

Global | Crecimiento más moderado y heterogéneo con mayores riesgos

Escenarios Económicos Globales

23 de octubre de 2018

La economía global sigue mostrando datos positivos, pero en un entorno de dudas crecientes. La inercia del crecimiento mundial ha continuado en los últimos tres meses, prolongada por el efecto del estímulo fiscal en la economía estadounidense y una cierta estabilidad de las economías china y europea en un contexto de desaceleración. Pero se ha intensificado la escalada proteccionista entre EE.UU. y China, mientras que la apreciación del dólar se ha reflejado en un aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes que, aunque con una clara diferenciación entre países, ha supuesto un importante ajuste en aquellas que son más vulnerables (como Turquía y Argentina). En este contexto, tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) continúan avanzando en la normalización de la política monetaria, lo que supone un endurecimiento paulatino de las condiciones monetarias que seguirá presionando a las economías emergentes en los próximos trimestres. A pesar de ello, no parece que estemos ante una crisis sistémica en estos países. Ante un escenario global de relativa continuidad con una ligera desaceleración en 2019, el principal riesgo en el corto plazo sigue siendo el proteccionismo, cuyo efecto podría dejarse notar durante el año que viene.

Ligera moderación del crecimiento global en la segunda mitad de 2018 y menor sincronización

Los datos disponibles hasta septiembre sugieren que **el crecimiento mundial se habría desacelerado nuevamente en el tercer trimestre del año** (BBVA-GAIN: 0,92% trimestral tras 0,95% en 2T18) (véase el Gráfico 2.1) y se habrían **intensificado las diferencias por regiones**. La fortaleza de la economía de EE.UU. contrasta con la moderación en China y en la Eurozona, y, sobre todo, con los significativos ajustes observados en las economías emergentes más vulnerables ante el aumento de las tensiones financieras.

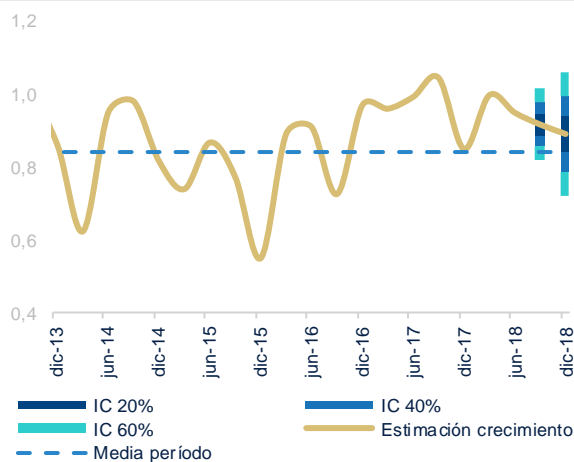
El **crecimiento del sector industrial es muy moderado** y sigue sin recuperarse del mal desempeño de principios de año. Este comportamiento **parece reflejar más al empeoramiento de las perspectivas sobre la demanda interna en los países emergentes que al sólido avance del comercio global** hasta agosto, destacando especialmente los buenos resultados de las exportaciones de los países de Asia pacífico. No obstante, todavía es pronto para que los datos de comercio reflejen los posibles efectos negativos de la escalada proteccionista que se ha desarrollado en los últimos meses entre EE.UU. y China; al contrario, podrían haberse visto favorecidos positivamente por el adelanto de algunos intercambios comerciales ante la amenaza de nuevas subidas arancelarias.

Los **indicadores de confianza hasta agosto también apuntan a la moderación gradual** del crecimiento mundial, **si bien continúan estando en niveles elevados**. El deterioro de la confianza del sector manufacturero se debe al empeoramiento de las expectativas de empleo y de los pedidos del exterior, afectados por la incertidumbre sobre las relaciones comerciales y por la necesidad de algunas economías emergentes de reducir sus niveles de déficit externo y afectar de este modo a algunas economías avanzadas, principalmente Alemania y Japón. Las expectativas sobre la evolución del sector servicios también se han deteriorado, aunque se mantienen muy por encima de la media histórica, en parte apoyadas por la fortaleza de la demanda doméstica en las economías desarrolladas. En concreto, las ventas al por menor sugieren que la tendencia a la baja de los últimos meses del gasto de los hogares se ha detenido y sigue creciendo a un ritmo relativamente robusto, por lo que **consumo probablemente continuará apoyando al crecimiento mundial**.

Creando Oportunidades

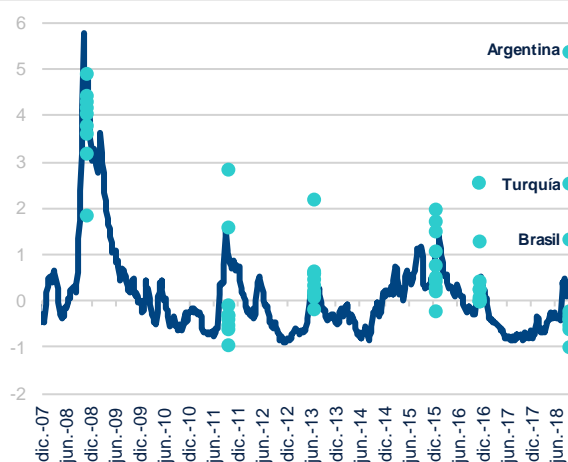
Respecto a la evolución de los precios, **el repunte de la inflación antes del verano se ha moderado más recientemente** debido a la evolución de los precios de las materias primas. **La inflación subyacente permanece contenida**, pero se espera que aumente de forma gradual como consecuencia de la solidez de la demanda interna en las economías avanzadas y de la traslación a precios de las depreciaciones de las monedas en las economías emergentes.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial (t/t, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Índice BBVA de tensiones financieras para economías emergentes



Fuente: BBVA Research

La normalización de la política monetaria, junto con el aumento de la incertidumbre, seguirá poniendo presión sobre las economías emergentes

A pesar de confirmarse los signos de moderación de la economía mundial en el último trimestre, **la inercia global continúa siendo positiva, sobre todo en las economías desarrolladas, y refuerza el proceso de normalización** en marcha de los principales bancos centrales en los próximos trimestres, lo que seguirá afectando a las **condiciones financieras en los mercados emergentes**. En este entorno, el sentimiento de aversión al riesgo de los inversores se ha prolongado otro trimestre más, **afectando especialmente a los países emergentes más vulnerables** (aquellos con mayores necesidades de financiación externa y elevado endeudamiento en moneda extranjera) (véase el Gráfico 2.2), mientras que los países desarrollados se han seguido beneficiando de un entorno en general exento tensiones financieras.

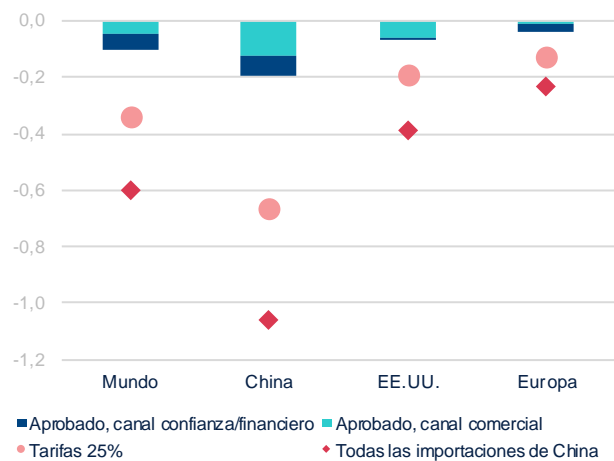
En este contexto, **Argentina y Turquía sufrieron especialmente**, y sus divisas se depreciaron un 30% y un 24%, respectivamente, a la vez que su prima de riesgo aumentó notablemente. Sin embargo, **las tensiones se moderaron tras la adopción de medidas en materia monetaria y fiscal**. Por otro lado, las tensiones comerciales continúan, pero con efectos hasta ahora limitados en los mercados durante el trimestre, a lo que ha ayudado el hecho de que **China haya estabilizado por ahora tanto su divisa y haya frenado la desaceleración del crecimiento** a través de estímulos de política económica. El otro foco de atención en los mercados ha sido **Europa**, y por un doble motivo. En primer lugar, el **riesgo ligado a Italia** se ha incrementado durante el verano y tras la propuesta fiscal del gobierno – que se desvía de la senda marcada por Europa – con la consecuente ampliación de la prima de riesgo italiana (hasta los 300 puntos básicos), pero con un contagio muy limitado en el resto de países periféricos. En segundo lugar, el **impasse en el que se encuentran las negociaciones del Brexit**, ha aumentado la probabilidad de una salida de la UE sin acuerdo.

El **tensionamiento de las condiciones globales de financiación continuará muy probablemente en el horizonte de previsión**. Por un lado, la **Fed prosigue con la normalización de su política monetaria** que, tras el aumento acumulado de su tipo de intervención de 75 puntos básicos en lo que va de año (actualmente en el 2,25%), se espera **una subida más de 25 puntos básicos hasta alcanzar el 2,5% al cierre de este año, y el 3,25% a finales de 2019**. Por su parte, el **BCE ha reafirmado y comenzado su estrategia de salida** (ver más abajo). Unido a esto, se ha mantenido la **presión de apreciación sobre el dólar frente a las principales divisas**, impulsado por los flujos de huida hacia la calidad y un diferencial de tipos crecientemente favorable.

La **incertidumbre sobre la escalada proteccionista sigue siendo elevada**. A pesar de que las **tensiones comerciales entre EE.UU con algunas áreas se han relajado por el momento**, el acuerdo con México y Canadá todavía tiene que ser ratificado y se reabrirán las negociaciones sobre el sector automoción con Europa después de las elecciones estadounidenses en noviembre. Entretanto, **ya se han materializado algunas de las amenazas proteccionistas de EE.UU. a China**, con sus respectivas contramedidas por parte del país asiático. EE.UU. ha aprobado una subida de aranceles al 10% para importaciones chinas por valor de 200 miles de millones de dólares, que se suman así a los 50 miles de millones de productos chinos con aranceles del 25%. Por su parte, China ha reaccionado aumentando sus aranceles al 10% para importaciones estadounidense por valor de 60 miles de millones de dólares, adicionales al aumento de aranceles hasta el 25% a productos por valor de 50 miles de millones de dólares. **El impacto sobre el PIB de estas medidas** (véase el Gráfico 2.3), junto con las ya aprobadas para las importaciones al acero y al aluminio, **a través del canal comercial es limitado** (alrededor de una décima de PIB para China). Sin embargo, a este impacto directo se podrían **añadir también otros efectos indirectos** (menor confianza de los agentes económicos, repercusión en mercados financieros), especialmente para China y las economías emergentes, que son difíciles de estimar pero que podrían restar alrededor de otra décima de crecimiento.

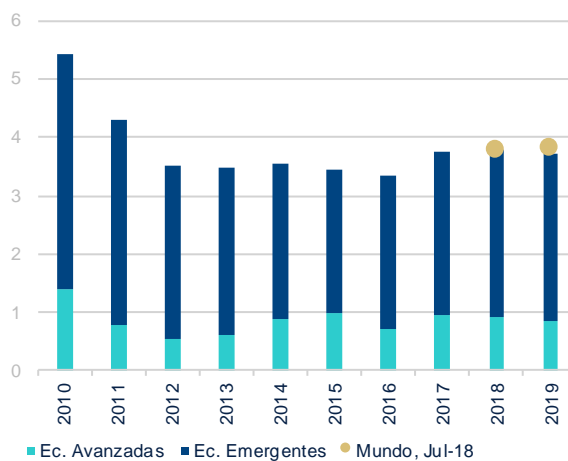
Las negociaciones con China probablemente se retomarán a finales de año, y si no satisfacen las demandas de EE.UU. (sobre todo en materia de derechos de propiedad intelectual), **el arancel del 10% aprobado en septiembre podría aumentar hasta el 25% a partir de enero de 2019**. En este escenario, y asumiendo que China reacciona con la misma subida, **el impacto en el crecimiento sería ya mucho más significativo**, pudiendo restar alrededor de siete décimas al crecimiento de la economía china y dos décimas a la estadounidense (y, con ello, -0,3pp al PIB mundial y alrededor de -0,1pp en Europa). Aunque las autoridades chinas están dispuestas a aplicar políticas para apoyar el crecimiento, una guerra comercial que afectase a todos sus intercambios comerciales podría hacer descarrillar la recuperación mundial.

Gráfico 2.3 Efecto en crecimiento del PIB por subidas aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-19, pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.4 Previsiones crecimiento PIB mundial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

El BCE ha reafirmado su estrategia de salida y no anticipa subidas de tipos hasta la segunda mitad de 2019

En línea con lo esperado, en las dos reuniones que han tenido lugar durante el periodo estival el BCE reiteró que **el programa de compra de activos (APP) concluirá en diciembre** de este año, dado el progreso hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, a la vez que mantuvo **intacto el anclaje de las expectativas sobre los tipos de interés**.

El BCE dejó claro que el programa de compra de bonos continuará activado hasta final de año a un ritmo mensual de 15.000 millones entre octubre y diciembre, cuando finalizarán las compras netas de activos. En lo que respecta a los tipos de interés, la autoridad monetaria mantiene el de referencia en el 0% y el de depósito en el -0,40%, pero repitió que los tipos de referencia se mantendrán sin cambios hasta al menos durante el verano de 2019. En este contexto, sin cambios en el rumbo de la política monetaria, nuestra expectativa sobre la **primera subida de tipos de interés se mantiene, con una primera subida del tipo de depósito en septiembre (+15pb) y la del tipo oficial de referencia (+25pb) en diciembre de 2019**.

Con el final del programa de compra de activos a la vista, en **los próximos meses la atención se centrará en saber cómo se instrumentará la política de reinversión del principal de los valores adquiridos bajo el programa de compras APP que vayan venciendo, y cuándo y a qué ritmo subirán los tipos de interés**. Hasta ahora, el BCE parece estar satisfecho con las expectativas de los mercados (que descuentan una primera subida de tipos en octubre de 2019), y no parece tener prisa por hacer ningún cambio en su orientación hacia adelante, aunque en la primera parte de 2019 esperamos que comience a dar pistas sobre su *guidance* en tipos de interés.

La revisión a la baja del crecimiento de las economías emergentes explica la moderación esperada del crecimiento global

La **previsión del crecimiento global se revisa alrededor de una décima a la baja tanto en 2018 como 2019 hasta el 3,7% y el 3,6%** (véase Gráfico 2.4), respectivamente, ya que ahora esperamos que la ligera moderación en la segunda mitad del año se consolide hacia delante. Esta desaceleración de la actividad global se explica **fundamentalmente por el menor avance previsto de algunas economías emergentes**, sobre todo de aquellas con mayores vulnerabilidades en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global.

En EE.UU. el aumento del consumo y la solidez de la inversión siguen respaldando la previsión de un crecimiento del 2,8% en 2018-19. La fortaleza del consumo privado sigue apoyado en el dinamismo del mercado de trabajo y el mayor crecimiento de los salarios, lo que refuerza el optimismo de los hogares. Por su parte, la inversión sigue beneficiándose de unas condiciones financieras favorables y el aumento de los precios del petróleo. No obstante, la aceleración de la economía en el segundo trimestre parece transitoria tras el fuerte impulso del sector exterior, y se espera cierta moderación en los próximos trimestres debido a la apreciación del dólar. En este contexto, la fortaleza de la demanda interna, en parte impulsada por una política fiscal más expansiva, y el repunte del precio del petróleo han acelerado la inflación en lo que llevamos de año, pero ya se está moderando, mientras que la inflación subyacente permanece estable alrededor del 2%.

En China, las autoridades están llevando a cabo políticas más acomodaticias para intentar frenar la desaceleración de la demanda doméstica y contrarrestar el aumento del proteccionismo. El buen desempeño de la economía en el primer semestre del año nos lleva a revisar la previsión de crecimiento del PIB ligeramente al alza en dos décimas hasta el 6,5% en 2018, si bien los datos observados hasta ahora muestran **señales más claras de que el avance se está moderando**. Por el lado fiscal se están llevando a cabo reducciones de impuestos, tanto a trabajadores como a empresas, y se está favoreciendo el aumento de la

inversión en infraestructuras. Por la parte de la política monetaria, las principales medidas están orientadas a animar a que los bancos extiendan el crédito a las pequeñas y medianas empresas y a estabilizar el tipo de cambio. Con todo ello, **se mantiene sin cambios la previsión de un crecimiento del 6% para 2019.**

En la Eurozona, la fortaleza de la demanda interna y unas políticas (tanto monetaria como fiscal) acomodaticias podrían compensar la mayor incertidumbre y la moderación de la demanda global. Tras la desaceleración observada en el primer trimestre, el crecimiento parece haberse estabilizado en lo que llevamos de año, por lo que **se mantiene la previsión de crecimiento del PIB en el 2% en 2018 y en 1,7% en 2019**, si bien ahora esperamos un mayor apoyo del consumo privado, sustentado en la mejora del mercado laboral, y de la inversión, impulsada por unas condiciones financieras favorables y la absorción de la capacidad ociosa de economías. La depreciación del euro desde el segundo trimestre de este año, sumada a un comercio mundial aún dinámico, seguirá dando soporte a las exportaciones, aunque no impedirá una menor contribución de la demanda externa por el dinamismo de las importaciones ligadas a la inversión. En este contexto, el aumento de la inflación ha respondido al fuerte incremento de los precios de la energía, por lo que debería moderarse en los próximos meses si se mantienen los precios del petróleo, mientras que la inflación subyacente sólo aumentará gradualmente, sobre todo en 2019.

El proteccionismo y la salida de la Fed siguen siendo los riesgos más relevantes en el horizonte de previsión, mientras aumenta la incertidumbre política en Europa

El escenario global sigue estando sujeto a riesgos mayoritariamente negativos. Por un lado, el riesgo de una guerra comercial sigue sin disiparse y podría agravarse tras las elecciones de noviembre en EE.UU., sobre todo con China, pero también se reabrirán las negociaciones con la UE y Japón, principalmente con amenazas que involucrarían los intereses de sectores importantes en dichas regiones, como el sector del automóvil. Si bien el impacto directo de las medidas sería limitado, el riesgo de una guerra comercial **podría lastrar la confianza, aumentar la aversión al riesgo de los mercados y frenar los flujos globales de inversión directa**, con el consiguiente impacto en el potencial de crecimiento global. Además, **la escalada del precio del petróleo** (por las sanciones a Irán) es también un riesgo a tener en cuenta por su potencial impacto asimétrico por países.

Por otro lado, en un entorno financiero más volátil y un endurecimiento de las condiciones financieras globales, **el aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes podría intensificarse**, sobre todo en los países más vulnerables, **y tener un efecto amplificador de los riesgos globales.** La combinación de un aumento del proteccionismo y una normalización más acelerada de la política monetaria de EE.UU. junto con una posible desaceleración de la economía mundial podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes, elevando la probabilidad de un parón de flujos de capital. En este contexto, el riesgo de un ajuste brusco de la economía China se mantiene, ya que algunas medidas para responder a desaceleración de la demanda y los efectos de las medidas proteccionistas impuestas por EE.UU. podrían limitar o retrasar el proceso de desapalancamiento y de reestructuración de su economía.

Por último, **se han intensificado los riesgos políticos en Europa.** En Italia, el incremento previsto del déficit podría aumentar las dudas sobre la sostenibilidad de sus cuentas públicas, lo que podría disparar aún más la prima de riesgo de la economía y llevar a un potencial rebrote en las tensiones financieras de los mercados de bonos periféricos. Y sigue sin poder descartarse una eventual salida sin acuerdo de Reino Unido de la UE.

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.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España). Tel.:+34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com