

La expansión continúa en un entorno de mayores riesgos bajistas

La economía global opera en un entorno exigente. Aunque el crecimiento mundial se mantiene dinámico (se estima que en 2018 se situó en el 3,7%, prácticamente la misma cifra que en 2017), los indicadores muestran que, en la segunda mitad de 2018, la actividad global encaró una senda de moderación del crecimiento. Por un lado, ello refleja un cambio en el entorno, que en los últimos trimestres se ha vuelto más exigente por la conjunción del endurecimiento de las condiciones financieras globales y la erosión de la confianza (penalizada por las tensiones comerciales y los conflictos geopolíticos). A estos factores, a los que habrá que seguir con atención en los próximos meses, se le suma la propia madurez del ciclo en economías destacadas (como EE. UU., cuya expansión se encuentra a escasos meses de convertirse en la más larga de la historia moderna del país) y los temores que levanta la incertidumbre alrededor del verdadero grado de desaceleración de la economía china. Así, el escenario macroeconómico apunta a una cierta moderación del crecimiento en 2019, un año en el que la mayor madurez del ciclo se enfrentará a un mapa de riesgos más dominado por los factores bajistas.

Las turbulencias con las que terminó 2018 dan paso a un inicio de 2019 más sosegado. Tras un cierre de 2018 turbulento, con fuertes caídas bursátiles que reflejaban dudas acerca de la solidez del crecimiento mundial en 2019, el nuevo año empezó con mayor sosiego. Por un lado, en los mercados financieros, el sentimiento inversor mejoró gracias a las negociaciones entre EE. UU. y China para reconducir sus tensiones comerciales y a los mensajes de mayor paciencia por parte de los principales bancos centrales. En efecto, tanto la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) han incorporado el aumento de los riesgos bajistas en sus respectivos escenarios y, tras sus reuniones de política monetaria de enero, trasladaron la intención de no endurecer las condiciones monetarias en los próximos meses. Por otro lado, el sentimiento también estuvo apoyado por la publicación de distintos indicadores de actividad que, aunque apuntan a una moderación del crecimiento global, sugieren que esta es razonablemente suave.

La eurozona baja una marcha. Un buen ejemplo de que no debe hacerse una lectura alarmista de esta ralentización del crecimiento lo encontramos en la eurozona. A pesar de que en el 4T el crecimiento se situó en un moderado 0,2% intertrimestral (1,2% interanual), los datos que se conocieron para los principales países, como Alemania (donde se temía que el crecimiento fuera negativo por la adaptación del sector del automóvil a las nuevas regulaciones de emisiones) o Francia (afectada por las protestas de los Chale-

cos Amarillos) mejoraron ligeramente las expectativas (la nota negativa la ofreció Italia que, inmersa en un entorno político incierto, registró un crecimiento intertrimestral negativo). Así, el avance del PIB de la eurozona en el conjunto de 2018 se situó en el 1,8% y, aunque esta cifra queda lejos del excepcional crecimiento del 2,5% registrado en 2017, ello refleja, en gran parte, un entorno exterior menos favorable y la presencia de lastres temporales que están siendo más persistentes de lo que se esperaba. No obstante, la demanda doméstica se mantiene firme y bien respaldada tanto por unas condiciones financieras acomodaticias como por el buen desempeño del mercado laboral, con lo que el principal motor de crecimiento de la eurozona seguirá sustentando la fase expansiva del ciclo económico en los próximos trimestres.

España y Portugal transitan hacia crecimientos más sostenibles por el desvanecimiento de los factores que, como el bajo precio del petróleo o la depreciación del euro, estimularon temporalmente el crecimiento. En España, el PIB acabó el año con un avance del 0,7% intertrimestral (2,4% interanual) en el 4T, cifra que sorprendió al alza, especialmente porque la demanda exterior mostró un mejor tono a pesar del contexto internacional más adverso. En el conjunto de 2018, el crecimiento se situó en el 2,5% (3,0% en 2017) y confirmó la desaceleración gradual de la actividad hacia cotas más sostenibles. Por componentes, la demanda interna fue el principal motor de crecimiento en el conjunto de 2018, con una aportación de +2,9 p. p. que contrarrestó la contribución negativa neta del sector exterior (-0,4 p. p.). Esta dicotomía entre la firmeza de la demanda doméstica (aupada por la robustez del mercado laboral y unas condiciones financieras todavía acomodaticias en la eurozona) y el lastre (en términos netos) del sector exterior (reflejo tanto del deterioro del contexto internacional, en un entorno de tensiones geopolíticas, como de la desaceleración de la eurozona y el tirón importador de la demanda interna) no solo se produce en España, sino que también caracteriza el escenario macroeconómico de Portugal (para el que todavía no se dispone de las cifras de PIB para el conjunto de 2018, aunque todo apunta a que reflejarán una contribución positiva y sólida de la demanda interna y un ligero lastre del sector exterior). Así, en 2019, ambas economías mantendrán ritmos de avance favorables, respaldadas por las fortalezas cíclicas (como la recuperación del mercado laboral) y las mejoras estructurales de los últimos años, aunque convergirán hacia cotas algo más moderadas de la mano de la madurez del ciclo y el lastre del entorno exterior.