

Economía Global: Ajuste aún suave del crecimiento mundial, pero más incierto al depender de ciertos eventos políticos y de las decisiones de los gobiernos

Enero 2019

El entorno mundial ha empeorado en los últimos meses, tanto por los peores datos económicos ligados al sector industrial y comercio como por el fuerte aumento de las tensiones financieras, especialmente en las economías desarrolladas. El empeoramiento de los indicadores de actividad ha respondido en parte a factores transitorios y, hasta cierto punto, los mercados podrían estar sobrereaccionando dadas las numerosas fuentes de incertidumbre sobre el entorno global. Pero también ha habido factores fundamentales que han deteriorado el entorno, como ciertas señales de desaceleración de la economía americana y china, especialmente, la incertidumbre sobre el proteccionismo, algunas señales por parte de la Reserva Federal (luego revertidas) de que la normalización de la política monetaria continuaría según lo previsto, y la falta de avances en Reino Unido para afrontar la salida de una Unión Europea. Estos riesgos son mayoritariamente de carácter político y han hecho más incierto el escenario global. Aunque esperamos que muchas de estas preocupaciones reviertan en la segunda mitad del año, revisamos a la baja las previsiones de crecimiento de forma generalizada, reflejando sobre todo ahora una moderación más evidente en los países desarrollados.

Deterioro más acusado de la economía global, pero con signos de estabilización a un ritmo todavía sólido

Los datos disponibles hasta diciembre apuntan a que el **crecimiento global se habría estabilizado en tasas de alrededor del 0,7% trimestral** a finales de 2018 tras la fuerte moderación observada a mitad de año (véase el Gráfico 2.1), y **con signos más evidentes de que es difícil que recupere el fuerte avance de los años previos** de alrededor del 1% trimestral. Al peor desempeño económico en Europa y China se une el arrastre a los países asiáticos y el deterioro cíclico en Estados Unidos, si bien la actividad parece recuperarse en otras economías como India y Rusia.

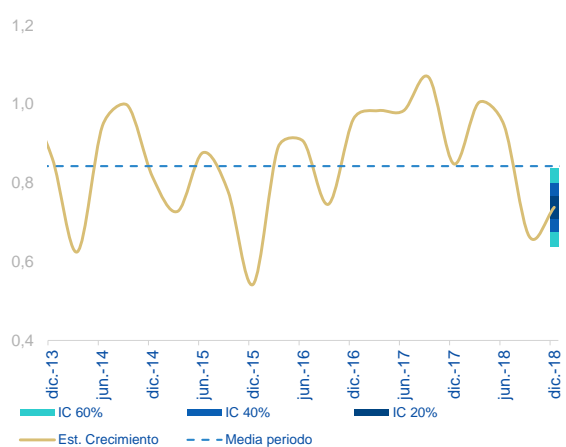
Gran parte del empeoramiento viene explicado por el **deterioro más acusado y generalizado del comercio global, sobre todo por de China, y del sector industrial desde mediados de 2018**, lastrado por la desaceleración en China y los **efectos del aumento del proteccionismo**, tanto por el canal comercial como por la menor confianza ante la incertidumbre sobre si se resolverán las disputas comerciales. No obstante, el **efecto directo de las medidas aprobadas hasta ahora parece limitado** (alrededor de una o dos décimas de PIB) **y tanto el comercio como el sector industrial han mostrado a final de año ciertos signos de estabilización.**

Estos peores datos económicos están **lastrando la confianza de manera generaliza**, tanto de consumidores como del sector servicios, y apuntan a una **mayor cautela sobre el consumo**. A pesar de ello, las ventas minoristas repuntaron en el tramo final del año pasado, en parte apoyadas en la **fortaleza de algunos factores domésticos en las economías desarrolladas y en la moderación de la inflación por la caída de los precios del petróleo**, por lo que siguen creciendo a un ritmo robusto y apuntan a que probablemente **el consumo privado continuará apoyando el crecimiento global**. Las todavía **favorables condiciones financieras, la reducción de la capacidad ociosa y los estímulos en algunas economías todavía compensan el efecto negativo del aumento de la incertidumbre sobre la inversión.**

Fuerte aumento de la aversión al riesgo en las economías desarrolladas

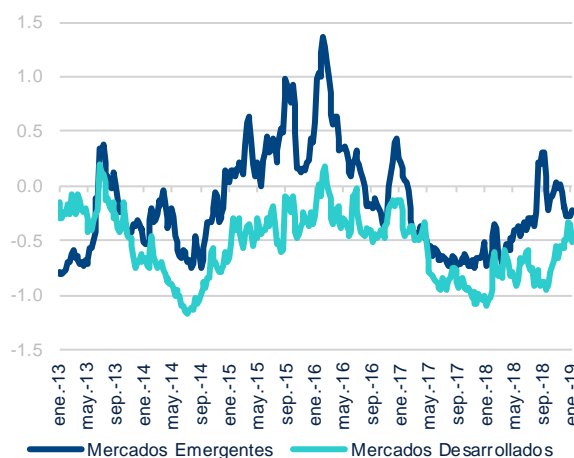
Estos peores datos económicos en las principales áreas acentuaron los **riesgos sobre el crecimiento global** provenientes del efecto negativo de una posible escalada de las tensiones comerciales y del aumento de la probabilidad de recesión en Estados Unidos una vez desaparezca el estímulo fiscal, **en un contexto de mayor incertidumbre política**. Esto, unido a un entorno de **elevados precios de los activos y normalización de las políticas monetarias, provocó un movimiento fuerte de aversión al riesgo y exacerbó las tensiones financieras en los mercados desarrollados** (véase el Gráfico 2.2), y en especial en Estados Unidos, que hasta ahora se había mantenido relativamente fuerte frente a las turbulencias.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Índice BBVA de tensiones financieras para economías emergentes (Índice normalizado)



Fuente: BBVA Research

La Reserva Federal subió 25 puntos básicos los tipos de interés en diciembre, hasta el 2,50%, lo que representa un aumento de 100 puntos básicos en 2018. Por su parte, el BCE finalizó el programa de compras de activos, aunque reafirmó que los tipos de interés se mantendrán bajos por lo menos hasta el verano. Y a esto se unió el aumento de la incertidumbre política. En Estados Unidos el cierre parcial del gobierno y en Europa la prolongación del bloqueo de la salida de Reino Unido de la Unión Europea, junto con los dudas sobre el presupuesto en Italia (ahora parece que disipadas) aumentaron la cautela de los inversores.

En este entorno, se produjeron fuertes correcciones en las bolsas y en los mercados de crédito, sobre todo en el mercado de préstamos apalancados (*leveraged loans*), y en otros segmentos de crédito de más riesgo, que habían crecido significativamente en los últimos años a expensas de los bajos tipos de interés. Todo esto retroalimentó la precaución en el mercado e impulsó al alza la volatilidad. Los futuros de los fondos de la Reserva Federal pasaron de cotizar subidas adicionales de tipos de interés a mostrar cierta probabilidad de bajadas en 2019. Con todo ello, los inversores buscaron refugio en los bonos soberanos, lo que provocó fuertes descensos en los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y Alemania. El dólar se mantuvo estable, dado que el descenso de las expectativas de subidas de tipos de la Reserva Federal se compensó con flujos que buscaban refugio ante la mayor aversión al riesgo. El euro no capitalizó el fin del programa de compras de activos del BCE y se mantuvo bajo presión por la desaceleración del crecimiento y la incertidumbre política en Reino Unido e Italia.

Por el contrario, y a diferencia de lo que se observó en buena parte de 2018, las correcciones a la baja en los activos emergentes fueron más contenidas en este episodio. Incluso los países más vulnerables, muy castigados en los trimestres previos, parecen estabilizarse e incluso muestra cierta mejoría tras la adopción de medidas. No obstante, la corrección de los precios de las materias primas, en particular el del petróleo, por factores tanto de demanda como de oferta, penalizó a las divisas de Latinoamérica frente a las asiáticas.

La señal de pausa de la Reserva Federal ha contenido las tensiones, pero previsiblemente permanezcan elevadas por unos trimestres, mientras no se despeje la incertidumbre en varios frentes políticos

La **cautela mostrada por los bancos centrales** ante el deterioro de los datos económicos y el fuerte aumento de las tensiones financieras se han reflejado en las expectativas del mercado sobre la Reserva Federal, que asignan cierta probabilidad a **recortes de tipos de interés en 2019**. Los comentarios recientes de los miembros de la Reserva Federal, así como las actas de la última reunión, apuntan a que la autoridad monetaria será paciente y que **las subidas de tipos dependerán de la evolución de la economía**. En este contexto, esperamos una **pausa en el primer semestre de este año antes de reanudar el ciclo de subidas de tipos de interés de los fondos federales en junio (25 puntos básicos) hasta alcanzar el 3% en diciembre de 2019 y acabar con el actual ciclo de subidas** (véase el Gráfico 2.3).

En Europa, tras la finalización del programa de compras de activos a finales de 2018, el **BCE seguirá presente en el mercado de deuda a través de la reinversión total de los activos que venzan por un periodo que se estima superior a dos años** (más allá del inicio del alza de los tipos de interés). En materia de tipos, aunque el banco central no ha hecho cambios en su comunicación (los tipos de interés permanecerán en los niveles actuales por lo menos hasta el verano), podría hacerlo en los próximos meses. Consideramos que ante la desaceleración de la economía en la Eurozona y el aumento de los riesgos, el BCE extremará la prudencia y retrasará la subida de tipos tanto del tipo de depósito, **con una primera subida de 10 puntos básicos en diciembre de 2019** (tres meses más tarde de lo previsto) **y de 25 puntos básicos del tipo oficial en junio de 2020** (seis meses más tarde de lo anteriormente previsto) (véase el Gráfico 2.3). En materia de liquidez, es probable que en los próximos meses se anuncie una nueva subasta de liquidez para hacer una transición suave de los vencimientos de las Operaciones de Financiación a Largo Plazo existentes (TLTROs por sus siglas en inglés).

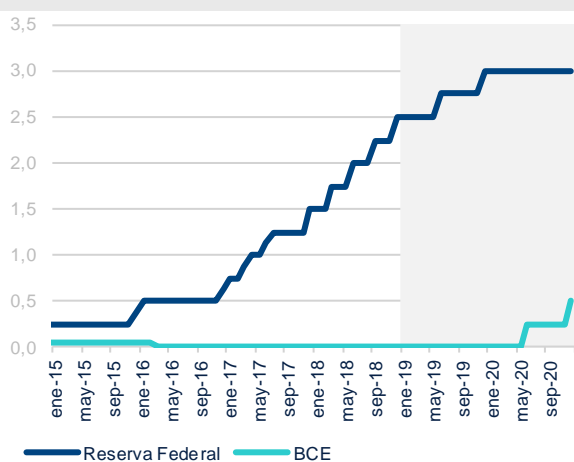
La pausa en el ciclo de subidas de la Reserva Federal ha sido clave para contener el fuerte aumento de las tensiones financieras en los últimos meses, pero la volatilidad seguirá alta en el primer trimestre, condicionada por la evolución de las **negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China**. Las señales parecen positivas, con China comprometiéndose a comprar más productos estadounidenses e intentando satisfacer las demandas sobre el respeto a los derechos de propiedad intelectual y transferencia tecnológica. La resolución del conflicto sobre estos temas más estructurales va para largo, pero la evidencia más clara del impacto negativo del proteccionismo en actividad y las turbulencias en los mercados financieros hacen más probable que se llegue a **algún tipo de acuerdo a finales de marzo y evitar así el aumento adicional de aranceles de Estados Unidos a China**.

En Europa, será clave la resolución de la salida de Reino Unido de la Unión Europea. De momento, el proceso sigue bloqueado por la fuerte oposición al acuerdo al que han llegado el gobierno británico y la Unión Europea, y aunque no hay ninguna alternativa clara, la mayoría del parlamento está en contra de una salida sin acuerdo. En este contexto, parece necesaria la extensión del artículo 50 (aplazamiento del *Brexit*) más allá de marzo y los escenarios siguen abiertos, desde un acuerdo para mantenerse en la unión aduanera a una salida abrupta así como el anticipo de elecciones generales o un segundo referéndum. No obstante, **la probabilidad de una salida desordenada de Reino Unido de la Unión Europea sigue siendo baja**.

El otro foco de preocupación a nivel global es la desaceleración económica en China. En este sentido, **las autoridades del país asiático siguen tomando medidas** encaminadas a apoyar el crecimiento, desde reducciones de impuestos y el aumento de la inversión en infraestructuras hasta el apoyo de la política monetaria para incentivar el crédito a las pequeñas y medianas empresas. Todo ello **debería permitir un ajuste suave del crecimiento** en China sin descuidar el objetivo de reducir el excesivo endeudamiento.

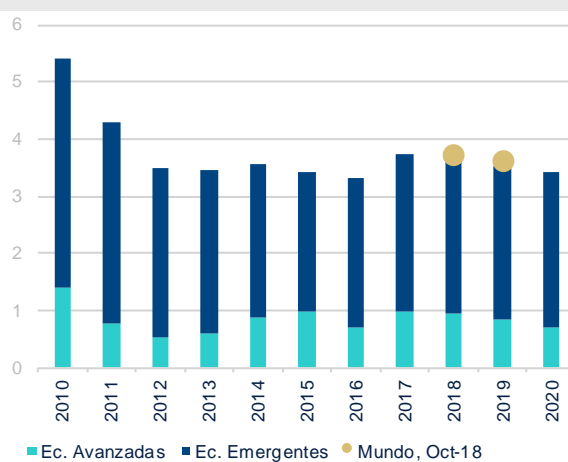
La **resolución satisfactoria de estos eventos de carácter eminentemente político en la primera mitad del año, junto con la paciencia y cautela de los principales bancos centrales, es clave para que se materialice el ajuste suave de la economía mundial.**

Gráfico 2.3 Efecto sobre el crecimiento del PIB de subidas arancelarias de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-2020, pp)



Fuente: BBVA Research

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



Fuente: BBVA Research

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

El crecimiento global se podría haber mantenido relativamente estable en el 3,6% en 2018, si bien esperamos que **hacia delante se consolide el menor avance observado en la segunda mitad del año pasado** en un entorno de mayor incertidumbre que continuará sin despejarse en la primera mitad de este año, por lo que **revisamos a la baja el crecimiento en 2019 desde el 3,6% hasta el 3,5%** (véase el gráfico 2.4). Esta revisión a la baja es generalizada por áreas, si bien **la moderación de la actividad será más evidente en los países desarrollados y en los de Asia emergente**, mientras que los países de Latinoamérica continuarán con la recuperación, aunque algo más lenta que lo previsto hace tres meses. **Para 2020, esperamos que este patrón de aterrizaje suave de la economía global continúe para crecer alrededor del 3,4%.**

En **Estados Unidos, el PIB se aceleró fuertemente en 2018 en medio punto hasta el 2,9% impulsado por el estímulo fiscal**, pero ya se han observado ciertos **signos de moderación en la segunda mitad del año** ligados al peor desempeño de la demanda externa y la apreciación del dólar, así como de la inversión privada, que parece haberse beneficiado poco del paquete fiscal del gobierno. **En un contexto de mayor incertidumbre**, tanto doméstica como global, **y con la desaparición**, probablemente más temprana de lo previsto hasta ahora, **del efecto de las medidas de estímulo fiscal, esta dinámica se traducirá en una desaceleración del crecimiento hasta el 2,5% en 2019 y el 2% en 2020.** A pesar de la fortaleza de la demanda doméstica y con una tasa de paro por debajo del 4%, las presiones inflacionistas siguen contenidas, por lo que la caída de los precios del petróleo moderarán la inflación desde el 2,5% de 2018 hasta el 2,2% en 2019 y 2,1% en 2020. En este escenario de desaceleración del crecimiento y con una inflación tendiendo al 2%, el aumento de los riesgos a la baja repercutirá en la actitud de la Reserva Federal, que presumiblemente será más cautelosa.

Creando Oportunidades

En **China, la desaceleración del crecimiento se intensificó en la segunda mitad de 2018** por el aumento de las tensiones comerciales con EE.UU así como impacto de las medidas del gobierno para reducir el endeudamiento. En este contexto, **las autoridades están adoptando más medidas de estímulo**. Por el lado fiscal se están llevando a cabo reducciones de impuestos, tanto a trabajadores como a empresas, y otras orientadas a relajar la presión sobre las empresas más expuestas al sector exterior, mientras que se está favoreciendo el aumento de la inversión en infraestructuras. Por el lado de la política monetaria, las principales medidas siguen orientadas a animar a que los bancos extiendan el crédito a las pequeñas y medianas empresas, a la vez que intentan mantener el equilibrio entre la relajación y la consolidación de la reducción del endeudamiento. Finalmente, también se están adoptando reformas estructurales y de apertura de la economía para satisfacer las demandas por parte de EE.UU. en las negociaciones comerciales. Con todo ello, seguimos esperando una **desaceleración gradual de la economía desde el 6,5% en 2018 hasta el 6% en 2019 y el 5,8% en 2020**.

En la **Eurozona, el crecimiento se desaceleró más de lo esperado en la segunda mitad de 2018** debido en **parte a factores transitorios** como el cambio regulatorio sobre las emisiones de los coches - que pudo afectar temporalmente a la producción del sector y también a las ventas al exterior- o las protestas en Francia, **aunque también podría haberse resentido de la menor demanda global**, especialmente de China. No obstante, **nuestro escenario contempla un ajuste suave de esta economía y de la demanda global, y junto con la depreciación del euro** durante el último año deberían evitar una brusca caída de las exportaciones, que han venido apoyando el crecimiento. **Los fundamentales domésticos siguen siendo sólidos**, con una mejora del mercado de trabajo que, junto con la moderación de la inflación, seguirá apoyando el crecimiento del gasto privado, mientras que las favorables condiciones financieras (con el retraso de las subidas de tipos de interés) y la absorción de la capacidad ociosa seguirán sosteniendo la recuperación de la inversión. El menor apoyo del sector exterior y el deterioro de la confianza podrían compensarse en parte por un aumento del gasto público derivado de una **política fiscal algo más expansiva**. Por ello, ahora esperamos una **moderación más rápida del PIB hacia su crecimiento potencial, desde el 1,8% en 2018 hasta alrededor del 1,4% en 2019-20**. Los riesgos domésticos a la baja han aumentado, sobre todo los políticos, si bien deberían disiparse en los próximos meses una vez que se resuelva la salida ordenada de Reino Unido y sigan siendo limitadas las dudas sobre la deuda pública en Italia. **La inflación se reducirá significativamente en los próximos meses** por los menores precios del petróleo hasta tasas de alrededor del 1,4% en la segunda mitad del año (1,8% en 2018, 1,6% en 2019-20), **mientras que seguimos esperando un aumento muy gradual de la inflación subyacente** (1,2% en 2018, 1,4% en 2019 y 1,6% en 2020).

El proteccionismo, la mayor probabilidad de recesión en Estados Unidos y un mayor ajuste del crecimiento en China son los riesgos más relevantes en el horizonte de previsión

El **escenario global sigue estando sujeto a riesgos mayoritariamente negativos y es cada vez más incierto**, dada la naturaleza política de muchos de ellos. Por un lado, **el riesgo de una guerra comercial**, sobre todo entre Estados Unidos con China, aunque las amenazas sobre otros sectores estratégicos, como el sector del automóvil, también podrían afectar significativamente a Europa y Japón. Un incremento adicional de las tensiones comerciales **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.

En **Estados Unidos, el riesgo de recesión en el horizonte de previsión ha aumentado notablemente**, derivado de una combinación de varios factores: la fuerte corrección de los mercados financieros en un entorno de sobrevaloración de algunos activos, el aumento de los spreads corporativos en un sector con un endeudamiento elevado, el desvanecimiento del estímulo fiscal antes de lo esperado, y las múltiples controversias políticas, que parecen haberse exacerbado tras las elecciones (como el cierre del gobierno o las dificultades para aprobar el techo del gasto este año), que también podrían dificultar la adopción de más medidas de apoyo (como infraestructuras). A nivel global, el impacto negativo de una recesión en Estados Unidos sería significativo.

Creando Oportunidades

En **China**, la desaceleración de la economía en la segunda mitad del año pasado aumenta el riesgo sobre de un **ajuste más brusco del crecimiento en caso de intensificarse la guerra comercial**. A pesar de tener margen para implementar más estímulos, aumentan las dudas sobre el deterioro de la transmisión de las políticas económicas; además, las políticas expansivas adicionales podrían **retrasar el ajuste del fuerte endeudamiento** de la economía y aumentar así también el riesgo a medio plazo.

Por último, **los riesgos políticos siguen siendo elevados en Europa**. El más inmediato sigue siendo el *Brexit*, donde el bloqueo continúa y sigue sin poder descartarse una **eventual salida sin acuerdo de Reino Unido** de la Unión Europea. La **incertidumbre política en Italia continúa** siendo elevada a pesar del acuerdo reciente con la Comisión Europea sobre el presupuesto, y podrían resurgir nuevamente las dudas sobre las sostenibilidad de la deuda pública y del sector bancario, con potencial contagio a la periferia. Además, la polarización política en la mayoría de los países hace difícil pensar en un mayor impulso al proyecto europeo tras las elecciones de esta primavera.

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

