

Camino a una desaceleración global de fondo

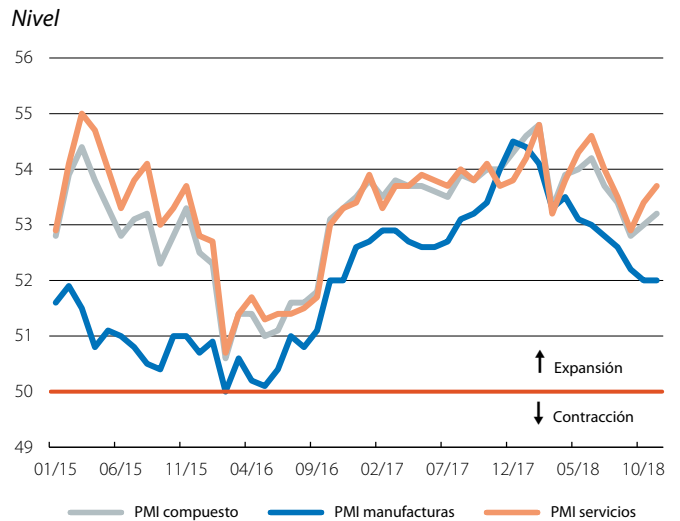
¿Pausa temporal en la senda de desaceleración global? Tras unos trimestres complicados, en los cuales los indicadores globales de sentimiento económico iban cediendo en su impulso, los últimos datos disponibles muestran que algunos indicadores de confianza representativos, como el indicador compuesto 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

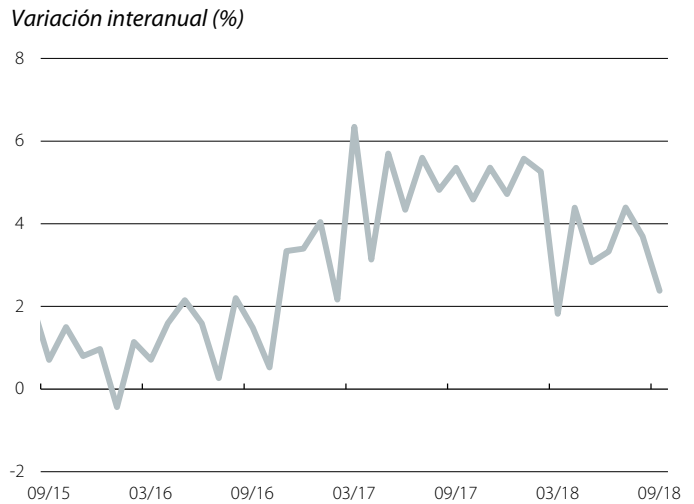
La actividad mantiene un tono vigoroso, pero los focos de riesgo no se apaciguan. Así, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board se situó en los 135,7 puntos en noviembre, un nivel considerablemente superior al promedio de 2017 (120,5), mientras que el índice de sentimiento 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



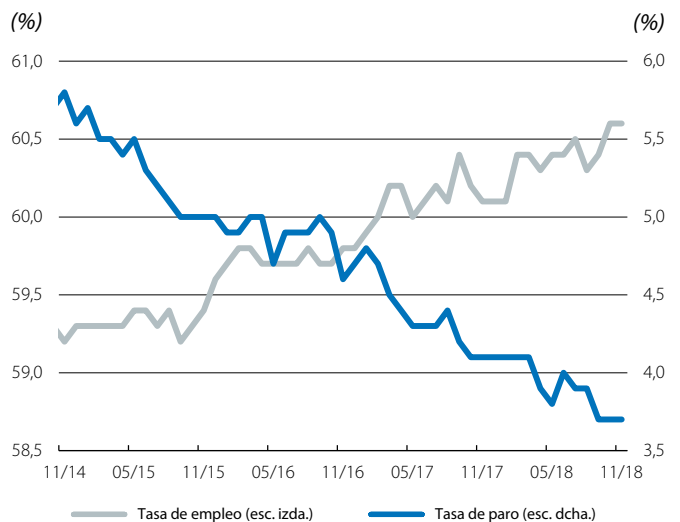
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IHS Markit.

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.

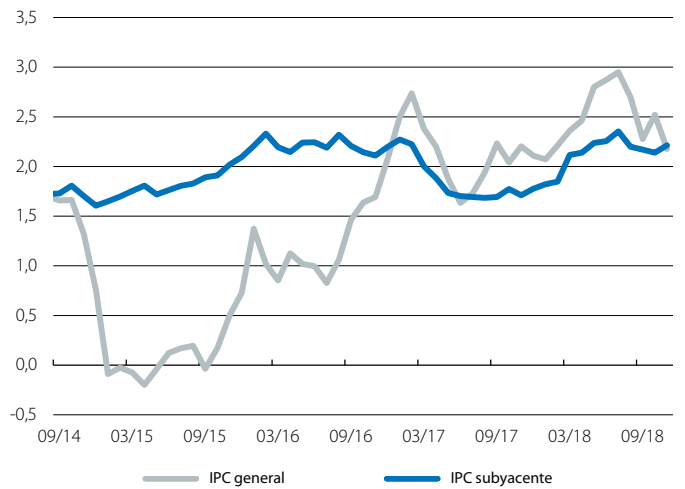
EUROZONA

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

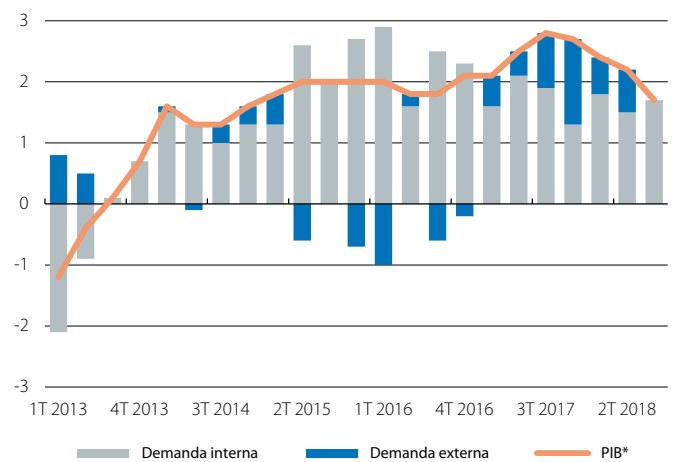
Variación interanual (%)



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

Eurozona: PIB

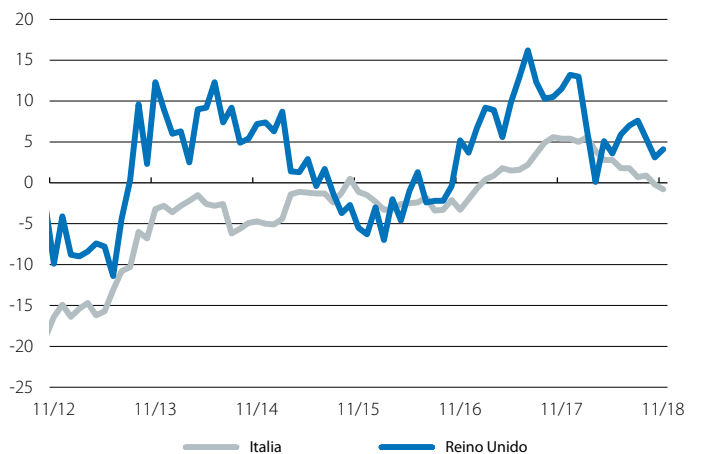
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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.

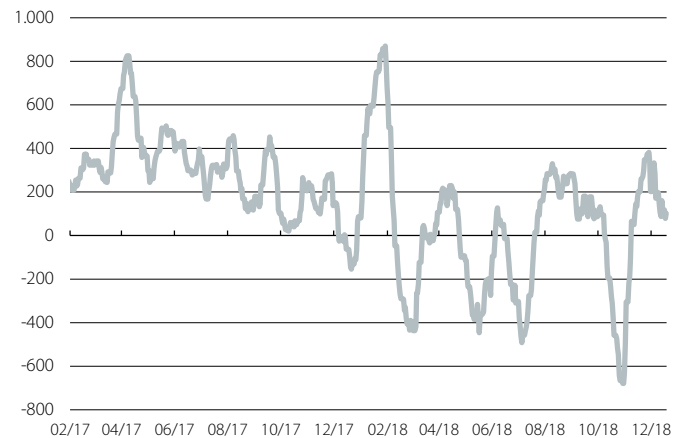
EMERGENTES

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.

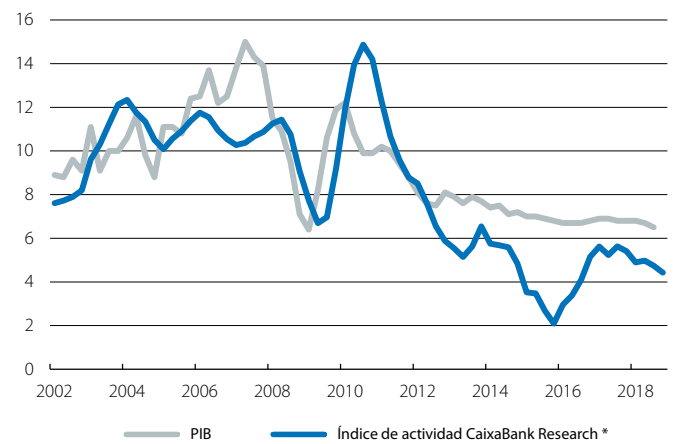
Notable pérdida de ritmo económico en Turquía. En el 3T, el crecimiento del PIB fue del 1,6% interanual, lejos del 5,3% del trimestre anterior e inferior a lo previsto. El detalle por componentes muestra que la parada súbita de la entrada de capitales internacionales del verano frenó en seco la financiación 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)



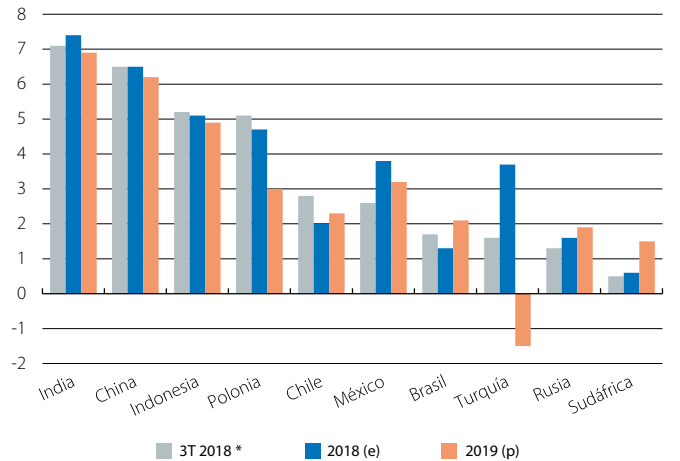
Nota: * Flujos de cartera (deuda y acciones). Países incluidos: Indonesia, India, Korea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Turquía, Hungría y México.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

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.

Portugal: se afianza el ciclo expansivo

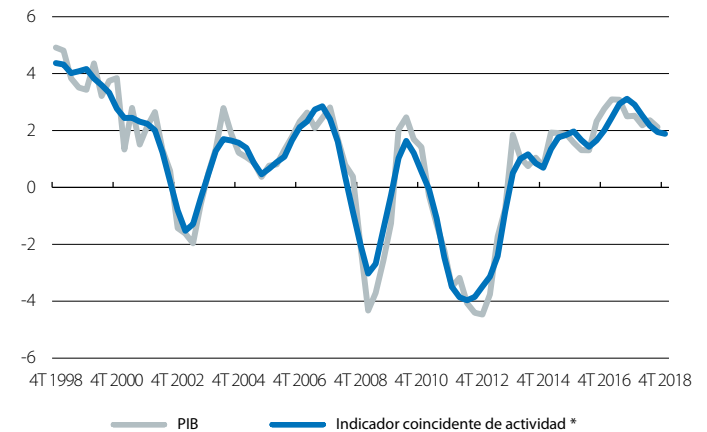
Crecimiento sólido en una fase más madura del ciclo. A falta de la publicación de los últimos datos del año, todo apunta a que en el conjunto de 2018 la economía portuguesa habrá crecido moderadamente por encima del 2%. Ello supone una cierta desaceleración respecto al 2,8% de 2017 y refleja una moderación natural del crecimiento a medida que la economía se adentra en una fase más madura del ciclo (además de recoger el efecto que tiene la ralentización de las principales economías vecinas en una economía abierta al comercio como Portugal). Así, se espera que esta dinámica continúe en 2019, con un ritmo de crecimiento cercano pero posiblemente algo inferior al 2%. No obstante, la economía lusa encara esta fase del ciclo reforzada por las mejoras de competitividad conseguidas en los últimos años. Así lo refleja la nueva actualización del índice de competitividad global elaborado por el Foro Económico Mundial, en el que Portugal ha escalado ocho posiciones respecto al año pasado y ahora se sitúa en el puesto 34 de un total de 140 países. Además, Portugal ha progresado en prácticamente todos los pilares del índice, entre los que cabe destacar especialmente los registrados en las competencias de los trabajadores, en la capacidad de innovación y en el mercado laboral. Sin embargo, estas perspectivas positivas para la marcha de la economía a medio plazo no están exentas de riesgos, en particular ante el temor a un entorno externo menos favorable que se comenta en la sección de Economía Internacional en este mismo *Informe Mensual*.

La capacidad de financiación frente al exterior se suaviza. En concreto, en el 3T 2018 la capacidad de financiación de Portugal frente al exterior se situó en el 0,5% del PIB, ligeramente por debajo del 0,7% del 2T y del promedio de 2017 (1,0%). Esta moderación se debió, especialmente, al aumento de las necesidades de financiación de las empresas no financieras (del -1,2% al -1,9%) fruto del mayor esfuerzo inversor del sector, como reflejan sus buenas cifras de formación bruta de capital fijo (+5,7% interanual). Por su parte, la reducción de la capacidad de financiación exterior de los hogares (del 0,8% en el 2T al 0,4% en el 3T), con un consumo privado que aumenta por encima de la renta disponible (y mantiene la tasa de ahorro en valores bajos y alrededor del 4%), también lastró la capacidad de financiación del conjunto de la economía.

Cuentas públicas en dinámica positiva. Según los últimos datos de la contabilidad nacional, el saldo presupuestario del sector público se situó en el +0,7% del PIB en el 3T 2018. Este registro positivo refleja la buena dinámica que vienen exhibiendo las cuentas públicas en los últimos años, apoyadas en la solidez de la actividad económica y del mercado laboral. Así, los ingresos registraron un crecimiento significativo (5,4% interanual), mientras que los gastos también mantuvieron un

Portugal: PIB e indicador coincidente de actividad

Variación interanual (%)

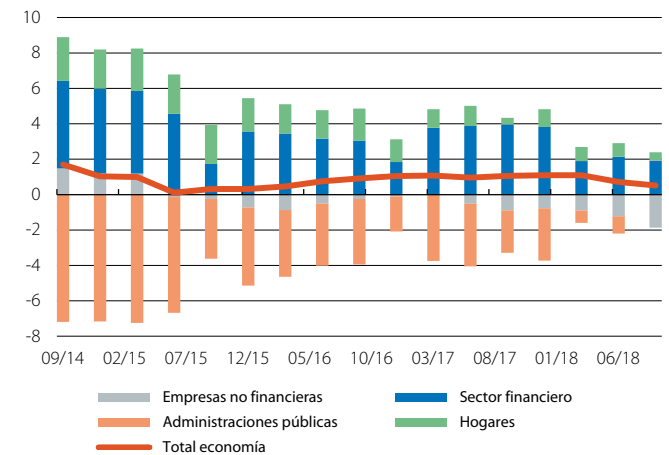


Nota: * Nivel.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream y Banco de Portugal.

Portugal: capacidad/necesidad de financiación exterior

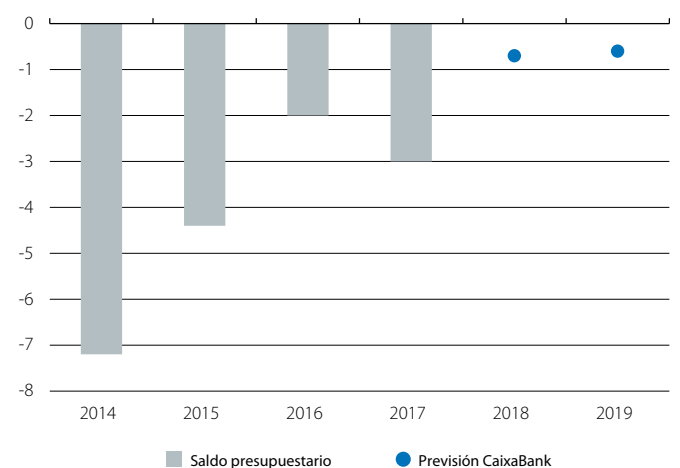
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: saldo público

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

buen comportamiento y aumentaron tan solo un 0,8% (excluyendo los efectos de base relacionados con las ayudas al sistema financiero). Una vez se ajustan estos datos de gasto por los cambios en el abono de la paga de Navidad a los funcionarios públicos y pensionistas (véase la sección de Economía Portuguesa del IM12/2018), las cifras refuerzan la previsión de que el saldo público habrá terminado el año en torno al -0,7% del PIB.

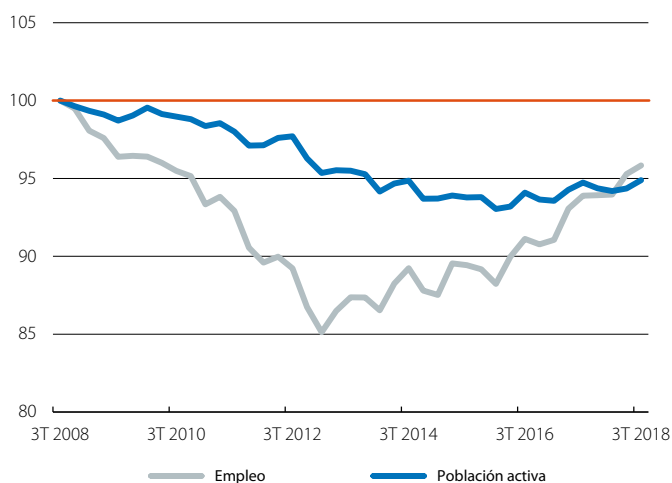
El mercado laboral consolida su recuperación. Desde que, fruto de la crisis financiera internacional de 2008 y la recesión que la siguió, el empleo alcanzara un mínimo a principios de 2013, la economía portuguesa ha creado cerca de 548.200 empleos en términos netos y la población ocupada se acerca a los niveles registrados antes de la crisis. Al mismo tiempo, la composición de la creación de empleo se ha reorientado a lo largo de 2018 y han ganado peso las actividades asociadas con el sector público y la industria manufacturera, en detrimento de los sectores asociados al turismo. Esta dinámica de recuperación del mercado laboral se sigue reflejando en los datos más recientes, que muestran que en octubre el empleo aumentó un 1,7% interanual (datos desestacionalizados) y la tasa de paro se situó en el 6,7%, el nivel más bajo desde finales de 2002.

El precio de la vivienda modera su crecimiento en el 3T. En particular, el índice de precios de la vivienda basado en transacciones aumentó un 8,5% interanual en el 3T, 2,7 p. p. menos que en el 2T, con lo que su crecimiento se desaceleró por segundo trimestre consecutivo. Por segmentos, los precios de las viviendas existentes aumentaron un 9,2%, mientras que los de las viviendas nuevas avanzaron un 5,7%. Asimismo, en términos intertrimestrales, el precio de la vivienda creció un 1,0% en el 3T 2018, lo que supone su menor tasa de los últimos tres años. En los próximos trimestres, se espera que la desaceleración de los precios de la vivienda continúe de manera gradual, de la mano de la moderación de la actividad turística y el menor dinamismo de la actividad mundial, fuerzas que han contribuido especialmente al dinamismo de los precios inmobiliarios en los últimos años.

La concesión de crédito mantiene una dinámica firme. En octubre, el saldo total de las operaciones de crédito a particulares aumentó por tercer mes consecutivo (+0,2% interanual), algo que no ocurría desde 2011. Por su parte, en lo que respecta al crédito a las empresas, la nueva producción aumentó un 13,5% pero, en términos netos, el stock de crédito se contrajo un 4,6% debido a las ventas de carteras de crédito. A pesar de estas dinámicas positivas, el entorno no está exento de riesgos. A este respecto, en su Informe de Estabilidad Financiera de diciembre, el Banco de Portugal apunta a los repuntes fuertes y repentinos de las primas de riesgo (que provocan una reducción del valor de los activos, especialmente relevante por la exposición del sector bancario a los títulos de deuda pública) como uno de los riesgos para la estabilidad financiera del país en los próximos trimestres.

Portugal: empleo y población activa

Índice (100 = 3T 2008)

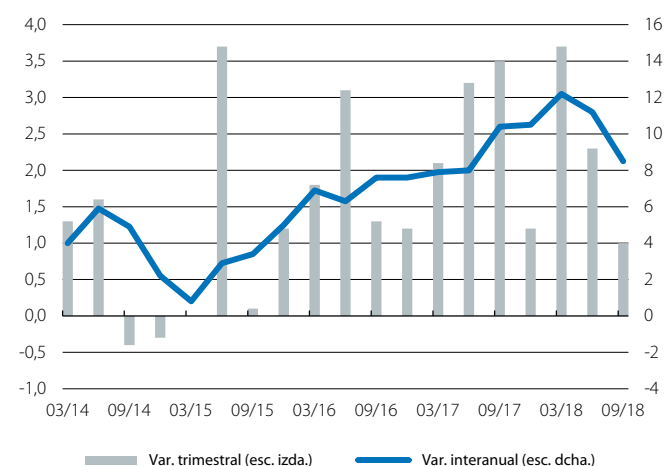


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream.

Portugal: precio de la vivienda

Variación intertrimestral (%)

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: crédito al sector privado

Octubre de 2018

	Saldo (millones de euros)	Variación interanual (%)
Crédito a particulares	120.514	0,2
Crédito para vivienda	97.977	-1,1
Crédito al consumo y otros fines	22.537	6,1
Consumo	15.278	13,2
Crédito a empresas	70.849	-4,6
No promotores inmobiliarios	64.733	-4,4
Promotores inmobiliarios	6.116	-6,7
Crédito total al sector privado *	191.363	-1,6

Nota: * Crédito concedido al sector privado no financiero.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.