

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación España

1T19

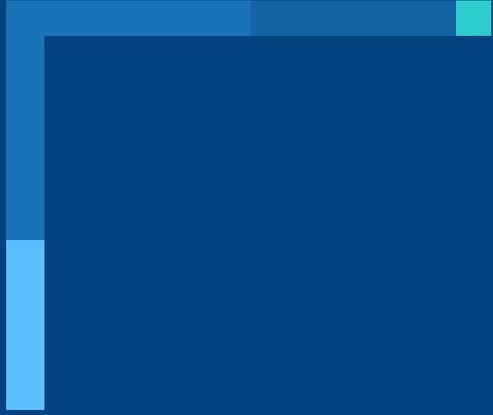
Febrero 2019

Creando Oportunidades

Mensajes clave



- El entorno global se ha deteriorado y es más incierto, pero seguimos esperando una desaceleración suave. El impacto del proteccionismo es más evidente y sigue siendo el principal riesgo, junto con un ajuste intenso del crecimiento en China y EE.UU., y el aumento de la incertidumbre en Europa
- En España, el avance de la actividad se mantiene en positivo. No obstante, en 2018 se ha consolidado una desaceleración del PIB de 0,5pp hasta el 2,5%, como resultado de la pérdida de tono en el consumo privado, la ralentización de la demanda externa y la mayor incertidumbre
- El entorno global, la política monetaria acomodaticia, los bajos precios del petróleo y el impulso fiscal seguirán apoyando el crecimiento, aunque menos que en el bienio 2017-2018. El avance del PIB se mantendrá en torno al 2,4% en 2019 y se moderará hasta el 2,0% en 2020. Los riesgos son a la baja
- No obstante, es necesario impulsar medidas que mejoren la capacidad de respuesta de la economía española ante los desafíos vigentes y generen un crecimiento inclusivo. La incertidumbre aumenta respecto a la sostenibilidad del crecimiento externo, persisten dudas sobre la política económica y sobre los efectos de algunas medidas ya tomadas



01

Situación Global 1T19

Hacia un ajuste aún suave del crecimiento mundial, pero con mucha incertidumbre



Desaceleración del crecimiento mundial, pero todavía robusto

Fuerte ajuste del comercio y del sector industrial, mientras la inversión y el consumo resisten al deterioro de la confianza



Menor inflación tras la caída del precio del petróleo

Menos presión para los bancos centrales y más apoyo para las economías importadoras de petróleo



Aumento de las tensiones financieras en los países desarrollados

Fuerte ajuste del precio de los activos y salida de flujos de inversión, pero no en las economías emergentes, donde hay diferenciación



Bancos centrales más cautos y pacientes

La normalización de la política monetaria dependerá de la evolución de la economía y es clave para contener la preocupación de los mercados



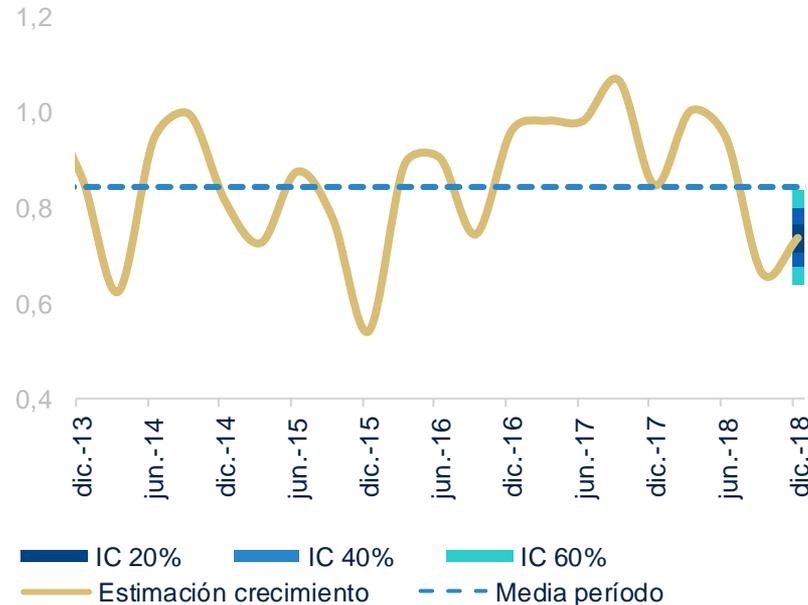
Los riesgos globales se intensifican

Al proteccionismo se une una posible mayor desaceleración en China y EE.UU., y el aumento de la incertidumbre en Europa

Clara tendencia a la baja en el crecimiento mundial, pero con signos de cierta estabilización

Crecimiento del PIB mundial

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

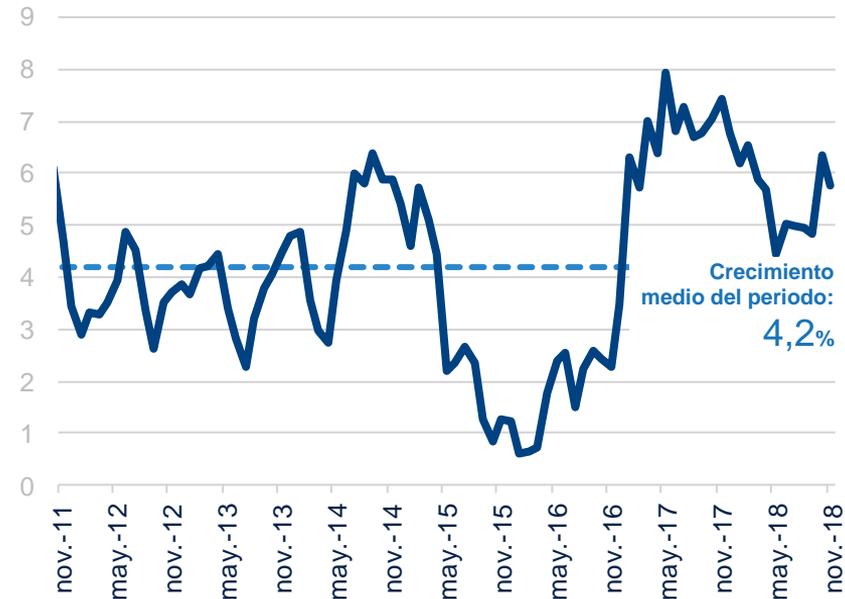


- El crecimiento global ha entrado en la fase de desaceleración, pero todavía sigue siendo sólido
- El deterioro generalizado de la producción industrial y del comercio sugieren un impacto más evidente del proteccionismo
- La fuerte moderación de la confianza industrial se extiende a otros sectores, pero el crecimiento del gasto privado se mantiene
- La elevada incertidumbre continúa a principios de año y seguirá pesando sobre el crecimiento

Comercio global: efecto más evidente del aumento de los aranceles y de la incertidumbre sobre las negociaciones comerciales

Indicador BBVA de exportaciones mundiales de bienes

(% a/a, media móvil tres meses, nominal)

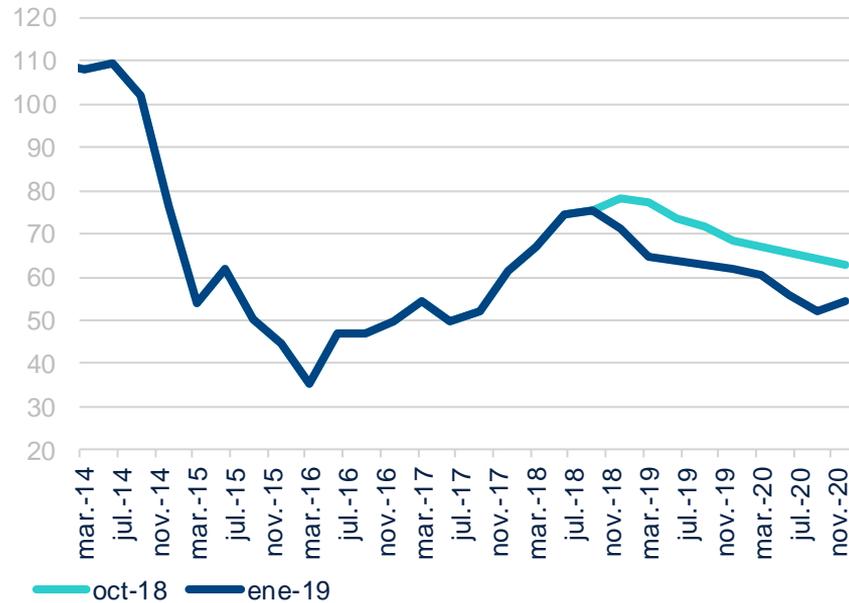


- El comercio mundial ha mostrado una fuerte volatilidad por la incertidumbre sobre las disputas comerciales
- El mal desempeño reciente de las exportaciones en China se debe, en parte, al adelanto de intercambios por la posibilidad de nuevas subidas de aranceles, pero preocupa su tendencia a la baja
- La peor evolución de las exportaciones también se ha observado en el resto de Asia y en Alemania

El menor precio del petróleo favorecerá el crecimiento y aliviará las presiones inflacionistas

Precio del petróleo

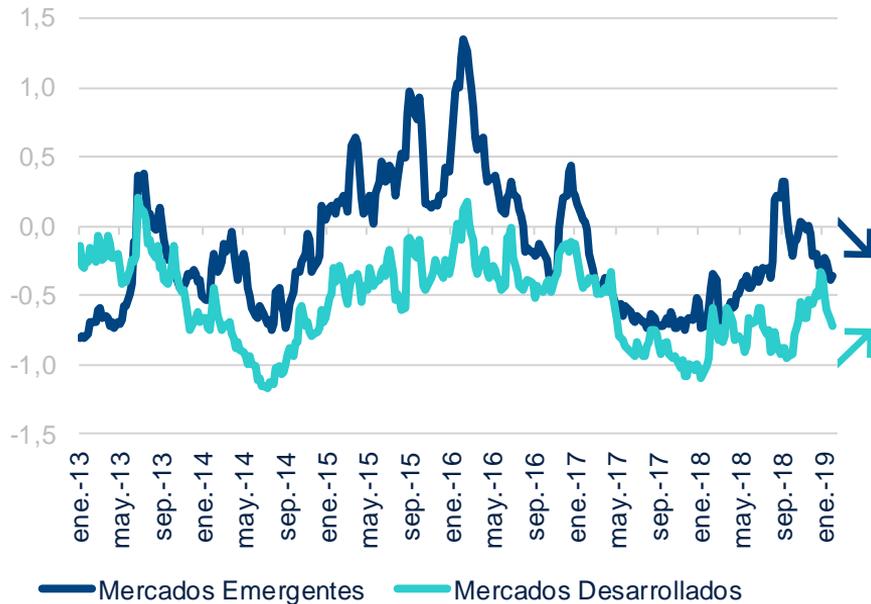
(Brent, USD por barril)



- Los precios del petróleo pueden recuperarse algo en el corto plazo por los anuncios de recorte de producción
- Las caídas de la oferta se compensan por la mayor producción en EE.UU. y la menor demanda global
- Más allá de su volatilidad a corto plazo, los precios del crudo deberían mantenerse en 2019-20 cerca de su nivel de equilibrio de largo plazo (60 USD por barril)
- Esto podría estimular el crecimiento mundial entre una y dos décimas en 2019-20

Turbulencias recientes en los mercados financieros ante el riesgo de un ajuste brusco del crecimiento global

Índice BBVA de tensiones financieras (Índice normalizado)



Fuente: BBVA Research

01



Los mercados desarrollados (EE.UU.) están en el centro del episodio. Los flujos siguen cautelosos a la hora de entrar en Europa

02



Los países emergentes resistieron bien al ajuste, a pesar de la caída de los precios del petróleo

03



Los inversores ajustan sus carteras: salidas de activos con mayor riesgo y entradas en fondos más líquidos.

04

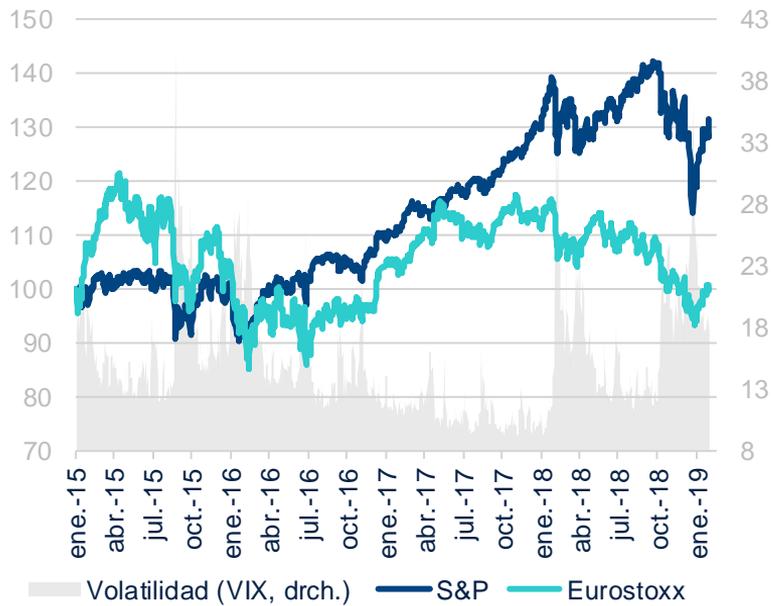


La respuesta de los bancos centrales (Fed) vuelve a ser clave para detener las tensiones

Las tensiones se concentraron en mercados desarrollados. Los tipos de interés vuelven a reducirse

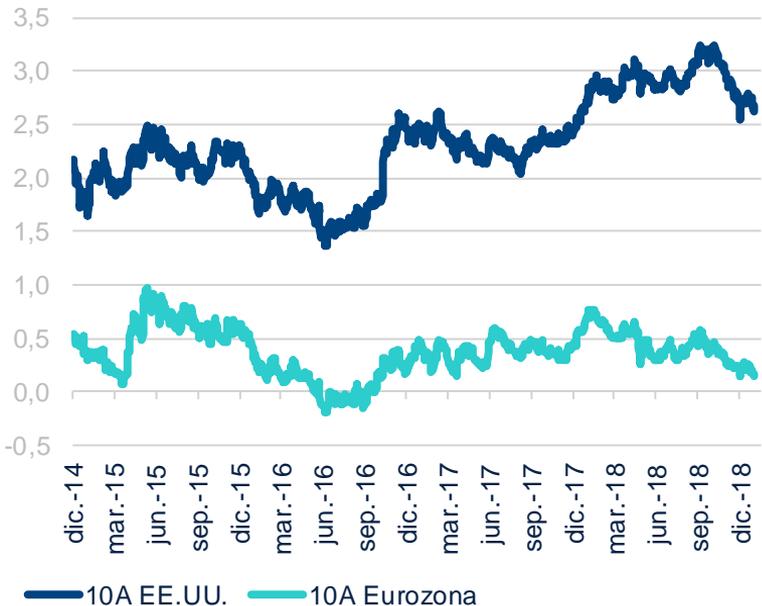
Principales índices de renta variable y volatilidad

(Base 100: enero 2015 y %)



Tipos de interés en países desarrollados

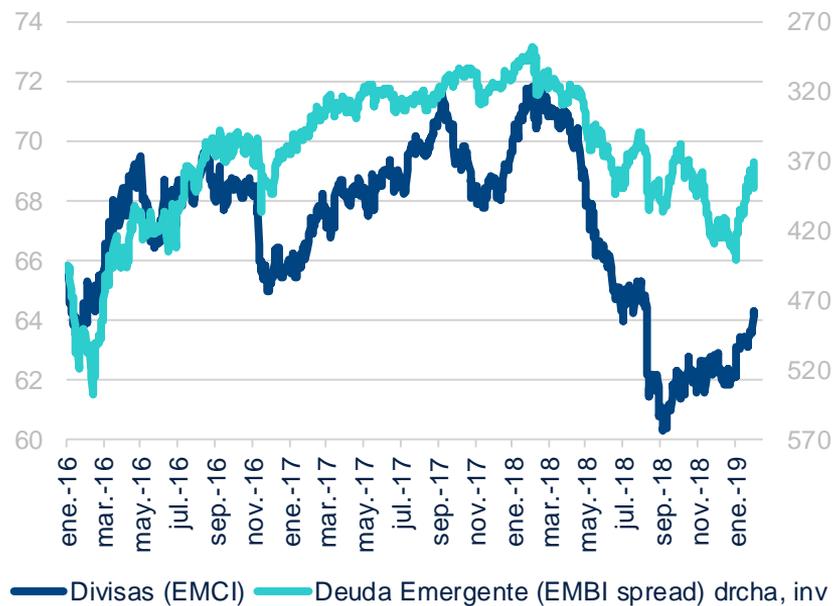
(%)



Los mercados emergentes, tras un ajuste fuerte en 2018, se mantienen al margen de este episodio

Divisas y Bonos Emergentes

(Índices)



Reacción de política económica en los países más vulnerables (Argentina, Turquía)



Estímulos económicos (China)

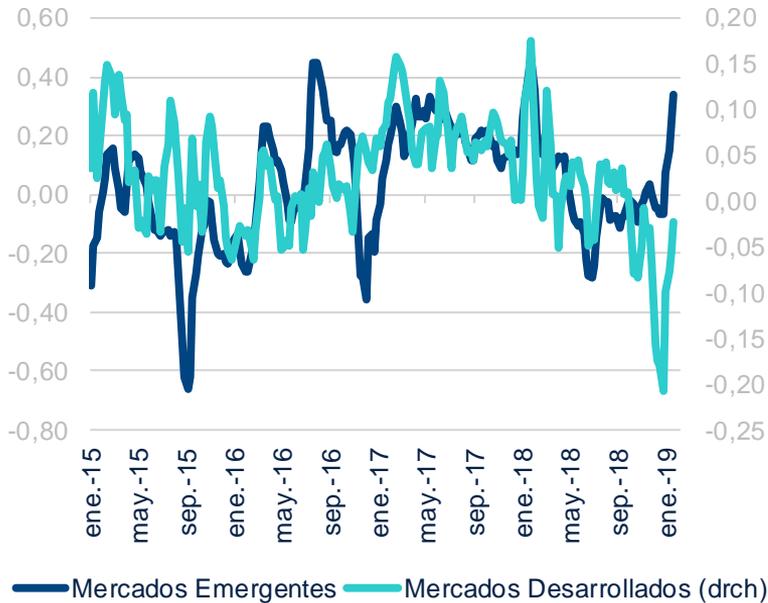


Efecto asimétrico de la caída de precios del petróleo (exportadores vs importadores)

El entorno de aversión al riesgo se está viendo en la recomposición de los flujos de capitales, refugio en deuda y liquidez

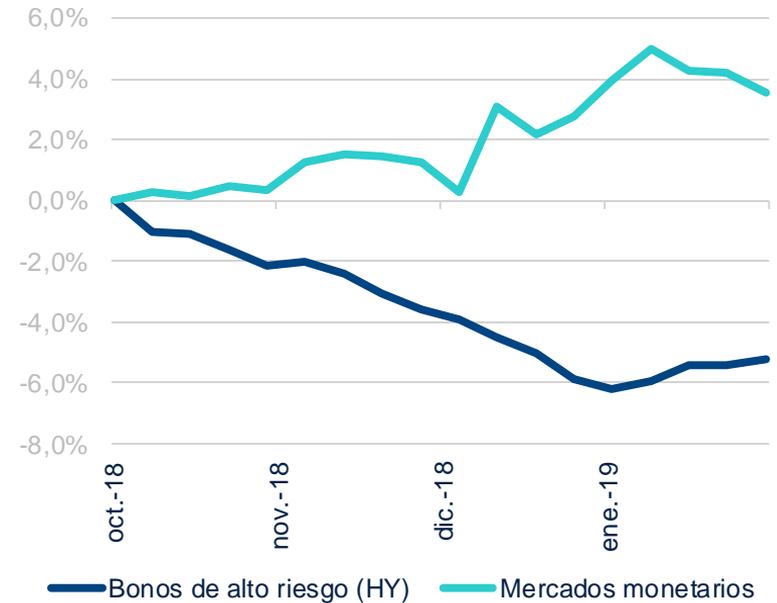
Flujos de cartera: regiones

(% sobre activos bajo gestión, mm 4 semanas)



Flujos de cartera: tipos de activo

(% sobre activos bajo gestión acumulados desde octubre)



Los bancos centrales son sensibles a los riesgos crecientes, y el proceso de normalización monetaria se está ralentizando



Balance



- **Continúa la reducción del balance** (550mM de dólares en 2019)



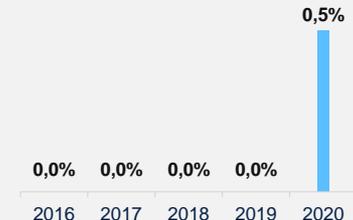
Tipos de interés

- **La pausa en el ciclo de subidas de tipos está más cerca** (dos de 25pbs en 2019, pero hay un riesgo de que sean menos)



- **Fin del QE** (diciembre de 2018)
- **Reinversión total del QE** más allá del inicio de subida de tipos
- **Muy probable una nueva LTRO** antes de junio de 2019

- **Retraso de la senda de subida de tipos** debido a unas perspectivas globales menos favorables y a mayores riesgos. **No se esperan hasta junio de 2020**



Ajuste aún suave del crecimiento mundial, pero más incierto debido a la dependencia de las políticas económicas

Peores resultados macroeconómicos

Ralentización más rápida de lo esperado

(Proteccionismo + China)

Evidencia de que el impacto del **estímulo fiscal de EE.UU.** desaparecerá antes de lo previsto



Mayores tensiones financieras

Por los riesgos de una **fuerte desaceleración del crecimiento mundial**

Condiciones financieras más duras



Tres supuestos clave para no hacer descarrilar el ajuste global suave:



01

Reducción de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, y sin cambios en el sector automoción



02

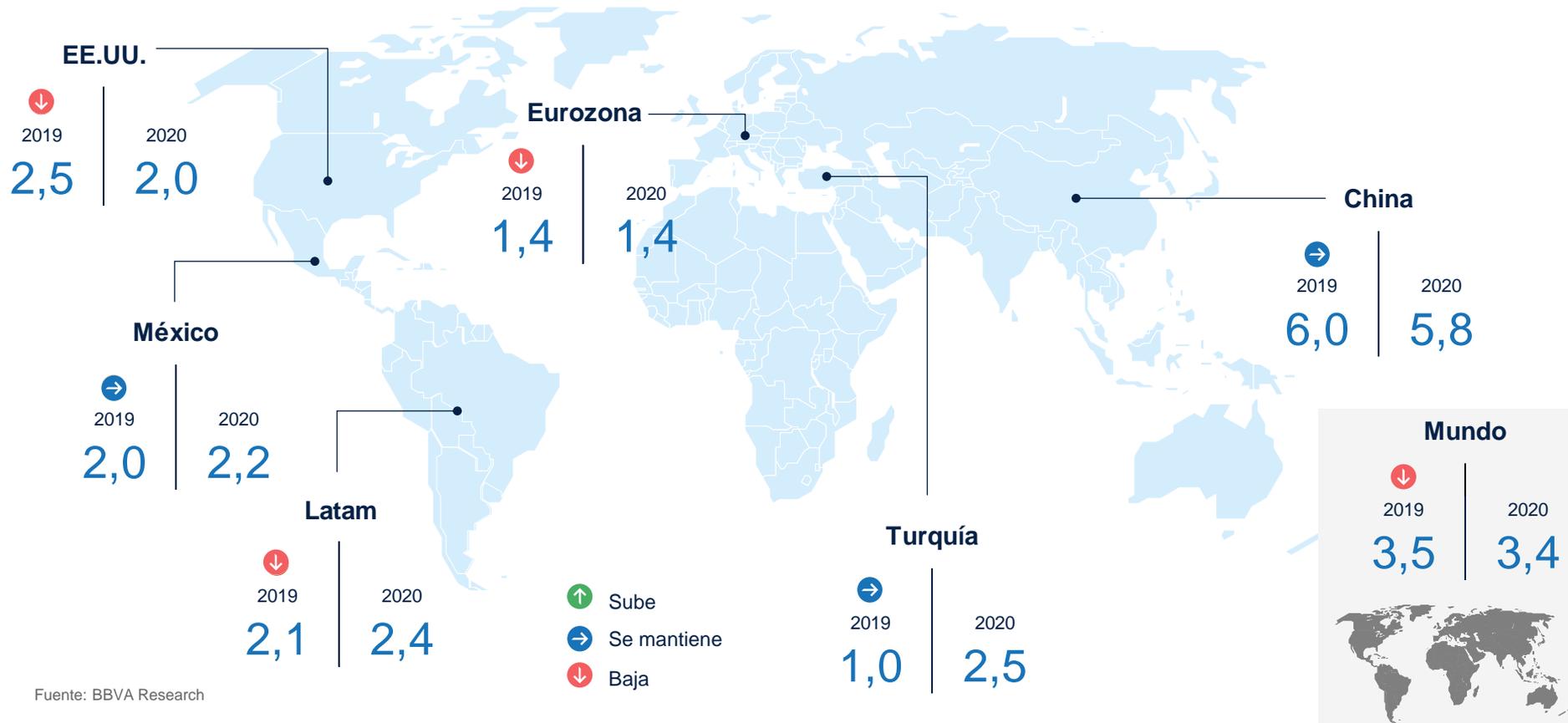
Salida ordenada de Reino Unido de la UE



03

La Fed y el BCE son más cautos en la normalización de la política monetaria

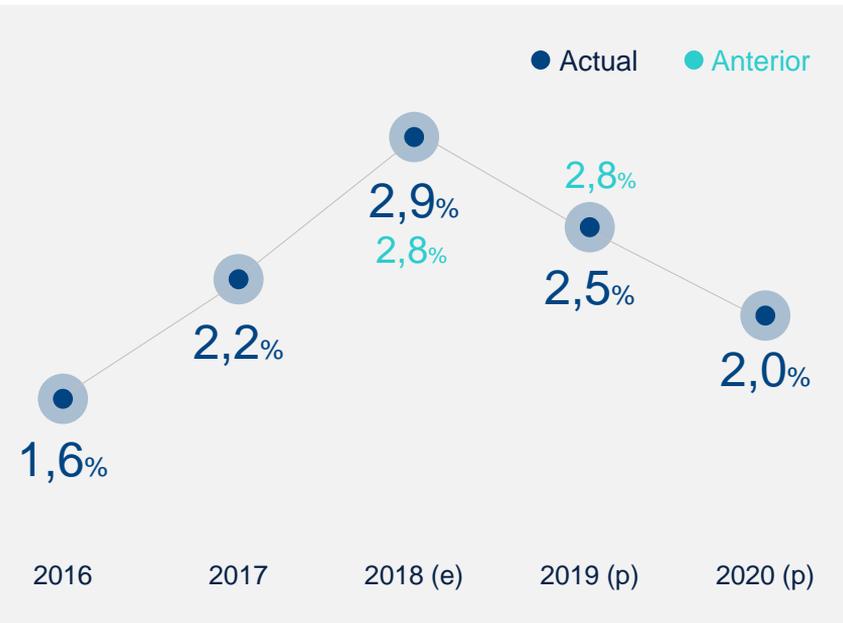
Revisión a la baja generalizada del crecimiento, con una moderación más evidente en los países desarrollados y en los de Asia emergente



EE.UU.: mayor desaceleración del crecimiento por el desvanecimiento del estímulo fiscal y la volatilidad financiera

EE.UU.: crecimiento del PIB

(% a/a)



(e) Estimación; (p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de BEA

- Revisión a la baja del PIB por unas perspectivas menos optimistas para la inversión privada y el gasto público
- El consumo privado se irá moderando al desaparecer el impulso de la bajada de impuestos, a pesar de la fortaleza del mercado de trabajo
- La inflación sigue por encima del objetivo, pero se reducirá gradualmente hasta situarse algo por debajo en 2020
- Los riesgos a la baja han aumentado por el deterioro del entorno global, pero también es mayor el riesgo de recesión en el horizonte de dos años

China: la prioridad de las autoridades es evitar el ajuste brusco del crecimiento

China: crecimiento del PIB (% a/a)



(p) Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de CEIC

- Las **previsiones de crecimiento se mantienen**, por la implementación de mayores estímulos para atajar la intensificación de la desaceleración
- Las **medidas de apoyo**, tanto fiscales como monetarias, se **están extendiendo**, pero se intenta **no empeorar las vulnerabilidades financieras** existentes
- El **proteccionismo sigue siendo el principal riesgo**. Si se tiene que compensar con mayores estímulos, se frena el necesario desapalancamiento y puede llevar a una fuerte depreciación del tipo de cambio

Eurozona: rápida desaceleración hacia el crecimiento potencial por el menor apoyo del entorno global

Eurozona: crecimiento del PIB (% a/a)



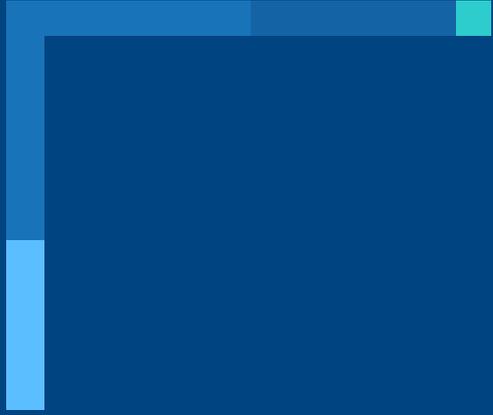
(e) Estimación; (p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

- La caída del precio del petróleo refuerza la **fortaleza de los factores domésticos**, pero no lo suficiente para compensar la menor demanda global
- Una **política monetaria y fiscal algo más acomodaticias** podrán compensar el efecto del empeoramiento de la confianza sobre el gasto privado
- Rápida **caída de la inflación**, pero la inflación subyacente debería aumentar gradualmente
- El **riesgo político** ha aumentado (*brexit* y más incertidumbre en varios países)

Riesgos globales sesgados a la baja: una contracción económica en EE.UU. y China, principales focos de preocupación, además del proteccionismo





02

Situación España 1T19

La actividad seguirá desacelerándose a lo largo del bienio



2018
2,5%

2019
2,4%

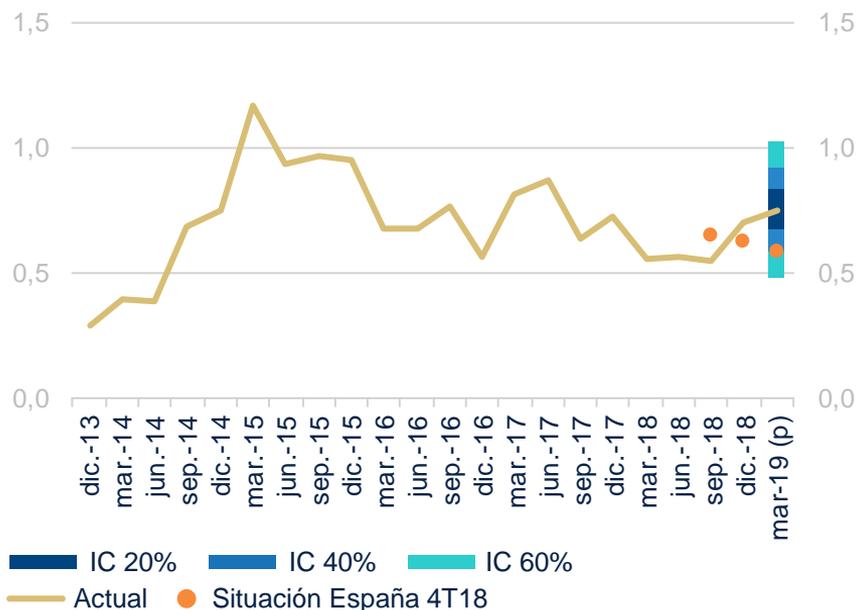
2020
2,0%

-0,1pp

El crecimiento sorprendió a la baja en 2018, pero se mantiene sólido y lejos del estancamiento

España: evolución del PIB

(Pronósticos del modelo MICA-BBVA, % t/t)



(IC) Intervalo de confianza. (p) Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales

- La desaceleración podría revertir transitoriamente en el corto plazo. El PIB creció un 0,7% en 4T 2018, confirmando expectativas
- Además, las estimaciones de BBVA Research indican que el avance del PIB podría situarse entre el 0,6% t/t y el 0,8% t/t en el 1T19
- Los datos recientes confirman que la economía española crece por encima de la del resto de la UEM (0,4% t/t en promedio)

Factores que explican la desaceleración: agotamiento de algunos vientos de cola

España: evolución del consumo, residente y no residente

(Crecimiento anual en %)



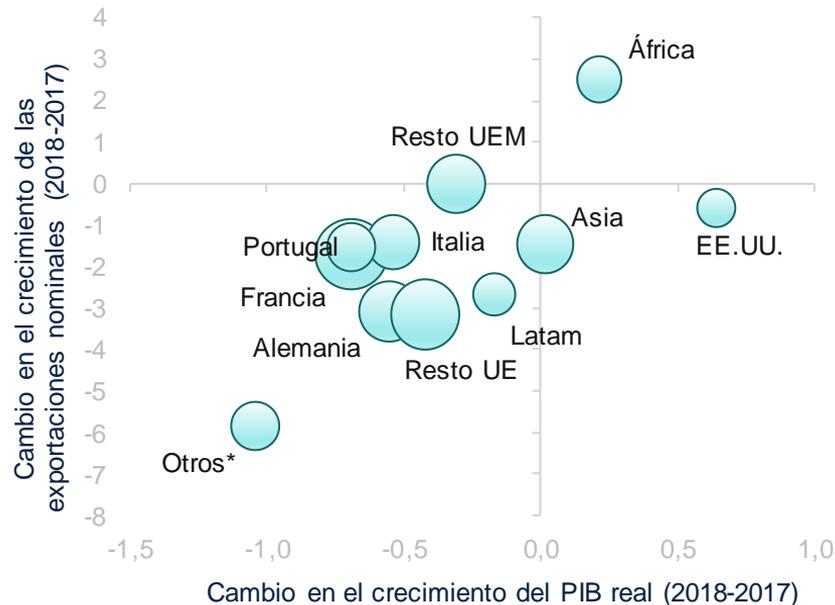
(p) Previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

- La absorción de la demanda embalsada de bienes de consumo dejó de contribuir al crecimiento económico en 2017
- La moderación de las tensiones geopolíticas en algunos países competidores merma la afluencia de turistas no residentes
- El gasto en consumo privado, tanto residente como no residente, probablemente continuará perdiendo tracción

Factores que explican la desaceleración: menor demanda de global

Exportaciones nominales de bienes

(pp t/t anualizado)



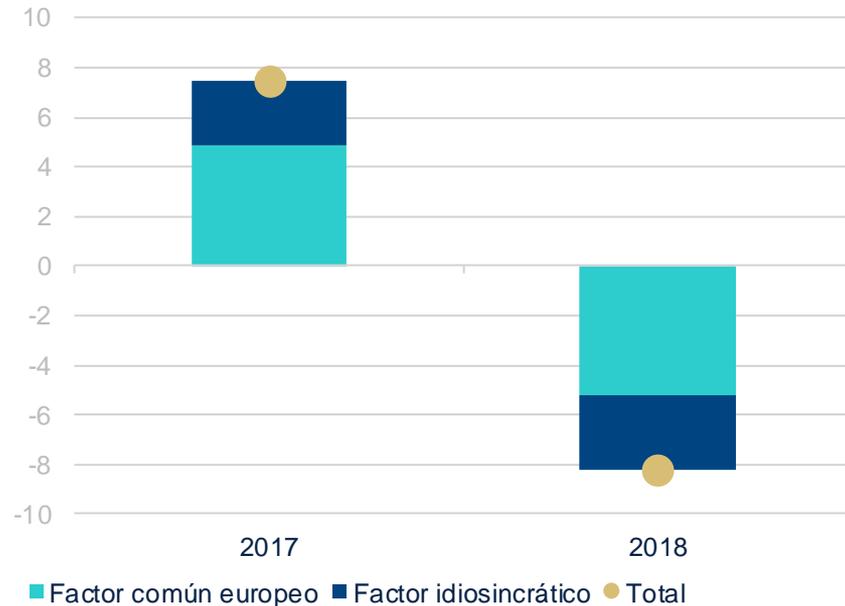
(*) Incluye: Noruega, Rusia, Suiza, Turquía y otros socios comerciales minoritarios.
El tamaño de los círculos representa el peso de la economía en las exportaciones de bienes españoles.
Fuente: BBVA Research

- Las exportaciones de bienes se ralentizaron en 2018:
 - El menor dinamismo de la demanda mundial y el aumento del precio del petróleo durante la mayor parte del año incidieron negativamente en los flujos comerciales
 - La atonía fue generalizada entre los principales mercados de exportación de la economía española

Factores que explican la desaceleración: aumento de la incertidumbre interna y externa

Evolución de la confianza industrial

(Cambio anual de los datos normalizados)



- La confianza de los agentes y, por tanto, sus decisiones de consumo, ahorro e inversión se han visto condicionadas por distintos focos de incertidumbre:
 - El proteccionismo va en aumento y en Europa persisten el riesgo político y las dudas sobre el desenlace del *brexit*
 - A nivel doméstico destaca la fragmentación parlamentaria y sus efectos sobre las decisiones de política económica y de ámbito territorial

Perspectivas 2019-2020: la recuperación continuará, aunque el crecimiento se modera



La demanda global crece

Hace previsible que continúe el crecimiento de las exportaciones españolas, a pesar de su desaceleración



La política monetaria mantendrá su tono acomodaticio

Aunque el empuje a la demanda se moderará, los bajos tipos de interés y el tipo de cambio del euro seguirán impulsando la actividad



Precios del petróleo

Se revisan a la baja, lo que abarata el coste de transporte para las exportaciones, al tiempo que favorece el gasto en consumo e inversión de empresas y familias



La política fiscal será ligeramente expansiva

En todo caso, el impacto del ciclo político despierta dudas sobre la evolución del gasto público y el cumplimiento de los objetivos de déficit



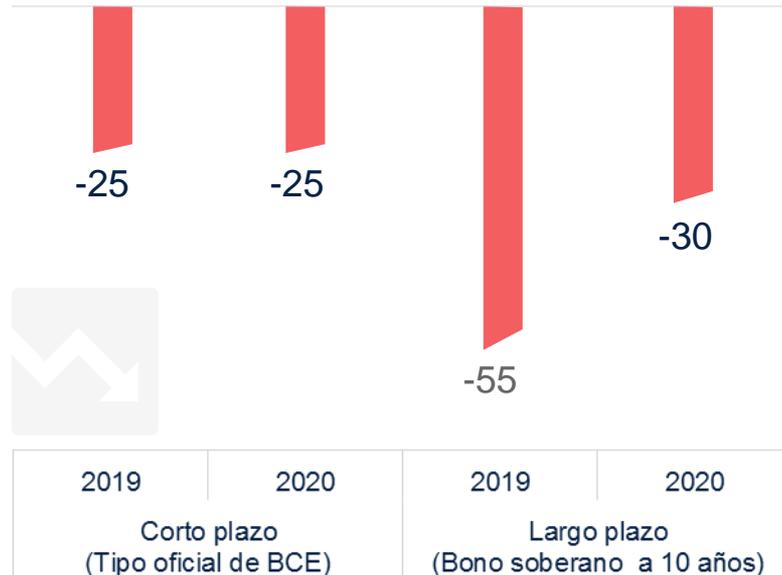
Hay incertidumbre sobre los efectos de algunas políticas económicas implementadas

El aumento del Salario Mínimo Interprofesional (SMI) favorece la renta y el consumo en el corto plazo, pero tendrá efectos negativos sobre el crecimiento y la creación de empleo a largo plazo

La recuperación continuará, aunque el crecimiento se modera. La política monetaria seguirá siendo acomodaticia

Cambio en los tipos de interés de referencia para la economía española

(pb, previsión fin de periodo)

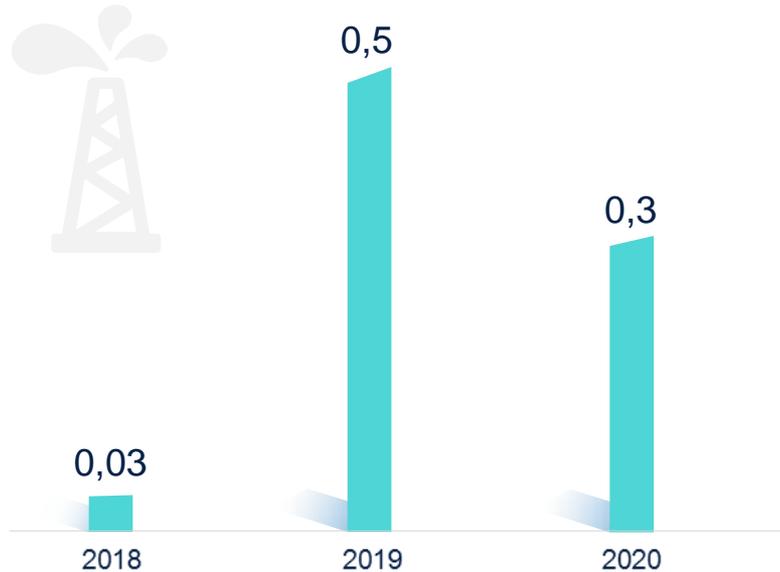


- Las condiciones financieras continuarán siendo favorables para las decisiones de consumo e inversión:
 - Se posterga la subida del tipo de interés oficial al 2T20. Además, se espera que los tipos de interés a largo plazo sean algo más bajos que en el escenario anterior
 - Se espera un euro algo más depreciado frente a dólar que hace tres meses (1,20 vs 1,23 €/€), lo que favorecerá la competitividad frente a otros países

La recuperación continuará, aunque el crecimiento se modera. El menor precio del petróleo compensará algunos vientos de cara

España: impacto de la revisión a la baja de los precios del petróleo en el crecimiento del PIB

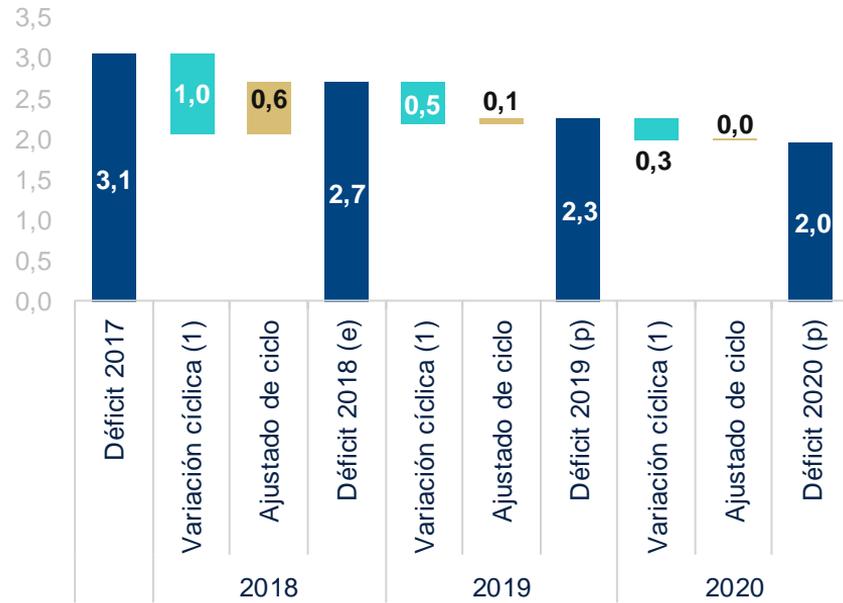
(% a/a, desviación respecto al escenario base)



- El precio del barril se situará en torno a los 60 dólares en promedio durante el presente bienio, 15% menos que lo previsto hace tres meses:
 - Esto supondrá un ahorro significativo para las empresas y las familias
 - En ausencia de la revisión a la baja del coste energético, la economía española crecería, en promedio, 0,4pp menos por año durante el presente bienio

La recuperación continuará, aunque el crecimiento se modera. La política fiscal mantendrá un tono ligeramente expansivo

España: necesidad de financiación* y ajuste fiscal (% del PIB)



* Excluyendo la ayuda al sector financiero.

(1) Incluye cambios en los cargos por intereses.

(e) Estimado. (p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda e INE

- Los ingresos han superado las expectativas durante el 2S18, lo que ha ayudado a reducir el déficit hasta el 2,7% del PIB, a pesar de los mayores gastos
- En la última parte de 2018 y principios de 2019, el Gobierno ha adoptado medidas expansivas, cuyo impacto irá reduciéndose a lo largo del año...
- ... sin embargo, y a la espera de la aprobación de los PGE para 2019, se prevé que el ciclo económico ayude a que el déficit público se reduzca moderadamente en 2019 y 2020

Los riesgos sobre el escenario apremian medidas que mejoren la capacidad de respuesta de la economía española

Globales

01

Proteccionismo y desaceleración global

Las tensiones proteccionistas a escala internacional suponen un escollo a las relaciones comerciales y condicionan las decisiones de inversión

Europa

02

Incertidumbre política

Los frentes abiertos podrían suponer una mayor desaceleración de la economía europea y, por tanto, afectar a las exportaciones españolas

03

Brexit

Todavía no está claro cómo se va a materializar la salida de Reino Unido de la Unión Europea, lo que añade inestabilidad al contexto económico europeo

Idiosincráticos

04

Incertidumbre política

La fragmentación parlamentaria podría ir en aumento y, con ello, los condicionantes sobre las decisiones de política económica y de ámbito territorial

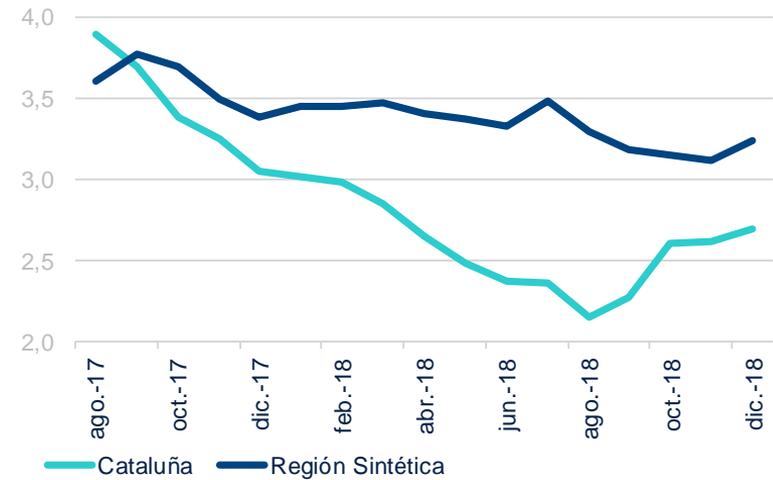
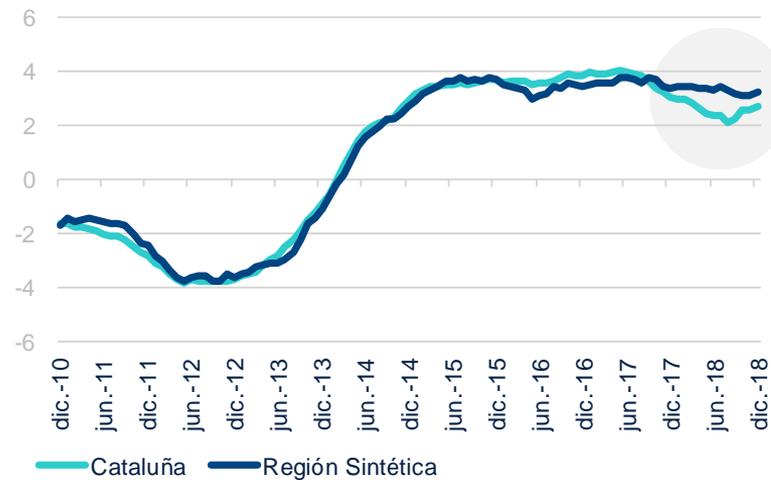
05

Limitaciones de capacidad de crecimiento

El crecimiento salarial por encima de la productividad puede limitar la creación de empleo y el crecimiento si la desaceleración de la actividad y la tasa de paro reflejan restricciones de capacidad

Riesgos idiosincráticos: incertidumbre relacionada con el entorno político en Cataluña

Afiliación a la Seguridad Social en el sector privado (% a/a)



Para establecer un contrafactual utilizamos una metodología control sintético, a la Abadie y Gardeazábal (2004).
 Fuente: BBVA Research a partir de la Seguridad Social
 Un análisis sobre el efecto de la incertidumbre se encuentra disponible en <https://goo.gl/K9zkjJ>

La desaceleración de la ocupación es más intensa en Cataluña

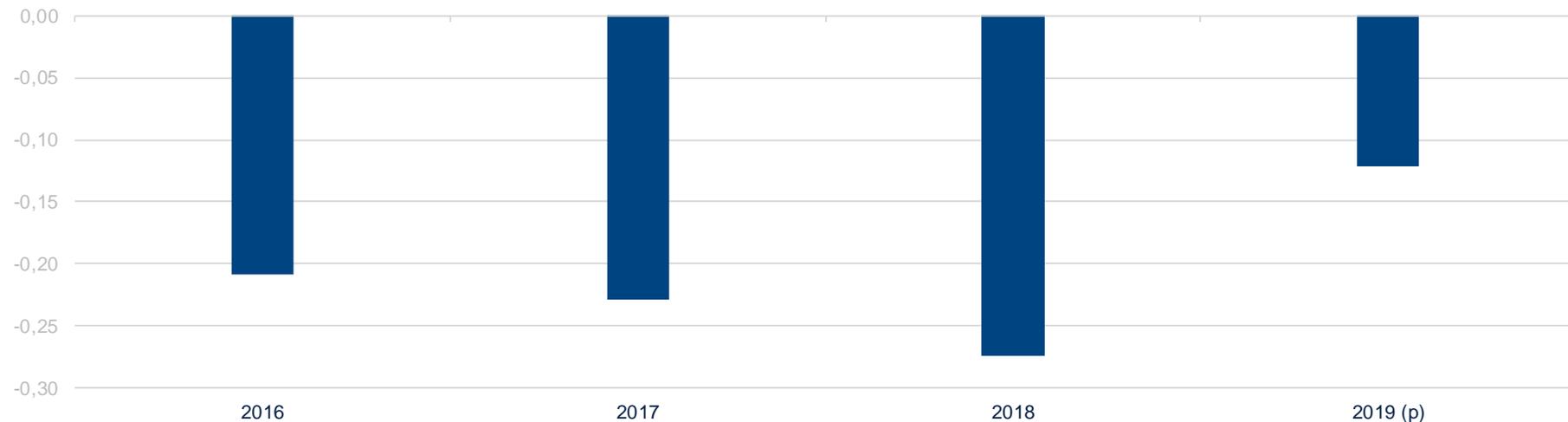
El crecimiento de la ocupación desde ago-17 a dic-18 fue 0,6 p.p. menor que en el contrafactual

Esto quiere decir que **Cataluña hoy tiene 25.000 afiliados menos que los que tendría la región sintética equivalente** (alrededor de 1% de la ocupación)

Riesgos idiosincráticos: incertidumbre respecto a la política económica

Impacto de la incertidumbre de política económica en el PIB

(Desviación respecto al nivel en pp)

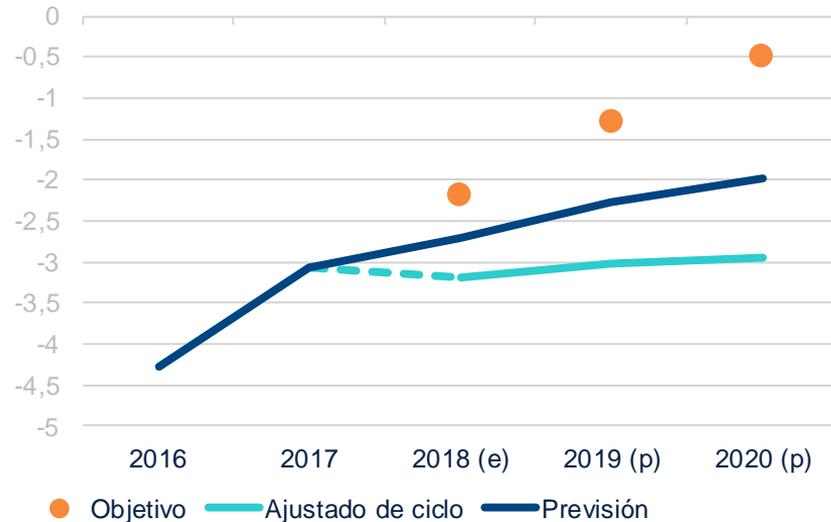


(p) Previsión.
Fuente: BBVA Research

La incertidumbre no se disipa, y no se puede descartar que aumente en un año de intensa actividad electoral, dada la fragmentación que se mantiene en el Parlamento español

Riesgos idiosincráticos: incertidumbre respecto a la política fiscal

España: necesidad de financiación* y ajuste fiscal sin tener en cuenta las medidas anunciadas en el proyecto de PGE2019 (% del PIB)



* Excluyendo la ayuda al sector financiero.

Nota: no se han considerado las subidas en el impuesto de sociedades, IRPF, Patrimonio, fiscalidad verde, creación de nuevos impuestos (transacciones financieras y servicios digitales), y lucha contra el fraude

(e) Estimación. (p) Previsión.

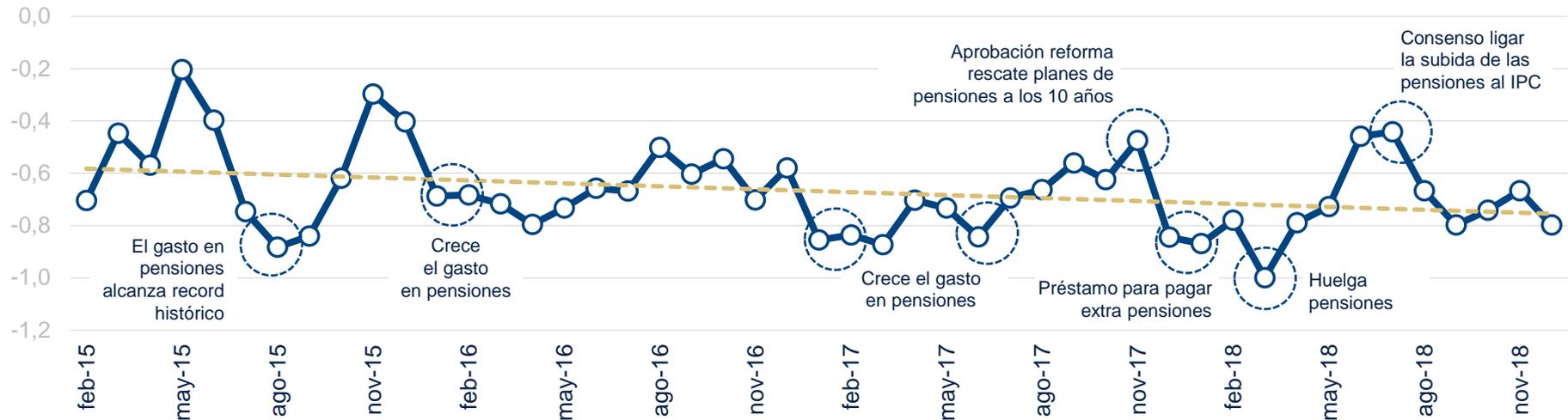
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda e INE

- Existen dudas sobre el **impacto que podría tener el ciclo político en el gasto público** y sobre la aprobación del presupuesto de 2019
- **Cumplir los objetivos de estabilidad vigentes** (1,3% y 0,5% del PIB en 2019 y 2020) requeriría un ajuste considerable. Incluso con las medidas anunciadas en los PGE2019 el déficit se situaría en torno al 2%
- En un entorno favorable, **no reducir el desfase entre los ingresos y los gastos públicos, por debajo del 2% del PIB**, representaría una oportunidad perdida para acumular espacio fiscal

Riesgos idiosincráticos: incertidumbre respecto a la política económica

Indicador de sentimiento sobre el sistema de pensiones (%)

(%)



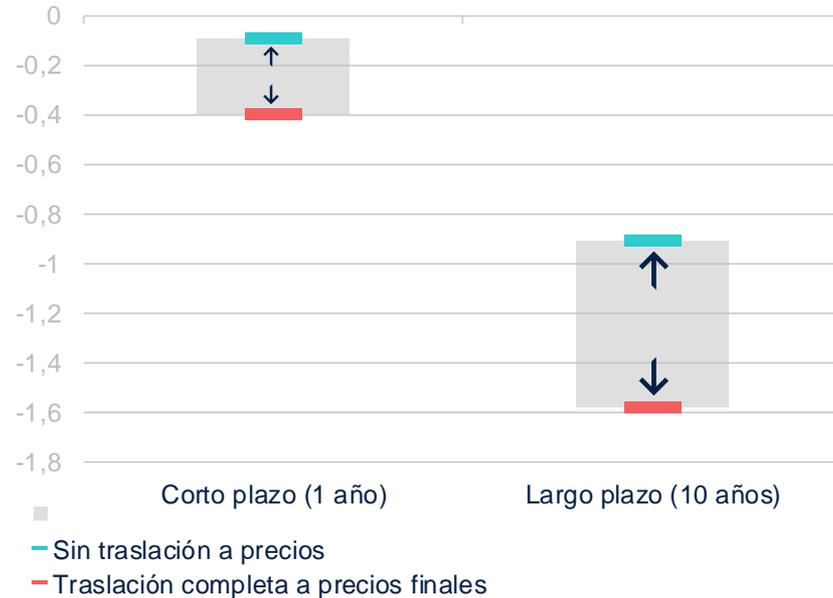
Fuente: BBVA Research

El mecanismo de revalorización de las pensiones mediante el IPC impulsará la renta y el consumo en el corto plazo. Sin embargo, son necesarias medidas compensatorias y un plan de acción encaminado a mejorar la sostenibilidad y equidad del sistema en el largo plazo

Riesgos idiosincráticos: un aumento del Salario Mínimo Interprofesional (SMI) sin precedentes

Empleo ETC: impacto del incremento del SMI

(Desviación % respecto al escenario sin aumento del SMI)

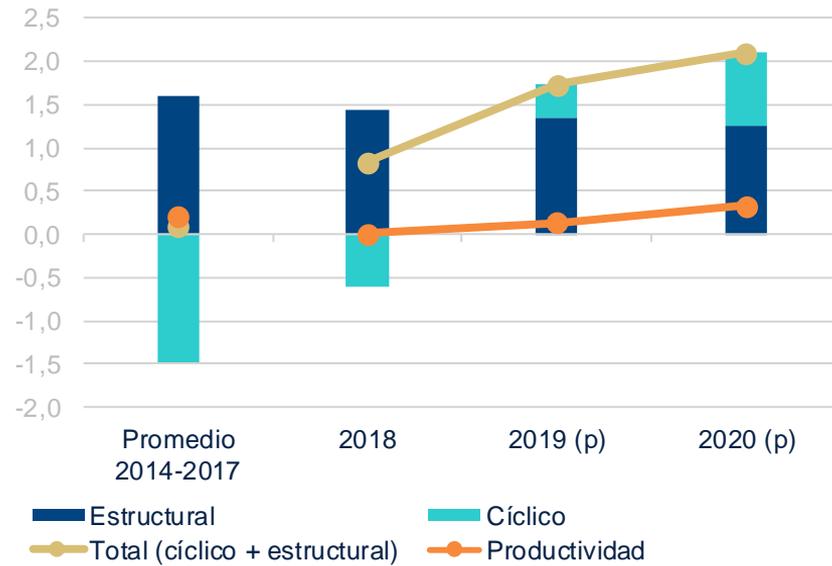


- El aumento del SMI podría impulsar la renta y el gasto a corto plazo de los asalariados afectados, que superarían el 9%
- Sin embargo, las estimaciones de BBVA Research sugieren que **incidiría negativamente en la actividad y en el empleo**
- A largo plazo, el impacto podría situarse entre -0,9pp y -1,6pp del empleo, dependiendo de si las empresas absorben el aumento salarial o lo trasladan a precios

Riesgos idiosincráticos: limitaciones de capacidad de crecimiento y creación de empleo

España: descomposición de la remuneración nominal por asalariado

(%, a/a)



- Desde mediados de 2018 se observa un aumento de los salarios reales y una caída la productividad, lo que puede limitar la capacidad de creación de empleo y el crecimiento económico
- El aumento de la desigualdad es un elemento a vigilar
- Las mejoras salariales son bienvenidas si se ven acompañadas de avances en la productividad

Un análisis sobre el SMI se encuentra disponible en <https://bit.ly/2ExYjHR>

(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

2019-2020: previsiones de inflación y mercado laboral

Crecimiento del empleo (EPA)



Inflación



Tasa de paro

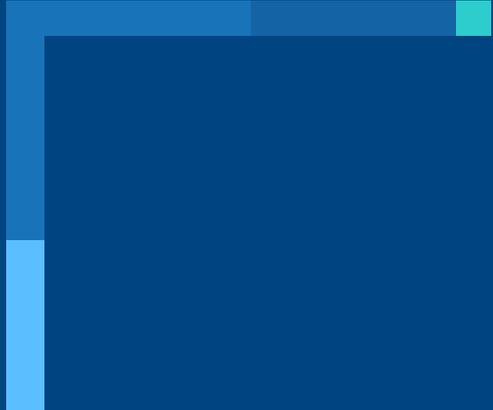


Remuneración nominal por asalariado



Mensajes clave

- El entorno global se ha deteriorado y es más incierto, pero seguimos esperando una desaceleración suave. El impacto del proteccionismo es más evidente y sigue siendo el principal riesgo, junto con un ajuste intenso del crecimiento en China y EE.UU., y el aumento de la incertidumbre en Europa
- En España, el avance de la actividad se mantiene en positivo. No obstante, en 2018 se ha consolidado una desaceleración del PIB de 0,5pp hasta el 2,5%, como resultado de la pérdida de tono en el consumo privado, la ralentización de la demanda externa y la mayor incertidumbre
- El entorno global, la política monetaria acomodaticia, los bajos precios del petróleo y el impulso fiscal seguirán apoyando el crecimiento, aunque menos que en el bienio 2017-2018. El avance del PIB se mantendrá en torno al 2,4% en 2019 y se moderará hasta el 2,0% en 2020. Los riesgos son a la baja
- No obstante, es necesario impulsar medidas que mejoren la capacidad de respuesta de la economía española ante los desafíos vigentes y generen un crecimiento inclusivo. La incertidumbre aumenta respecto a la sostenibilidad del crecimiento externo, persisten dudas sobre la política económica y sobre los efectos de algunas medidas ya tomadas



03

Previsiones

Cambios en nuestras previsiones

Los fundamentos todavía apoyan una recuperación relativamente fuerte

% a/a	2018 (e)	2019 (p)	2020 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	2,4	2,1	1,8
Consumo privado	2,4	2,1	1,8
Consumo público	2,3	2,4	1,7
Formación Bruta de Capital Fijo	5,2	4,6	4,6
Equipo y Maquinaria	6,0	3,9	4,2
Construcción	5,5	4,9	4,7
Vivienda	6,2	5,5	5,6
Otros edificios y Otras Construcciones	4,8	4,3	3,6
Demanda interna (*)	2,9	2,6	2,4
Exportaciones	2,2	5,2	4,5
Exportaciones de bienes	1,8	5,4	4,9
Exportaciones de servicios	3,0	4,6	3,6
Servicios no turísticos	4,1	6,9	5,0
Consumo final de no residentes en el territorio económico	1,3	1,3	1,6
Importaciones	3,6	6,2	5,7
Demanda externa (*)	-0,4	-0,3	-0,3
PIB real pm	2,5	2,4	2,0

(*) Contribución al crecimiento del PIB.

(e) Estimación. (p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

Riesgos idiosincráticos: limitaciones de capacidad de crecimiento y creación de empleo

Tipología de los perceptores del SMI



- El aumento del SMI puede dificultar el acceso al empleo de los colectivos más vulnerables
- Las repercusiones pueden ser más severas si el repunte se transmite al resto de la distribución de salarios y no viene acompañado por un aumento proporcional de la productividad
- Las políticas activas de empleo, claves para contrarrestar los posibles efectos negativos

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación España

1T19

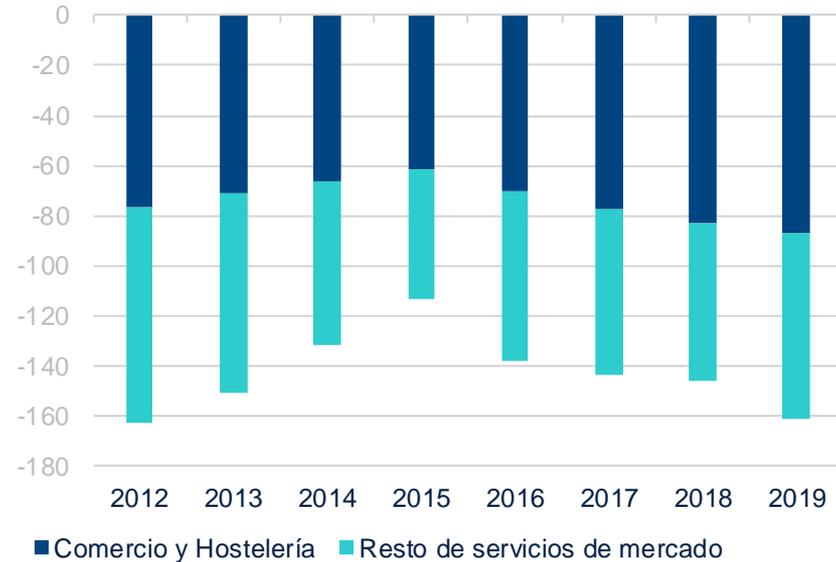
Febrero 2019

Creando Oportunidades

Riesgos idiosincráticos: limitaciones de capacidad de crecimiento y creación de empleo

Variación del empleo en los servicios de mercado en los meses de enero

(Miles de personas)



- El aumento del SMI puede dificultar la creación de empleo en aquellos sectores donde este es menos productivo
- En enero, la caída de la afiliación a la Seguridad Social en los servicios de mercado fue la más elevada desde el inicio de la recuperación
- No obstante, los datos son, de momento, consistentes con las expectativas de crecimiento y creación de empleo incorporadas en el escenario de BBVA Research