

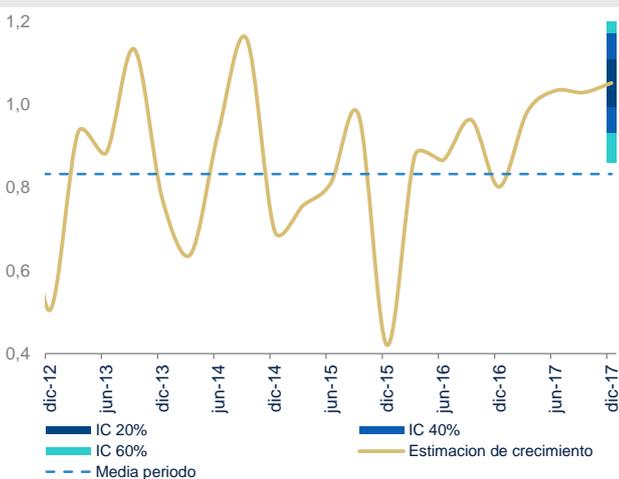
Revisión al alza generalizada en previsiones de crecimiento 2018

Unidad de Escenarios Económicos Globales
19 de enero de 2018

Crecimiento global robusto y sostenido en 2017

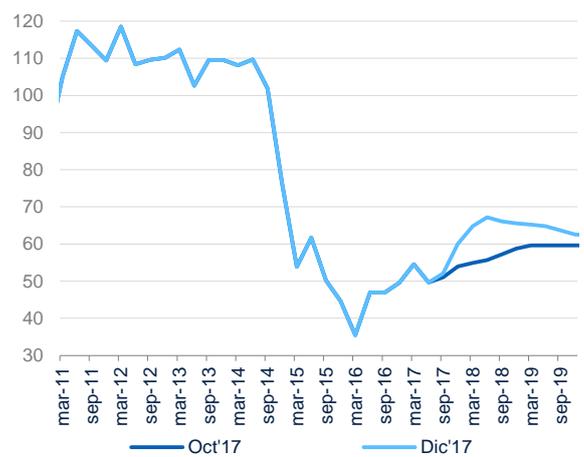
El crecimiento de la economía mundial se ha consolidado a finales de 2017 en torno al 1% t/t (véase el Gráfico 2.1), reflejando mejores resultados en todas las grandes áreas y perspectivas de mantener el buen tono en los próximos trimestres. El apoyo de la política económica, sobre todo en las economías desarrolladas, ha tenido finalmente un impacto claro en la economía real: la recuperación de la inversión que ha ganado tracción, apoyada por el aumento de la demanda y el comercio global que, a su vez, sigue impulsando la recuperación del sector industrial. Por su parte, el consumo privado sigue mostrando un buen comportamiento en las economías avanzadas y ha ido ganando impulso en las economías emergentes. Además, las perspectivas y la confianza en muchas de estas últimas se han visto favorecidas por el aumento del precio de las materias primas (véase el Gráfico 2.2), así como por los mercados financieros, que continúan propiciando la entrada de capitales. De este modo, los indicadores de confianza continuaron mejorando, tanto por el buen desempeño económico como por la reducción de los riesgos a corto plazo, y anticipan la continuidad de un panorama positivo. Así, el crecimiento mundial **podría haberse acelerado en cuatro décimas, hasta el entorno del 3,7% en 2017**, es decir dos décimas más de lo previsto hace tres meses.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Precio del barril de Brent (dólares por barril)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Durante los últimos tres meses han aumentado las **razones para mantener cierto optimismo en todas las grandes áreas**. En EE.UU. la recuperación se ha ido afianzando a lo largo del año, con tasas de crecimiento algo por encima

de lo esperado, y mejoras en el mercado de trabajo. La reforma fiscal ha sido finalmente aprobada, lo que podría alargar la recuperación cíclica aunque no vaya a tener efectos muy significativos a largo plazo. Asimismo, los recientes nombramientos en la Fed apuntan a una política monetaria continuista, lo que se debería reflejar en una normalización muy gradual de la misma. En China, las medidas aprobadas por las autoridades han conseguido estabilizar la economía a la vez que se han puesto en marcha algunas reformas estructurales y se ha aprobado una estrategia económica más centrada en controlar los desequilibrios y menos en cumplir los objetivos de crecimiento. Finalmente, en la eurozona se ha registrado un crecimiento de la actividad mayor de lo esperado en 2017, apoyado en la mejora del entorno global y en una demanda interna más robusta, que se está beneficiando de la menor incertidumbre política.

Este entorno de mayor crecimiento y aumento de la demanda ha venido acompañado hasta ahora por una **inflación moderada**, a pesar de las medidas expansivas de los principales bancos centrales y de la gradual reducción de la capacidad ociosa en las economías desarrolladas. Siguen, por tanto, las dudas sobre si los factores que subyacen a la debilidad de la inflación son de carácter transitorio o permanente. La globalización, la flexibilización de los mercados de trabajo, las bajas expectativas de inflación o el contenido aumento de la productividad podrían estar detrás de la menor reacción de los precios al aumento de la actividad y de que siga sin haber señales claras de acumulación de presiones inflacionistas, al menos de momento. En todo caso, el mayor crecimiento y el aumento del precio del petróleo deberían presionar al alza la inflación en el corto plazo, facilitando el **avance en la normalización de la actuación de los bancos centrales en las economías desarrolladas**, mientras que muchos de los de las **economías emergentes tienen aún margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento**.

Optimismo en los mercados financieros en plena normalización de los bancos centrales

El tono optimista ha sido la tónica generalizada en los mercados financieros durante el último trimestre de 2017. En ausencia de choques globales negativos, los fundamentos han seguido apoyando la toma de riesgo por parte de los inversores (véase el Gráfico 2.3). En particular, la notable mejora del entorno económico se ha sumado a unas condiciones financieras todavía muy acomodaticias -por la abundante liquidez en el sistema y los todavía bajos tipos de interés-, contribuyendo a mantener la volatilidad en mínimos históricos y dando un nuevo impulso a los activos de riesgo (es el caso de la deuda periférica o los activos de países emergentes). Ello está generando **crecientes dudas sobre una potencial sobrevaloración de algunos activos**, entre ellos la renta variable de países desarrollados, que ha mantenido su tendencia alcista. El **aplanamiento de la pendiente de la curva estadounidense**, debido a los bajos tipos de interés de largo plazo y a que los tipos cortos se están ajustando al alza en respuesta a las decisiones de política monetaria, es otro de los interrogantes que dejan los mercados de cara a 2018.

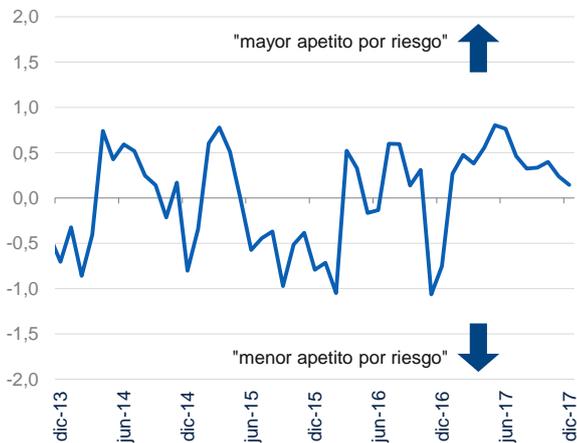
En lo que respecta a los **bancos centrales, no ha habido sorpresas**. Eso sí, **el escenario de fuerte crecimiento viene a avalar de forma cada vez más clara la normalización de la política monetaria**. De hecho, el mayor optimismo también se ha materializado en la revisión al alza de las previsiones de los principales bancos centrales, como la Fed de Estados Unidos o el BCE, y ha permitido la adopción de pasos adicionales en la retirada de los estímulos monetarios.

Así, **la Fed subió en diciembre los tipos hasta el 1,25-1,50%**, por quinta vez desde que iniciara el ciclo alcista de tipos a finales de 2015, al tiempo que **puso en marcha la reducción gradual de su balance**. La buena política de comunicación está permitiendo transitar a esta nueva fase de la política monetaria **sin generar sobresaltos en los mercados**. Es más, mantiene su expectativa de **tres subidas de 25 puntos básicos para 2018**, lo que coincide con nuestra previsión actual, ajustada al alza –una subida adicional- tras la aprobación de la reforma fiscal y su impacto estimado en crecimiento. Hasta el momento, el dólar no ha capitalizado los cambios en las decisiones de política fiscal y monetaria (frente al euro, sigue cotizando en el entorno del 1,20)

El **BCE**, según lo previsto, reducirá las compras de activos en 2018, aunque ha optado por una fórmula distinta a la de la Fed. De hecho, **recortará sustancialmente las compras a la mitad (hasta los 30 mM euros mensuales) pero, a cambio, extiende el programa hasta, al menos, septiembre**. Con todo ello, la autoridad monetaria mantiene su compromiso de no subir tipos hasta bien pasado el periodo de compras de activos buscando **anclar las expectativas de tipos**. Con todo ello, **es probable que el *quantitative easing* (QE) no acabe hasta otoño de este año** y, por tanto, **las subidas de tipos no se produzcan hasta 2019** (en marzo el tipo de depósito y en junio el tipo *repo* de acuerdo a nuestras previsiones). Con todo, es probable que el debate sobre la finalización del QE se intensifique en primavera.

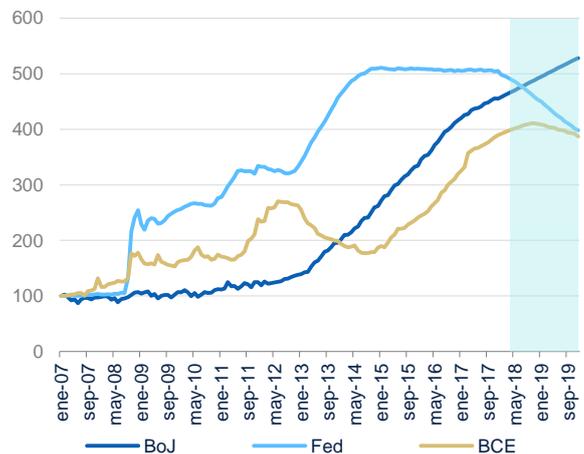
Otros bancos centrales, como el Banco de Inglaterra o el Banco de Canadá, **están dando pasos en esta misma dirección** (con subidas puntuales de tipos), y el Banco de Japón, aunque no ha cambiado su política, ha venido moderando también el ritmo de compras de activos. En definitiva, **los mercados financieros deberán acomodarse a un entorno monetario más “normal”: la liquidez será menos abundante y las condiciones de financiación menos acomodaticias** (véase el Gráfico 2.4).

Gráfico 2.3 Indicador de apetito por el riesgo (factor global usando flujos EPFR)



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

Gráfico 2.4 Balance de los bancos centrales (Índice 100 = Enero 2007)



Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

El crecimiento mundial tenderá a estabilizarse en 2018-19

Nuestras **previsiones apuntan a que el crecimiento global se acelerará ligeramente en el bienio 2018-19 (alrededor de una décima) hasta el 3,8%** (véase el Gráfico 2.5), lo que supone una revisión al alza de unas tres décimas respecto al escenario presentado hace tres meses. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para EE.UU. como China y la Eurozona en 2018, debido fundamentalmente a la mejor evolución de la actividad en los últimos trimestres, pero también a las medidas económicas en marcha en las dos primeras áreas. En las economías de América Latina ahora esperamos una recuperación algo más fuerte este año, por la revisión al alza de la demanda global y el aumento del precio de las materias primas. A pesar de la estabilidad del crecimiento mundial previsto, **seguimos viendo cierta moderación del crecimiento en las economías desarrolladas para 2019**, mientras que en la mayoría de las economías emergentes se seguirá consolidando la recuperación. Además, **aunque menores que hace tres meses, siguen existiendo riesgos, sobre todo de carácter político**, que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados financieros.

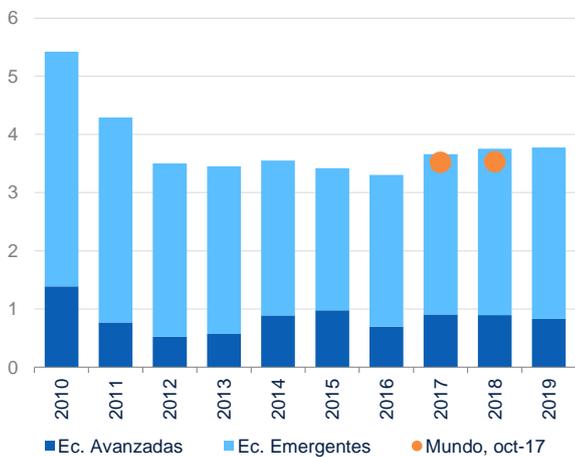
EE.UU.: mayor crecimiento económico en el corto plazo

La actividad volvió a crecer **algo más de un 3% en términos anualizados en el tercer trimestre de 2017**, y aunque los indicadores más recientes sugieren cierta desaceleración de la actividad en el último trimestre de 2017, ésta parece ser transitoria y debida a la finalización de las obras de reconstrucción después de los huracanes y al retraso de la inversión a la espera de algunas medidas fiscales. **Varios factores han apoyado la fortaleza reciente de la economía.** El aumento del precio del petróleo y la depreciación del dólar impulsaron la inversión, mientras que la mayor demanda global favoreció el crecimiento de las exportaciones. Además, el consumo ha crecido a un ritmo relativamente estable y sólido a pesar a que la mejora del mercado de trabajo es más gradual, a una mayor inflación y a un cierto endurecimiento de las condiciones financieras. Finalmente, el gasto público contribuyó de manera más

positiva al crecimiento después de que el Congreso acordara aumentar los topes de gasto discrecional. Con todo ello, el PIB habría aumentado un **2,2% en 2017**.

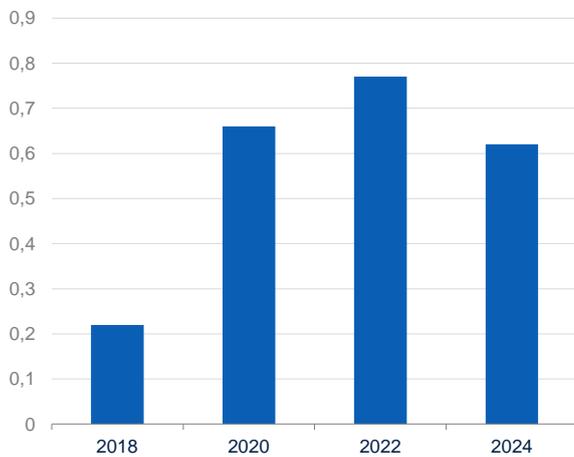
La **mejora tanto de los fundamentos domésticos como de los globales** podría elevar el crecimiento en 2018 en torno a dos décimas, mientras que estimamos que la **reforma fiscal** podría contribuir con otras dos décimas, lo que **hace que revisemos al alza la previsión del crecimiento del PIB para 2018 hasta el 2,6%** (véase el Gráfico 2.6). El efecto de los menores impuestos a las rentas personales no será muy grande, al afectar principalmente a los ingresos más altos, con menor propensión a consumir, por lo que el mayor impacto vendrá de la reducción impositiva a las empresas, aunque también esperamos que sea relativamente limitado dado el carácter temporal de algunas provisiones, así como por los mayores costes de financiación y un posible aumento del ahorro en vez de la inversión. Teniendo en cuenta todos estos factores, estimamos que el **efecto acumulado de la reforma fiscal en el nivel del PIB sería de alrededor del 0,6% hacia 2024**. Aunque la política monetaria seguirá siendo acomodaticia, la mejora de las perspectivas económicas refuerza el proceso de normalización iniciado por la Fed, por lo que esperamos que se inicie cierta moderación del crecimiento hasta el 2,5% en 2019. **A pesar de que los riesgos se han reducido, son todavía altos**, ya que sigue habiendo una elevada tensión política y continúa la amenaza de un viraje claramente proteccionista, mientras algunos activos podrían estar mostrando ciertos signos de sobrevaloración.

Gráfico 2.5 Previsión crecimiento PIB mundial por áreas (%)



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 2.6 Impacto de la reforma impositiva de EE. UU. en PIB (%)



Fuente: BBVA Research

China: desaceleración más moderada

Los datos más recientes apuntan a que el crecimiento de la economía se mantuvo estable en la segunda mitad del año pasado, mostrando cierta resistencia a las medidas que han ido adoptando las autoridades para atajar las vulnerabilidades financieras y buscar un desapalancamiento ordenado de la economía. Como resultado, el **crecimiento podría haberse estabilizado en el 6,7% en 2017**, con una ligera desaceleración tanto del consumo

como de la inversión, que se habría compensado con una contribución positiva de las exportaciones netas. A pesar del buen desempeño económico, **se espera una moderación del crecimiento hacia adelante, si bien algo menos intensa** de la esperada hace tres meses gracias al mejor entorno internacional y a la estrategia de política económica tras el XIX Congreso del Partido Comunista.

Los factores que subyacen a este escenario no han variado: **menor apoyo de las políticas económicas**, con una política monetaria más prudente, el endurecimiento regulatorio, la eliminación de la sobrecapacidad de las empresas y una política fiscal menos expansiva. **No obstante, la eliminación del objetivo estricto de crecimiento apunta a un mayor foco en la reducción de desequilibrios, mientras que las medidas orientadas a la apertura de la economía y las reformas estructurales deberían ayudar a mejorar el crecimiento potencial.** Ahora esperamos que el PIB se desacelere hasta el 6,3% en 2018 (tres décimas más alto de lo previsto hace tres meses), y en 2019 hasta alrededor del 6%. El aumento de los precios de las materias primas presionará al alza la inflación, tras haberse mantenido moderada a finales del año pasado, si bien se compensará en parte por una divisa algo más fuerte y por el endurecimiento regulatorio. Así, esperamos una aceleración de la inflación en 2018 hasta el 2,3% (desde el 1,7% de año pasado) y que continuaría en 2019 hasta el 2,5%. Como resultado, **el banco central mantendrá el tipo de interés de referencia este año**, recayendo la cautela y la prudencia de la política monetaria sobre las herramientas regulatorias y macroprudenciales.

La estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han **reducido los riesgos domésticos en el corto plazo**, pero siguen siendo elevados en el medio plazo, y a ellos se suman los riesgos externos ligados al aumento del proteccionismo.

Eurozona: revisión al alza del crecimiento, pero moderándose en 2018-19

La **recuperación de la economía de la zona euro se ha consolidado a lo largo de 2017**. De hecho, el crecimiento ha sorprendido positivamente, se mantiene relativamente estable en torno del 0,6% trimestral, está siendo más equilibrado por componentes y es generalizado por países. **La fortaleza de la demanda interna y la aportación positiva de las exportaciones netas han permitido una aceleración del avance del PIB del área en seis décimas hasta el entorno del 2,4% en 2017.**

Hacia delante, el buen momento económico podría prolongarse, si bien parece difícil mantener este fuerte momento cíclico, claramente por encima del crecimiento potencial, en todo el horizonte de previsión. Con todo, **los datos recientes, junto con el aumento de la demanda global y la reducción de la incertidumbre, nos han llevado a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2018 en cuatro décimas, hasta el 2,2%**, mientras que estimamos un crecimiento del 1,8% en 2019.

La menor incertidumbre tras los resultados electorales del año pasado junto con el aumento de los beneficios empresariales apuntalará la **recuperación de la inversión, aunque se moderará algo en 2018-19** tras el fuerte crecimiento observado en los últimos dos años y medio. También se beneficiará del **impulso de las exportaciones**,

si bien podrían ir desacelerándose debido a la fortaleza del euro y la estabilización del crecimiento mundial. Por otro lado, la creación de empleo perderá algo de fuerza (alrededor del 1% en 2018-19 tras aumentar un 1,6% en 2017), pero sustentará la renta disponible de los hogares y un **crecimiento sólido del consumo privado**.

La inflación se moderó en el tramo final del año por los efectos base de los precios de la energía, y es probable que se prolongue en los primeros meses de este año para llevar la inflación general hasta tasas de alrededor del 1%. No obstante, **ahora esperamos unos precios del barril del Brent alrededor de un 16% más altos este año** que lo que preveíamos hace tres meses, por lo que dicho efecto base debería ir desvaneciéndose a partir de marzo **y nos ha llevado a revisar la previsión de la inflación general al alza en tres décimas hasta el 1,5% para 2018 y el 1,6% en 2019**. Para la **inflación subyacente seguimos esperando un aumento gradual hasta el 1,3% en 2018 y el 1,6% en 2019**, empujada por la fortaleza de la demanda doméstica, la mejora del mercado de trabajo y la desaparición de la capacidad ociosa de la economía.

Los **riesgos domésticos en el conjunto de la zona euro siguen sesgados a la baja, pero se han reducido y son moderados**. A pesar de que el panorama político se despejó en parte en 2017, todavía hay riesgos latentes, como las elecciones italianas en marzo o las dificultades para profundizar en el proyecto europeo. Las negociaciones del *Brexit* han avanzado, pero todavía se está lejos de garantizar que no sea un evento disruptivo si no se alcanza un acuerdo comercial a principios de 2019.

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.