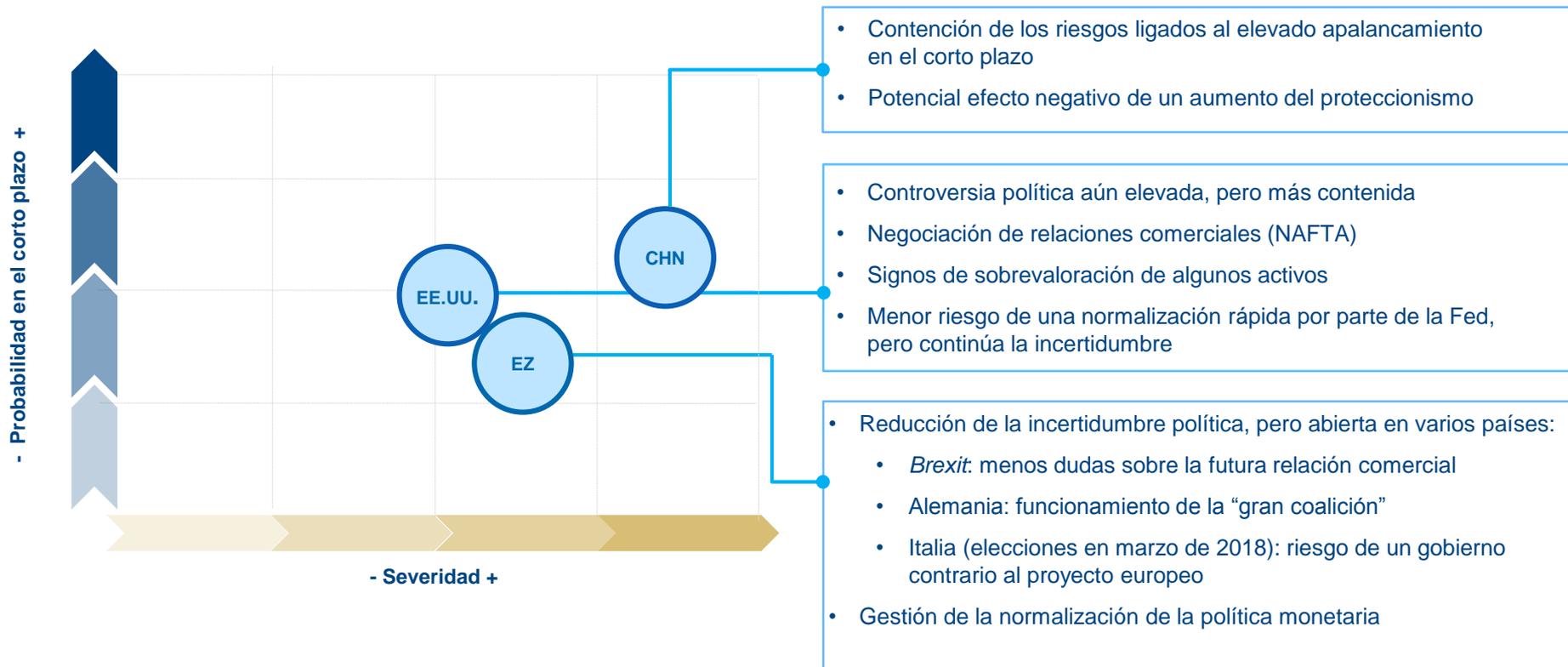
Eurozona: Crecimiento PIB

(a/a, %)



- ◆ El aumento de la renta disponible sigue sustentando un consumo privado sólido
- ◆ Mayor apoyo de la demanda global y un impacto limitado de la apreciación del euro
- ◆ La menor incertidumbre y el aumento de los beneficios apuntalarán la recuperación de la inversión
- ◆ La política monetaria propiciará unas condiciones financieras favorables y un euro relativamente estable
- ◆ La mejora cíclica permitirá reducir el déficit con una política fiscal algo más expansiva

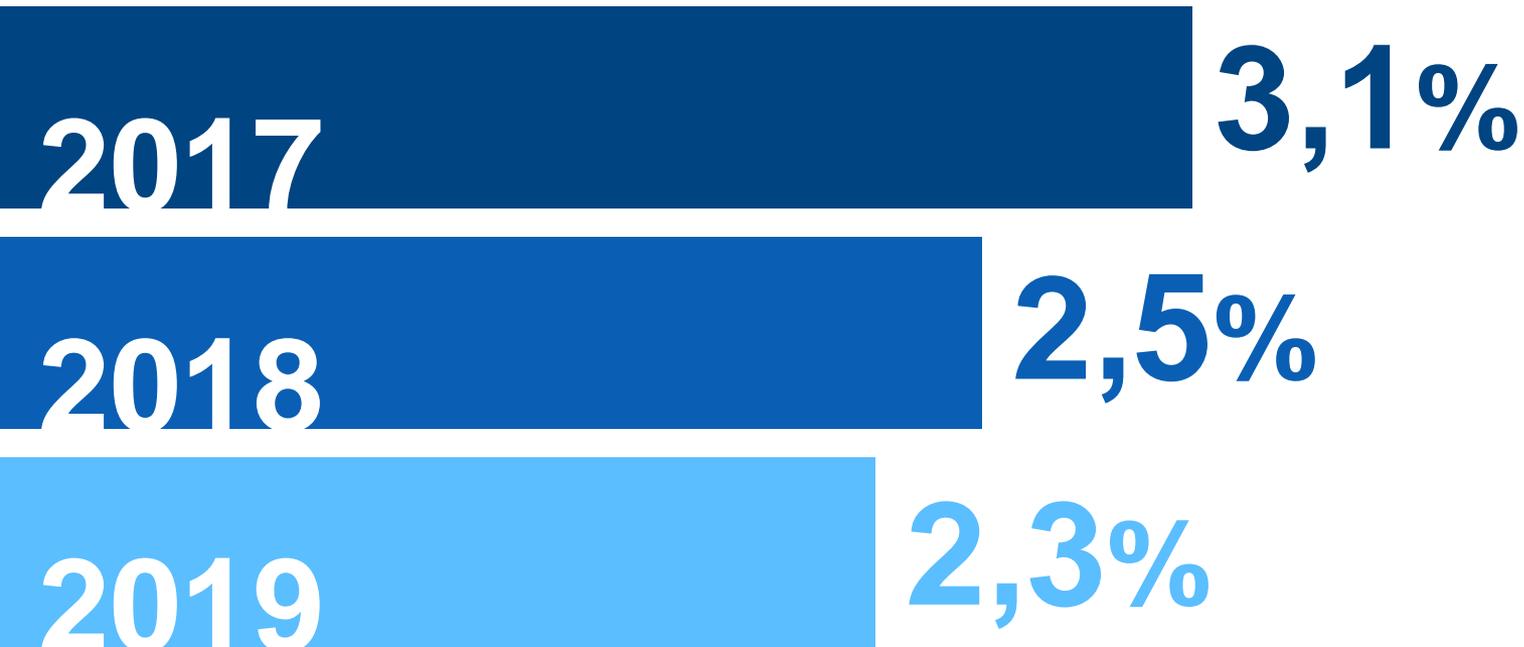
Riesgos globales: Menores en el corto plazo



SITUACIÓN ESPAÑA 1T18



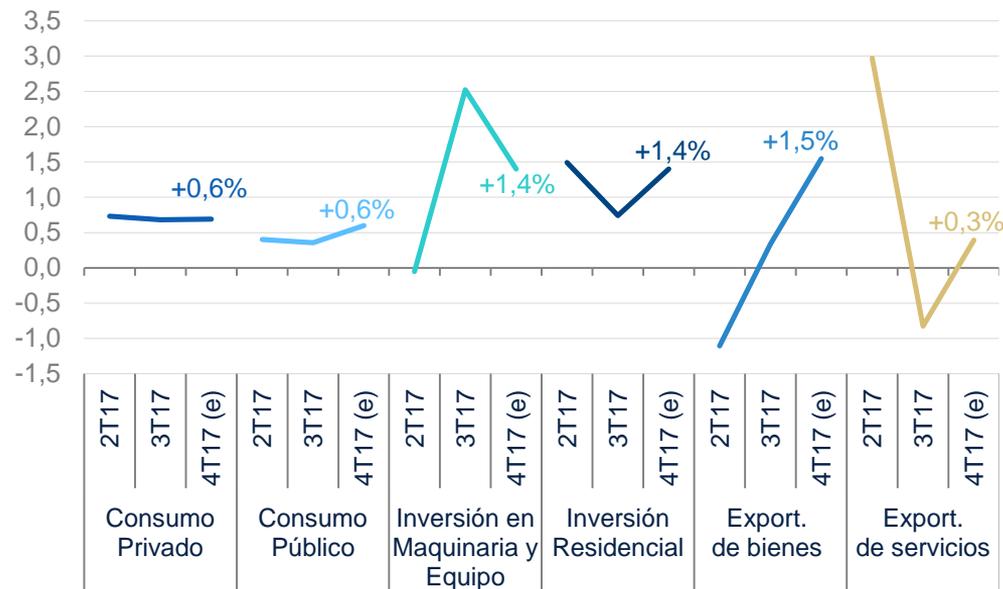
El crecimiento se desacelerará en 2018 y en 2019



El cierre de 2017 fue positivo

España 4T17 previsiones

(% t/t)



(e): estimación

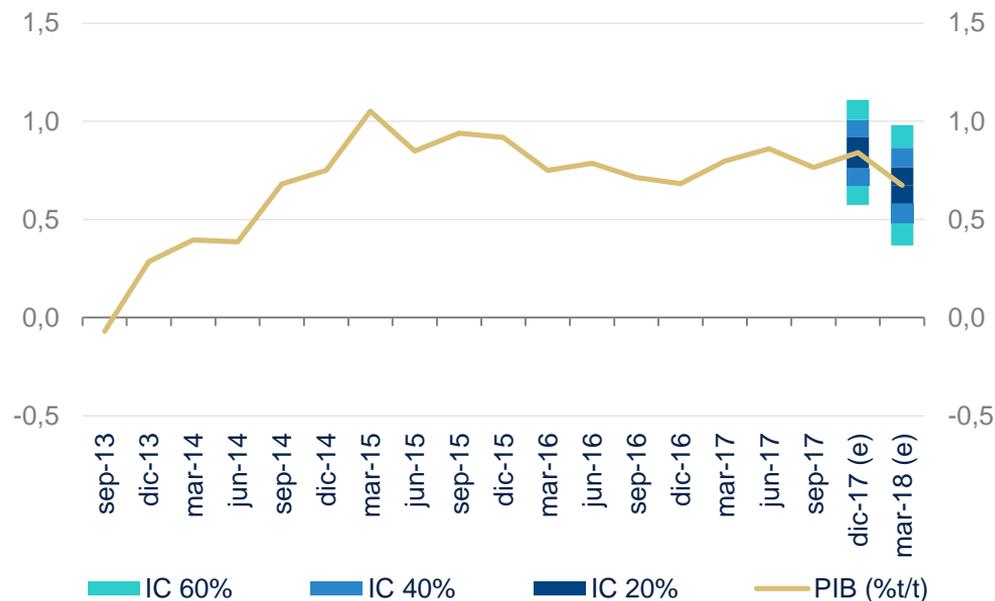
Fuente: BBVA Research a partir de INE

- ◆ El consumo (tanto privado como público) aumentó a un ritmo sostenido, al tiempo que otros agregados se recuperaron
 - Tras un 2T decepcionante, la inversión en maquinaria repuntó con fuerza
 - La inversión residencial ganó tracción al cierre del año
 - Las exportaciones de bienes se recuperan, pero las de servicios se mantienen débiles, debido tanto a factores estructurales como relacionados con el entorno político en Cataluña, por el menor turismo

La actividad podría perder impulso en 1T18

España: Crecimiento del PIB observado y previsiones utilizando el modelo MICA-BBVA

(%, t/t)



(e): estimación

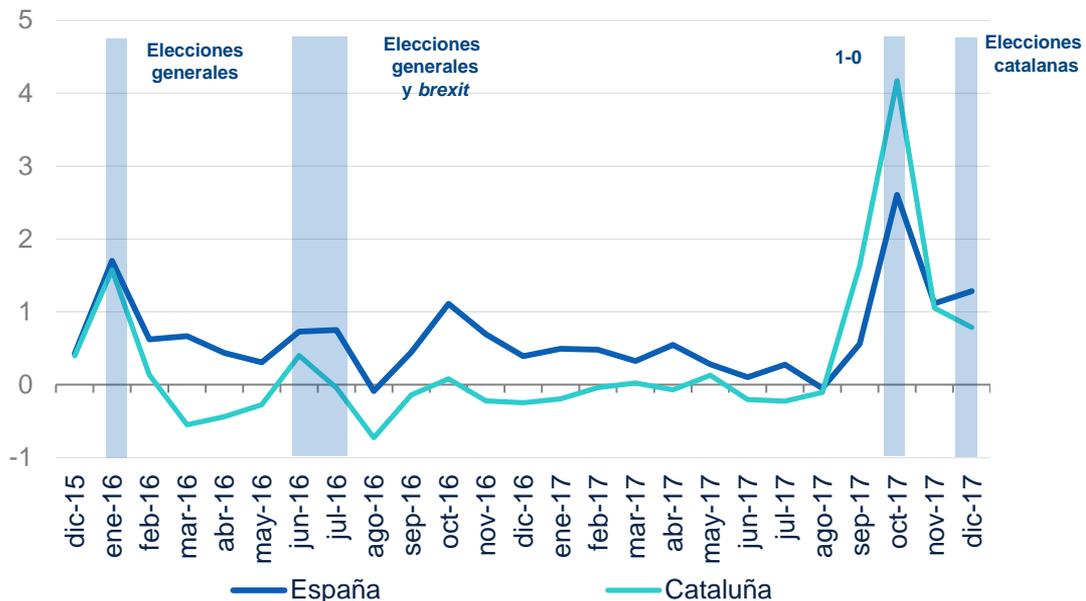
Fuente: BBVA Research a partir de INE

- ◆ A pesar de la incertidumbre de política económica, la economía española podría haber crecido el 0,8% t/t en 4T17
- ◆ Sin embargo, las estimaciones de BBVA Research indican que el crecimiento del PIB se estaría moderando en 1T18 (0,6% t/t – 0,7% t/t)

La actividad pierde impulso en 1T18

Incertidumbre sobre la política económica (EPU)

(Desviaciones típicas, promedio mensual)



◆ La incertidumbre de política económica se mantiene alta, tras marcar el máximo histórico en octubre

- El impacto sobre la economía real podría dejarse notar en los próximos meses
- De no disiparse, o peor aún, de volver a aumentar podría tener efectos adicionales sobre las decisiones de gasto de empresas y familias

La incertidumbre ha tenido un impacto negativo, aunque limitado



Datos financieros

El impacto sobre el crecimiento agregado de la economía real podría dejarse notar a partir del 1S18



Actividad en España

Los indicadores de empleo, producción y confianza han mantenido un tono relativamente positivo



Actividad en Cataluña

Se observa un impacto en los indicadores de gasto y turismo

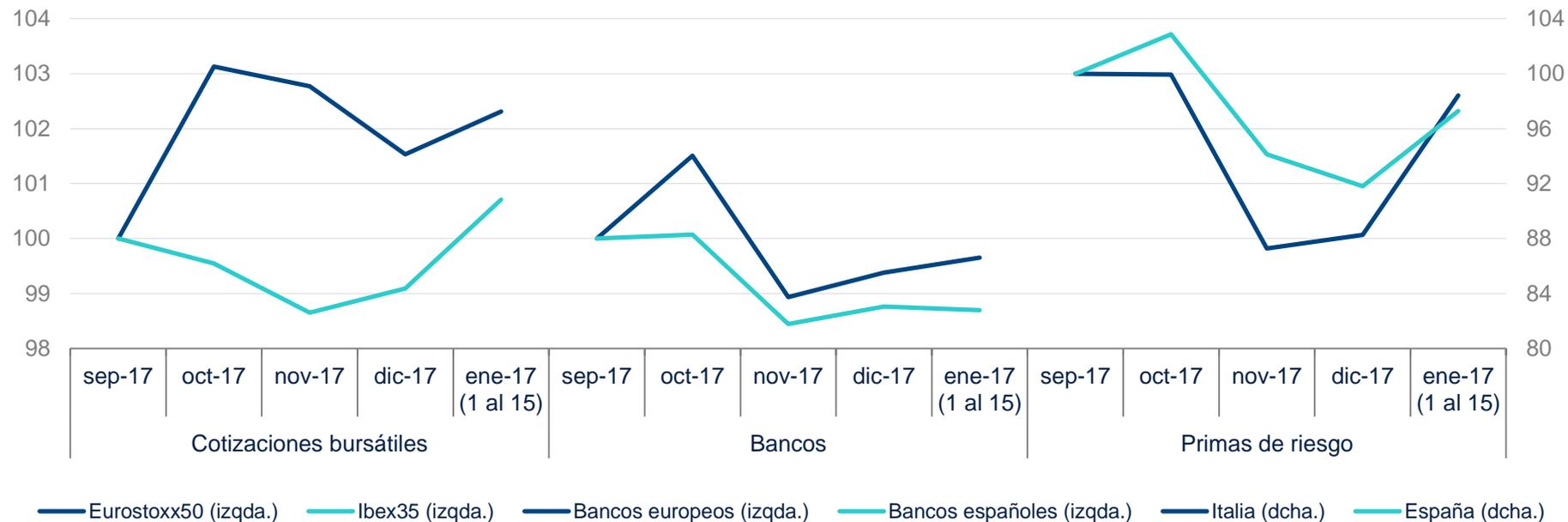


Resumen

El impacto agregado puede ser limitado en el corto plazo, pero más elevado en Cataluña

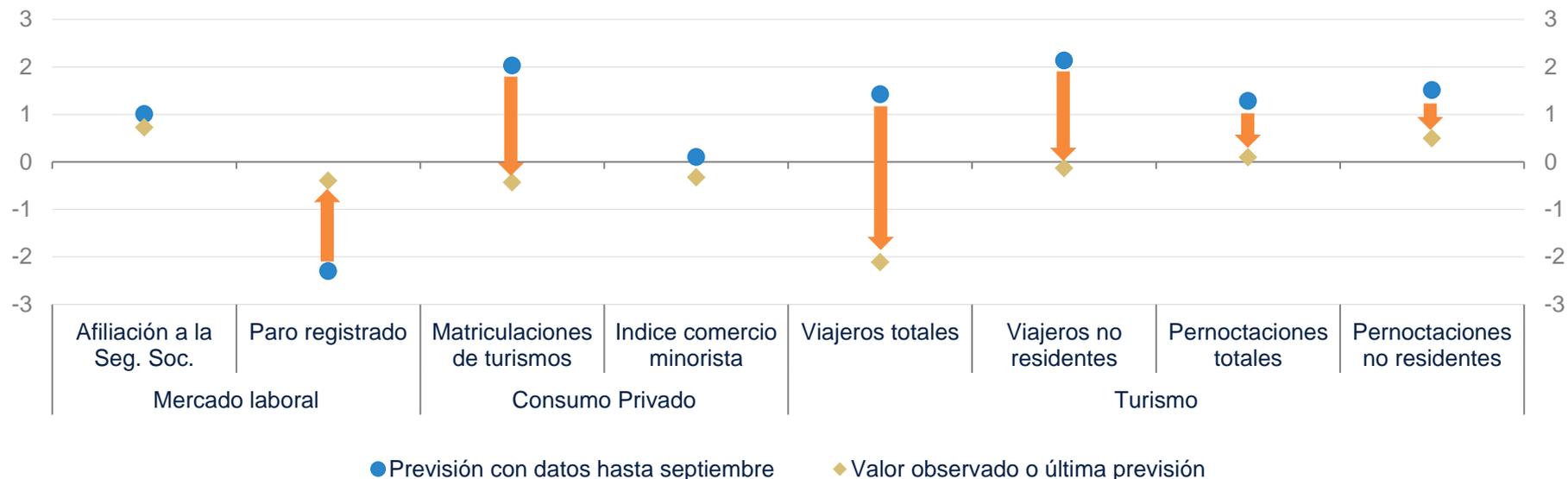
La incertidumbre ha tenido un impacto negativo, aunque limitado: Variables financieras

Indicadores financieros (índice Sep-17=100, medias mensuales)



La incertidumbre de política económica se mantiene alta, y ha repercutido en algunas variables: **Actividad en Cataluña**

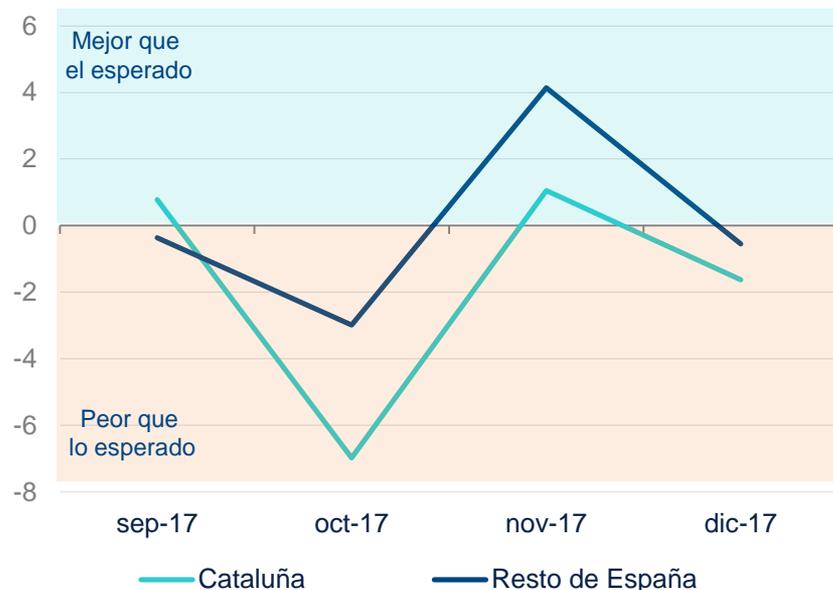
Cataluña: Datos observados y previsiones en un escenario en ausencia de incertidumbre de política económica (% t/t CVEC)



La incertidumbre ha tenido un impacto negativo, aunque limitado: Datos BBVA

Gasto en TPV BBVA*

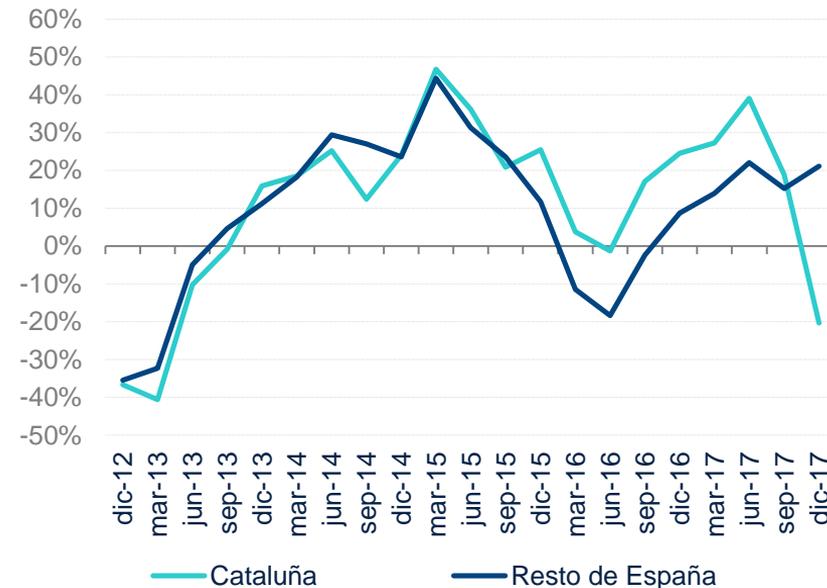
(Media semanal diferencial porcentual respecto a 2015)



(*) Gasto en terminales de punto de venta (TPV) BBVA más gasto en TPV de clientes BBVA
Fuente: BBVA Research y BBVA Data & Analytics

Perspectivas sobre la evolución de la actividad en el trimestre actual

(Balance neto de respuestas, datos preliminares)



2018-2019: El entorno externo apoyará el crecimiento



Precio del petróleo

- Todavía bajo (respecto a 2014), a pesar de la revisión al alza



Tipo de cambio

- La apreciación reciente va a tener un impacto limitado para España



Crecimiento global

- Revisión al alza en Europa
- Una recuperación global más sincronizada es positiva para España dada la diversificación de las exportaciones



Respaldo de la política monetaria

- Salida del BCE muy gradual
- Bajos intereses a largo plazo



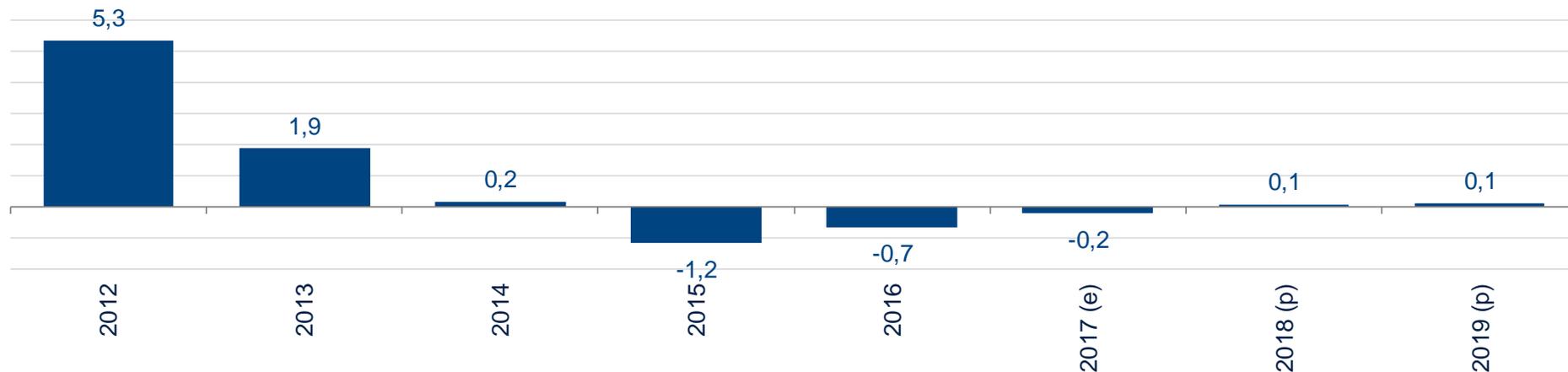
Prima de riesgo relativamente baja

- Además, el modelo estructural sugiere que hay margen para una revisión a la baja (positiva para el crecimiento)

2018-2019: La política fiscal será prácticamente neutral

España: Cambio en el saldo primario ajustado de ciclo (esfuerzo fiscal)*

(pp del PIB)

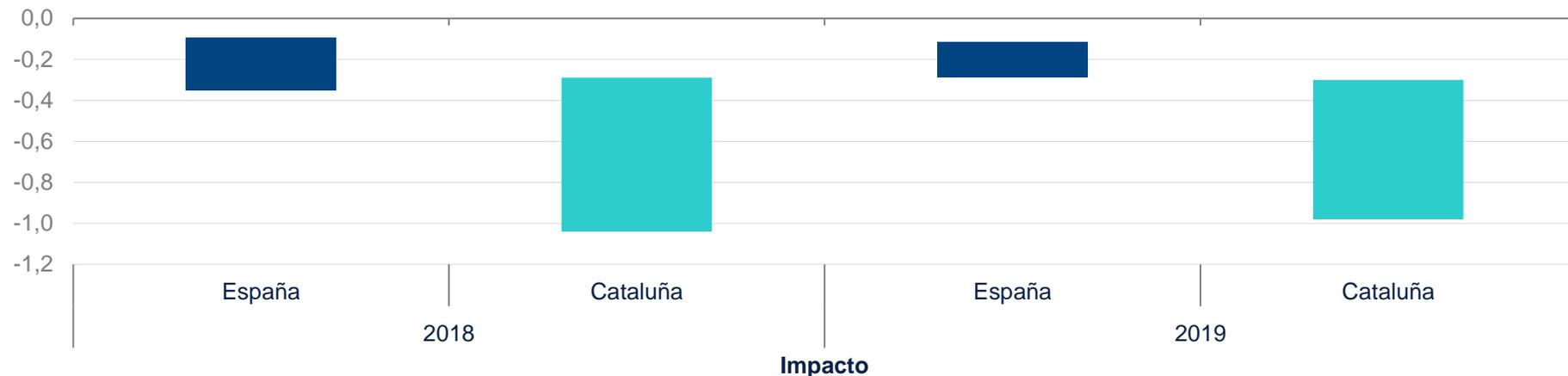


(*) Excluyendo las ayudas del sector financiero Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP. (e): estimación (p): previsión

La recuperación cíclica va a ayudar a reducir el déficit,
aunque una pequeña desviación del objetivo es posible

2018-2019: La incertidumbre de política económica tendrá un coste en actividad

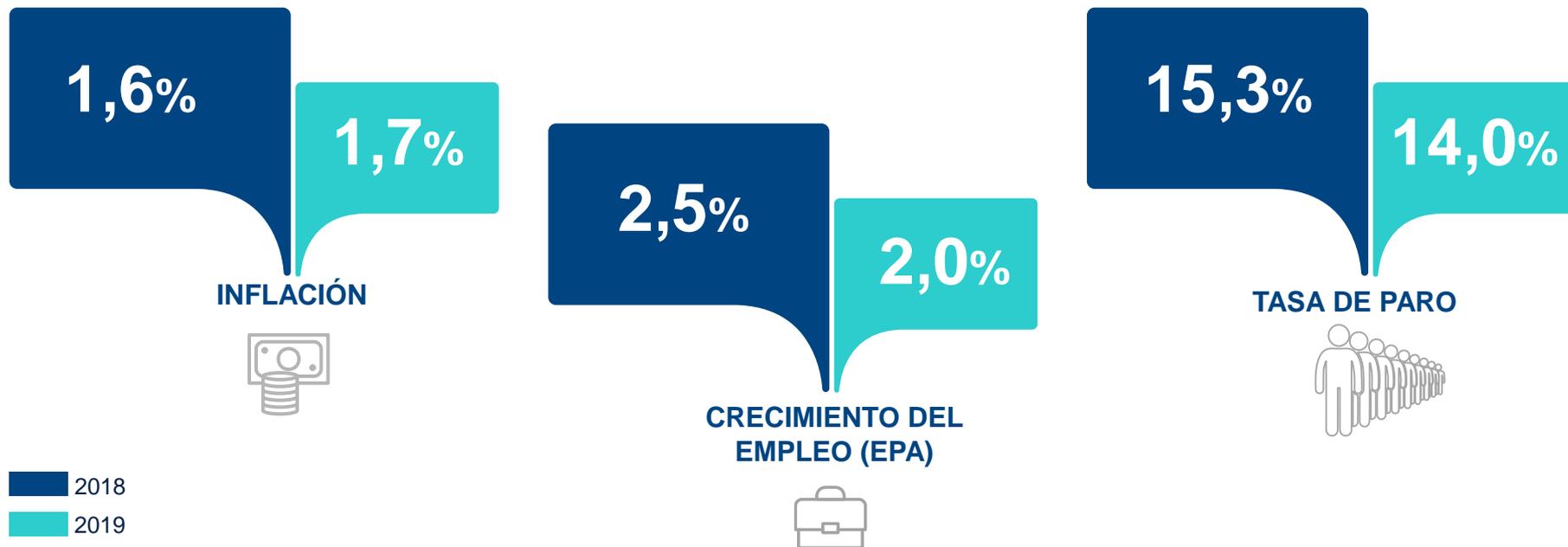
Respuesta del PIB a los *shocks* de incertidumbre de política económica
(% a/a, desviación del escenario base)



Fuente: BBVA Research

El aumento de la incertidumbre y el deterioro observado en la percepción externa (turismo, variables financieras) afectarán el gasto de familias y empresas, limitando el crecimiento durante los próximos dos años

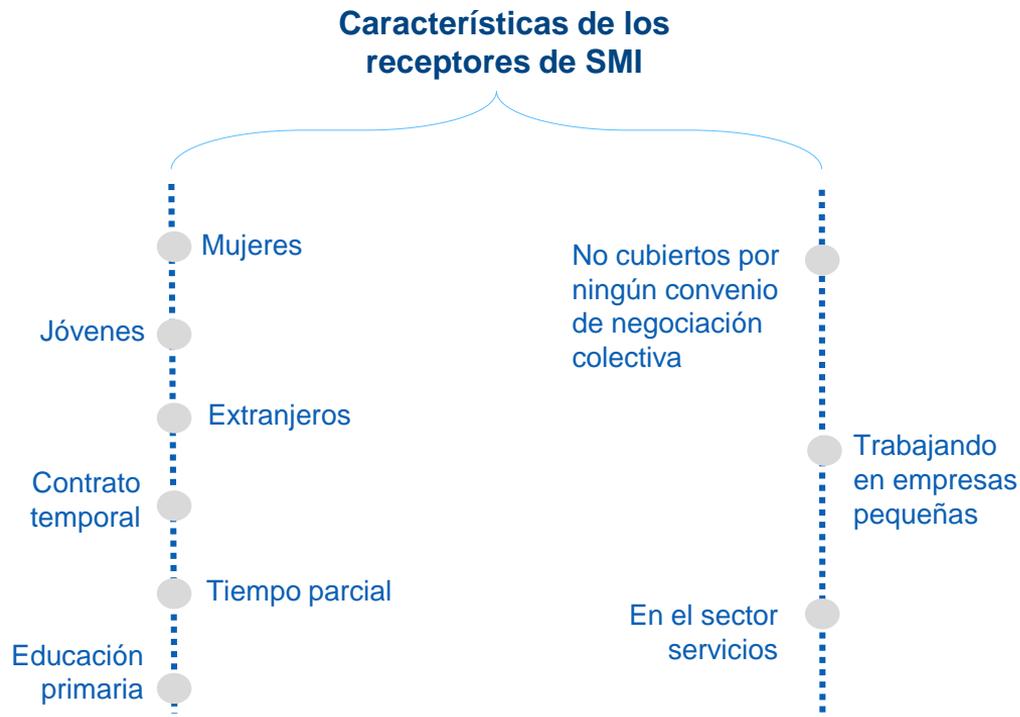
2018-2019: Previsiones de inflación y mercado laboral



Riesgos internos: Aumento del SMI

En la medida que el resto de la distribución de salarios no se vea afectada por el incremento en el SMI, su **aumento no debería afectar significativamente a la creación de empleo**

Sin embargo, existen ciertos colectivos para los que el aumento en el coste de contratación pudiera **reducir su probabilidad de encontrar un puesto de trabajo**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

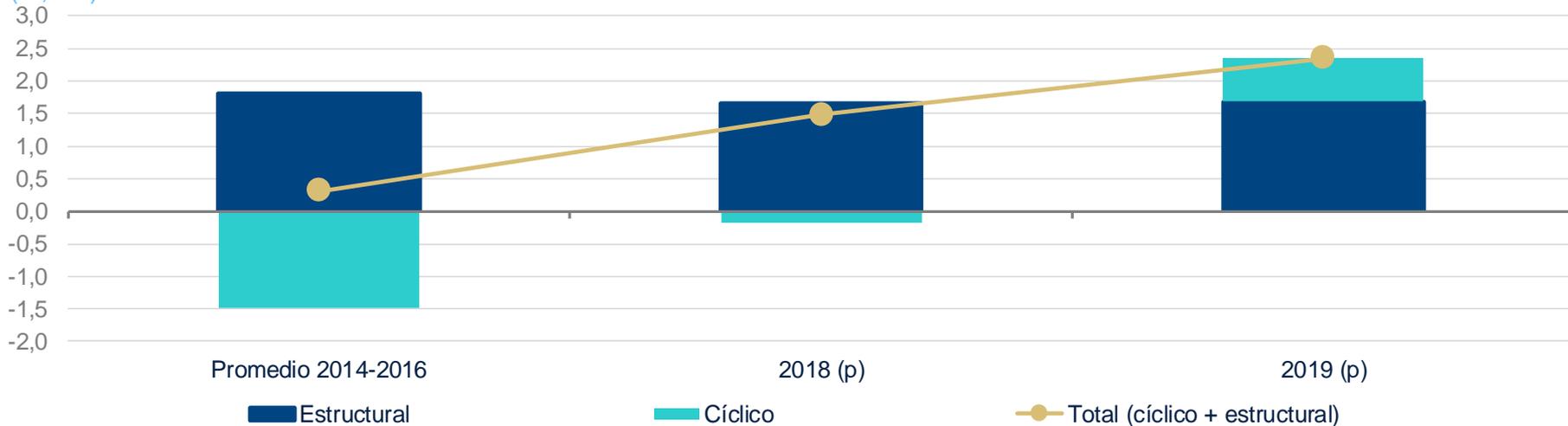
Véase: Archondo I., J. R. García y C. Ulloa (2017): "Repercusiones del aumento del salario mínimo en España"

Disponible en: https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2017/03/Observatorio_SMI_feb17.pdf

Riesgos internos: Elevado paro estructural

España: Descomposición de la remuneración nominal por asalariado

(%, a/a)



(p): previsión

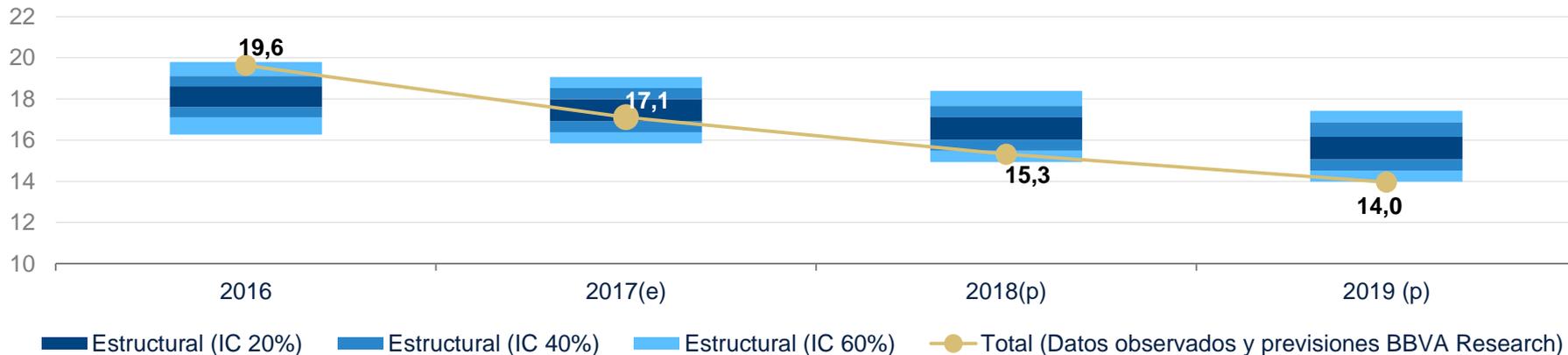
Fuente: BBVA Research

Es posible que la continuación de la recuperación empiece a tener un impacto cada vez mayor en la formación de salarios. Este crecimiento es bienvenido si es consecuencia de mejoras de la productividad

Riesgos internos: Elevado paro estructural

España: Tasa de desempleo

(%)



(e): estimación (p): previsión
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Si una parte significativa de la tasa de paro refleja restricciones de capacidad, la recuperación podría llevar a un nuevo aumento de la desigualdad entre los que tienen un puesto de trabajo y los que no

Riesgos locales: Déficit fiscal

AA.PP.: Cumplimiento de la regla de gasto de la LEP

	AC	CC.AA.	CC.LL.
2013	Cumplido	Cumplido	Cumplido
2014	Cumplido	Menor grado de Incumplimiento	Cumplido
2015	Mayor grado de Incumplimiento	Mayor grado de Incumplimiento	Menor grado de Incumplimiento
2016	Menor grado de Incumplimiento	Cumplido	Cumplido
2017*	Cumplido	Menor grado de Incumplimiento	Cumplido

Mayor grado de Incumplimiento
 Cumplido
 Menor grado de Incumplimiento

(*) En 2017, según la ejecución presupuestaria hasta octubre para la AC y las CC. AA.; y ejecución hasta el 3T17 para las CC.LL.



Número de CC. AA. que incumplieron

- ◆ Las elecciones autonómicas de 2019 y la posible relajación de la regla de gasto aumentan la incertidumbre
- ◆ Persisten las dudas sobre la aprobación o prórroga de los Presupuestos Generales del Estado (PGE)
- ◆ La evolución reciente también introduce incertidumbre sobre los ingresos tributarios proyectados por el Gobierno

Retos: Aprovechar las oportunidades de la 4ª Revolución Industrial

Características de los trabajadores en ocupaciones con mayor riesgo de automatización*



- ◆ La **transformación tecnológica** es una oportunidad y también un reto
- ◆ El impacto agregado es positivo, pero un **36% del empleo en España se enfrenta al riesgo de automatización**
- ◆ Es crucial liderar el cambio, con políticas que suavicen la transición, amortigüen los costes y potencien los beneficios

Mensajes clave

- ◆ **El mayor crecimiento global se afianza.** Revisión al alza en 2018 generalizada por áreas, pero tendiendo a estabilizarse en 2019
- ◆ En España, **la actividad y el empleo siguen creciendo**, pese a la incertidumbre sobre la política económica. **Sin embargo, se prevé una desaceleración en 1S18**
- ◆ **Se mantienen las previsiones** de crecimiento del PIB **para 2017 y 2018 en el 3,1% y 2,5% respectivamente.** Además, se espera que la recuperación continúe en 2019 (2,3%) y que la mejora de la economía comience a trasladarse a un crecimiento de los salarios
- ◆ Entre los **riesgos** domésticos se mantiene **el entorno político, el ajuste fiscal, el paro estructural y la ralentización de las reformas**



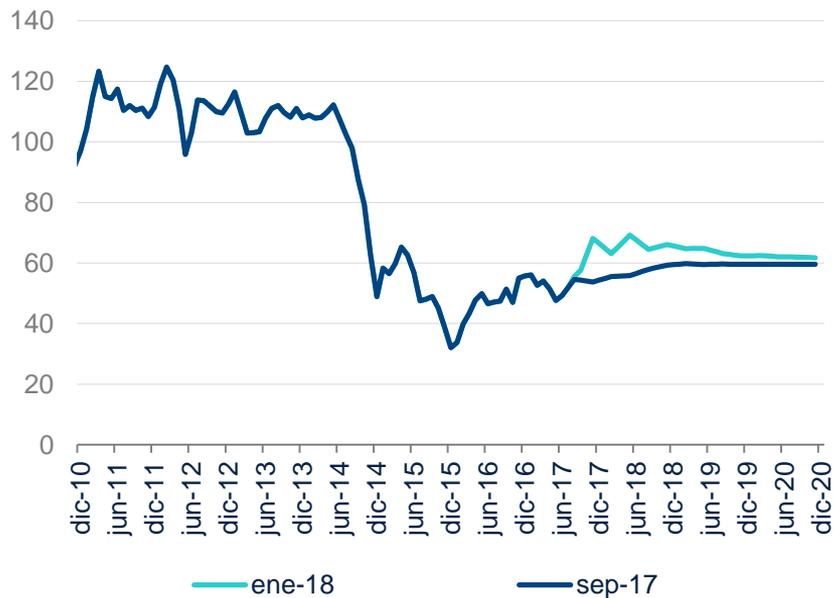
ANEXOS



Fundamentos externos: Precio del petróleo más alto

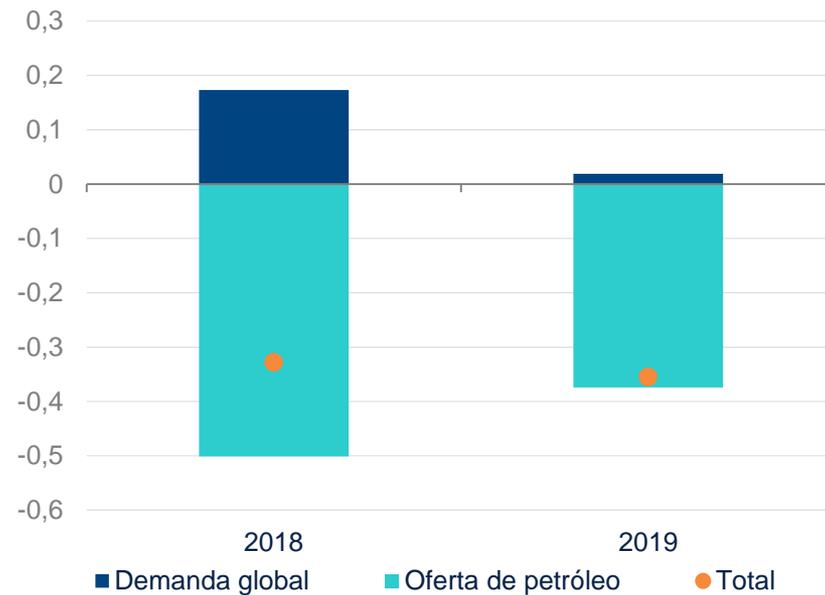
Previsión del petróleo Brent

(Dólares por barril)



España: Impacto del precio del petróleo en el PIB según tipo de shock

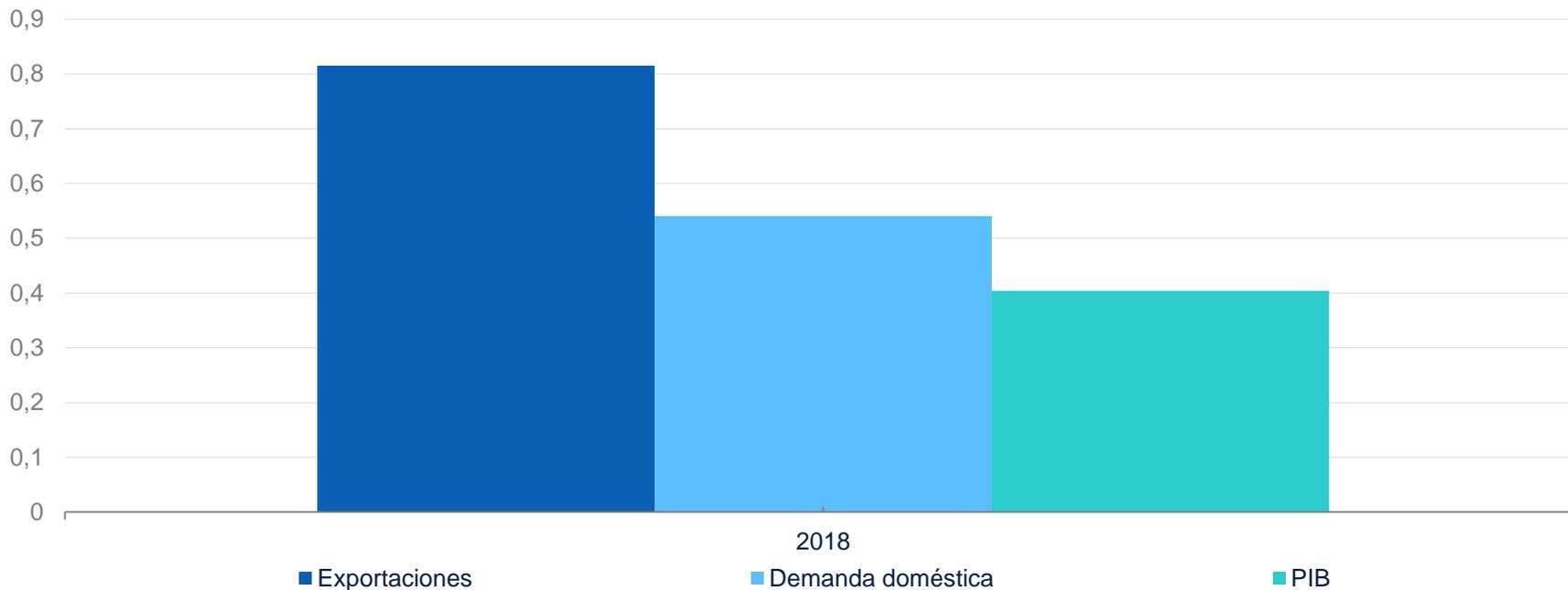
(pp a/a)



Fundamentos externos: Crecimiento más fuerte de la UEM

España: Efecto sobre el PIB del *shock* de demanda de la UEM

(pp a/a)



2018-2019: La incertidumbre de política económica tendrá un coste real

Respuesta del PIB al actual aumento de la incertidumbre de política económica

(% a/a, desviación en respecto al escenario base)



<0,2

-0,2 a -0,4

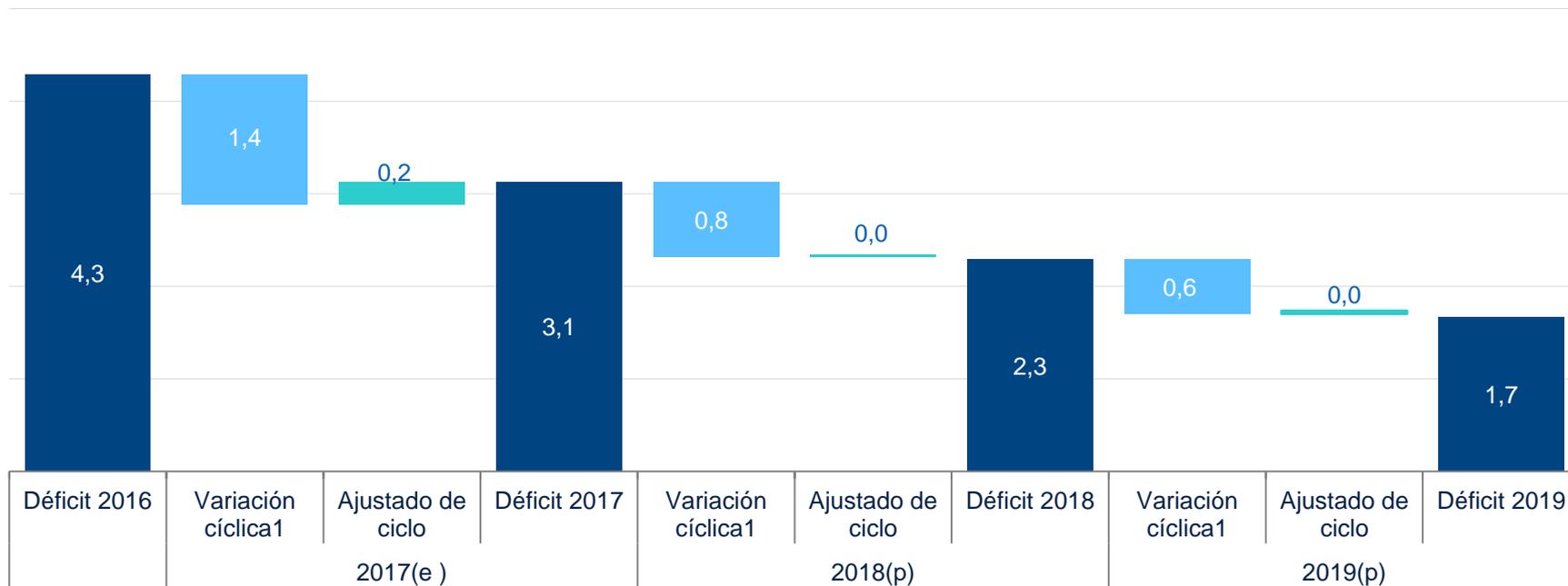
-0,4 a -0,6

-0,7

- ◆ El canal de comercio es el más relevante para determinar el impacto en otras regiones de España
- ◆ Se espera que las otras vías (compra de casas, turismo...) tengan un rol secundario

2018-2019: La política fiscal será prácticamente neutral

España: Ajuste fiscal (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP. (e): estimación (p): previsión

Cambios en nuestras previsiones

Los fundamentos todavía apoyan una recuperación relativamente fuerte

% a/a	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,5	2,2	2,1	1,9
Consumo privado	2,9	2,5	2,2	1,9
Consumo público	0,8	1,2	1,8	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	3,3	5,0	3,7	4,3
Equipo y Maquinaria	5,0	6,2	3,5	4,3
Construcción	2,4	4,3	3,4	4,1
Vivienda	4,4	7,6	5,3	5,7
Otros edificios y Otras Construcciones	0,9	1,5	1,6	2,7
Demanda interna (*)	2,5	2,6	2,4	2,3
Exportaciones	4,8	5,1	4,4	5,2
Exportaciones de bienes	3,1	5,0	5,0	5,4
Exportaciones de servicios	8,8	5,3	3,3	4,7
Servicios no turísticos	8,2	3,0	3,7	6,1
Consumo final de no residentes en el territorio económico	9,7	8,7	2,8	2,9
Importaciones	2,7	3,9	4,4	5,8
Demanda externa (*)	0,7	0,5	0,2	0,0
PIB real pm	3,3	3,1	2,5	2,3

(*) Contribución al crecimiento del PIB
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Bde

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

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

Escenarios Económicos Globales
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

BBVA-Research

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.delaspena@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países
Olga Cerqueira
Olga.cerqueira@bbva.com

Regulación Digital
Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

España y Portugal
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
Nathaniel.karp@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@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