

Situación España 4T17

Noviembre 2017



Mensajes clave

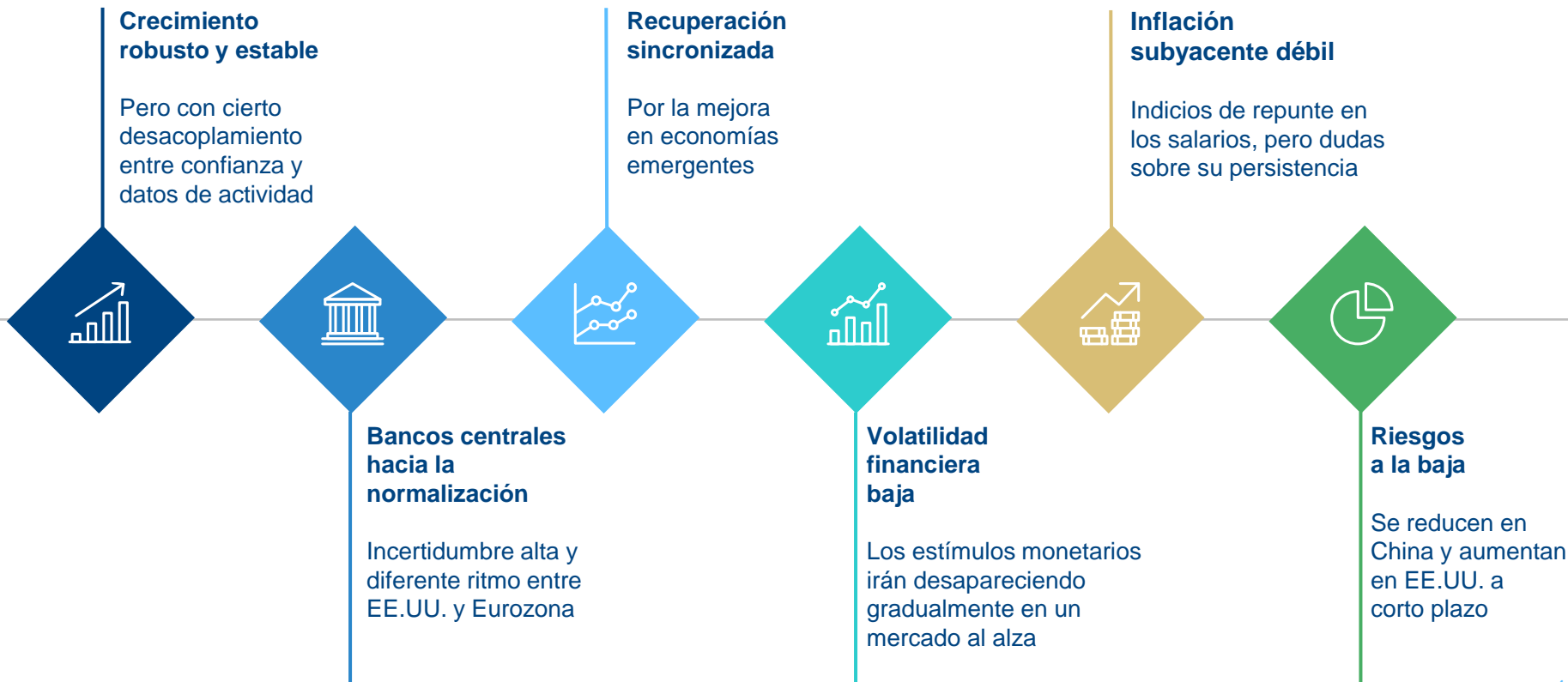
- ◆ La recuperación global continúa y es más sincronizada que en el pasado. Revisión al alza en Europa y en China
- ◆ En España, los datos del tercer trimestre y el aumento de la incertidumbre sesgan a la baja las expectativas de crecimiento. Sin embargo, el entorno externo seguirá apoyando la recuperación, que muestra una fuerte resistencia en el 4T17
- ◆ Se revisa a la baja la previsión de crecimiento del PIB hasta el 3,1% para el 2017 y hasta el 2,5% para el 2018
- ◆ El entorno de mayor incertidumbre y los retos a largo plazo aconsejan nuevas reformas que reduzcan las vulnerabilidades de la economía española



SITUACIÓN GLOBAL 4T17



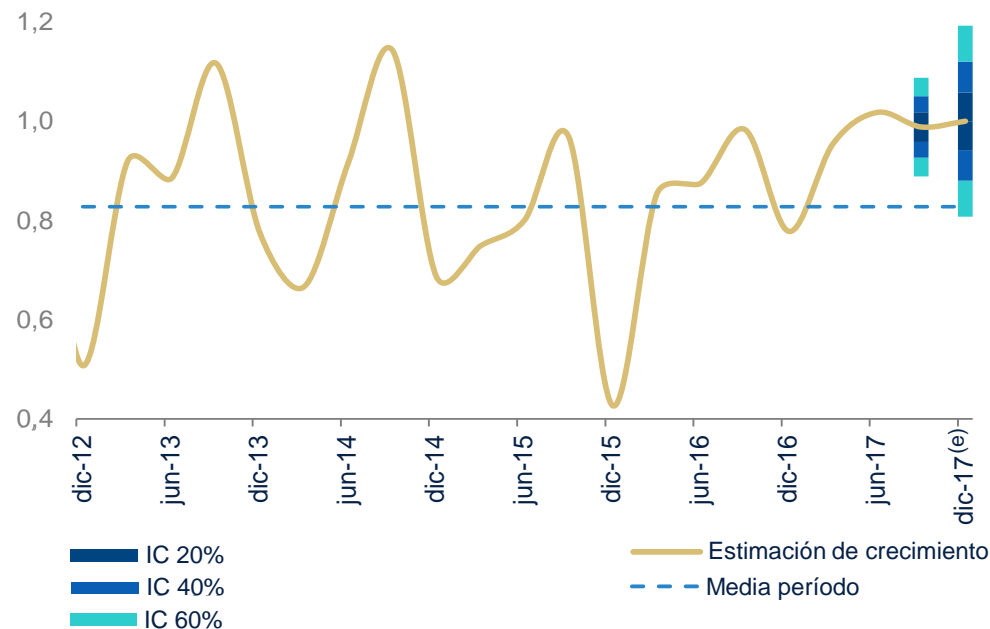
Se consolida el entorno global positivo



Crecimiento global: robusto y estable en 2S17

Crecimiento del PIB mundial

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



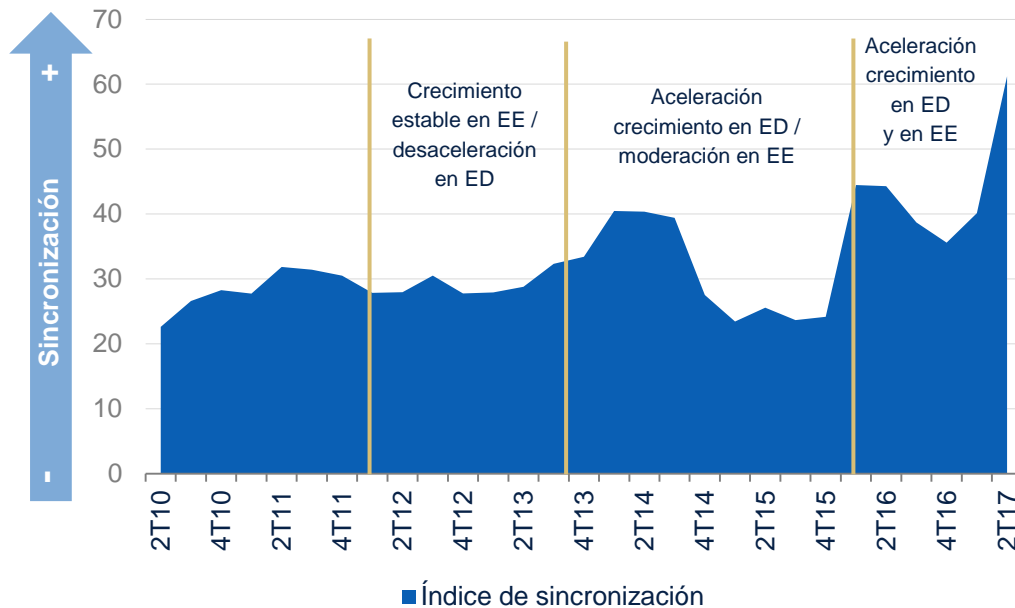
(e): estimación

Fuente: BBVA Research

- ◆ Los indicadores de **confianza mejoran notablemente** y adelantan un panorama más positivo que los de actividad
- ◆ **Sólido crecimiento del comercio mundial** y una **recuperación del sector industrial** que continúa
- ◆ Signos de **fortaleza en el consumo privado** a pesar de los menores vientos de cola

Recuperación: más sincronizada entre las diferentes áreas

Índice de sincronización de crecimiento entre economías desarrolladas (ED) y emergentes (EE)



Índice inverso de la desviación estándar del crecimiento trimestral observado en los países
Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales y Markit Economics

◆ Desarrolladas:

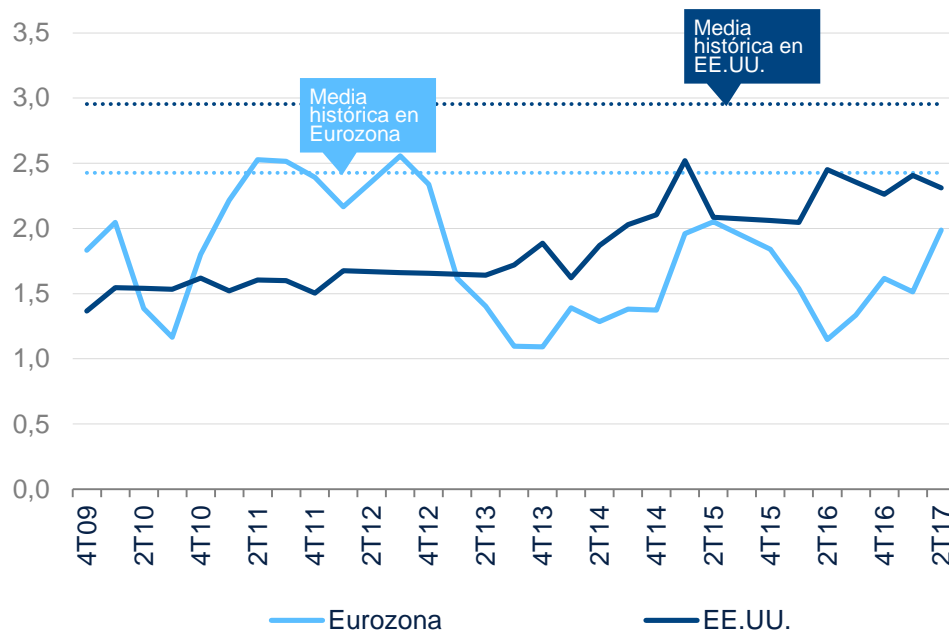
- Fuerte rebote en EE.UU.
- Sorpresa positiva en Europa

◆ Emergentes:

- Leve desaceleración en China, aunque menor de la esperada. Sigue apoyando al resto de Asia
- Recuperación en Rusia y Brasil, que dejan de lastrar el crecimiento mundial
- El crecimiento va ganando tracción en los países de Latinoamérica

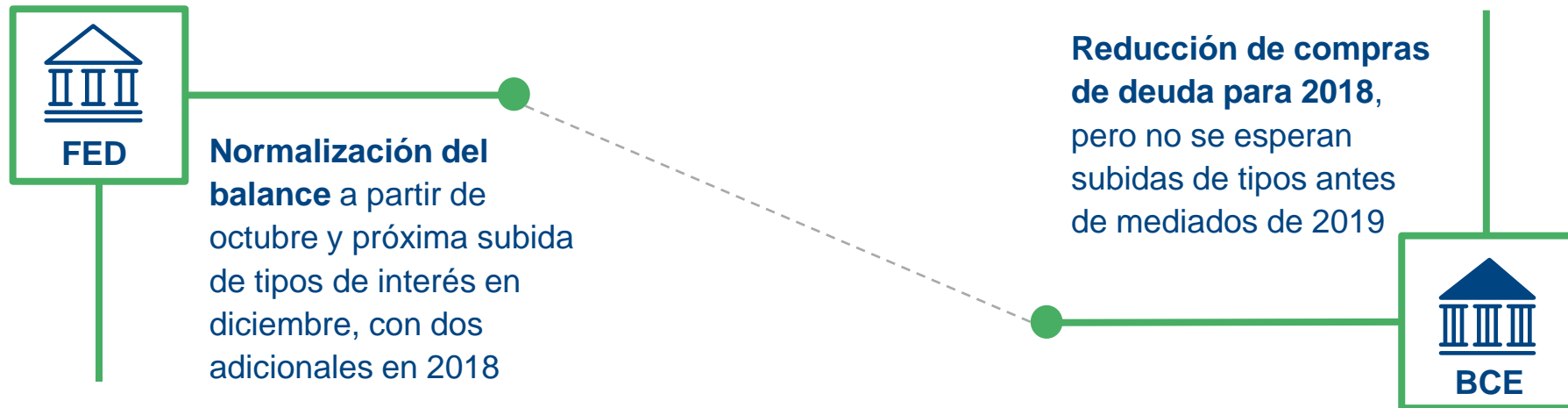
La inflación subyacente sigue débil

Eurozona y EE.UU.: salarios vs media histórica (% a/a)



- ◆ A pesar del crecimiento económico y la mejora del mercado de trabajo, la **inflación subyacente se mantiene en niveles bajos**
- ◆ Dudas sobre la consolidación de los incipientes repuntes salariales. **Presiones inflacionistas contenidas**
- ◆ **Incertidumbre** sobre los determinantes, ¿cambios transitorios o permanentes?
- ◆ **Cautela de los bancos centrales**, sobre todo en países desarrollados. Más margen de política monetaria en economías emergentes por la reducción de las presiones de inflación

Los bancos centrales avanzan hacia una normalización muy gradual



Incertidumbre alta:

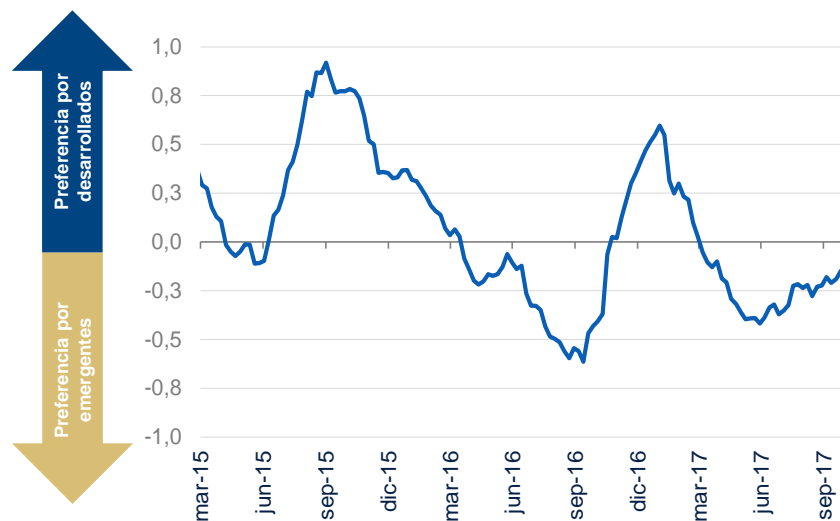
- En **EE.UU.**, por la moderación de la inflación y el cambio esperado en el FOMC en 2018



- En la **Eurozona**, sesgo hacia un *tapering* más gradual (fortaleza del euro) y un retraso del ciclo de subidas de tipos (baja inflación)

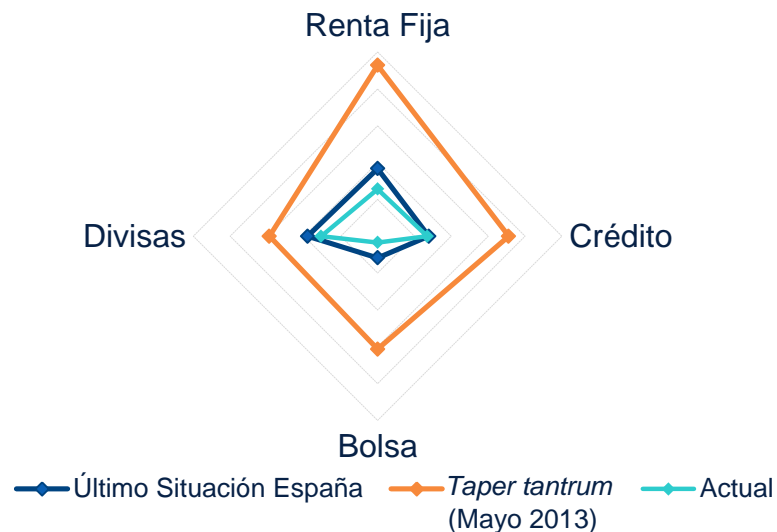
Los mercados financieros aún favorecen a las economías emergentes

Indicador de reasignación regional de activos (Desviación estándar respecto a la media histórica)



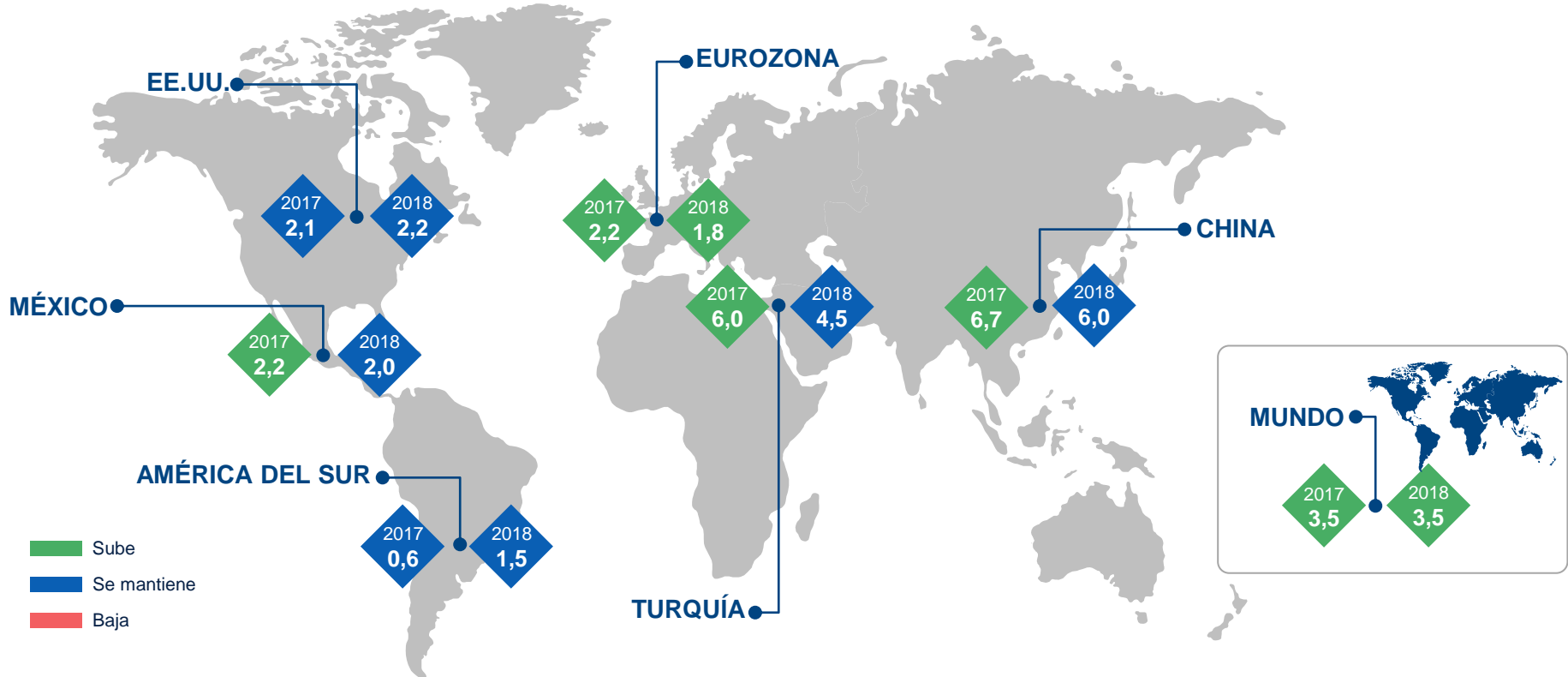
Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Indicador BBVA de volatilidad por tipo de activo (Datos normalizados)



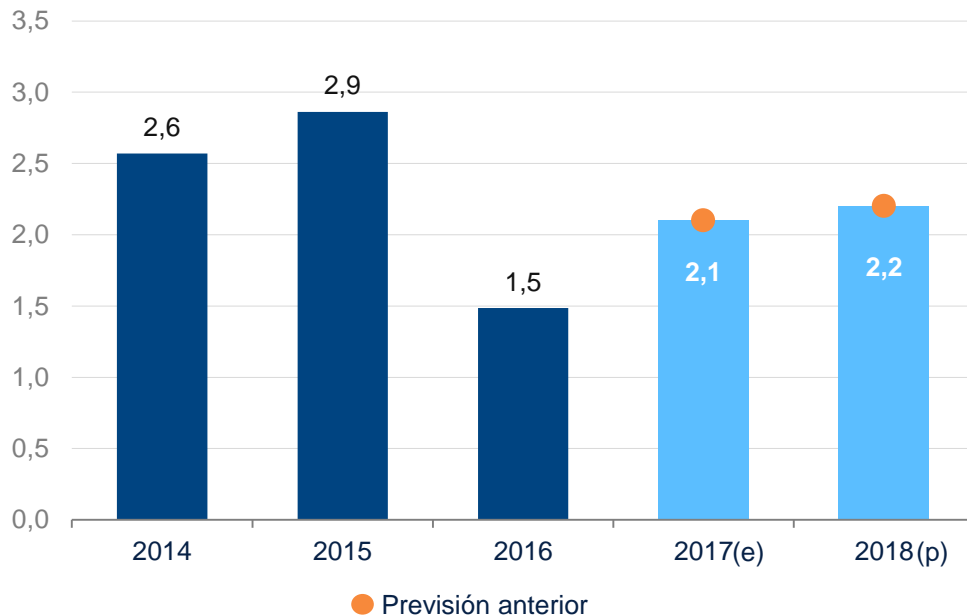
La debilidad del dólar y el bajo rendimiento del bono americano impulsan la búsqueda de rentabilidad y respaldan los activos de economías emergentes

Revisión al alza del crecimiento global en 2017



EE.UU.: crecimiento sostenido a pesar de la incertidumbre

EE.UU.: crecimiento del PIB (% a/a)



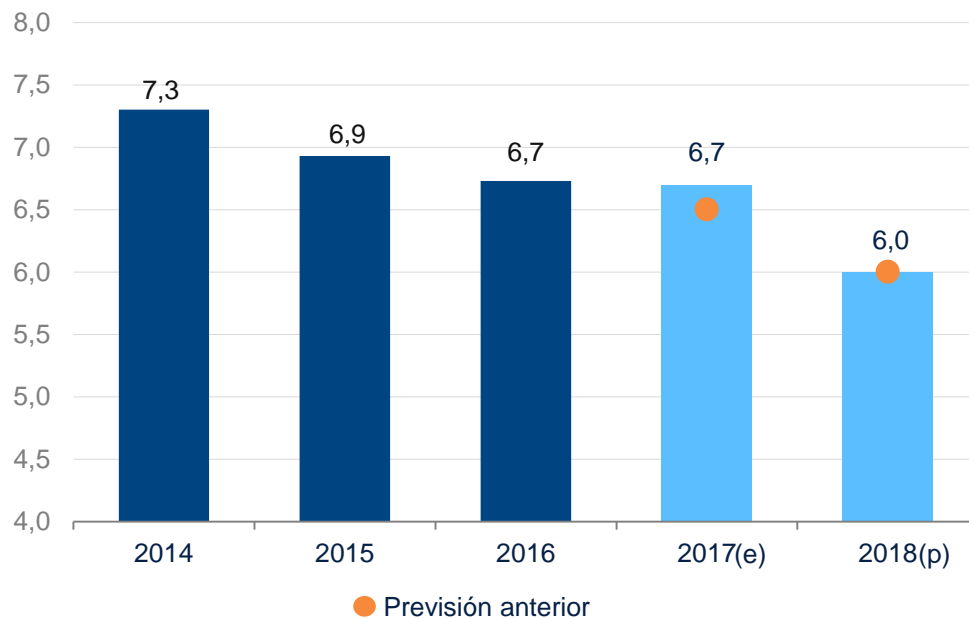
(e): estimación; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de BEA

- ◆ Los huracanes tendrán un moderado impacto en la actividad, por lo que mantenemos las previsiones de crecimiento para el 2017 y el 2018
- ◆ Entre las cuestiones pendientes:
 - Una reforma impositiva todavía por concretar y aprobar
 - Incertidumbres sobre la política económica
 - Ciertos signos de vulnerabilidad financiera
 - Mayores riesgos geopolíticos

China: panorama más favorable a corto plazo

China: crecimiento del PIB (% a/a)

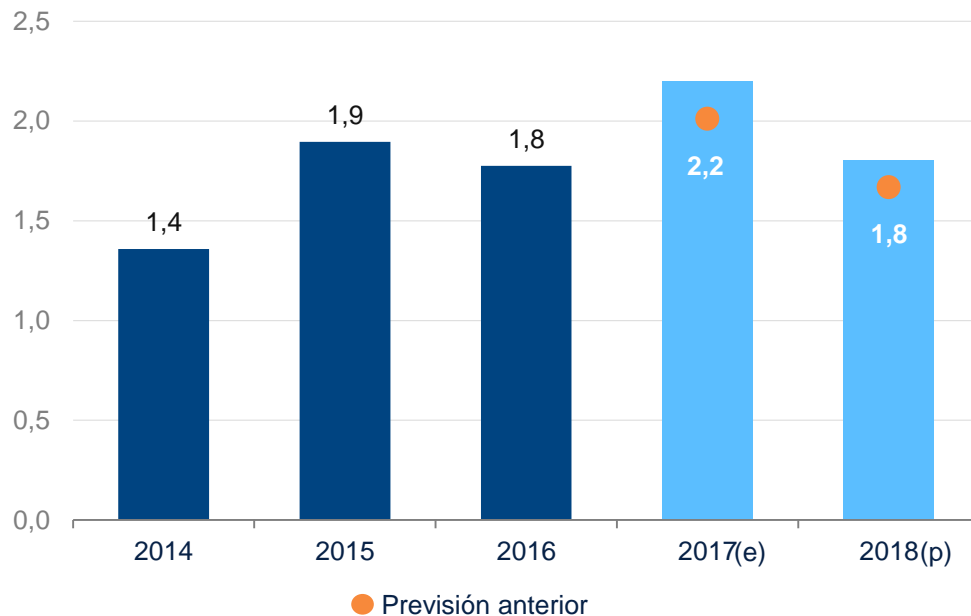


(e): estimación; (p): previsión
Fuente: BBVA Research a partir de CEIC

- ◆ Ligera revisión al alza del crecimiento en el 2017 por el mejor desempeño en 1S17
- ◆ Desaceleración en el 2018 por el menor apoyo de las políticas económicas y la apreciación del tipo de cambio
- ◆ Tras el Congreso del Partido Comunista, habrá más margen político para enfocar el crecimiento a objetivos más cualitativos que cuantitativos
- ◆ A largo plazo, persisten los riesgos, aunque las vulnerabilidades financieras han mejorado gracias a las medidas regulatorias

Eurozona: mayor crecimiento por la fortaleza de la demanda interna

Eurozona: crecimiento del PIB (% a/a)

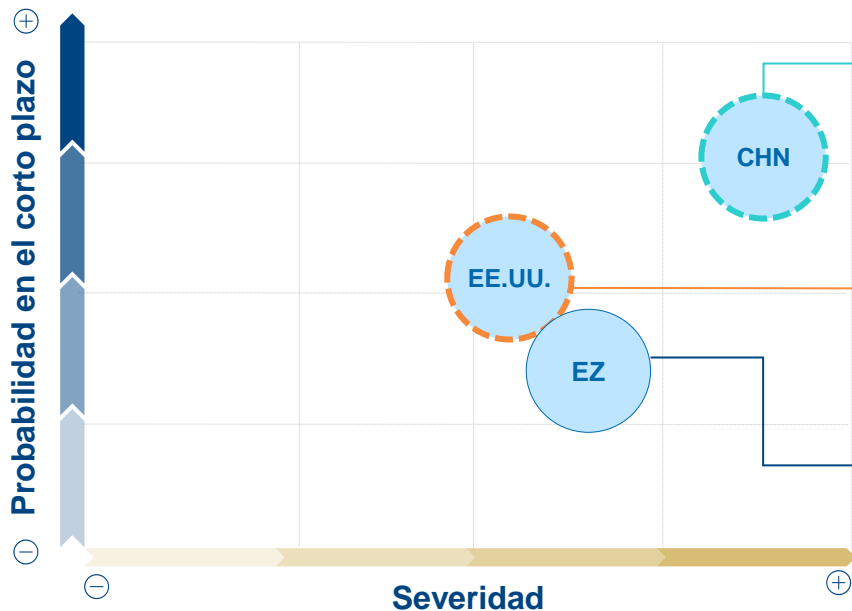


(e): estimación; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

- ◆ Mejor comportamiento del consumo y la inversión, con un impacto limitado de la apreciación del euro
- ◆ Aumento muy gradual de la inflación hacia el objetivo del BCE
- ◆ La normalización de la política monetaria permitirá que siga apoyando al crecimiento
- ◆ Los riesgos políticos y bancarios continúan (España, Italia, apoyo al proyecto europeo, *brexit*)

Riesgos globales: reequilibrio desde China a EE.UU. a corto plazo



- Riesgos ligados al elevado apalancamiento
- Necesidad de reformas de las empresas públicas
- Gestión de un aterrizaje suave

- Controversia política y riesgos de desaceleración cíclica
- Signos de sobrevaloración en algunos activos (posibles repercusiones en el sector privado)
- Fed: alta incertidumbre en la estrategia de subidas de tipos de interés

- Preocupaciones políticas y ligadas al sector bancario
- *Brexit*: hacia una posición moderada y período de transición, pero aún con diferencias importantes entre las partes
- Gestión de la normalización de la política monetaria

○ Sesgo al alza ○ Sesgo a la baja

SITUACIÓN ESPAÑA 4T17



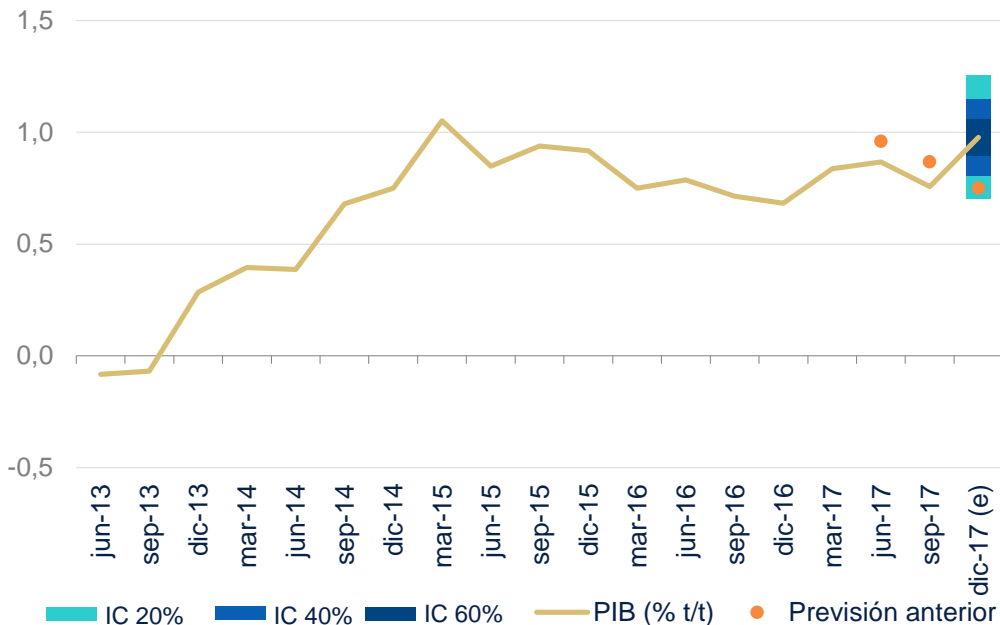
La actividad económica se desacelera ligeramente



Sesgos a la baja en el crecimiento a corto plazo

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

(% t/t)



(e): estimación

Fuente: BBVA Research

- ◆ El avance de la economía en 2T y 3T fue menor que el estimado hace tres meses
- ◆ Esto, junto con los riesgos sobre el escenario, obliga a moderar la expectativa de crecimiento:
 - Revisamos a la baja la previsión para el 2017 (0,2pp hasta el 3,1%) y para el 2018 (0,3pp hasta el 2,5%)
- ◆ Sin embargo, el entorno externo seguirá apoyando el crecimiento, que muestra una fuerte inercia en el 4T

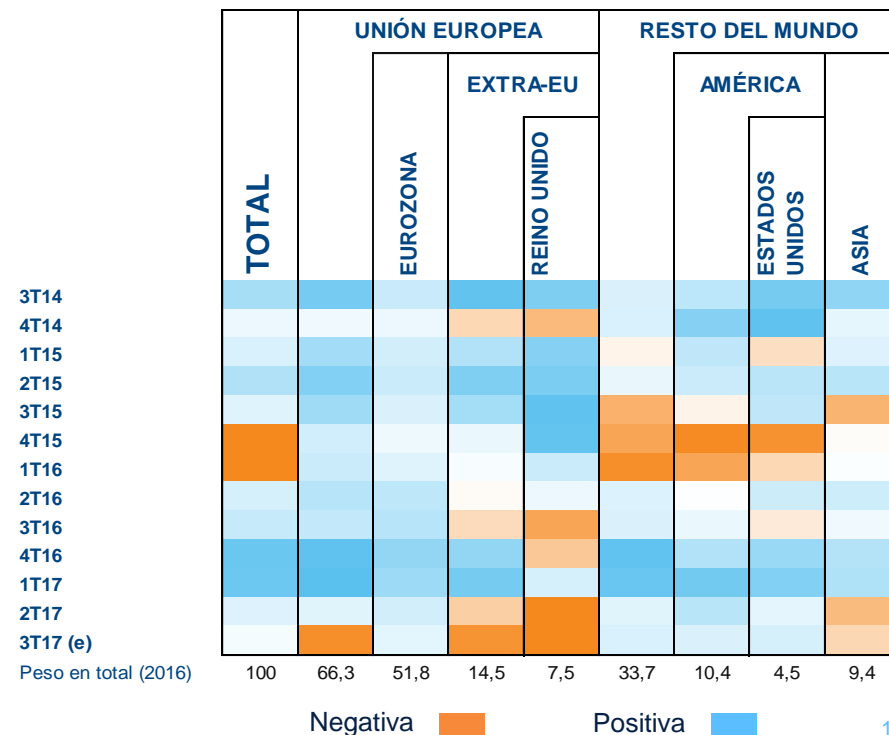
Las exportaciones de bienes pierden fuerza, aunque temporalmente

◆ El comportamiento de las exportaciones de bienes decepcionó en 2T y podría volver a hacerlo en 3T debido a:

- La debilidad de la demanda del Reino Unido
- La apreciación del tipo de cambio del euro
- Y el aumento de los precios del petróleo

◆ Es previsible que la tendencia negativa revierta dado el crecimiento de la demanda global y la inversión que se ha realizado en algunos sectores

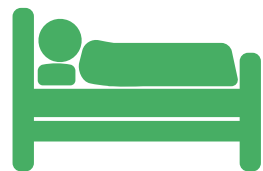
España: exportación de bienes (% t/t, tendencia nominal)



El turismo se desacelera, posiblemente por factores estructurales

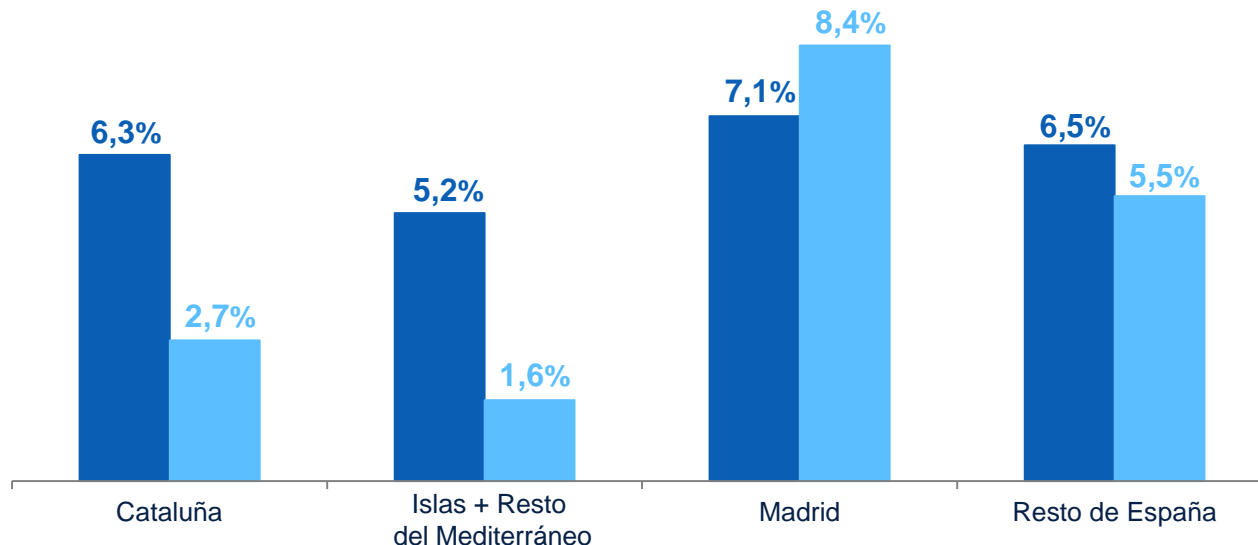
Pernoctaciones de no residentes en hoteles españoles

(CVEC, promedio del período)



1T13-2T16

3T16-3T17



Fuente: BBVA Research a partir de INE

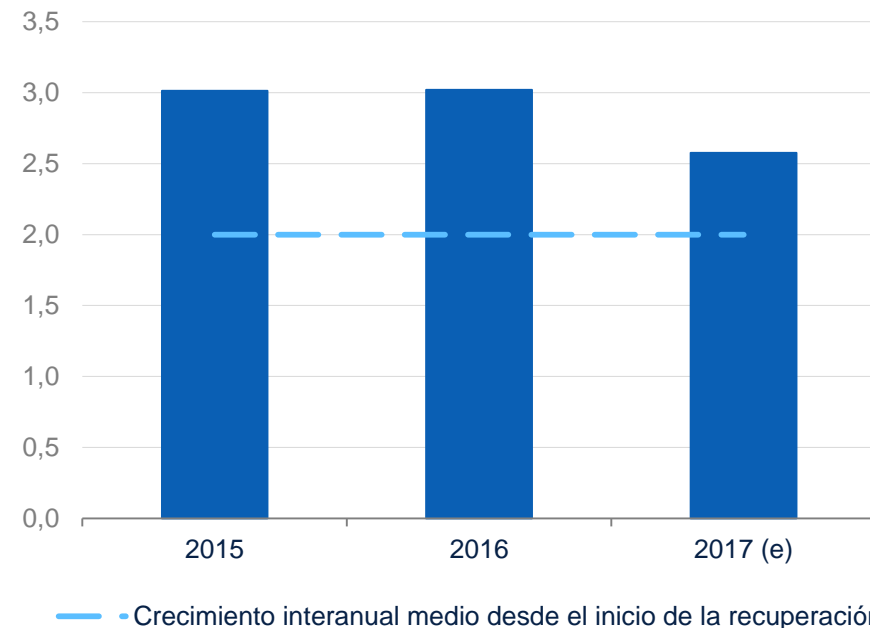
El sector turístico podría estar acercándose a niveles de saturación, particularmente en los destinos tradicionales de playa

Hacia delante, es más probable que los incrementos en la demanda se trasladen a mayores precios y salarios, en lugar de a creación de empleo → reto: mejorar la calidad

El crecimiento del consumo privado se modera desde 2S16

- ◆ La tendencia se debe al **fin de estímulos temporales y vientos de cola** como reducciones impositivas, descenso de precios del petróleo y atonía de algunos fundamentos (riqueza financiera e impacto de incertidumbre política)
- ◆ Los datos recientes sugieren que la **desaceleración continuará durante el 2S17**, en línea con las expectativas que se tenían hace seis meses

Consumo privado
(Crecimiento interanual medio, %)



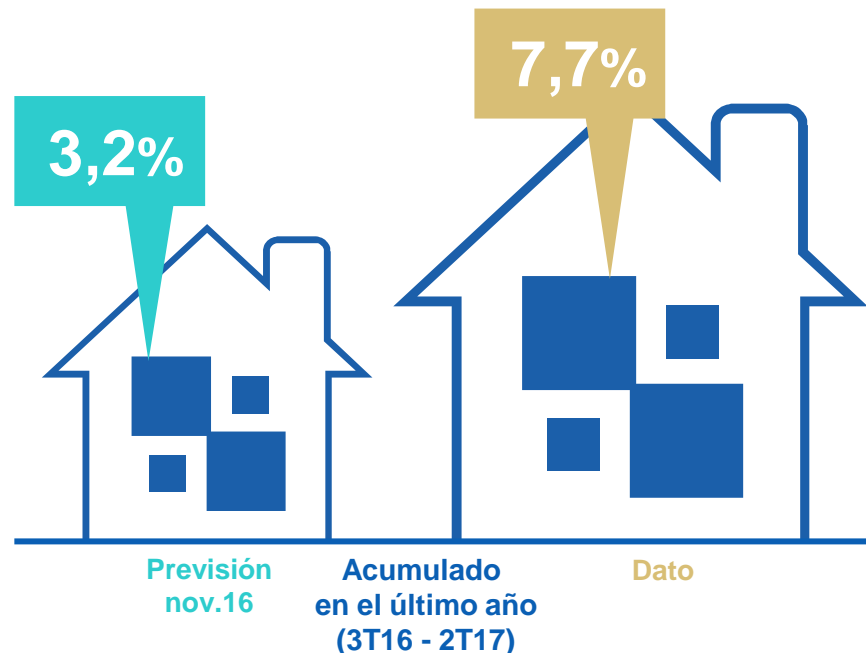
(e): estimación

Fuente: BBVA Research a partir de INE

La inversión residencial sigue sorprendiendo positivamente

- ◆ Una tendencia al alza que **se viene repitiendo en los últimos tres trimestres**
- ◆ El **tono positivo** se explica por la **buena evolución de los fundamentales del sector** (la evolución de los precios, la renta de las familias y la disponibilidad y coste del crédito)

Crecimiento de la inversión en vivienda (%)



2018: un entorno externo favorable seguirá apoyando la recuperación



Crecimiento global

La mejora en economías emergentes y, sobre todo, en la UEM, será un impulso para la demanda externa



Precios del petróleo

Leve revisión al alza en la previsión de 2017, pero se mantienen bajos respecto a años anteriores



Tipos de interés libres de riesgo históricamente bajos

Las expectativas de subidas se retrasan. El euribor a 12 meses terminaría en -0,2 en 2017 y -0,1 en 2018



Prima de riesgo reducida

Las compras del BCE mantendrán el coste de financiación de la economía española en niveles bajos

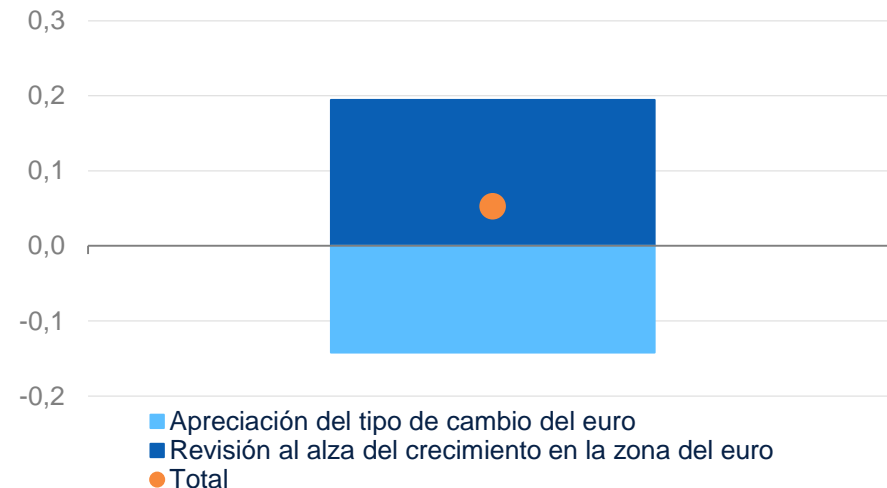
2018: un entorno externo favorable seguirá apoyando la recuperación

- ◆ El impacto negativo de la apreciación del euro sobre las exportaciones puede ser notable en el corto plazo, aunque moderado sobre el crecimiento del PIB
- ◆ En todo caso, el aumento de la demanda esperada de la UEM compensará las repercusiones sobre el crecimiento del mayor tipo de cambio

Fuente: BBVA Research

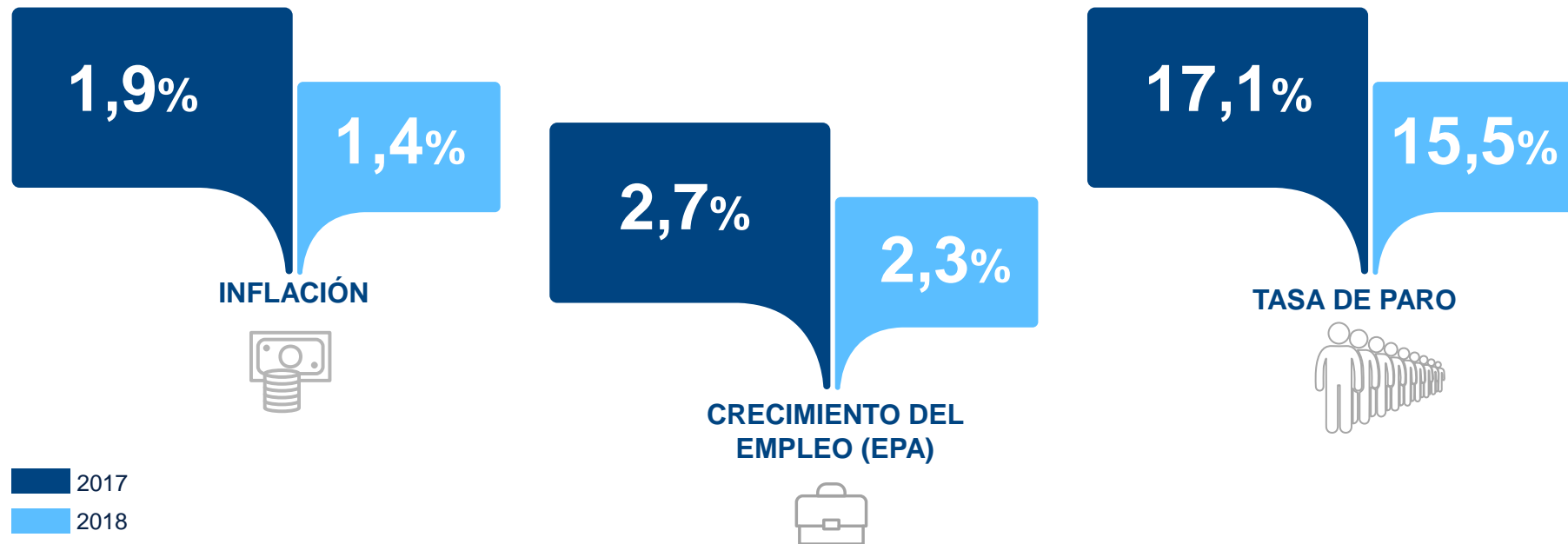
España: impacto en el PIB del cambio de escenario en la economía europea

(pp acumulados en 2017 y 2018)



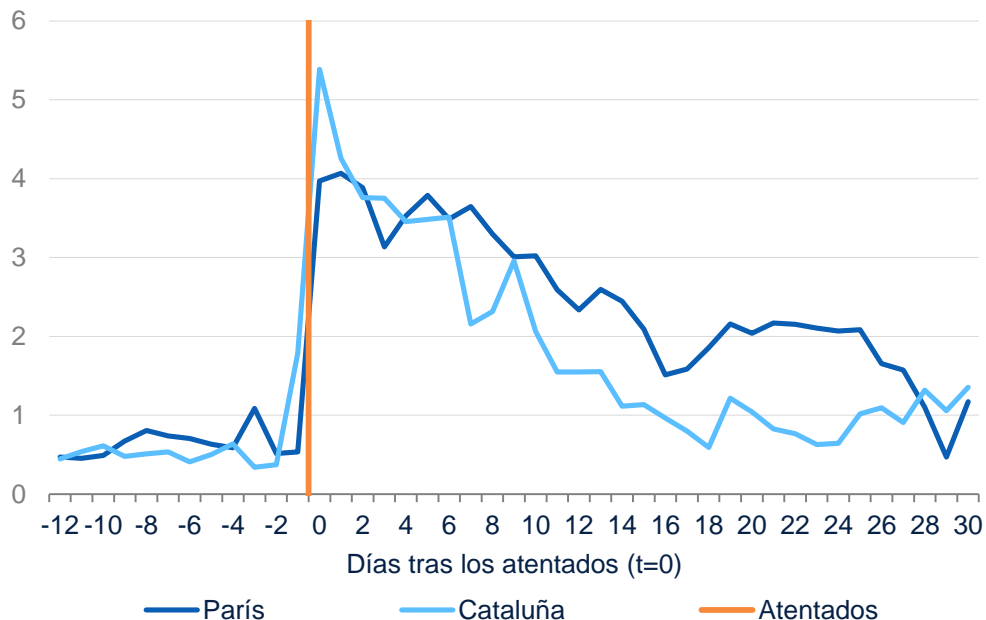
El mayor crecimiento de la UEM atenuará el impacto de la apreciación del euro

Resumen de previsiones con las principales magnitudes



Riesgos internos: incertidumbre por atentados terroristas en Cataluña

Índice de inestabilidad (Frecuencia: cada 15 minutos)



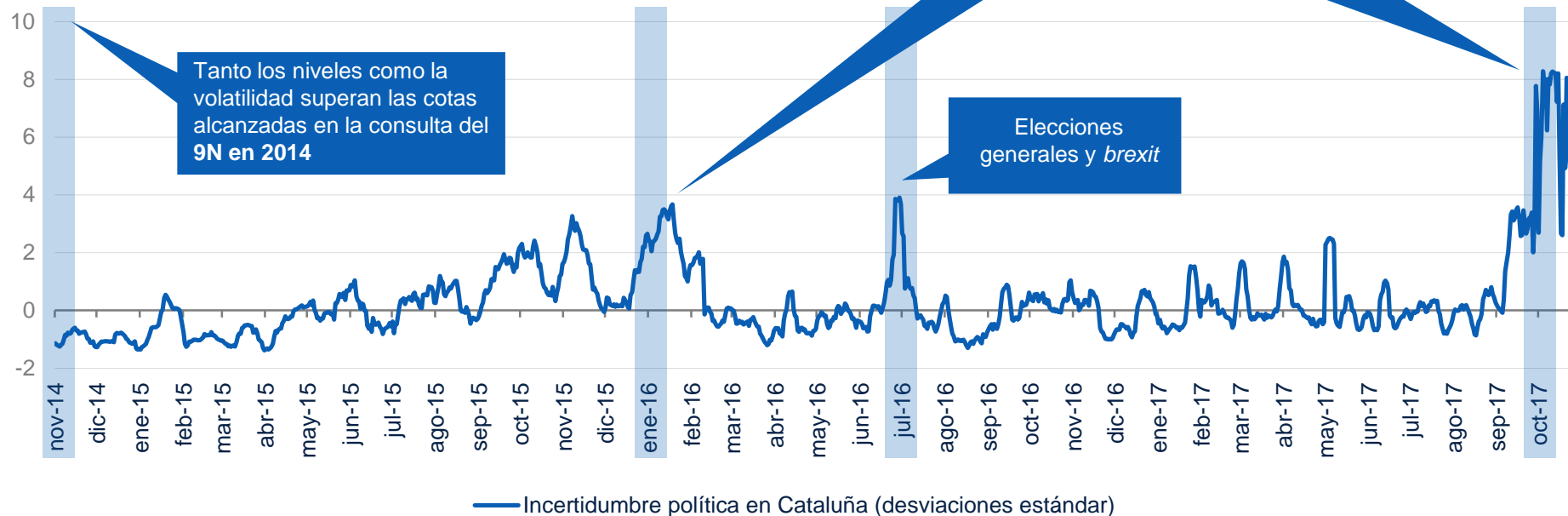
París: 13 de noviembre de 2015, Cataluña: 17 de agosto de 2017

Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

- ◆ Tras los atentados en Barcelona, **aumentó la percepción de riesgo** igual que en otras ciudades europeas
- ◆ Tras dos semanas, **las tensiones se moderaron**. Un plazo similar al observado en París, Niza o Londres
- ◆ El impacto será **negativo y probablemente temporal** en sectores como el **turístico** o el **inmobiliario**
- ◆ **Las pernoctaciones de extranjeros podrían ser un 2% menores** durante los próximos meses respecto a un escenario libre de tensiones

Riesgos internos: tensión política en Cataluña

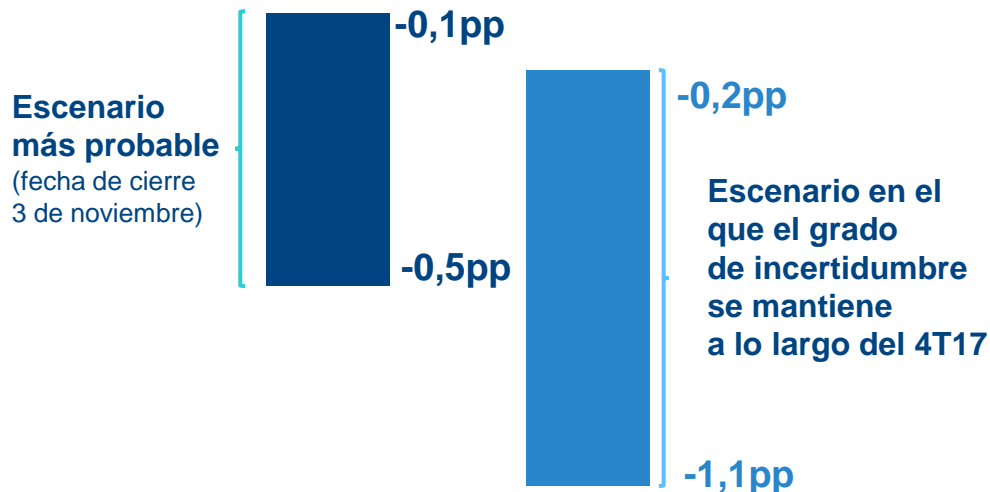
Cataluña: índice de incertidumbre sobre la política económica (EPU)



Riesgos internos: tensión política en Cataluña

Incertidumbre sobre el impacto en el crecimiento del PIB de España en 2018

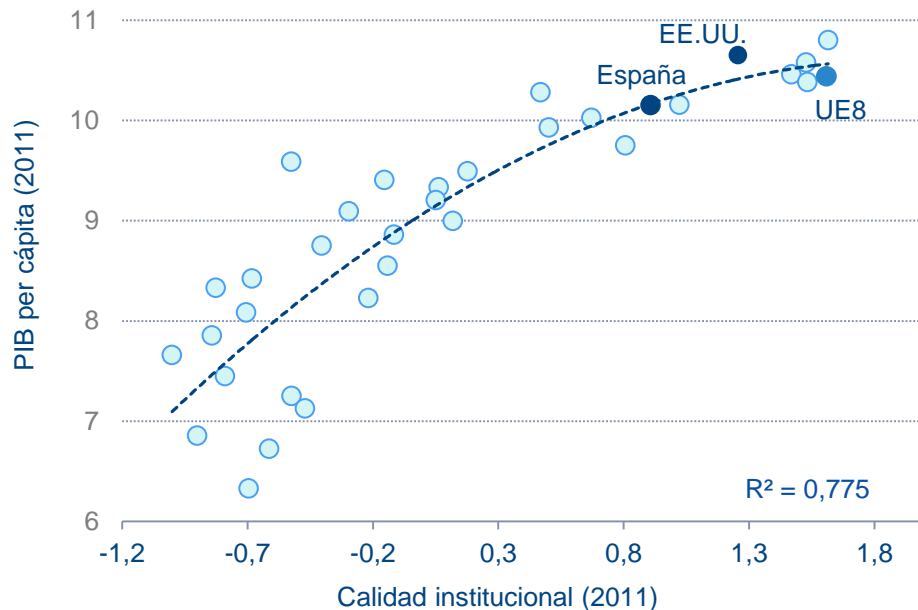
(pp)



- ◆ Estimar el impacto en el PIB es complicado y dependerá de la intensidad en el incremento de la incertidumbre, de su extensión en el tiempo y de sus efectos en el resto de España
- ◆ Factores como la política monetaria del BCE podrían moderar el impacto sobre la economía

Retos a largo plazo: instituciones más eficientes

Calidad institucional y renta per cápita

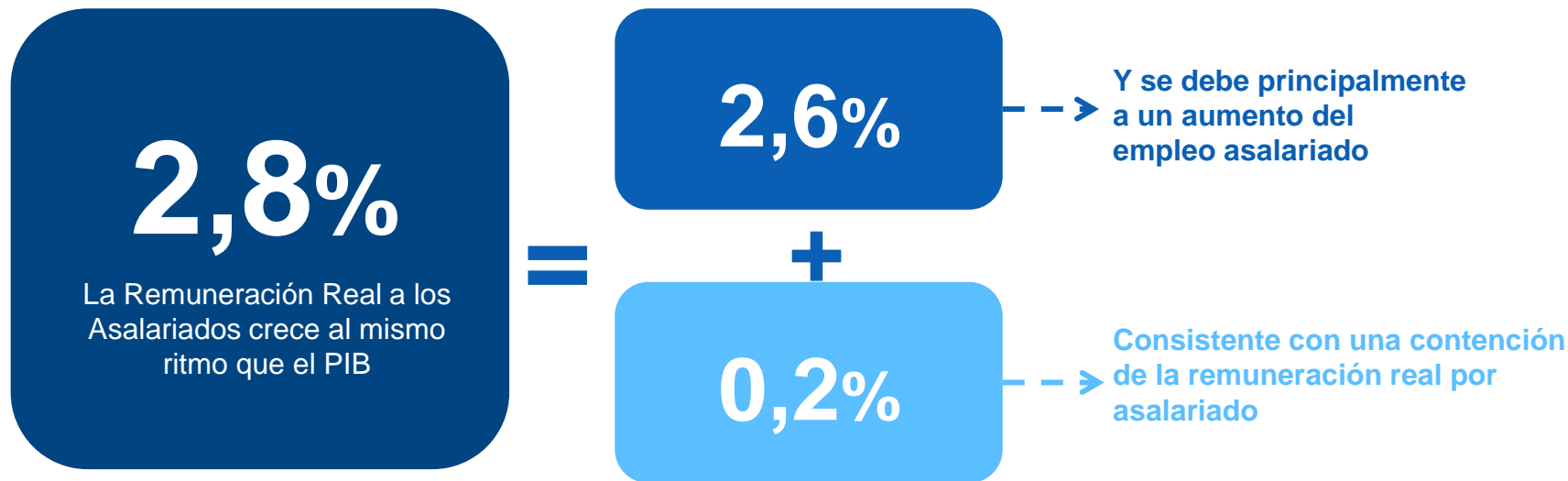


Fuente: elaboración propia a partir de PWT y WGI. Cada punto representa la media de cinco países en una muestra de 156 economías, salvo el de España, EE.UU. y UE8 (Austria, Bélgica, Alemania, Dinamarca, Finlandia, Holanda, Suecia y Reino Unido)

- ◆ El crecimiento es mayor y el progreso, más equitativo, cuanto mejor funcionan las instituciones (políticas, económicas, jurídicas), con seguridad jurídica y un Estado de derecho, con reglas de juego claras y respetadas por todos
- ◆ España está en la parte alta de la distribución, pero tiene **margen para mejorar la eficiencia de sus instituciones**
- ◆ Un avance hacia las mejores prácticas internacionales podría **aumentar la tasa de crecimiento del PIB per cápita en 0,5pp por año**

Retos a largo plazo: consolidar la recuperación del empleo

Tasas de crecimiento promedio durante el período 2014-2018



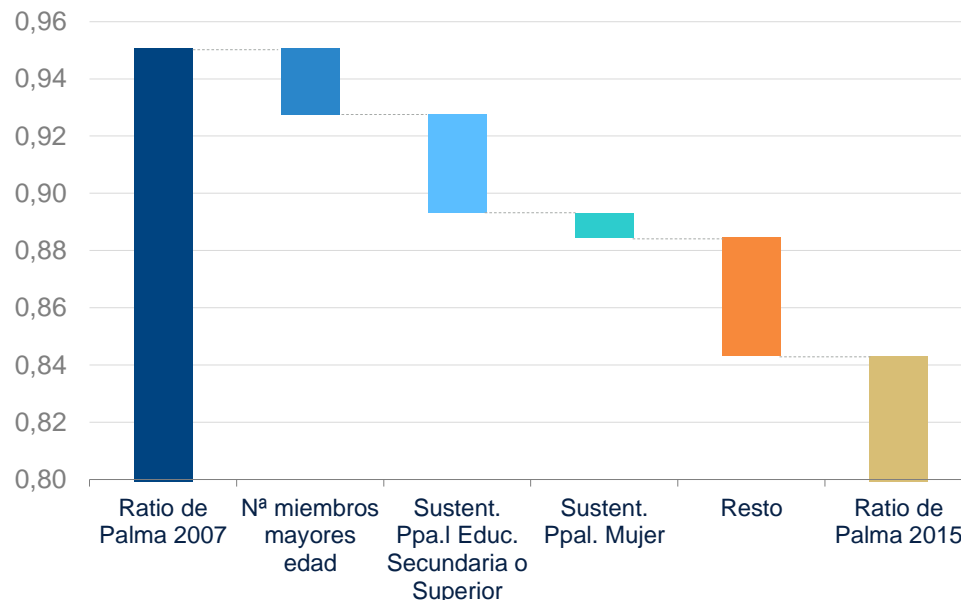
Fuente: BBVA Research

La evolución de los salarios continúa siendo consistente con una fuerte creación de empleo. Hacia adelante, la principal prioridad para fomentar una recuperación con equidad debe ser la reducción de la tasa de paro

Retos a largo plazo: una recuperación económica más inclusiva

Determinantes de la desigualdad en el consumo en hogares españoles

(Contribución a la variación entre 2007 y 2015 (pp))



Fuente: BBVA Research a partir de EPF (INE)

Para más detalles, véase "Caída de la desigualdad en consumo: El caso de España durante la crisis", disponible en:

<https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/caida-de-la-desigualdad-en-consumo-el-caso-de-espana-durante-la-crisis/>

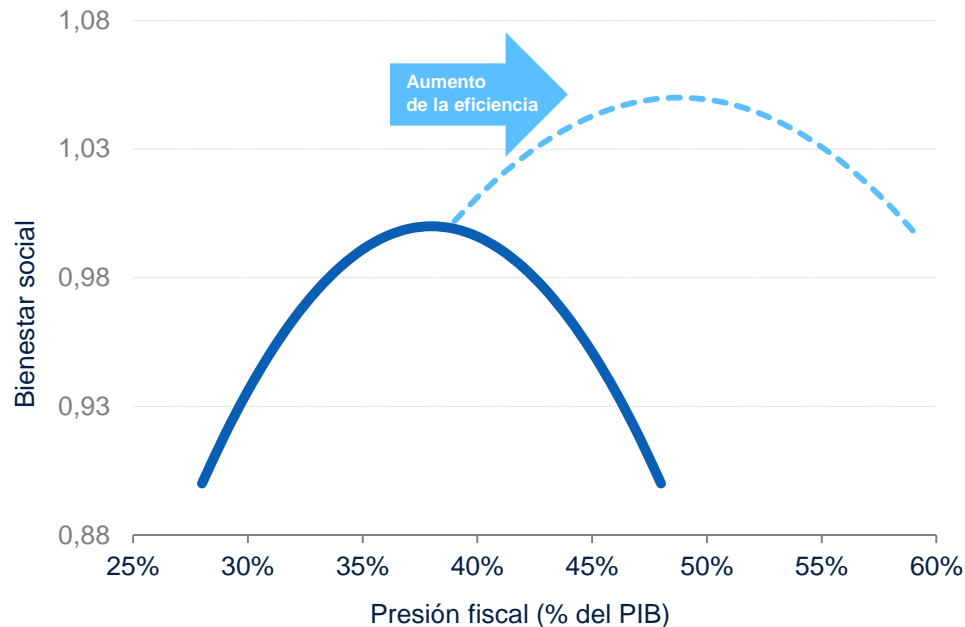
◆ A pesar de la creciente desigualdad de ingresos, la inequidad en términos de consumo disminuyó un 9,7% entre 2007 y 2015 debido a:

- La reunificación familiar
- La mejora del nivel educativo de las familias con menor consumo
- Y una mayor incidencia de mujeres cabeza de familia en aquellas con mayor consumo

◆ Algunos de estos cambios tienen consecuencias sociales y económicas no deseadas (reunificación) y otras pueden tener un efecto temporal debido a condiciones cíclicas

Retos a largo plazo: una fiscalidad más eficiente

Presión fiscal y bienestar



- ◆ **Relación entre bienestar y tamaño del sector público no lineal:** depende de si los efectos positivos del aumento del gasto, el crecimiento, la utilidad y la desigualdad dominan a los negativos de las distorsiones por la mayor presión fiscal
- ◆ **El aumento de la eficiencia del sector** permite una mejor gestión de los recursos, favorece el bienestar y la predisposición de la sociedad a aumentar la presión fiscal
- ◆ Es crucial que se **aprovechen** las oportunidades que ofrece el **proceso de transformación tecnológica y digital** en curso

Mensajes clave

- ◆ La recuperación global continúa y es más sincronizada que en el pasado. Revisión al alza en Europa y en China
- ◆ En España, los datos del tercer trimestre y el aumento de la incertidumbre sesgan a la baja las expectativas de crecimiento. Sin embargo, el entorno externo seguirá apoyando la recuperación, que muestra una fuerte resistencia en el 4T17
- ◆ Se revisa a la baja la previsión de crecimiento del PIB hasta el 3,1% para el 2017 y hasta el 2,5% para el 2018
- ◆ El entorno de mayor incertidumbre y los retos a largo plazo aconsejan nuevas reformas que reduzcan las vulnerabilidades de la economía española



Situación España 4T17

Noviembre 2017



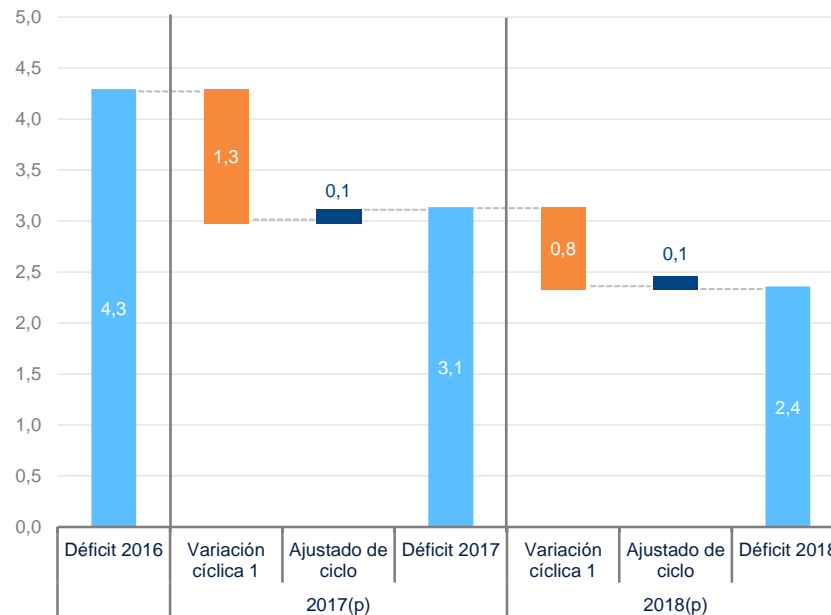
ANEXOS



La política fiscal será neutral y en línea con objetivos presupuestarios

- ◆ El déficit de 2016 (cumpliendo expectativas), la recuperación y los Presupuestos Generales del Estado para 2017 hacen **viable la meta de estabilidad**
- ◆ Aunque existe cierta incertidumbre, con respecto a los ingresos previstos, el mayor crecimiento del PIB y las medidas tomadas a finales del pasado año facilitarán la **reducción del déficit**

España: ajuste fiscal (%, a/a)



Cambios en nuestras previsiones

Los fundamentos todavía apoyan una recuperación relativamente fuerte

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

(*) 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.carta@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

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

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.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