

# Crecimiento global sostenido pero se intensifican los riesgos

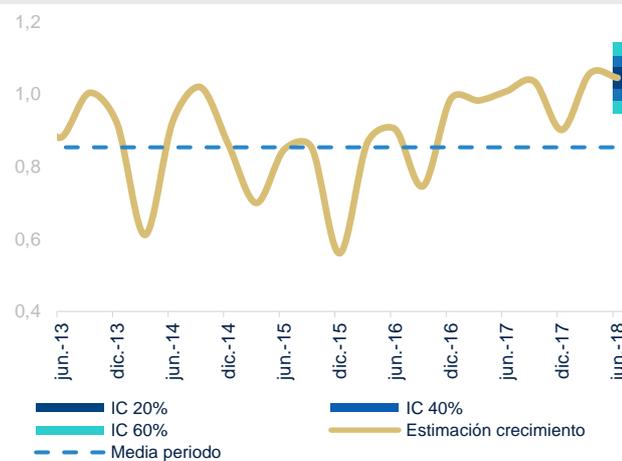
Escenarios Económicos Globales

La economía internacional sigue estando sometida a las tensiones de fuerzas dispares, entre el buen desempeño económico de los últimos trimestres, prolongado ahora por el estímulo fiscal de la economía estadounidense y la estabilidad de la economía china, y varios factores potencialmente negativos que se han ido generando en lo que va de año, pero que de momento no han tenido reflejo directo en la actividad. Tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) han dado un paso más hacia normalización de la política monetaria, que supone unas condiciones algo menos acomodaticias, aunque el aumento de las tensiones financieras que se ha generado en las economías emergentes por la apreciación del dólar parece responder más a una reevaluación del riesgo que a una amenaza sistémica. Los precios del petróleo se han estabilizado tras un fuerte aumento en lo que llevamos de año. El principal riesgo es el proteccionismo, que se ha acrecentado en las últimas semanas con las medidas y contra-medidas anunciadas, y cuyo efecto sobre la actividad podría dejarse notar en la segunda mitad el año.

## Crecimiento estable en la primera mitad de 2018, aunque con dudas sobre su persistencia y con diferencias entre las grandes áreas

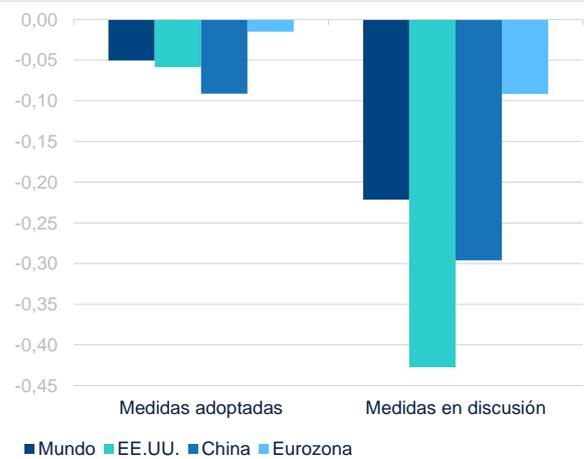
Los datos disponibles hasta mayo sugieren que **el crecimiento mundial se habría desacelerado ligeramente en el segundo trimestre del año** (BBVA-GAIN: 1% trimestral tras el 1,1% en 1T18) (véase el Gráfico 2.1) y muestran **señales mixtas tanto por áreas como por sectores**. Aunque el ritmo de expansión se mantiene sólido, lo está haciendo de una manera **menos sincronizada**, con una aceleración del crecimiento en EE.UU. que contrasta con ciertas señales de moderación en China y algunas economías emergentes y de manera más intensa en la Eurozona.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Efecto en crecimiento del PIB por subidas aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-19, pp)



Fuente: BBVA Research

La evolución del **sector industrial sigue generando dudas**, ya que su actividad sigue sin recuperarse del mal desempeño registrado a principios de año, sobre todo en las economías emergentes, **a pesar de los datos positivos del comercio global hasta mayo**. No obstante, estos datos todavía no reflejan los posibles efectos negativos de la escalada proteccionista de los últimos meses, a diferencia de los datos de confianza del sector industrial, que continuaron deteriorándose hasta junio. Toda esta información apunta a que **la recuperación del sector industrial continúa, pero a un ritmo más moderado, y es difícil ver que vaya a ganar tracción en los próximos trimestres**.

La **confianza del sector servicios se ha mostrado más resistente**, con un aumento en las economías emergentes (sobre todo las de Asia Pacífico) que compensó una evolución algo más decepcionante en las economías desarrolladas. No obstante, la evolución de otros indicadores de la demanda interna es más moderada, como el **mal desempeño de las ventas minoristas hasta mayo en las economías emergentes que contrasta con una tímida recuperación en las economías desarrolladas**. En cualquier caso, sugieren que el apoyo de uno de los principales motores de la recuperación durante los últimos años se estaría estabilizando o moderando.

En este contexto, **la inflación subyacente ha aumentado de forma muy gradual en las economías desarrolladas y ha tendido a estabilizarse en las economías emergentes**, más allá del repunte generalizado de la inflación general como consecuencia del aumento de los precios de la energía.

## **El shock de oferta del petróleo y las primeras medidas proteccionistas han llevado a un aumento de la incertidumbre**

El mayor crecimiento de la economía estadounidense, impulsada por las medidas fiscales y la recuperación del comercio global a principios de año, siguen sustentando la fortaleza de la recuperación global. **Sin embargo, se han ido desvaneciendo algunos de los apoyos al crecimiento durante los últimos años, a la vez que ha aumentado la incertidumbre**.

Un primer factor proviene de la retirada de EE.UU. del acuerdo nuclear con Irán, que supuso un **shock en la oferta en el mercado de crudo que ha aumentado el precio del petróleo** en alrededor del 20% en lo que llevamos de año. A pesar de que los precios parecen haberse estabilizado tras el aumento de la producción por parte de los países de la OPEP, ahora esperamos que se estabilicen alrededor de 70 dólares por barril en el horizonte de previsión, lo que implica una revisión al alza en las previsiones del precio del petróleo de alrededor del 10% este año y el que viene respecto a las contempladas el pasado trimestre.

Lo anterior **presionará al alza la inflación de manera adicional y ha propiciado ya que los bancos centrales hayan dado un paso más en la normalización de la política monetaria**. En particular la de la Fed, que en lo que va de año acumula una subida de 50 puntos básicos de sus tipos de referencia hasta el 2% y proyecta acelerarlos al 2,50% al cierre del año y al 3,25% a finales de 2019. El diferencial de tipo interés y de crecimiento favorable en EE.UU. frente al resto de geografías ha resultado en una **apreciación generalizada del dólar**.

Un factor adicional de incertidumbre durante los últimos meses viene asociado al aumento de las tensiones comerciales. Todavía es pronto para saber qué medidas prevalecerán finalmente de las ya aprobadas por la administración americana, de las preanunciadas y de las posibles contramedidas de los socios comerciales, y tampoco es fácil discernir su impacto en el comercio y la actividad. En principio, **el efecto directo a través del canal comercial de las medidas anunciadas hasta ahora sería limitado**. En concreto, el aumento de aranceles a las importaciones de acero, aluminio y a las de una larga lista de exportaciones chinas por valor de 50 mil millones de dólares, junto con las contramedidas anunciadas por los países afectados, podría tener un impacto negativo de **menos de 0,1pp en el crecimiento global** (alrededor de 0,1pp en el crecimiento de China y prácticamente nulo en EE.UU. y la Eurozona). Sin embargo, en estos momentos está bajo discusión medidas adicionales por parte de EE.UU.: por un lado, la imposición de aranceles mucho más elevados a las importaciones

del sector de la automoción, con tarifas entre el 20% y el 25%; por otro, la ampliación de los aranceles a las importaciones de productos chinos hasta por un valor de 200 mil millones de dólares (o más). Esta escalada proteccionista, junto con las posibles represalias por cuantías similares por parte de los socios comerciales, tendría un efecto negativo significativo en el crecimiento tanto de EE.UU. (-0,4pp del PIB) como en el de China (-0,3pp). Dicho efecto sería algo menor en la Eurozona (-0,1pp) aunque difiere por países, siendo los principales afectados Alemania y los países de Centroeuropa. En conjunto, **el efecto directo de estas medidas bajo discusión podría restar alrededor de 0,2pp al crecimiento global** (véase el Gráfico 2.2), a lo que habría que añadir potenciales efectos indirectos sobre la confianza de los mercados financieros y los agentes económicos en función de la magnitud del conflicto comercial.

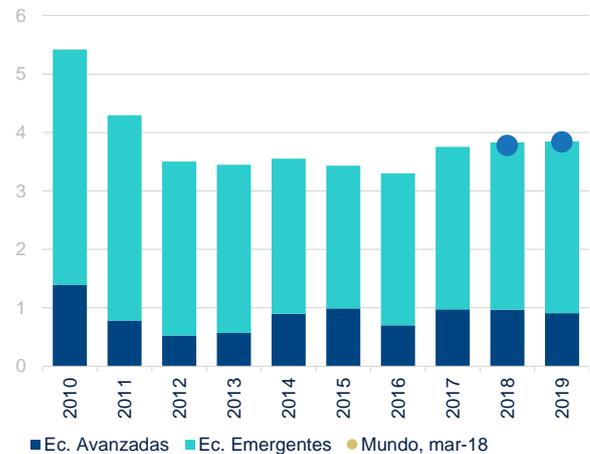
Como consecuencia de estas incertidumbres, se ha producido ya un **reajuste en la percepción de riesgo global, especialmente en los países emergentes**. Las tensiones financieras en países emergentes han aumentado de forma generalizada (véase el Gráfico 2.3), por la depreciación de las divisas y la ampliación de las primas de riesgo, aunque se han diferenciado negativamente los países con mayores necesidades de financiación externa. Por este motivo, los bancos centrales en muchas de estas economías (con la excepción de China) han pasado a endurecer también sus políticas monetarias para evitar la depreciación de sus monedas. **En Europa, el riesgo político en Italia** se ha traducido en una notable ampliación de la prima de riesgo italiana (hasta los 250 puntos básicos) pero con un contagio limitado en el resto de los países periféricos. Además, **la incertidumbre por las medidas proteccionistas ha empezado a tener impacto en los mercados de renta variable**, sobre todo en los países asiáticos con China a la cabeza, y en la demanda de activos más seguros (bonos del tesoro americano y alemán).

Gráfico 2.3 Tipo de cambio euro-dólar e índice BBVA de tensiones financieras en mercados emergentes



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Gráfico 2.4 Previsión de crecimiento del PIB mundial (2018-19, pp)



Fuente: BBVA Research

## El BCE finaliza el programa de compra de activos en diciembre y no subirá los tipos hasta al menos la segunda mitad de 2019

En línea con lo esperado, el **BCE** en su reunión de junio **anunció que el programa de compra de activos** (APP, por sus siglas en inglés) **concluirá en diciembre** de este año dado el progreso hacia un ajuste sostenido de la senda de inflación, a la vez que **fortaleció el anclaje de las expectativas sobre los tipos de interés**.

El BCE reiteró que el programa de compra de bonos continuará activado, a un ritmo mensual de 30.000 millones de euros mensuales hasta septiembre, y 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 anunció que los tipos de referencia se mantendrán sin cambios hasta al menos durante el verano de 2019, más tiempo de lo previsto. En este contexto, nuestra expectativa sobre la primera subida de tipos de interés se retrasa, con una **primera subida del tipo de depósito en septiembre y del tipo oficial de referencia en diciembre de 2019**.

En resumen, el BCE ha adoptado en esta reunión importantes medidas para el proceso de normalización de su política monetaria. Una vez aprobado el fin de la compra de activos, se va **cerrando la etapa de medidas de emergencia para dar paso, de nuevo, a una política monetaria más convencional, más centrada en los tipos de interés**. El foco en los próximos meses estará en saber cuándo y a qué ritmo subirán los tipos.

## Las previsiones de crecimiento mundial se mantienen sin cambios, apoyadas en el sólido crecimiento de EE.UU. y a pesar de la desaceleración en otras áreas

**Las previsiones globales para los próximos dos años se mantienen en 3,8%** (véase el Gráfico 2.4). No obstante, el menor grado de sincronización observado recientemente se refleja en una **revisión a la baja en el crecimiento esperado para 2018-19 tanto para la Eurozona como Sudamérica** (principalmente Argentina y Brasil), mientras que **mantenemos las previsiones para los próximos años en EE.UU. y China**, tras registrar un buen desempeño económico en la primera parte del año y con unos fundamentales aún sólidos para la demanda interna.

En la Eurozona, y tras la sorpresa negativa en el crecimiento del PIB en el primer trimestre, ahora esperamos una convergencia más rápida hacia tasas de crecimiento más moderadas. En particular, revisamos a la baja en 0,3pp hasta el 2% la previsión de crecimiento para 2018, mientras que seguimos esperando una moderación del impulso cíclico en 2019, hasta el 1,7%. Esta revisión a la baja en las previsiones, viene explicada principalmente por unos menores términos de intercambio y mayor inflación (por el alza en el precio del petróleo), que se suman a la creciente incertidumbre política. Sin embargo, y a pesar de lo anterior, la demanda interna seguirá contribuyendo al crecimiento tanto este año como el próximo, apoyada en el crecimiento del empleo, una política monetaria aún acomodaticia, y una política fiscal ligeramente expansiva.

## Se intensifican los riesgos a la baja ligados a la incertidumbre política, las vulnerabilidades en las economías emergentes y sobre todo al proteccionismo

**El escenario global sigue estando sujeto a riesgos mayoritariamente negativos, que en los últimos meses han aumentado**. Por un lado, **el riesgo de una guerra comercial se ha intensificado** tras las últimas medidas adoptadas por EE.UU. y la respuesta por parte de China, principalmente, y en menor medida por el resto de países afectados. A esto se suman nuevas amenazas proteccionistas que involucrarían los intereses de sectores importantes en otras regiones, como el sector del automóvil en Europa, México, Canadá o Japón. Si bien el

impacto directo de las medidas, comentado más arriba, 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 consecuente impacto en el potencial de crecimiento global.

Por otro lado, **en un entorno financiero más volátil, se incrementaría el riesgo sistémico en economías emergentes**. La combinación de un mayor riesgo proteccionista sumado a los de una normalización más acelerada de la política monetaria en EE.UU. y una posible desaceleración en la economía mundial podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes, elevando la probabilidad de un *sudden-stop* 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 una posible guerra comercial podrían limitar y retrasar el proceso de desapalancamiento y de reestructuración de la economía china.

Por último, **se han intensificado los riesgos políticos en Europa**. Al riesgo de Italia, se suman los de gobernanza en Alemania, con potenciales consecuencias directas sobre el proceso de integración de la Eurozona.

## 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](mailto:bbvaresearch@bbva.com) [www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)