

Camino a una desaceleración global de fondo

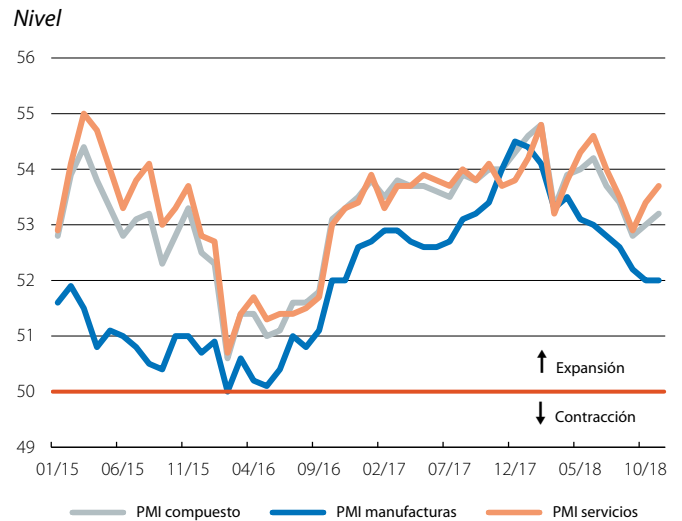
¿Pausa temporal en la senda de desaceleración global? Tras unos trimestres complicados, en los cuales los indicadores globales de sentimiento económico iban cediendo en su impulso, los últimos datos disponibles muestran que algunos indicadores de confianza representativos, como el indicador compuesto PMI global, han flexionado al alza. Una lectura similar se puede extraer de indicadores de actividad de los emergentes, como el llamado IIF Growth Tracker, que trata de estimar el crecimiento contemporáneo de estos países y que sumó dos meses consecutivos al alza en noviembre. Más allá de que esta sea una pausa en la ralentización económica más o menos dilatada en el tiempo, los registros de los indicadores globales sugieren un ritmo de actividad inferior al existente trimestres atrás y, si revisamos los factores que subyacen a esta moderación económica, todo apunta a que la desaceleración que se ha venido observando en lo que va de año tiene visos de continuidad.

Los factores que lastran el crecimiento siguen activos. El proceso de desaceleración económica global que se ha dado en los últimos trimestres se explica por una conjunción de factores, de diferente naturaleza, que están actuando simultáneamente y que se espera que sigan lastrando (moderadamente) el crecimiento mundial en los próximos tiempos. De entrada, las condiciones financieras globales se han vuelto menos acomodaticias de la mano de algunos bancos centrales (principalmente, y como es notorio, de la normalización monetaria de la Fed), pero también del repunte de volatilidad financiera en muchas bolsas y, en ciertos casos, de las *yields* soberanas. Además, la incertidumbre geopolítica (en particular, el desarrollo del llamado giro proteccionista de EE. UU., que ha conducido a una espiral de tensiones comerciales con China y, en menor medida, con la UE) ya está teniendo un peaje en los flujos de comercio internacional. Así, en septiembre, el crecimiento interanual del comercio fue del 2,4%, frente al 5,6% a comienzos de 2018. Finalmente, la evolución de las materias primas, en sentido amplio, no solo del petróleo, ha flexionado a la baja en la segunda mitad del año: el índice CRB, que mide un conjunto amplio de cotizaciones de materias primas, ha caído un 7% desde junio pasado. Dado que esta es una fuente clave de crecimiento en muchos emergentes, es lógico que pierdan impulso.

ESTADOS UNIDOS

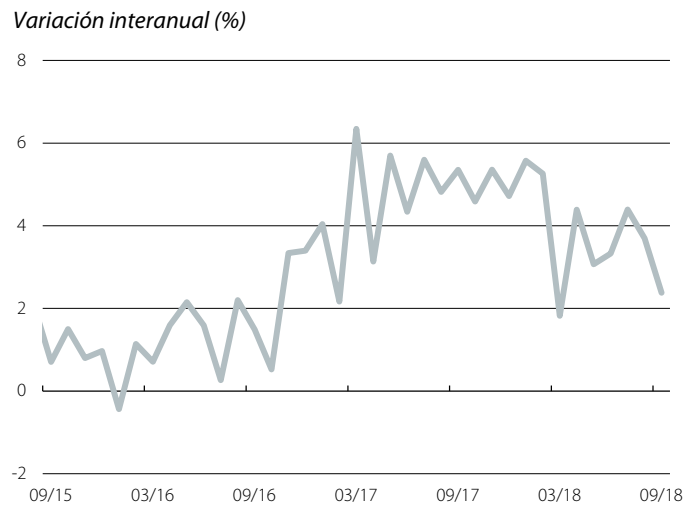
La actividad mantiene un tono vigoroso, pero los focos de riesgo no se apaciguan. Así, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board se situó en los 135,7 puntos en noviembre, un nivel considerablemente superior al promedio de 2017 (120,5), mientras que el índice de sentimiento empresarial (ISM) rebotó hasta los 59,3 puntos, con lo que se mantiene en cotas históricamente elevadas. En la misma línea, la segunda estimación del PIB del 3T ratificó el buen *momentum* de la economía estadounidense (con un avance del 0,9%

Indicadores de actividad mundial



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IHS Markit.

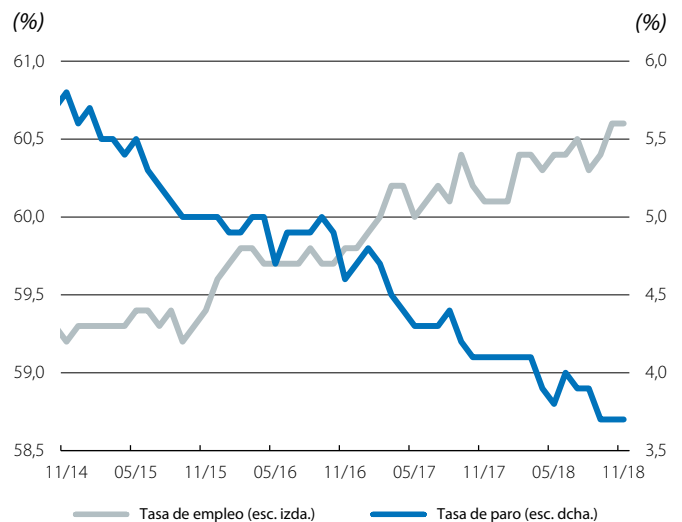
Comercio internacional de bienes *



Nota: * En volúmenes.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del CPB World Trade Monitor.

EE. UU.: mercado laboral



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

intertrimestral y el 3,0% interanual). En este contexto de firmes cifras de actividad, EE. UU. y China acordaron paralizar la imposición de nuevos aranceles durante 90 días mientras negocian acerca de las características de sus relaciones bilaterales futuras. A pesar de que esta llamada «tregua comercial» ha supuesto un cierto alivio, todavía queda lejos una solución definitiva al conflicto.

En un contexto de madurez cíclica, la Fed vuelve a subir tipos. La economía estadounidense se mantiene, por tanto, en una etapa dinámica a pesar de encontrarse en una fase madura del ciclo. Esta tesitura se ve reflejada, especialmente, en la fortaleza del mercado laboral, capaz de crear, en noviembre, 155.000 empleos (cifra elevada, si se tiene en cuenta la situación de práctico pleno empleo de la economía). En este contexto, y tal como se esperaba, la Fed volvió a aumentar el tipo de referencia hasta el 2,25%-2,50%. Sin embargo, por lo que se refiere a la senda de tensionamiento futuro, la Fed ha transmitido al mercado la posibilidad de un ritmo de subidas más lento a partir de 2019, lo que refleja las dudas sobre el ritmo de crecimiento en EE. UU. en 2019, cuando los efectos expansivos de la política fiscal se vayan diluyendo.

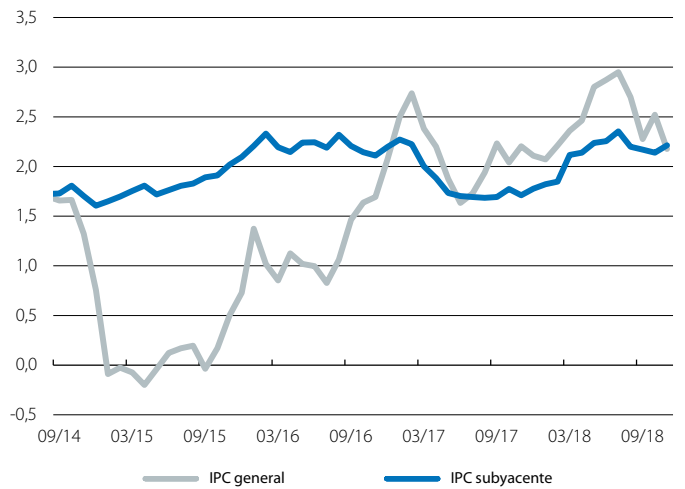
EUROZONA

El ritmo de actividad se frena, pero el alcance de la desaceleración podría ser temporal. Los indicadores de actividad más recientes de la eurozona han sugerido que la ralentización económica sigue abriéndose paso, lo que ha aumentado la preocupación sobre el auténtico ritmo de crecimiento que cabe esperar para los próximos trimestres. Con todo, la desagregación del PIB del 3T 2018 confirmó que la demanda interna se mantiene como principal artífice del crecimiento de la eurozona, lo que, dado el carácter inercial que acostumbra a tener este agregado, invita a pensar que el crecimiento de la eurozona se emplazará en cotas más positivas en los próximos trimestres (para más detalles, véase el Focus «El crecimiento de la eurozona: ni tanto ni tan calvo» en este mismo Informe Mensual). Esta es, además, la lectura que hace el BCE, en la que destaca el carácter temporal de la ralentización y que viene siendo aceptada como una visión consensual y razonable.

El Reino Unido e Italia siguen siendo fuentes de incertidumbre. A medida que se acerca la fecha oficial de salida del Reino Unido de la UE, las certezas sobre cómo se va a realizar el proceso, en vez de aumentar, disminuyen. Así, en diciembre, asistimos a la retirada del voto parlamentario sobre el preacuerdo del *brexit* y a una moción de confianza a Theresa May que, aunque la superó, también sirvió para constatar la fragmentación en el propio Partido Conservador. Ahora se ha anunciado un nuevo intento de la ratificación del preacuerdo en la Cámara de los Comunes, que se debería realizar antes del 21 de enero de 2019. Aunque cabe esperar que el Gobierno británico consiga ratificar el acuerdo, las dificultades para lograr una mayoría en la Cámara de los Comunes hacen aumentar las probabilidades de que el Reino Unido difiera la salida de la UE o que se llegue al día del *brexit* sin acuerdo, lo que conduciría a una salida desordenada

EE. UU.: IPC

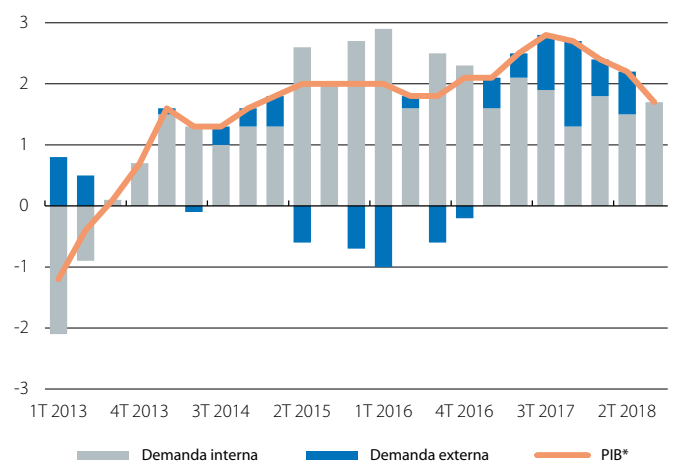
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

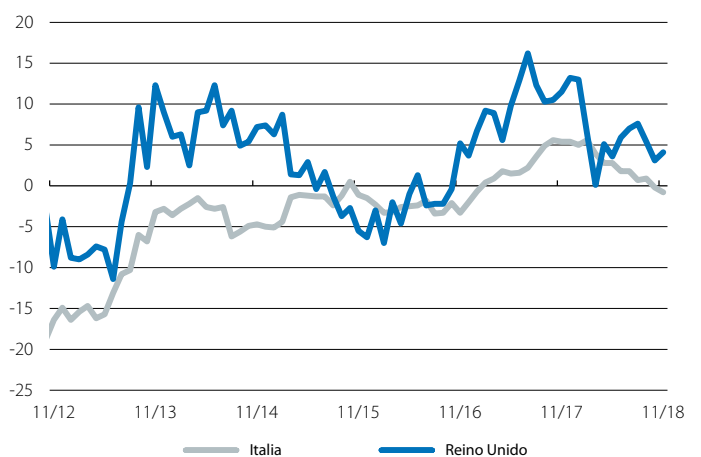


Nota: * Variación interanual.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

Italia y Reino Unido: indicador de confianza empresarial

Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

del Reino Unido. Algo mejor es la evolución del conflicto presupuestario entre Italia y la UE. Tras el inicio por parte de la Comisión Europea del proceso para abrir el procedimiento que podría conducir a la aplicación del llamado «procedimiento de déficit excesivo», el Gobierno italiano ha cedido y ha anunciado una revisión a la baja del objetivo de déficit para 2019 (del 2,04% del PIB, frente al 2,4% inicialmente propuesto). A pesar de que ello representa un paso en la dirección adecuada y de que la Comisión Europea ha anunciado que se podría acabar desactivando el procedimiento, es poco probable que el flanco de las finanzas públicas italianas deje de ser una fuente de riesgo.

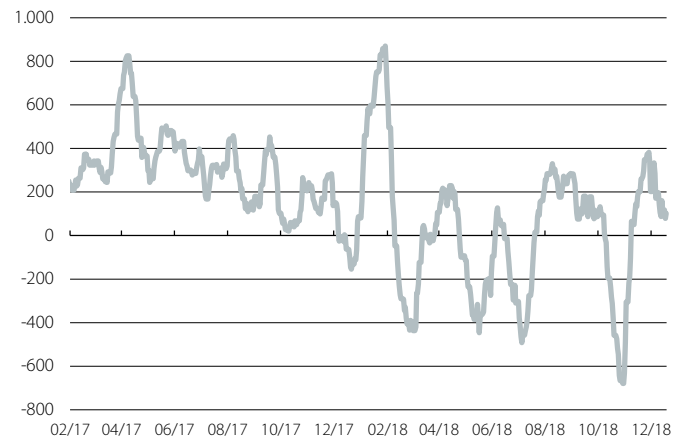
EMERGENTES

Alivio (temporal) en las economías emergentes. El estado de forma de diversas economías emergentes (los conocidos como «emergentes frágiles», caracterizados por la presencia de desequilibrios macroeconómicos) ha centrado la preocupación de analistas e inversores al menos desde el verano pasado. En octubre y noviembre, la tónica de fondo de la actividad ha sido más favorable, aunque con algunas salvedades como Turquía (sobre la que se abunda posteriormente). Uno de los reflejos de esta mejoría del sentimiento económico y de la tolerancia al riesgo de los inversores ha sido la recuperación de las entradas de capitales, tanto de deuda como acciones, en esos dos meses. No obstante, esa misma medida ha mostrado signos de erosión en diciembre, reflejo del aumento de volatilidad financiera global de las últimas semanas. Más allá de esta visión a corto plazo, y como ya hemos comentado, se prevé que la desaceleración emergente continúe en los próximos trimestres habida cuenta del triple peaje que asumen estas economías, al afrontar un contexto de endurecimiento financiero global, de mantenimiento de la incertidumbre sobre las tensiones comerciales y de una evolución bajista del precio de las materias primas.

La economía china sigue ralentizándose, tanto en su dimensión interna como externa. Así, en noviembre, la producción industrial creció solamente un 5,4% interanual (5,9% en octubre), el menor avance desde principios de 2016. Las ventas minoristas también se desaceleraron hasta el 8,1% (8,6% en octubre). Además, las exportaciones chinas (en dólares) aumentaron un 5,4% interanual en noviembre, una importante desaceleración tras el buen dato de octubre (15,6%). De este modo, el sector exportador chino empieza a mostrar un margen de maniobra algo menor ante las tensiones comerciales con EE. UU. y el conjunto de indicadores apunta a un crecimiento por debajo del 6,5% en el 4T.

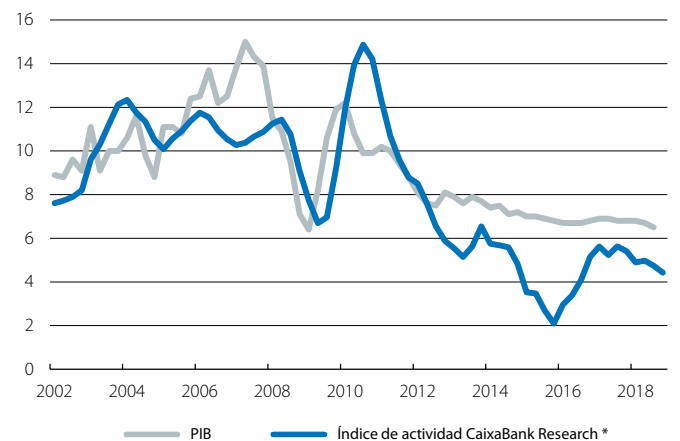
Notable pérdida de ritmo económico en Turquía. En el 3T, el crecimiento del PIB fue del 1,6% interanual, lejos del 5,3% del trimestre anterior e inferior a lo previsto. El detalle por componentes muestra que la parada súbita de la entrada de capitales internacionales del verano frenó en seco la financiación de la inversión y del consumo privado (componente asimismo afectado por el shock inflacionista). Además, la dinámica negativa de crecimiento probablemente continuará en los próximos trimestres.

Emergentes: entradas netas de capital *
(Millones de dólares, media móvil de 28 días)



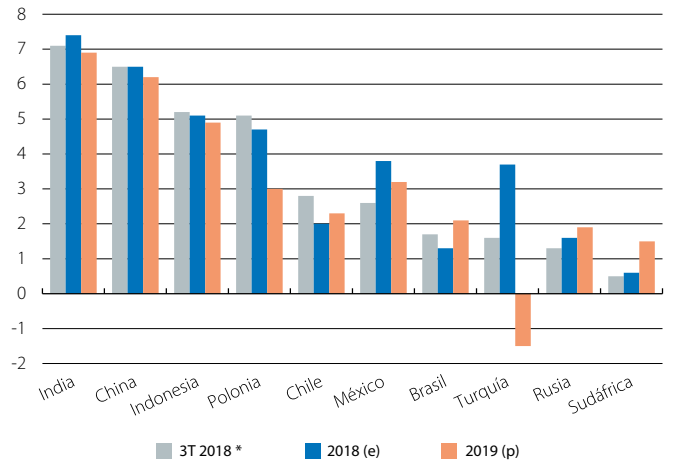
Nota: * Flujos de cartera (deuda y acciones). Países incluidos: Indonesia, India, Korea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Turquía, Hungría y México.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

China: PIB frente al indicador de actividad CaixaBank
Variación interanual (%)



Nota: * Media móvil de los últimos cuatro trimestres del índice de actividad.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Popular de China y de la Oficina Nacional de Estadística de China.

Emergentes: PIB
Variación anual (%)



Nota: * Variación interanual. (e) Estimación. (p) Previsión.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.