

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 of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

# Situación España

## 4T18

Octubre 2018

Creando Oportunidades

# Mensajes clave



- Se mantiene el entorno global positivo, aunque el crecimiento se está moderando en las economías emergentes y en la eurozona. El impacto del proteccionismo es de momento limitado, pero sigue siendo el principal riesgo junto con la normalización de la Fed y la incertidumbre política en Europa
- En España se revisa el crecimiento a la baja hasta el 2,6% en 2018 y el 2,4% en 2019, debido a las sorpresas negativas registradas en el primer semestre, cuando la desaceleración se centró en el consumo y en las exportaciones. El repunte de algunas incertidumbres, externas e internas, sesga a la baja las previsiones
- No obstante, el avance de la actividad económica continuará. La política económica sigue siendo acomodaticia. Además, se espera que los precios del petróleo reviertan las tendencias actuales y que la demanda externa siga creciendo
- La incertidumbre sobre la política económica y su posible impacto se mantiene en niveles elevados. Es necesario avanzar en medidas que reduzcan la vulnerabilidad de la economía española ante entornos menos favorables.



# 01

## Situación Global 4T18

# Continúa la inercia global positiva, aunque se intensifican los riesgos



## Crecimiento global robusto, aunque más moderado y menos sincronizado

La fortaleza de la economía estadounidense contrasta con la moderación en China y en Europa



## Política monetaria divergente entre EE. UU. y Europa a partir de 2019

La Fed finaliza el ciclo de subidas, mientras que el BCE lo inicia y prepara la retirada de liquidez



## Mayores tensiones financieras en los mercados emergentes

Con evidente diferenciación entre países, los más vulnerables financieramente afrontan ajustes bruscos en sus economías



## Intensificación de la guerra comercial entre EE. UU. y China

Impacto aún limitado, pero podría aumentar si se toman nuevas medidas y avanza el enfrentamiento. El conflicto entre el país norteamericano y el resto de áreas disminuye, de momento



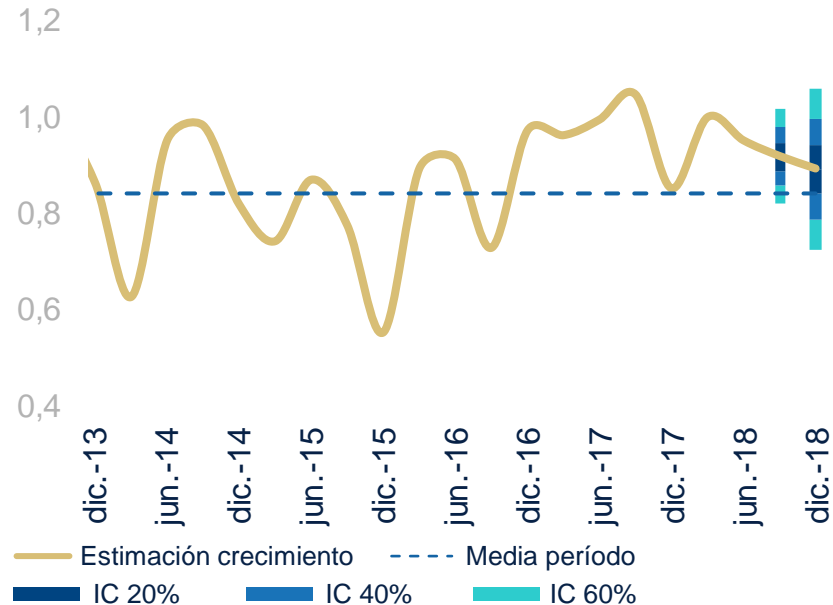
## Los riesgos globales se intensifican

Al proteccionismo y a la normalización de la Fed se une el aumento de las tensiones en los países emergentes y la mayor incertidumbre en Europa

# Moderación del crecimiento mundial

## Crecimiento del PIB mundial

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



- Ligera moderación del crecimiento global hacia **tasas ligeramente por debajo del 1% t/t en 2S18**
- Los datos de actividad son sólidos pero han perdido impulso; seguramente el aumento del proteccionismo pesa sobre la confianza, el comercio y la inversión
- Más allá de la volatilidad, el **comercio mundial ha mejorado y se estabiliza** tras la desaceleración de principios de año

# Política monetaria sigue normalizándose y será divergente entre la Fed y el BCE a partir de 2019



## Balance

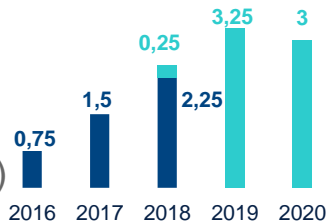


## Tipos de interés



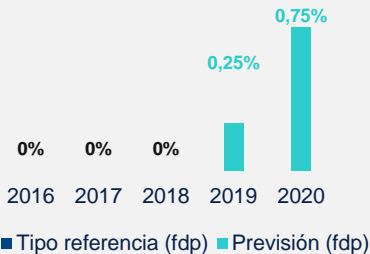
**Continúa la reducción del balance** (450mM de dólares en 2018)

**Más subidas de tipos en 2019, pero se finaliza el ciclo** (tipo de interés natural)



**Fin del QE** (diciembre de 2018)

Expectativas ancladas de tipos bajos por un período prolongado. **No se esperan subidas hasta septiembre de 2019**



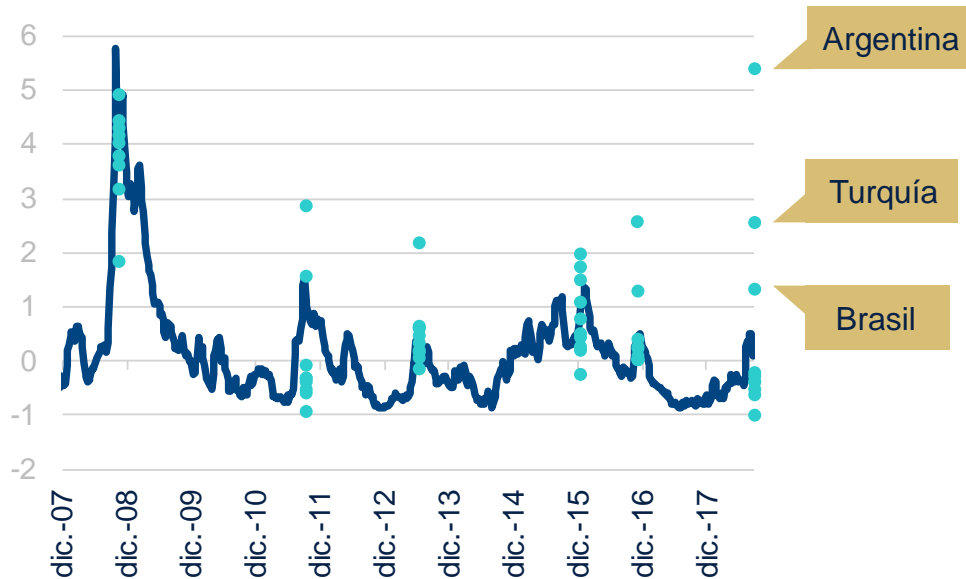
**Reinversión total** al menos hasta diciembre de 2020

**Repago de TLTROs** a partir de junio de 2020



# Las tensiones financieras repuntan en los mercados emergentes, pero de forma menos sincronizada que en episodios anteriores

## Índice BBVA de tensiones financieras para economías emergentes (Índice normalizado)

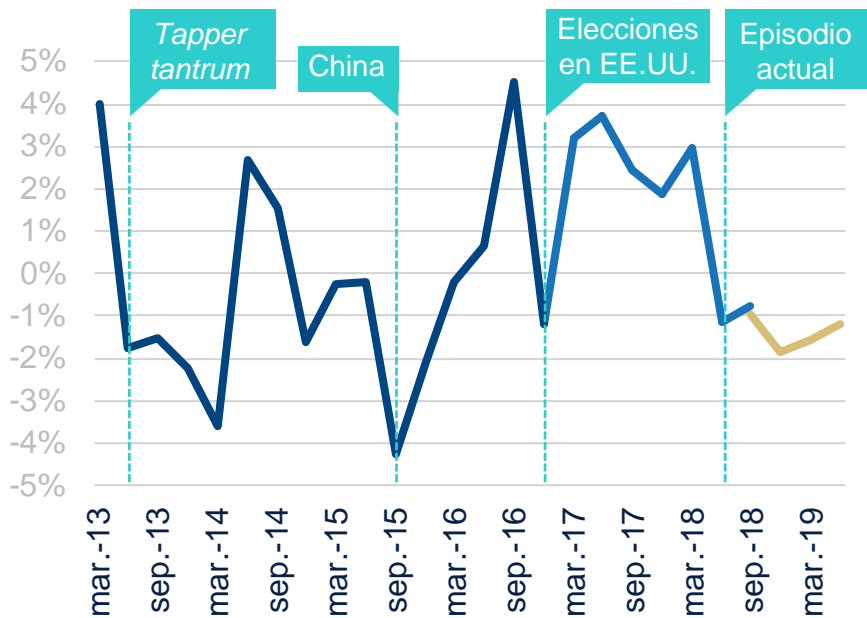


- Los mercados emergentes están sometidos a mayor estrés, lo que se traduce en una depreciación de sus divisas y en un aumento de su prima de riesgo
- Hay **diferenciación**: las tensiones se han concentrado especialmente en las economías más vulnerables. No estamos ante una **crisis sistémica** en emergentes
- La adopción de medidas de política económica (monetaria y fiscal) **están permitiendo cierta estabilización**

# Las salidas de flujos de las economías emergentes son persistentes, pero estamos lejos de un episodio típico de *sudden-stop*

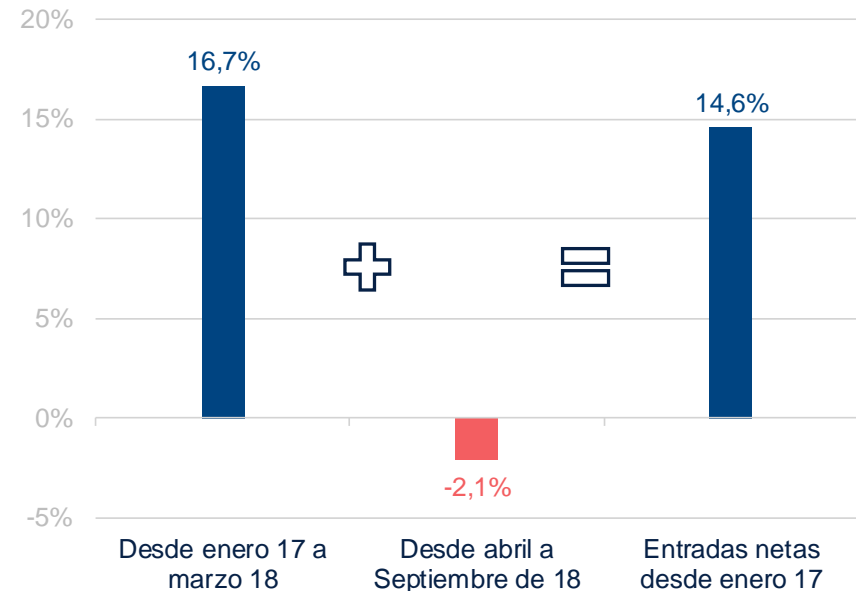
## Flujos de cartera a economías emergentes

(% sobre total activos, datos mensuales)



## Mercados Emergentes: flujos de capital acumulados

(% sobre total de activos enero 2017)

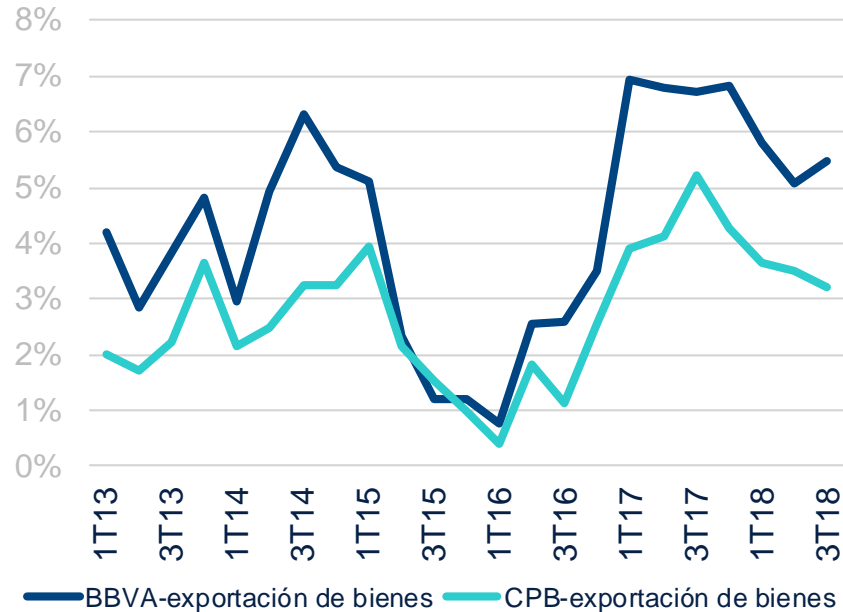




# El comercio pierde impulso tras la fortaleza de 2017, pero seguirá apoyando el crecimiento global

## Exportaciones mundiales de bienes

(% a/a, precios constantes)

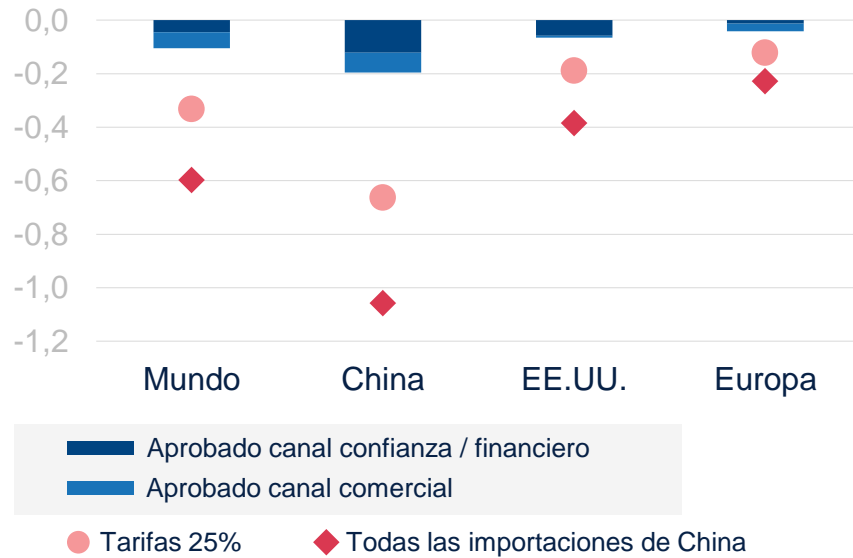


- La guerra comercial ha tenido hasta ahora un impacto limitado. Los flujos de exportaciones pueden estar adelantándose ante la posibilidad de un peor escenario
- Aumenta la volatilidad de los flujos comerciales como consecuencia de la incertidumbre...
- ...ligado a las tensiones comerciales, la situación política y la depreciación de las divisas de las economías emergentes

# EE.UU. y China han anunciado mayores aranceles, aunque con un efecto estimado en el PIB mundial limitado

## Efecto en el crecimiento del PIB de subidas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países

(2018-20, pp)



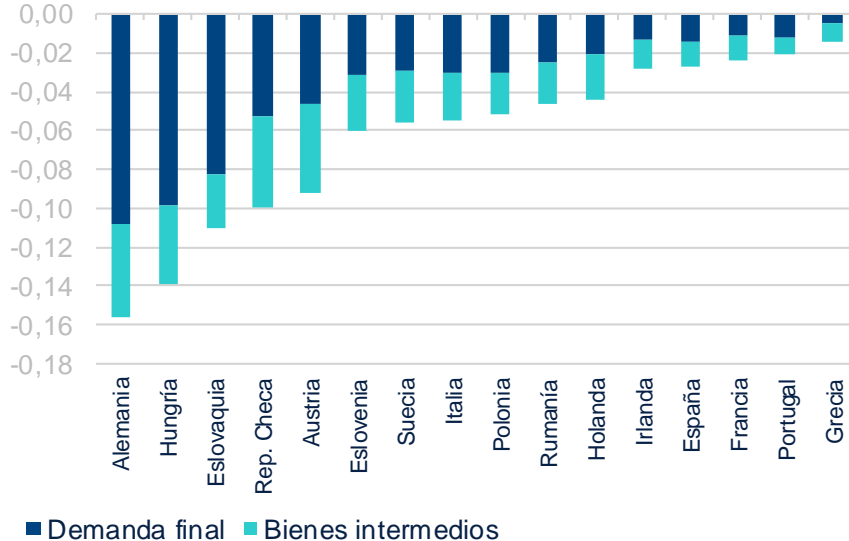
Subida aranceles aprobada: EE.UU. (25% a acero, 10% a aluminio, 25% a importaciones chinas por valor de 50.000 millones de dólares y 10% por valor de 200.000 millones); China (25% a importaciones de EE.UU. por valor de 50.000 millones de dólares y 10% a 60.000 millones).

Fuente: BBVA Research

- El **impacto** sobre el crecimiento de las medidas aprobadas hasta ahora a través **del canal comercial podría ser limitado**, pero **los efectos indirectos serían considerables**, especialmente para China y las economías emergentes
- La **firma del USMCA**, a falta de su aprobación, reduce la incertidumbre con México y Canadá
- En **Europa**, el aumento de **aranceles a los automóviles se encuentra de momento congelado**, aunque volverá a negociarse a partir de noviembre

# Prosigue el riesgo de un aumento de aranceles de EE. UU. al sector automoción europeo, con un efecto limitado y diferente por países

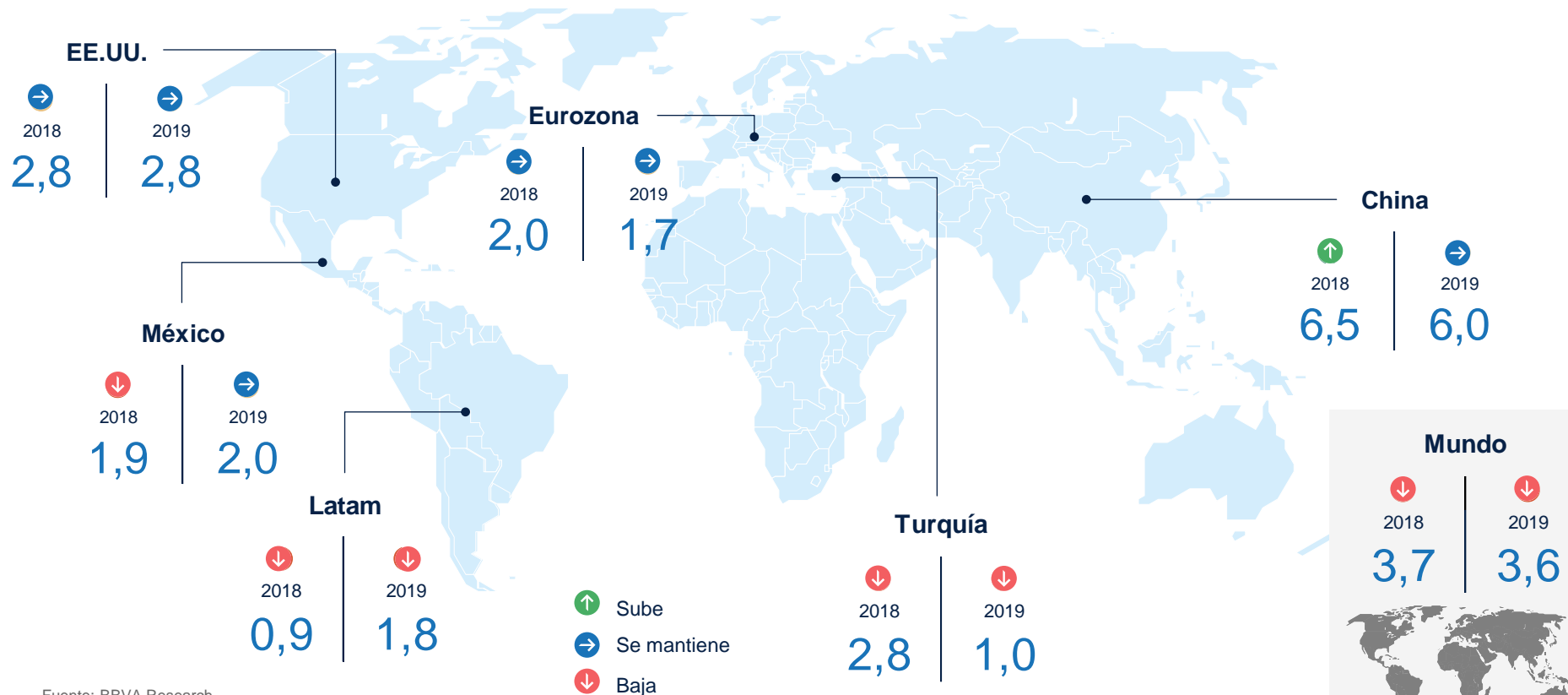
## Efecto en el crecimiento del PIB de subidas de aranceles de EE. UU. al sector automoción europeo (2018-20, pp)



Simulación: subida de tarifas al 20% al sector automoción europeo, Japón y Corea adicional a las medidas aprobadas hasta ahora.  
Fuente: BBVA Research

- Un aumento del arancel al sector del automóvil europeo hasta el 20% (2,5% actual) **podría restar entre una y dos décimas al crecimiento de Alemania y de los países del norte de Europa**
- Mayor impacto en Corea y Japón, pero también en EE. UU.
- Hay incertidumbre sobre el efecto del endurecimiento de la cantidad de insumos producidos en Norteamérica (75%) en el USMCA en las empresas automovilísticas europeas, pero el impacto debería ser más reducido

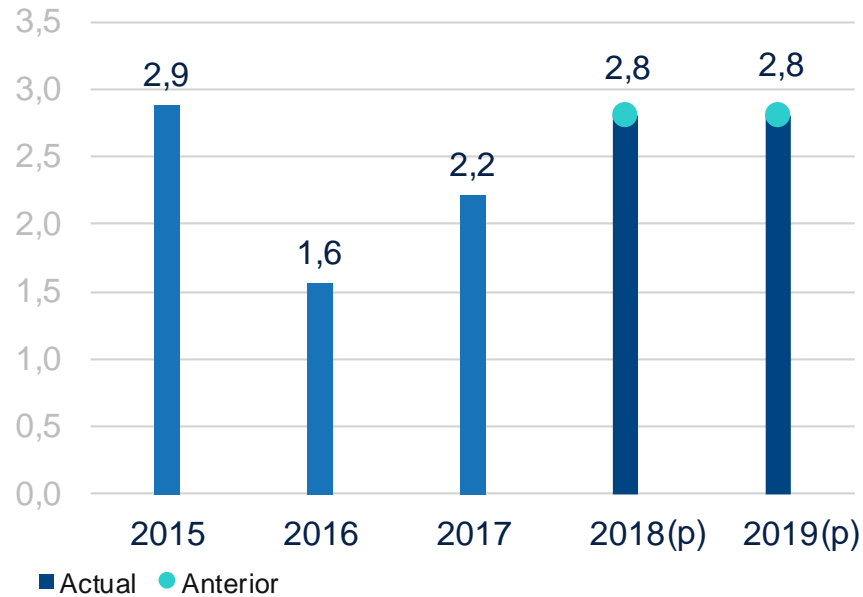
# La revisión a la baja del crecimiento en las economías emergentes explica la moderación esperada del crecimiento global en 2019



# EE. UU.: El aumento del consumo y la solidez de la inversión respaldan el mayor crecimiento, pero con signos de estabilización

## EE.UU.: Crecimiento del PIB

(% a/a)



(p) Previsión.

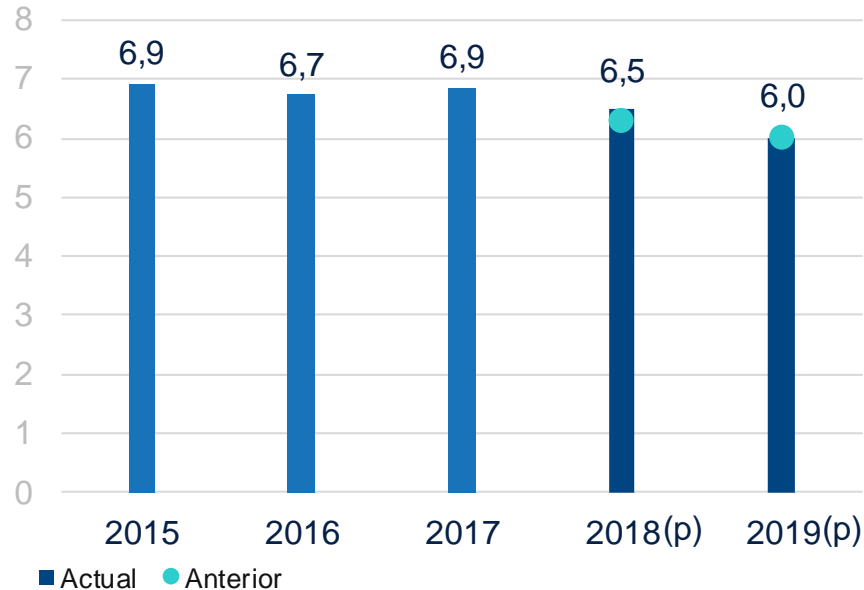
Fuente: BBVA Research a partir de BEA

- La **aceleración de la economía en 2T18** parece **transitoria** tras el fuerte impulso del sector exterior y se espera cierta **ralentización** en los próximos trimestres
- La **inflación general** se está moderando y la subyacente se mantiene estable alrededor del 2%, lo que **reduce la probabilidad de un escenario de alta inflación**
- Los **desequilibrios están aumentando**. Aumentan las incertidumbres para 2020 ante las subidas de tipos de la Fed y el agotamiento del estímulo fiscal

# China: Políticas más acomodaticias para paliar los vientos en contra

## China: Crecimiento del PIB

(% a/a)



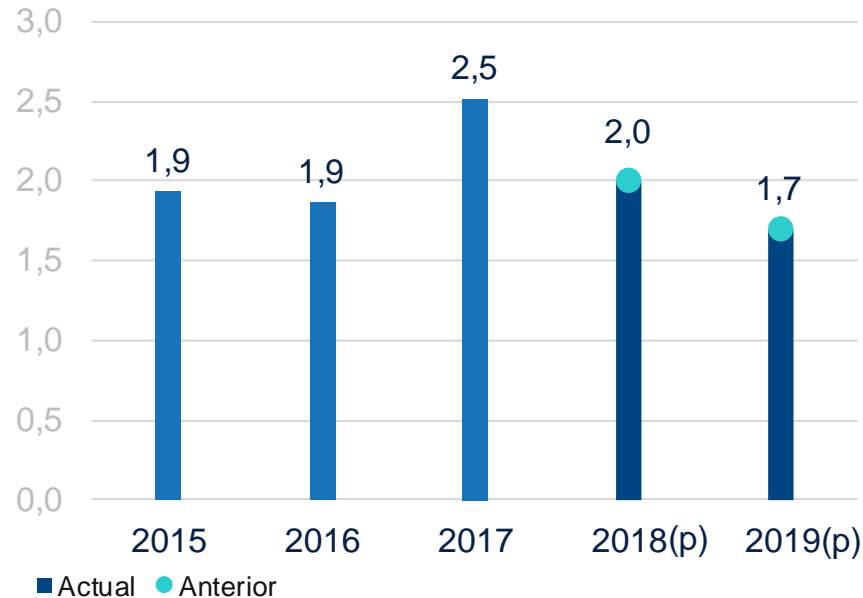
(p) Previsión.  
Fuente: BBVA Research a partir de CEIC

- Revisión al alza del crecimiento en 2018 (+0,2pp) por el mejor desempeño en 1S18, pero **signos más claros de moderación hacia adelante**
- Se están implementando medidas de estímulo fiscal y monetario para apoyar el crecimiento, pero de momento **acotadas, para no empeorar las vulnerabilidades financieras existentes**
- El **proteccionismo sigue siendo el principal riesgo**, sobre todo si frena el necesario desapalancamiento o permite una fuerte depreciación del tipo de cambio

# Eurozona: La fortaleza de la demanda interna compensa la mayor incertidumbre y la moderación de la demanda global

## Eurozona: Crecimiento del PIB

(% a/a)

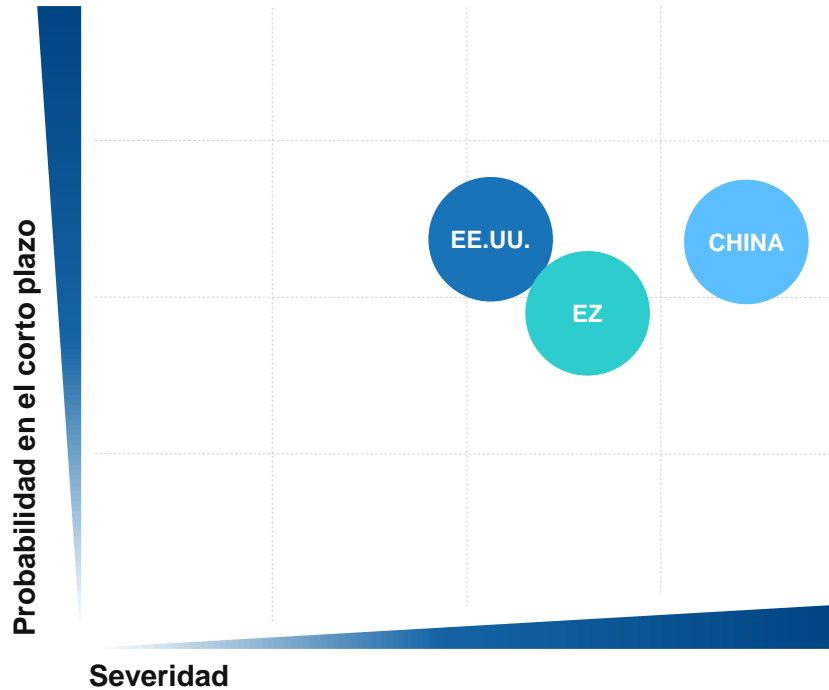


(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

- Se mantiene la previsión de crecimiento, pero con un mayor apoyo del consumo privado y la inversión
- La política monetaria y fiscal siguen siendo acomodaticias en un contexto de mayor incertidumbre política
- A pesar del rebote reciente de la inflación, la tasa subyacente sólo aumentará gradualmente, sobre todo en 2019
- Las tensiones comerciales con EE.UU. se han relajado por ahora, pero pueden pesar sobre la confianza y la inversión
- El riesgo político ha aumentado (Italia)

# Riesgos globales: El proteccionismo y la salida de la Fed siguen siendo los más relevantes, pero aumenta la incertidumbre política en Europa



## CHINA

- **Proteccionismo:** al alza (nuevos aranceles y represalias) con impacto sobre las políticas domésticas (estabilidad financiera, reformas)
- **Alto endeudamiento:** más contenido a corto plazo, pero mayor a medio plazo (deuda privada continúa en aumento)

## EE. UU.

- **Salida de la Fed:** subidas de tipos superiores a lo esperado
  - Impacto diferencial sobre mercados emergentes
- **Proteccionismo:** al alza y concentrado en China
- **Recesión económica:** baja probabilidad, pero al alza
- **Señales de inestabilidad financiera** en algunos activos

## EUROZONA

- **Riesgo político:** al alza, liderado por **tensiones en Italia** y *brexit*
- **Proteccionismo:** más contenido. Foco en el sector automovilístico
- **Salida del BCE:** bajo



Las tensiones en economías emergentes pueden amplificar los impactos de los riesgos globales (efectos de “segunda ronda” sobre el crecimiento mundial)





# 02

## Situación España

# Previsiones del crecimiento del PIB: Revisión a la baja



2017  
3,0%

2018  
2,6%

2019  
2,4%

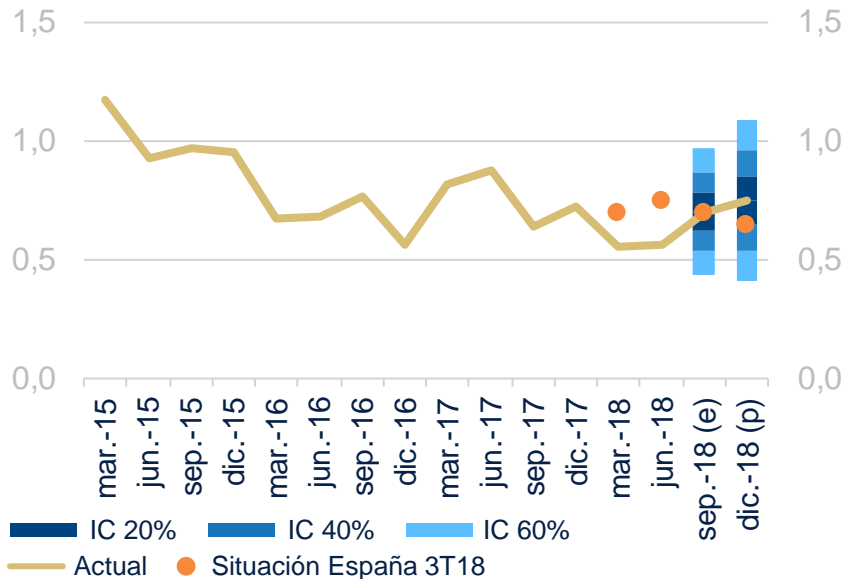
-0,3pp

-0,1pp

# El crecimiento económico sigue siendo elevado aunque los datos recientes sorprenden a la baja

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

(% t/t)



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

- Los datos económicos recientes indican un menor crecimiento del que se estimaba hace tres meses, sobre todo, en 1S18
- La tendencia de desaceleración es suave y no evidencia un avance hacia un estancamiento
- Si se confirman estas tendencias, se mantendría un desacoplamiento con respecto al resto de la UEM (0,4% t/t en promedio)

# El consumo y las exportaciones se ralentizan, al tiempo que la inversión se mantiene fuerte

España: Crecimiento medio de los componentes de la demanda (% t/t)



Consumo privado

2017	1S18
0,7	0,5



Inversión en M&E

2017	1S18
1,8	3,3



Exportaciones

2017	1S18
1,0	0,4



Inversión construcción

2017	1S18
1,8	2,2

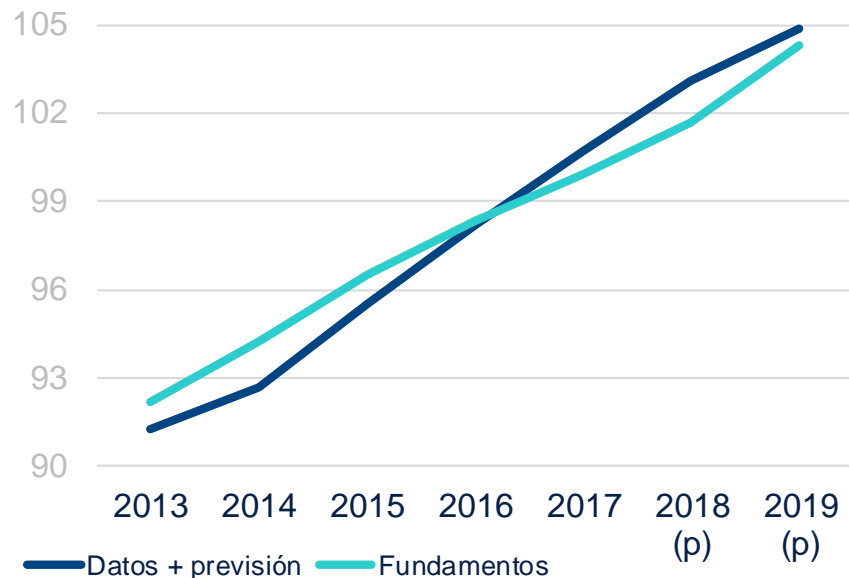
Fuente: BBVA Research a partir de INE

La composición del crecimiento cambia, manteniéndose la moderación en el crecimiento del gasto de los hogares, las exportaciones se ralentizan, mientras la inversión se acelera

# ¿Qué hay detrás de la desaceleración?

## Factores que se mantendrán: La demanda embalsada desaparece

### Consumo privado observado y explicado por fundamentos (índice en base 2010)



(p) Previsión.  
Fuente: BBVA Research

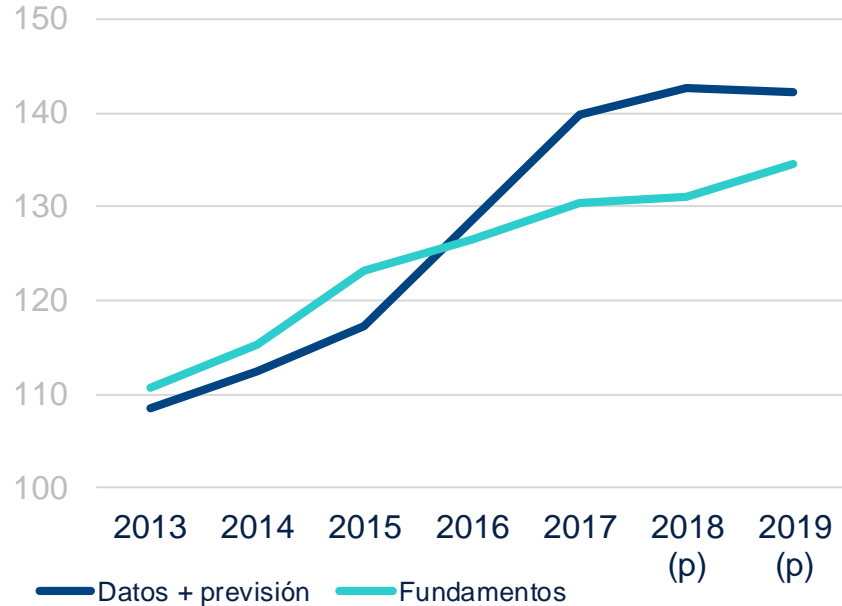
- La absorción de la demanda embalsada (gasto pospuesto durante la crisis) de bienes duraderos dejó de contribuir al crecimiento económico en 2017
- Desde entonces, el gasto de los hogares ha crecido por debajo de lo consistente con la evolución de sus fundamentos (renta disponible, riqueza financiera, etc.)
- La corrección ya ha comenzado y es de esperar que durante los próximos trimestres continúe gradualmente

# ¿Qué hay detrás de la desaceleración?

## Factores que se mantendrán: Desaceleración del turismo

### Exportaciones de servicios turísticos observadas y explicadas por fundamentos

(Índice en base 2010)



(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

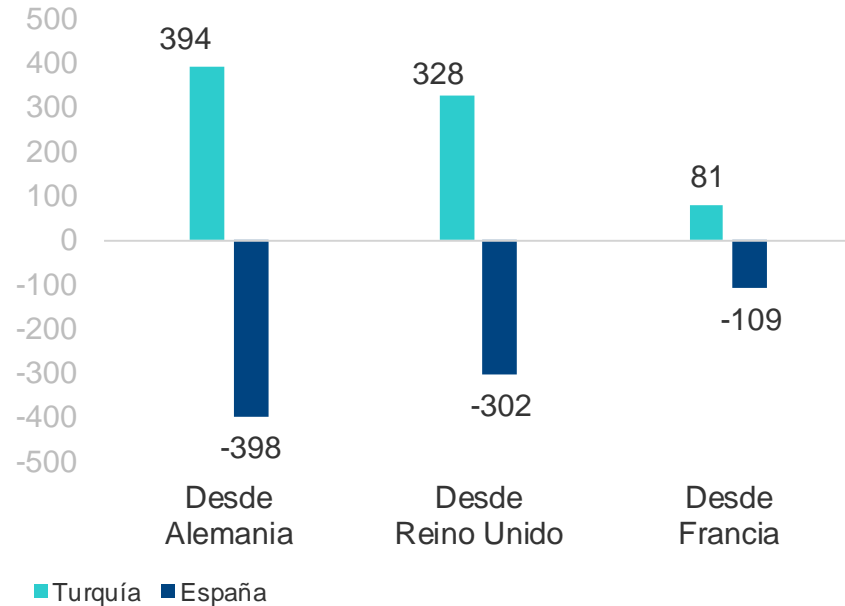
- La desaceleración del turismo podría **alargarse**. Persiste una brecha cercana a un 10% entre los flujos turísticos observados y lo que se explica por sus fundamentos
- Parte de la expansión durante los últimos años se explicaría por factores **no tradicionales**, como el deterioro en la percepción de seguridad en destinos competidores
- Estos “**turistas prestados**” podrían continuar cambiando de destino vacacional durante los próximos meses

# ¿Qué hay detrás de la desaceleración?

## Factores que se mantendrán: Desaceleración del turismo

### Entradas de turistas en frontera en Turquía y España

(Variación a/a en miles de personas, ene-jul 18)



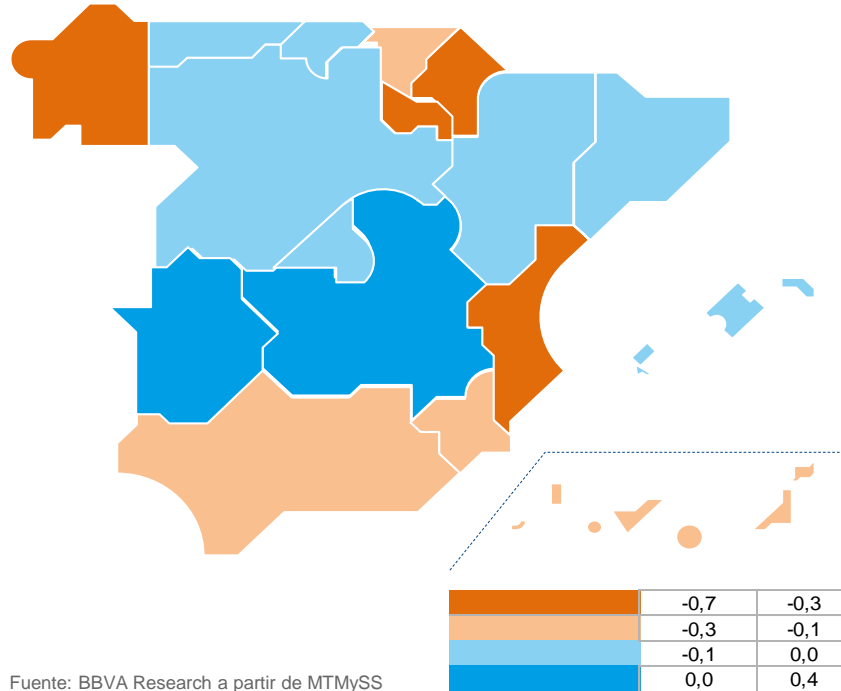
- El **redireccionamiento hacia otros destinos** se nota especialmente en los turistas de origen europeo
- La **moderación en el crecimiento del consumo no explica** la caída observada en los visitantes llegados desde Alemania, Reino Unido y Francia
- Turistas **especialmente sensibles al precio** pueden continuar cambiando su destino vacacional ante el abaratamiento de algunas monedas emergentes

# ¿Qué hay detrás de la desaceleración?

## Factores que se mantendrán: ralentización de las exportaciones

### Afiliación a la Seguridad Social 3T18

(diferencia entre el t/t CVEC estimado y la previsión con datos hasta junio, pp)



Fuente: BBVA Research a partir de MTMySS

- El ajuste en el sector externo está incidiendo de forma heterogénea a nivel regional:
  - La desaceleración más fuerte en la afiliación a la Seguridad Social ha tenido lugar aquellas regiones más dependientes de las exportaciones y el turismo (en el Mediterráneo, Canarias, Galicia o el eje País Vasco-Navarra-La Rioja)
  - Por el contrario, la afiliación en el centro se ha comportado mejor

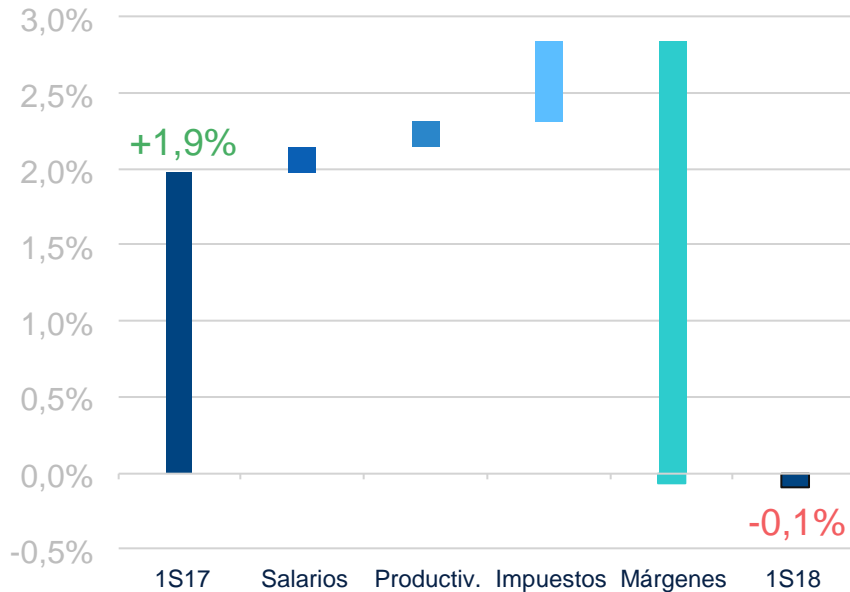


# ¿Qué hay detrás de la desaceleración?

## Factores que pueden ser temporales: El precio del petróleo aumenta

### España: Deflactor del PIB

(% media anualizada, tasa intertrimestral y contribuciones)



1S: Primer semestre.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

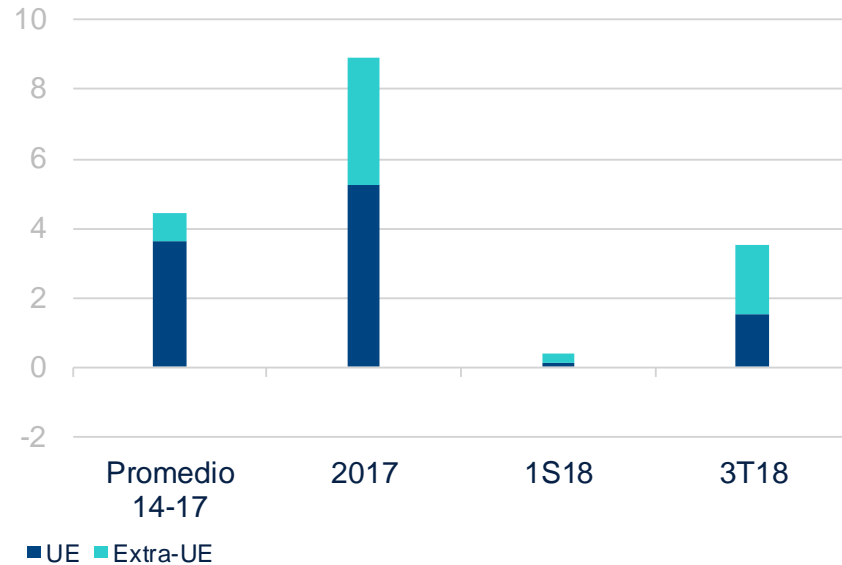
- A pesar del aumento en el precio del petróleo, los precios de la producción nacional han caído en 1S18
- Sin embargo, no han caído los salarios, los impuestos indirectos o el empleo
- Todo apunta a que las empresas están moderando sus márgenes en un entorno de menor crecimiento de la demanda, previsiblemente temporal
- En particular, la mayor inflación importada no se está trasladando tan fuertemente como en episodios anteriores

# ¿Qué hay detrás de la desaceleración?

## Factores que pueden ser temporales: Demanda externa

### España: Contribución al crecimiento de las exportaciones de bienes

(Tasa de crecimiento t/t anualizada, %)



3T18 previsión con datos hasta julio.

Fuente: BBVA Research, a partir del Ministerio de Economía

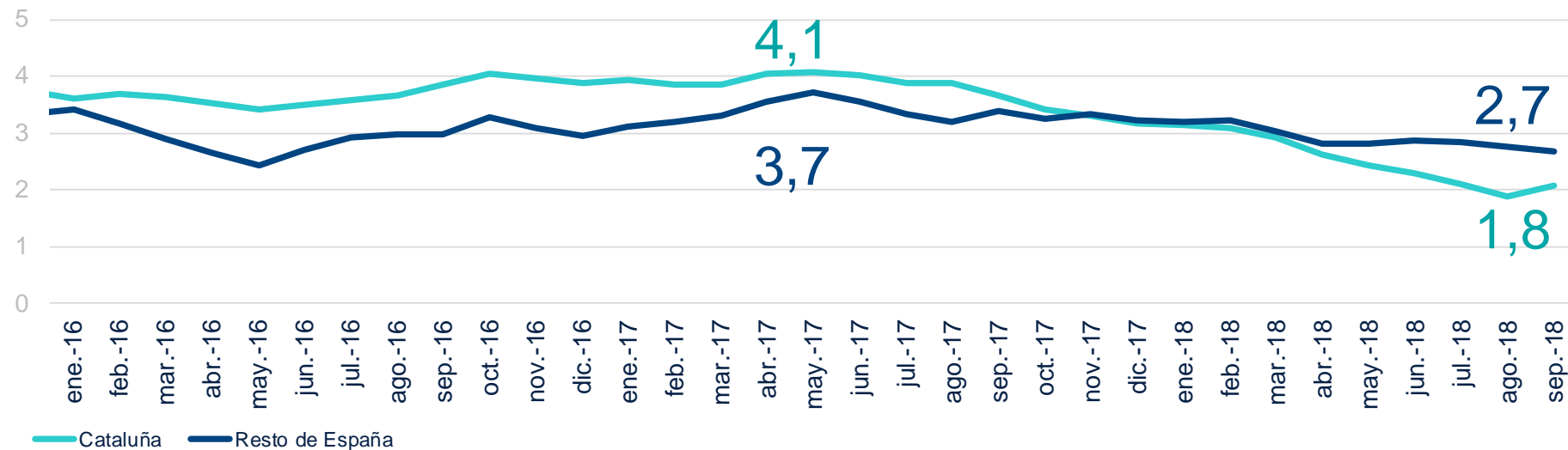
- El menor crecimiento de las exportaciones de bienes es un fenómeno generalizado por destino y tipo de bien
- Las ventas han perdido tracción en parte por la apreciación del tipo de cambio, la desaceleración en Europa y el fuerte aumento de finales del año pasado
- Los datos del 3T18 apuntan a una corrección al alza en un entorno de continuación del crecimiento global

# ¿Qué hay detrás de la desaceleración?

## Factores que pueden ser temporales: Incertidumbre política

### Afiliación a la Seguridad Social en el sector privado

(% a/a)



La desaceleración del empleo ha sido especialmente acusada en Cataluña

# Perspectivas 2018-2019: Todavía lejos del estancamiento



## La expansión global se mantiene a un ritmo constante

Las exportaciones de bienes deberían repuntar pronto, y la caída en los flujos turísticos también podría ser contenida



## La política monetaria seguirá siendo acomodaticia

Para el próximo año, las tasas de interés se mantendrán bajas, lo que respaldará la demanda de crédito



## Precios del petróleo

Esperamos una reversión de las tendencias recientes que deberían ayudar a la competitividad de las empresas



## Una política fiscal más expansiva

Debería impulsar el crecimiento en la segunda mitad del 2018 a medida que nos acercamos a las elecciones regionales y locales



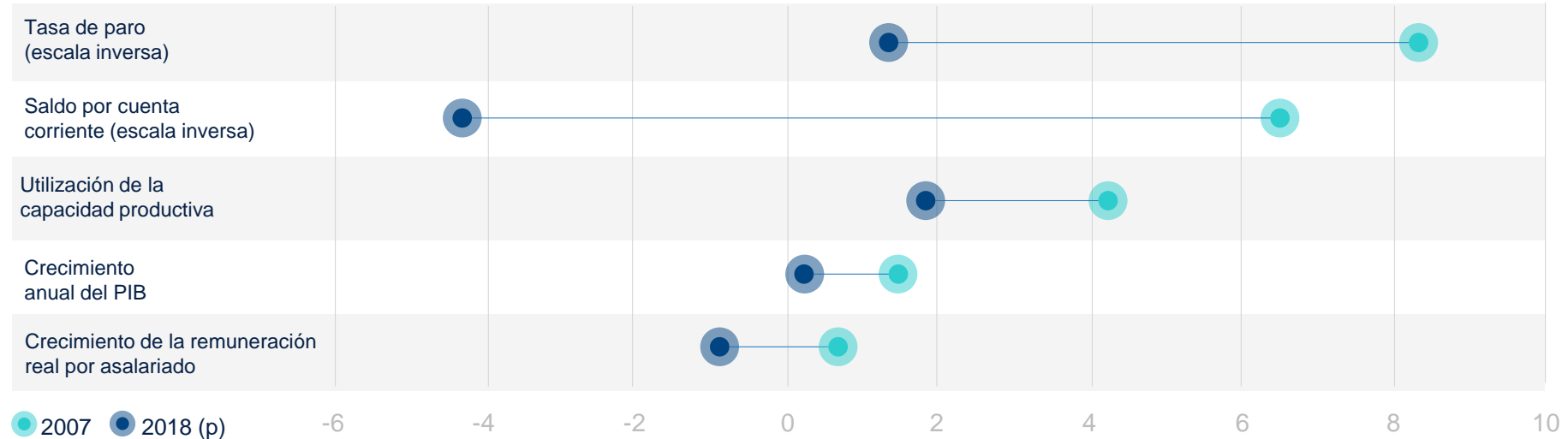
## Aún mucha capacidad sin usar

El sector real debería impulsar la creación de empleo, mientras que el crecimiento de los salarios sigue siendo moderado

# Perspectivas 2018-2019: Todavía lejos del estancamiento

## España: Evolución de indicadores macroeconómicos durante el máximo precrisis y la actualidad

(Desviación respecto al promedio 1988-2008)



(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE, CE y BdE

**Aunque ciertos sectores muestran signos de moderación, hay margen para continuar creciendo de forma sostenida en el medio plazo**

# 2018-2019: Los vientos de cola se debilitan en un entorno de mayor incertidumbre

## Globales

01

### Menor crecimiento de la UEM

Ya incluido en el desempeño, peor de lo esperado, de las exportaciones de bienes durante el primer semestre de 2018

02

### Precios del petróleo más elevados

Se prevé que la mayor parte del aumento refleje restricciones de oferta, lo que debería generar un impacto negativo más fuerte

03

### Proteccionismo

Por el momento, el impacto directo en España es insignificante, pero podría reducir las expectativas de inversión

## Idiosincráticos

04

### Incertidumbre política

La aprobación de los PGE 2018 reduce la incertidumbre sobre la política económica, pero esta sigue siendo alta

05

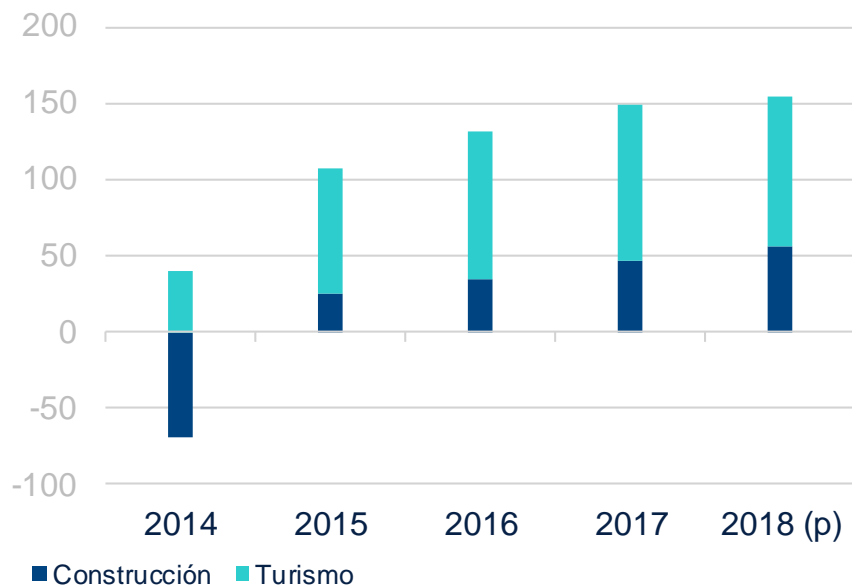
### Desaceleración del turismo

Se espera que continúe, pero que el impacto sea limitado, mientras el sector se concentra en segmentos de mayor valor añadido

# Riesgos: Moderación del turismo e impacto en creación de empleo

## Afiliación a la Seguridad Social en la construcción y en el turismo

(Variación anual en miles de personas)



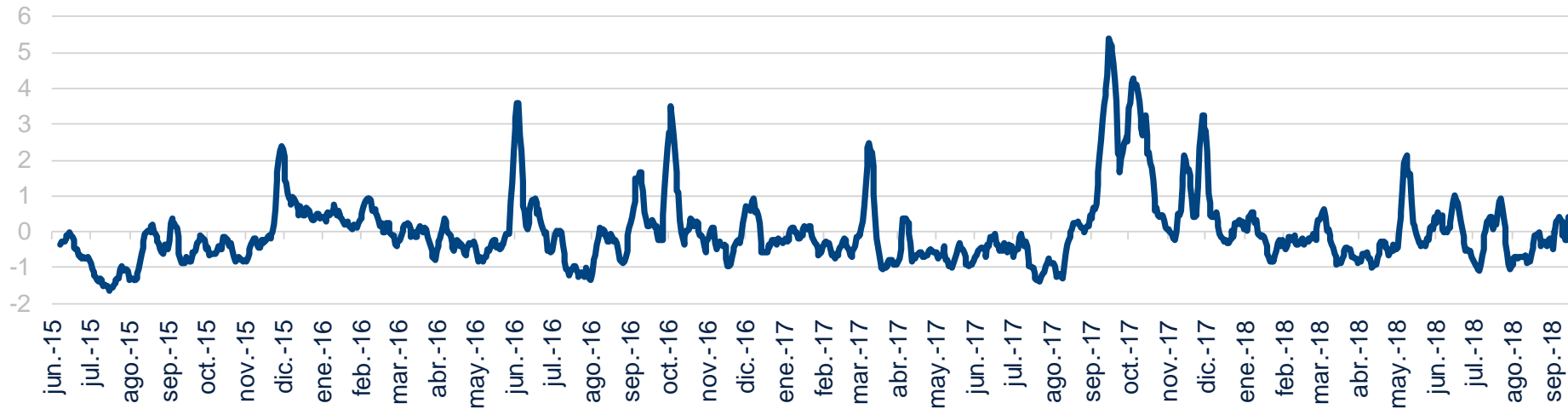
(p) Previsión.  
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM e INE

- En 2014-2017 el crecimiento de los afiliados en el turismo alcanzó las 321.600 personas, un 17% del total de la creación de empleo
- Existen dudas sobre la capacidad de otros sectores para poder compensar la desaceleración que ya se observa
- De cara al futuro, sectores como la construcción todavía tienen un largo camino por recorrer para reemplazar al turismo como una fuente de creación de empleo

# Riesgos: Incertidumbre respecto a la política económica

## España: indicador de incertidumbre de política económica

(datos normalizados)



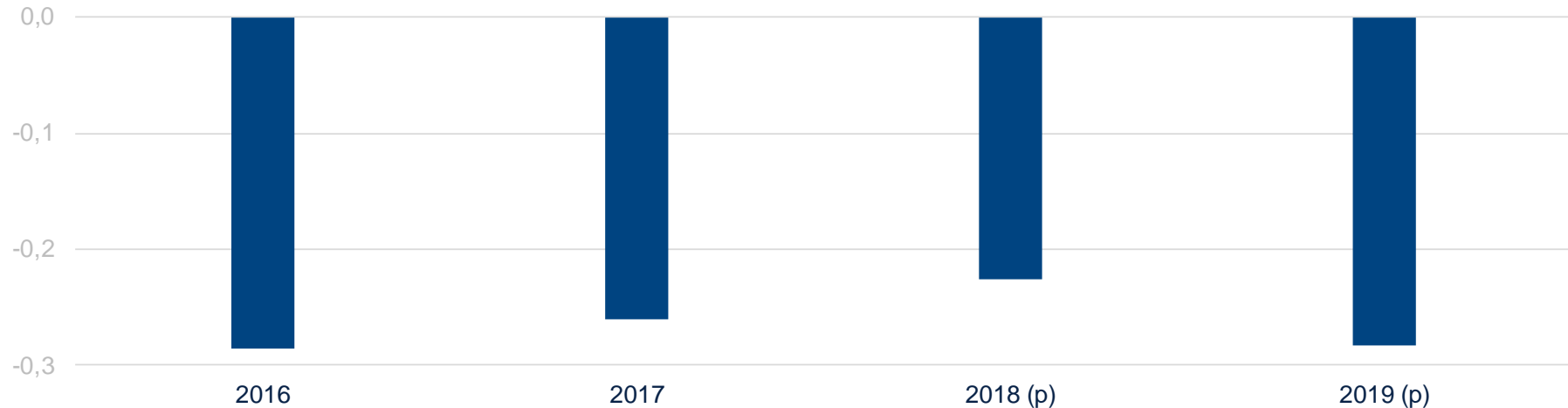
Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

**La incertidumbre aumentó en el 2T18. La aprobación de los PGE18 habría ayudado a moderarla, pero aún quedan dudas sobre las medidas que se implementarán en el futuro**



# Riesgos: Incertidumbre respecto a la política económica

## Impacto de la incertidumbre de política económica en el crecimiento anual del PIB (%)



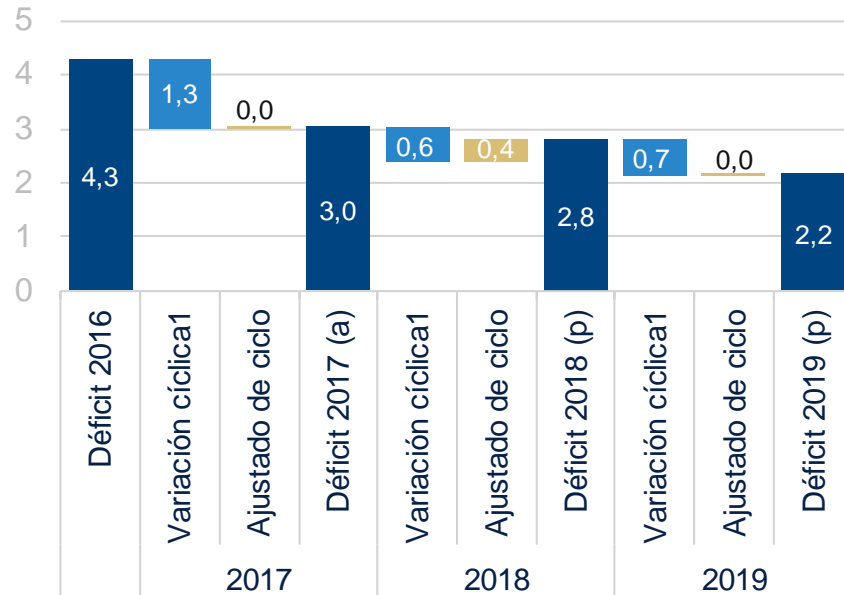
(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

**La incertidumbre aumentó en el 2T18. La aprobación de los PGE18 habría ayudado a moderarla, pero aún quedan dudas sobre las medidas que se implementarán en el futuro**

# Riesgos: Incertidumbre respecto a la política económica

## España: Necesidad de financiación\* y ajuste fiscal (% del PIB)



\* Excluyendo la ayuda al sector financiero.

(1) Incluye cambios en los cargos por intereses.

(a) Avance. (p) Previsión.

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

- La aprobación de los PGE2018 introdujo un sesgo expansivo en la política fiscal para el segundo semestre del año
- Para 2019, persiste la incertidumbre con respecto a la política económica, especialmente en torno a la aprobación del Presupuesto que, como muy pronto, solo se producirá durante el primer trimestre de 2019
- Dada la desaceleración económica esperada, estimamos que las AA.PP. deberían incluir medidas de ajuste adicionales para reducir el déficit hacia la meta del 1,8% del PIB

# 2018-2019: Previsiones de inflación y mercado laboral



## Crecimiento del empleo (EPA)

2018	2019
2,6	2,2



## Inflación

2018	2019
1,8	1,6



## Tasa de paro

2018	2019
15,3	13,7



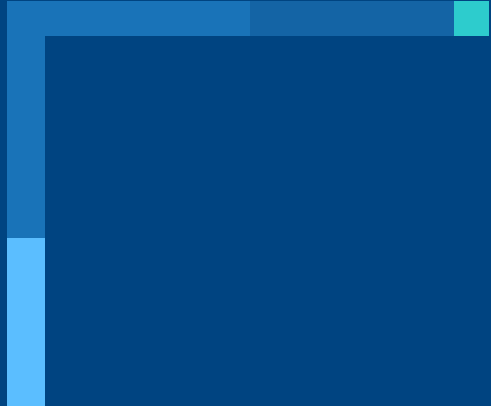
## Remuneración por asalariado

2018	2019
0,9	2,1

# Mensajes clave



- Se mantiene el entorno global positivo, aunque el crecimiento se está moderando en las economías emergentes y en la eurozona. El impacto del proteccionismo es de momento limitado, pero sigue siendo el principal riesgo junto con la normalización de la Fed y la incertidumbre política en Europa
- En España se revisa el crecimiento a la baja hasta el 2,6% en 2018 y el 2,4% en 2019, debido a las sorpresas negativas registradas en el primer semestre, cuando la desaceleración se centró en el consumo y en las exportaciones. El repunte de algunas incertidumbres, externas e internas, sesga a la baja las previsiones
- No obstante, el avance de la actividad económica continuará. La política económica sigue siendo acomodaticia. Además, se espera que los precios del petróleo reviertan las tendencias actuales y que la demanda externa siga creciendo
- La incertidumbre sobre la política económica y su posible impacto se mantiene en niveles elevados. Es necesario avanzar en medidas que reduzcan la vulnerabilidad de la economía española ante entornos menos favorables.



# 03

## Previsiones

## Cambios en nuestras previsiones

# Los fundamentos todavía apoyan una recuperación relativamente fuerte

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

(\*) Contribución al crecimiento del PIB.

(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

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 of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

# Situación España

## 4T18

Octubre 2018

Creando Oportunidades