

## Sobriedad a la vuelta del verano

**La economía mundial opera en un entorno de riesgos bajistas.** Los indicadores económicos de los últimos meses reflejan una ligera desaceleración del crecimiento global y, en particular, del bloque de países emergentes, que está acusando el paulatino endurecimiento de las condiciones financieras globales y el clima de mayor incertidumbre política y económica (acentuado, en el último mes, por la imposición de nuevos aranceles entre EE. UU. y China). Economías que ya hace tiempo que figuraban en la lista de frágiles, como Turquía y Argentina, empiezan a encarar un proceso de ajuste para corregir los elevados desequilibrios acumulados en los últimos años. En un segundo plano queda un grupo más amplio de países (entre los que encontramos a Malasia, Brasil, Rusia o India) a los que, en principio, unos fundamentos macroeconómicos generalmente sólidos deberían permitirles capear el cambio de entorno. No obstante, tienen fuentes de debilidad idiosincráticas (en unos casos es la sostenibilidad de las finanzas públicas, en otros la dependencia de la financiación exterior o la sensibilidad a las condiciones financieras globales, etc.) que las sitúan en el foco de atención de los inversores. Además, a todo ello hay que añadir el papel central de una economía china que, como corroboran los indicadores más recientes, continúa desacelerándose. En este contexto, en septiembre, los activos financieros de las economías emergentes empezaron el mes arrastrando el tono errático de agosto, cuando habían sufrido turbulencias significativas, aunque recuperaron algo de terreno con el paso de las semanas.

**La Fed y el BCE refuerzan sus respectivas hojas de ruta.** El tensionamiento de las condiciones financieras globales tiene como una de sus principales fuerzas motoras el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de los EE. UU. (Fed). En efecto, en EE. UU. los indicadores dibujan una economía en pleno empleo (con una tasa de paro en un bajo 3,9%), con un crecimiento dinámico y tendencias inflacionistas firmes y en consonancia con el objetivo de la Fed. Así, en septiembre, la Fed realizó la tercera subida de tipos del año (en 25 p. b., hasta el intervalo 2,00%-2,25%) y reafirmó su intención de continuar con una senda de incrementos graduales de los tipos de interés de referencia en los próximos trimestres. Por su parte, en la eurozona, el Banco Central Europeo (BCE) realizó una lectura positiva del escenario macroeconómico en su reunión de septiembre y reiteró la intención de continuar con la suave retirada del estímulo monetario (fin de las compras netas de activos en diciembre de 2018 y sin cambios en los tipos de interés de referencia hasta pasado el verano de 2019).

De hecho, la ralentización del crecimiento de la eurozona en lo que va de año se debe, en gran medida, a un menor dinamismo de la demanda exterior, mientras que el consumo y la inversión mantienen un buen tono. Así, es probable que, en los próximos trimestres, la expansión económica de la eurozona prosiga a un ritmo algo inferior al del año pasado, acusando un entorno exterior menos favorable, pero que siga bien respaldada en la demanda doméstica y con ritmos más en línea con el promedio histórico.

**Suave desaceleración del crecimiento en España.** La economía española está moderando su ritmo de crecimiento de manera paulatina, en una dinámica esperada y que refleja el desvanecimiento de aquellos factores que estimularon temporalmente la economía en los últimos años (como los bajos precios del petróleo, unos tipos de interés en mínimos históricos o la depreciación del euro). Ello queda bien reflejado en la revisión de la serie histórica del PIB que realiza el INE cada año, donde se observa que el crecimiento en 2015 fue del 3,6% (algo mayor a lo estimado inicialmente) y se desaceleró hasta el 3,2% en 2016 y el 3,0% en 2017 (en ambos casos 1 décima menor de lo publicado previamente). De todos modos, esta tendencia no empaña el buen desempeño que sigue exhibiendo la economía y que queda bien reflejado en los últimos datos del mercado laboral, donde la creación de empleo mantiene un ritmo vigoroso (2,9% interanual en agosto y septiembre). Así, en los próximos trimestres, esperamos que prosiga la suave desaceleración del crecimiento de la mano, sobre todo, de la desaceleración del sector exterior (lastrado por el menor vigor de la eurozona y la fortaleza de las importaciones). Respecto a la demanda interna, aunque esperamos que pierda algo de fuelle, todo apunta a que seguirá registrando un ritmo de avance robusto.

**Visos de moderación en Portugal.** La economía continúa creciendo a buen ritmo (0,6% intertrimestral y 2,4% interanual en el 2T, en ambos casos 1 décima por encima de lo estimado inicialmente), con una fuerte contribución del consumo privado y del sector exportador. No obstante, también en la economía lusa los indicadores mandan señales de un crecimiento más suave en los próximos trimestres, en una dinámica que, al igual que en el caso español, reflejará la pérdida de impulso de aquellos factores que beneficiaron temporalmente la economía en los últimos años (como en el caso de España, los bajos precios del petróleo, unos tipos de interés en mínimos históricos y la depreciación del euro).