

El crecimiento se mantiene firme pero los riesgos se intensifican

Escenarios Económicos Globales

La economía global se encuentra sometida a fuerzas divergentes. Los nuevos estímulos fiscales aprobados por la administración estadounidense llevarán a prolongar el buen momento cíclico de la economía mundial, favorecido hasta ahora por niveles de confianza elevados y el tono positivo de la actividad industrial y del comercio internacional, que benefician también a China y Europa. Por otro lado, la mayor vulnerabilidad que ese mismo estímulo fiscal genera en las cuentas públicas americanas, unida a unos mercados financieros que previsiblemente estarán sometidos a un entorno de mayor volatilidad que en 2017, hacen que el escenario sea más incierto. A ello se une la aceleración de la retórica proteccionista en EE.UU., que ha empezado a materializarse en medidas concretas. Todo ello en un entorno de normalización de políticas monetarias tras años de estímulos extraordinarios, que también puede generar dudas adicionales.

Crecimiento estable a principios de 2018, con mayor dinamismo en economías emergentes y algunos signos de moderación en países desarrollados

Los datos conocidos de los primeros dos meses del año sugieren que **el crecimiento global del primer trimestre se ubicaría en niveles similares al promedio del 2017 (1% t/t)**. En concreto, nuestro indicador BBVA-GAIN prevé que el PIB mundial en el 1T alcanzaría un crecimiento de 0,97% t/t, con lo que la actividad volvería a recuperar su tendencia tras el traspíe registrado a finales de 2017 por la ralentización en el crecimiento de las tres regiones principales (China, Eurozona y en mayor medida EE.UU.).

Este crecimiento se ve favorecido, en primer lugar, por el **buen desempeño del comercio mundial**. Según nuestro indicador BBVA-Trade en enero¹ y principalmente durante febrero, el comercio en términos reales se aceleró significativamente, recuperando nuevamente el dinamismo registrado en el 2016 tras la moderación observada durante el pasado año. El mayor peso en la contribución a este escenario lo tienen las exportaciones de las economías emergentes, y en particular -en febrero- los países asiáticos (principalmente China e India). Un segundo factor que apoya al crecimiento reciente del primer trimestre reside en que **se mantiene la sólida expansión de la producción industrial**. Son nuevamente los países emergentes los que más destacan, con China e India liderando el grupo, en tanto que Latinoamérica también exhibe un crecimiento aceptable, a pesar del mal desempeño puntual registrado por sus dos principales geografías (México y Brasil). En los países desarrollados, EE.UU. gana tracción, en parte compensada por la debilidad de la Eurozona.

Sin embargo, **las ventas minoristas medidas en términos reales se debilitaron en diciembre y enero**, tanto en países desarrollados como emergentes, abortando la incipiente recuperación de los dos meses precedentes,² lo que confirma el escenario de una recuperación lenta del consumo. En cuanto a los indicadores más adelantados, la señal de **los PMI, tanto manufacturero como de servicios, se encuentra cerca de sus niveles máximos, aunque se comienzan a ver indicios que señalan limitaciones para alcanzar nuevas expansiones**, principalmente en el sector manufacturero.

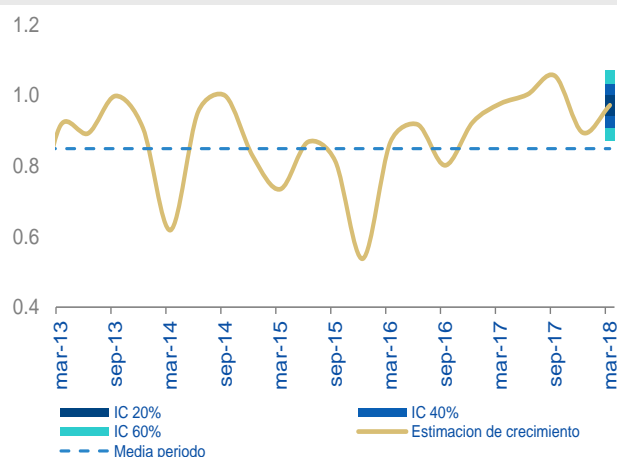
1: Dato también verificado por el indicador de comercio elaborado por el CPB (World Trade Monitor, enero de 2018) elaborado por Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis - <https://www.cpb.nl/en/figure/cpb-world-trade-monitor-january-2018>

2: Los escasos datos de febrero señalan que las ventas minoristas de los países desarrollados se mantendrían estables o podrían volver a caer, en tanto que los emergentes podrían mostrar un ligero crecimiento ya que China y el resto de Asia emergente muestran un leve repunte durante este mes.

Este escenario se da en un contexto donde la inflación, y particularmente **la inflación subyacente se ha incrementado de forma muy gradual**. Es previsible que en los próximos meses se verifiquen mayores presiones, aunque contenidas.

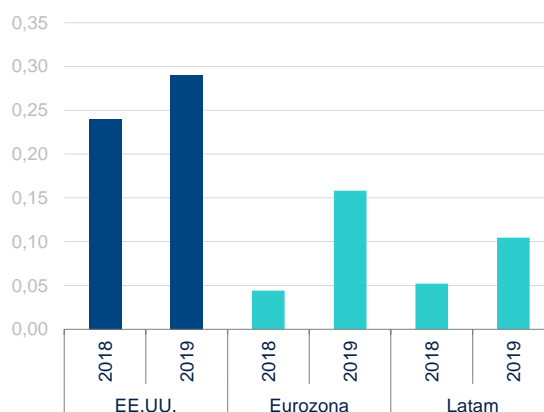
En cuanto a las materias primas, **el precio del petróleo ha interrumpido su tendencia alcista ante la volatilidad de los mercados financieros y expectativas de aumento de la producción en EE.UU.**, pero consolida niveles en el rango US\$60/65 por barril. A pesar de lo anterior, **los fundamentos del mercado no sugieren cambios significativos**, lo que nos hace mantener nuestras previsiones de precio promedio por barril en US\$60 WTI -y US\$65 Brent- para este año y el próximo. Por el lado de la demanda, el crecimiento económico global seguirá respaldando mayores precios; pero, en contraposición, el aumento esperado de la producción no-OPEP hará que sea difícil mantener prolongadamente los precios por encima de US\$60 el barril. **En el medio plazo, la incertidumbre proviene principalmente del impacto de una menor inversión en el sector** y su efecto en la capacidad de suministro futuro, que eventualmente podría dar un mayor soporte a precios.

Gráfico 1 Crecimiento del PIB mundial (Previsiones basadas en BBVA-GAIN, % t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2 Impacto mayor crecimiento en EE.UU. (pp)



Fuente: BBVA Research

El mayor crecimiento en EE.UU. puede prolongar el ciclo expansivo a nivel global

El Congreso de EE.UU. aprobó en febrero un aumento del gasto público que, junto con una ampliación del techo de la deuda y un paquete de ayuda financiera para desastres naturales, **alcanzaría alrededor de los 350m millones de dólares** (aproximadamente un 1.7% del PIB) en los próximos cuatro dos años. Aunque la incertidumbre sobre el impacto de este estímulo es elevada, en principio debería tener un efecto moderado en el crecimiento a corto plazo (que se materializaría sobre todo a través del gasto en defensa e infraestructuras), ya que la economía estadounidense se encuentra ya muy cerca del pleno empleo y el aumento de los niveles de déficit y deuda puede ejercer una presión al alza sobre los tipos de interés (en plena normalización de la Fed). Por todo ello, estimamos que el nuevo estímulo fiscal tendrá un multiplicador pequeño sobre la actividad (de alrededor del 0,4), **que supondría una revisión al alza en el PIB de alrededor de 0,2/0,3pp tanto en 2018 como en 2019**.

Este nuevo estímulo, **junto con la reforma impositiva aprobada a finales del pasado año** (1,5 billones de dólares, o alrededor del 7,7% del PIB, durante la próxima década) **deteriorará aún más la situación fiscal en los próximos años**. En concreto, y en ausencia de medidas compensatorias, los elevados déficit fiscales previstos en el futuro (5,2% del PIB de media entre 2018 y 2027) elevarían el ratio de deuda pública desde el 76,7% actual hasta alrededor

del 90% del PIB en 2027, lo que se sumaría a las presiones fiscales derivadas del envejecimiento de la población y el menor crecimiento de la población activa. De este modo, y aunque las mejores perspectivas de crecimiento en los próximos años y el proceso de normalización de política monetaria deberían ejercer una presión alcista sobre el dólar, el aumento de la incertidumbre sobre la economía estadounidense durante los próximos años asociado al deterioro de las cuentas públicas **podrían más que compensar dicho efecto. De hecho, prevemos que el dólar continúe depreciándose frente al euro en el horizonte de previsión, hasta 1,26 a finales de 2018 y 1,28 a finales de 2019.**

Dicho esto, en el corto plazo el impulso fiscal de EE.UU. tendrá cierto efecto positivo sobre la economía global, alargando la recuperación cíclica y redundando en un aumento de la demanda a nivel mundial. Así, aun teniendo en cuenta la debilidad del dólar y la moderación del crecimiento en China, nuestras estimaciones indican que el mayor avance de EE.UU. en 2018-19 (alrededor de 0,2/0,3pp en cada año) **podría impulsar el crecimiento del PIB tanto de la Eurozona como de las economías latinoamericanas** en alrededor de una décima al año en el horizonte de previsión. No obstante, dicho efecto se verá compensado en nuestro escenario por el aumento de la volatilidad a nivel global o por el resurgimiento una mayor incertidumbre política en algunas áreas, **así como por el posible efecto negativo de la incertidumbre asociada a las medidas proteccionistas.**

Evolución de los mercados financieros: vuelta a un entorno con más de volatilidad

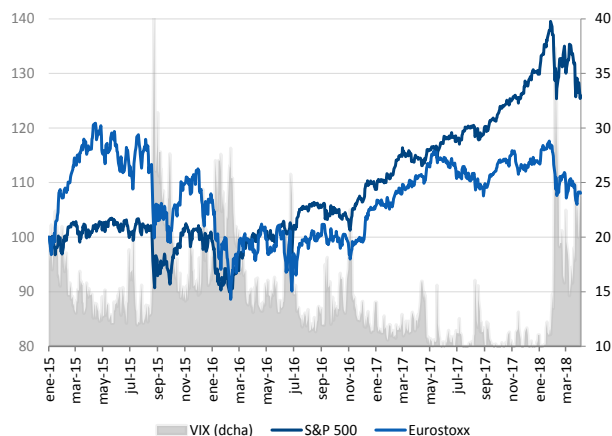
Tras un año 2017 dominado por el optimismo y la toma de riesgo en los mercados financieros, en el primer trimestre del año se aprecia **un tono más cauto**. Por un lado, las condiciones financieras, que han sido muy acomodaticias, han empezado a ajustarse. Y, sobre todo, el entorno de volatilidad, que ha sido inusualmente bajo, parece estar transitando a un régimen más “normal” (mayor volatilidad y, posiblemente, choques de volatilidad más persistentes).

Las condiciones financieras globales se están tensionando por la salida de los bancos centrales y las subidas de los tipos de interés de largo plazo. La política monetaria sigue normalizándose, alineándose con el buen entorno de crecimiento económico. El BCE, en línea con lo previsto, está allanando el camino para finalizar el programa de compra de bonos y preparando la comunicación para las posteriores subidas de tipos. Incluso **en el caso de la Reserva Federal de EE.UU. esperamos que el proceso se acelere un poco** (cuatro subidas de los tipos de referencia de 25pb cada una en 2018, frente a las tres subidas previstas anteriormente) tras el impulso fiscal. Además, los tipos de interés de largo plazo están consolidándose en niveles más elevados, sobre todo en EE.UU. por el mayor crecimiento y el deterioro fiscal, que implica mayores necesidades de financiación y añade una prima de riesgo a la financiación del Tesoro norteamericano.

Por otro lado, el episodio de volatilidad de principios de febrero³, que provocó una fuerte corrección de las bolsas, puede ser una primera muestra de que **el entorno de baja volatilidad ha quedado atrás**. Si bien ese evento estuvo concentrado en el mercado de renta variable y, por ahora, el contagio a otros segmentos ha sido limitado, **la retirada de los estímulos por parte de los bancos centrales dejará a los mercados más expuestos a cualquier choque, choques que posiblemente tengan una naturaleza más persistente**. De hecho, transcurridos dos meses desde el episodio de febrero, se puede constatar que la volatilidad (VIX) no ha vuelto a los niveles previos y está consolidando niveles que incluso se sitúan por encima de su promedio histórico.

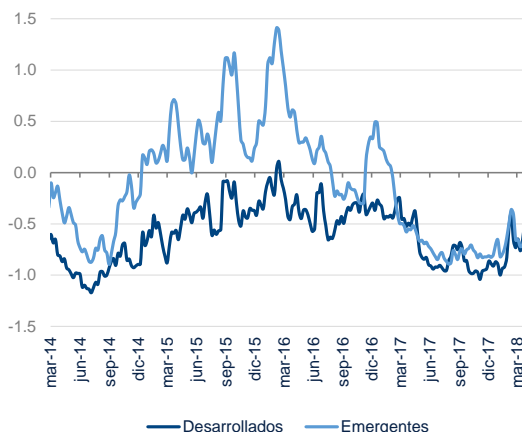
3: En este episodio, el VIX, medida de volatilidad de la bolsa americana y que se utiliza como indicador de aversión al riesgo en los mercados, repuntó por encima de los 40 puntos. Parte del repunte se explica por cuestiones técnicas - posicionamiento de inversores en productos derivados vinculados a volatilidad. Véase BIS, Quarterly Review, March 2018

Gráfico 3 Principales índices de bolsa y volatilidad (VIX) (base 100 junio 2015, VIX en %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4 Indicador BBVA de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Todo ello ha contribuido a **eleva** nuestro indicador de tensiones financieras tanto en economías desarrolladas como en emergentes. Nuestras simulaciones indican que un repunte permanente de las tensiones financieras similar al de principios de año podría restar alrededor de tres décimas al crecimiento del PIB en EE.UU en 2018-19, en torno a una décima en la Eurozona y de cuatro décimas en América Latina. El impacto sería mayor en aquellas economías más dependientes de la financiación externa.

Mantenemos las previsiones de crecimiento global, con ajustes entre geografías

Las perspectivas globales se ven favorecidas en general por un elevado nivel de confianza y la mejora de comercio global, a pesar de un entorno más desafiante por las amenazas de proteccionismo. **En conjunto, mantenemos nuestra previsión de crecimiento mundial en 3,8% para el periodo 2018-19.** No obstante, esto supone una **corrección al alza en las perspectivas de crecimiento tanto para EE.UU. como para la Eurozona**, que son compensados por un leve menor impulso en economías emergentes, sobre todo en Sudamérica.

En el caso de EE.UU., las cifras positivas de actividad y comercio exterior de los últimos meses se suman a los **efectos mencionados de corto plazo de una política fiscal más expansiva**, que combina tanto reducciones de impuestos aprobadas en diciembre (ya incorporadas en nuestras previsiones anteriores) como el nuevo estímulo fiscal. Con todo ello, el **crecimiento para EE.UU. se estima en un 2,8% tanto en 2018 como en 2019** (lo que supone una revisión al alza de 0,2pp y 0,3pp, respectivamente).

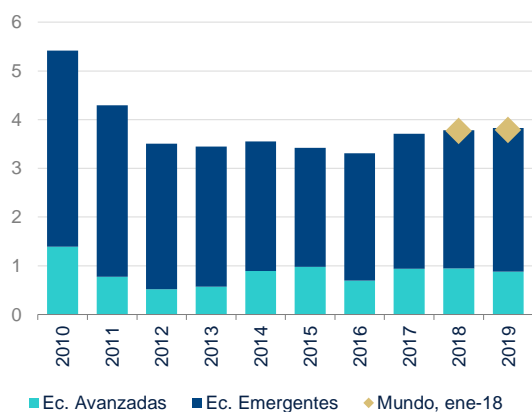
En Europa, las **sólidas cifras de exportaciones e inversión fija en el último trimestre**, sumado a un consumo privado resiliente, nos hacen mantener la previsión de crecimiento **para la Eurozona (revisada ligeramente al alza hasta un 2,3% en 2018)**. Para 2019, seguimos proyectando una moderación de la actividad, con una expansión en torno al 1,8%, dado un cierto agotamiento en el impulso cíclico, ya anticipado por los indicadores adelantados de confianzas. Aún así, la economía de la Eurozona seguiría cerrando su brecha de producción, ya que su crecimiento potencial se encuentra algo por debajo del 1,5%.

En China mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 6,3% y 6,0% para 2018-19. La mayoría de los datos recientes muestran que se mantiene el **impulso tanto de la demanda interna como de las exportaciones**. Todo apunta a que el crecimiento se mantendrá elevado en el primer trimestre del año (en el 6,8% a/a), aunque **está prevista una moderación en la segunda mitad del año**, en un contexto de convergencia entre la inflación de precios al consumo y la de precios de producción. La confirmación de la línea de política económica que combina una política monetaria prudente con una política fiscal expansiva, junto a la aprobación de medidas restrictivas de

regulación financiera nos hacen ser **algo más optimistas sobre los riesgos domésticos asociados a la economía china**.

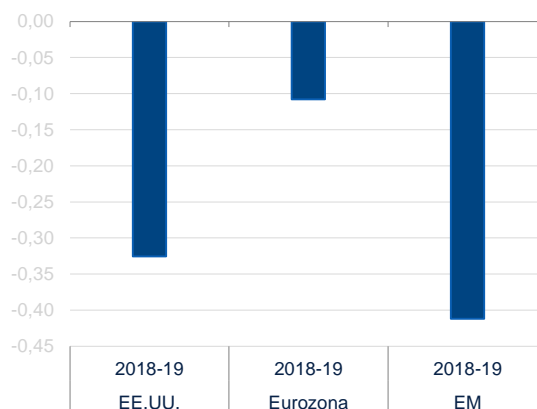
A pesar de mantener sin cambios las previsiones de China, prevemos que **el bloque de países emergente se expanda algo menos**, afectado por factores idiosincráticos (en el caso de Sudamérica). A los débiles datos de actividad en los últimos meses, se suma la materialización de algunos riesgos políticos, en unos casos, y choques de oferta en el sector agrícola, en otros, lo que en conjunto termina por compensar el mayor crecimiento esperado en países avanzados. **A pesar ello, las economías latinoamericanas continuarán recuperando el crecimiento respecto a los años precedentes**, apoyadas en el dinamismo del comercio externo y la mejora en los términos de intercambio gracias al aumento en los precios de las materias primas.

Gráfico 4 Previsión PIB mundial (a/a, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5 Impacto de un aumento de incertidumbre (como el observado a principios de año) en PIB (pp)



Fuente: BBVA Research

Los riesgos en torno a nuestro escenario han crecido por las amenazas proteccionistas

Este escenario económico se ve afectado por una serie de **riesgos, que siguen siendo predominantemente negativos, y que en algunos casos se han acentuado. El mayor de ellos es el incremento de las medidas proteccionistas**, desencadenado por la subida de aranceles propuesta por la administración estadounidense, que se une a acciones pasadas como la retirada de EE.UU. del acuerdo TPP, la suspensión de las negociaciones sobre el TPI o la renegociación en curso del NAFTA con México y Canadá. La administración estadounidense aprobó en un primer momento un aumento generalizado de **aranceles a las importaciones de acero y aluminio de hasta un 25% y 15%**, respectivamente, aunque posteriormente han quedado suspendidas temporalmente para una serie de países (México y Canadá, mientras se renegocia el NAFTA, y la UE, Argentina, Australia, Brasil y Corea del Sur hasta el 1 de mayo a expensas de una negociación sobre medidas alternativas). Posteriormente, EE.UU. también ha anunciado la **imposición de aranceles a una larga lista de productos importados desde China**, a la que ha respondido el país asiático con sus propias medidas arancelarias, aunque por una cantidad menor. Aún cuando el impacto de las medidas adoptadas hasta el momento sobre la actividad global sea reducido (no así para determinados países y sectores), su mero anuncio eleva la incertidumbre sobre una posible escalada de las restricciones comerciales entre las principales áreas económicas -incluyendo a Europa- que termine retrayendo la inversión a nivel global.

Más allá del riesgo proteccionista, que se ha acrecentado en los últimos meses, persisten **otras fuentes de incertidumbre. La normalización de las políticas monetarias**, en particular una salida más rápida de lo previsto

por parte de la Fed que no vaya asociada a un mayor crecimiento sino a una aceleración inesperada de la inflación, es una de las más relevantes, en un contexto que combina una elevada vulnerabilidad de los mercados financieros hasta un encarecimiento de los costes de financiación. **El riesgo ligado a un ajuste brusco de la economía china** ha disminuido en cierto modo, tras las medidas aprobadas a raíz del congreso del PCCh en octubre pasado y las señales de contención progresiva del endeudamiento. Por último, el riesgo político persiste en Europa tras las elecciones italianas, pudiendo afectar el proceso de integración en la Eurozona, una discusión que debería reactivarse en los próximos meses.

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.