

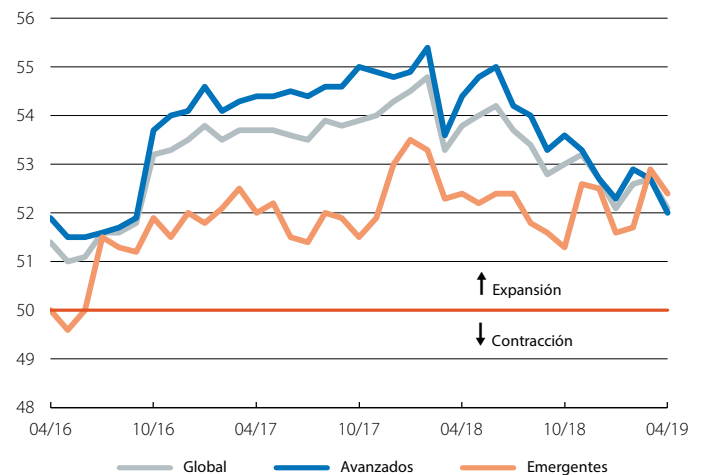
La expansión global continúa en un entorno de incertidumbre

La economía mundial avanza a un ritmo más suave. Así lo reflejan indicadores como el índice de sentimiento (PMI) compuesto global, que lleva meses moderadamente por encima de los 52 puntos (52,1 puntos en abril), un nivel inferior al promedio de 53,6 puntos de 2018, pero que mantiene un colchón con los 50 puntos que delimitan la zona expansiva de la contractiva. Así, los indicadores afianzan el escenario macroeconómico de CaixaBank Research, que contempla una desaceleración suave del crecimiento mundial del 3,6% de 2018 al 3,3% en 2019. Parte de esta moderación responde a lastres temporales en algunas economías clave (especialmente en la eurozona), por lo que el ritmo de actividad económica podría mostrar un mejor tono a medida que avance el año. Sin embargo, como resaltan los siguientes párrafos de la coyuntura de este mes, el entorno es exigente y prevalecen importantes fuentes de incertidumbre.

La negociación comercial entre EE. UU. y China se complica. En particular, cuando parecía que EE. UU. y China estaban cerca de cerrar un acuerdo para encauzar su conflicto comercial, en mayo se volvieron a intensificar las tensiones entre ambas potencias. Por un lado, con el anuncio por parte de EE. UU. de una subida arancelaria del 10% al 25% sobre las importaciones chinas por valor de 200.000 millones de dólares, tras el cual China respondió con aranceles sobre 60.000 millones de dólares de importaciones norteamericanas. Asimismo, Trump también amenazó con imponer otra ronda de aranceles (del 25%) a otros 300.000 millones de dólares de importaciones de China, lo que cubriría el valor total de los bienes chinos importados anualmente por EE. UU. (véase el segundo gráfico). Por otro lado, la escalada fue más allá de los aranceles después de que EE. UU. añadiera a Huawei a la lista de empresas que requieren una «autorización» gubernamental para la adquisición de componentes y tecnología de EE. UU. Sin duda, estos elementos ponen presión a China para que profundice en algunas de las exigencias de EE. UU. en materia de transferencia tecnológica y propiedad intelectual antes de alcanzar un pacto comercial –lo cual parece hoy en día difícil que suceda a muy corto plazo–. No obstante, también subrayan el riesgo de que las tensiones entre ambos continúen durante un periodo más largo de lo inicialmente previsto. Por otra parte, EE. UU. pospuso hasta finales de año la decisión sobre medidas arancelarias en el sector de la automoción que, en este caso, afectarían especialmente a Europa.

En Europa, la incertidumbre política va por barrios. Por un lado, aunque las elecciones al Parlamento Europeo redundaron en un mayor peso de las formaciones euroescépticas, el apoyo a estos partidos fue inferior al que auguraban algunas predicciones y su peso parlamentario no llegó al umbral a partir del cual podrían condicionar materialmente el rumbo político-institucional de la UE. Por el otro, en el Reino Unido, la primera ministra Theresa May anunció su dimisión, con efecto a partir del 7 de junio. Tras su dimisión se iniciará la contienda por el liderazgo del Partido Conservador, que podría extenderse durante el verano. Ello se añadirá a las dificultades existentes para acordar una estrategia de consenso sobre el *brexit* en la Cámara de los Comunes antes de la nueva fecha límite del 31 de octubre.

Indicadores de actividad: PMI compuesto Nivel



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

Exportaciones de bienes estadounidenses hacia China

120.000 millones de dólares



Aranceles de China sobre importaciones de EE. UU.

Aplicados
 25% sobre 50.000 millones de dólares
 13% (en promedio) sobre 60.000 millones de dólares

Exportaciones de bienes chinos hacia EE. UU.

540.000 millones de dólares



Aranceles de EE. UU. sobre importaciones de China

Aplicados
 25% sobre 250.000 millones de dólares
Amenaza
 ? sobre 300.000 millones de dólares

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de US Foreign Trade (datos de 2018).

EE. UU.: estimación del PIB en el 2T

Variación intertrimestral anualizada (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir del modelo de Nowcasting de la Fed de Atlanta.

ESTADOS UNIDOS

Los indicadores apuntan a un menor ritmo de crecimiento en el 2T. En particular, los modelos de previsión Nowcasting del PIB de las distintas reservas federales sitúan el crecimiento para el 2T en el intervalo entre el 1,0% y el 1,5% (en términos intertrimestrales anualizados). Ello confirma que, más allá de la sorpresa del 1T (3,1% intertrimestral anualizado, apoyado en factores con poco recorrido, como los inventarios), la economía americana avanza hacia una gradual moderación del ritmo de crecimiento por la propia madurez del ciclo y el desvanecimiento del impulso fiscal. Con todo, a un mes del cierre del trimestre, todavía es temprano para valorar con precisión la magnitud de la desaceleración. De hecho, algunos indicadores de actividad que hemos ido conociendo a lo largo del mes sorprendieron en positivo, como los índices manufactureros de mayo elaborados por la Fed de Nueva York y la de Filadelfia, que aumentaron de forma considerable. Asimismo, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board escaló hasta los 134,1 puntos en mayo (129,2 en abril), muy por encima de lo esperado y del promedio de 2018 (130,1). Finalmente, en el plano laboral, se crearon 263.000 puestos de trabajo en abril, una cifra elevada en un contexto de pleno empleo. Además, la tasa de paro disminuyó hasta su nivel más bajo en 50 años (3,6%) y los salarios avanzaron un 3,2% interanual.

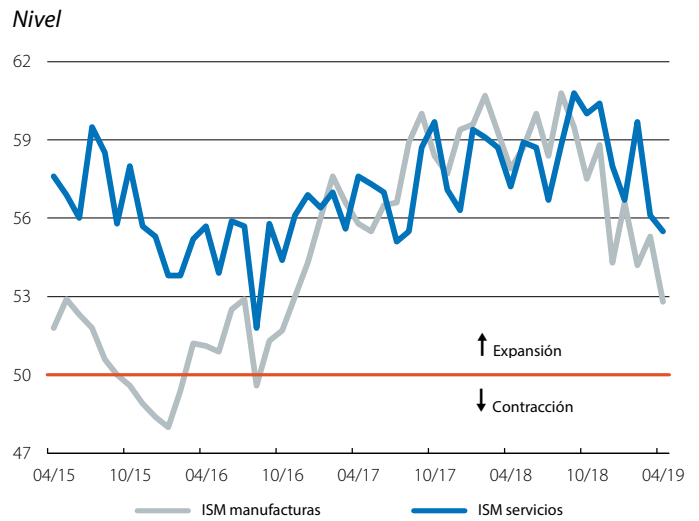
Las presiones inflacionistas se mantienen contenidas y apoyan la estrategia paciente de la Fed. En concreto, la inflación de EE. UU. repuntó ligeramente en abril y se emplazó en el 2,0%, 1 décima por encima del registro del mes anterior, empujada en cierta medida por el precio de los carburantes. Por su parte, la inflación subyacente se situó en el 2,1% (2,0% en marzo). De cara a los próximos meses, esperamos que la inflación subyacente se mantenga en los niveles actuales, en consonancia con el objetivo de la Fed.

EUROPA

La expansión continúa a ritmo moderado. A pesar de avanzar por encima de lo esperado en el 1T (0,4% intertrimestral y 1,2% interanual), el crecimiento de la eurozona se mantendrá en cotas moderadas (ligeramente por encima del 1,0% interanual), en un contexto de desaceleración de la actividad global que está afectando especialmente al comercio y a las manufacturas. Así lo refleja la última actualización del escenario económico de la Comisión Europea. En particular, la institución, en su actualización de previsiones de primavera, rebajó en 1 décima su previsión de crecimiento para la eurozona, para 2019, hasta el 1,2% y, para 2020, hasta el 1,5% (cifras muy parecidas a las previsiones de CaixaBank Research). A pesar de esta revisión, y como señala la Comisión, el ritmo de actividad podría repuntar ligeramente a partir de la segunda mitad del año, hasta ritmos más acordes con el potencial (1,4% interanual), a medida que lastres temporales como la lenta adaptación del sector de la automoción a la nueva normativa de emisiones y algunos focos de incertidumbre política se vayan atenuando.

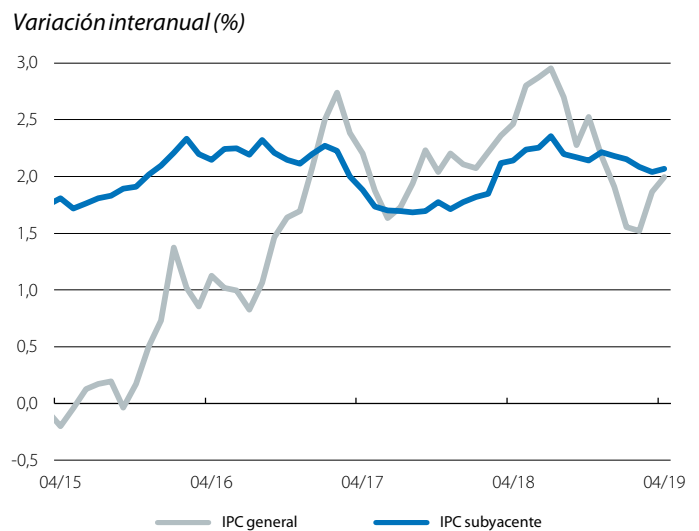
Alemania y Reino Unido sorprendieron al alza en el 1T. La actividad en Alemania se recuperó del bache de la segunda mitad de 2018 (-0,2% en el 3T 2018 y 0,0% en el 4T 2018) y creció un 0,4% intertrimestral (0,7% interanual), gracias al buen comportamiento de la demanda interna. Por su parte, el creci-

EE. UU.: indicadores de actividad



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

EE. UU.: IPC



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

Previsiones del PIB de la Comisión Europea

Variación anual (%)

	Previsión		Variación respecto a la previsión de invierno de 2019	
	2019	2020	2019	2020
Eurozona	1,2	1,5	▼-0,1	▼-0,1
Alemania	0,5	1,5	▼-0,6	▼-0,2
Francia	1,3	1,5	=	=
Italia	0,1	0,7	▼-0,1	▼-0,1
España	2,1	1,9	=	=
Portugal	1,7	1,7	=	=
Reino Unido	1,3	1,3	=	=

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, primavera de 2019).

miento del PIB en Reino Unido repuntó hasta el 0,5% intertrimestral (0,2% en el 4T 2018), a pesar de la elevada incertidumbre alrededor del *brexit* que se vivió en el 1T.

Los indicadores de actividad evolucionan de forma mixta. En el lado negativo, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona se mantuvo prácticamente plano en mayo (51,6 puntos), muy por debajo del promedio de 2018 (54,5 puntos) pero en zona todavía expansiva (por encima de los 50 puntos). Asimismo, el detalle sectorial mostró que el PMI de manufacturas se mantiene en zona contractiva (47,8 puntos), reflejo de que los lastres sobre el sector exterior y manufacturero todavía no se han desvanecido. En el lado positivo, el índice de sentimiento económico (ESI) elaborado por la Comisión Europea aumentó hasta los 105,1 puntos, tras 12 meses de caídas. En la misma línea, la confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona también repuntó en mayo y alcanzó los -6,5 puntos (-7,0 puntos en el 1T). En conjunto, el cuadro de indicadores sugiere que la actividad económica mantendrá un ritmo de avance moderado en el 2T.

RESTO DEL MUNDO

China: indicadores de actividad por debajo de las expectativas. En particular, en abril, la producción industrial moderó su ritmo de avance hasta el 5,4% interanual (8,5% en marzo), mientras que las ventas minoristas también mostraron una dinámica similar, con un crecimiento interanual del 7,2% (8,7% en marzo). Por su parte, las exportaciones chinas cayeron un 2,7% interanual (+13,8% en marzo), un dato peor de lo esperado y muy por debajo del promedio de los últimos 12 meses (5,9%). Estas cifras apuntan a que el estímulo fiscal implementado en el 1T está teniendo un recorrido limitado y que, en ausencia de nuevas medidas de estímulo, la economía china seguirá desacelerándose en los próximos trimestres.

Japón vuelve a sorprender. El PIB nipón avanzó de forma sólida en el 1T, con un 0,5% intertrimestral (0,8% interanual), por encima del ya considerable 0,4% del 4T. No obstante, aunque el avance se situó por encima de las previsiones de la mayoría de los analistas, el desglose por componentes mostró que el crecimiento estuvo apoyado en factores con poco recorrido (como los inventarios), mientras que el consumo privado (-0,1%) y la inversión no residencial (-0,3%), pilares de la demanda interna, se mostraron débiles.

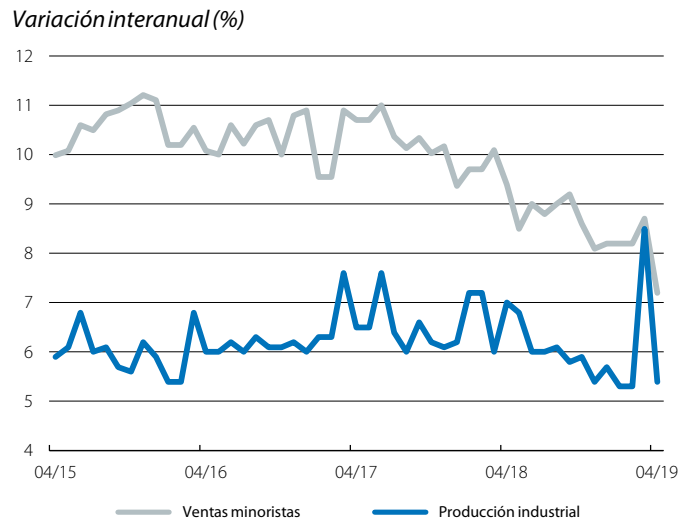
Entre los emergentes, México y Rusia pierden impulso. Por un lado, México sorprendió en negativo en el 1T, con una contracción del PIB intertrimestral del -0,2% (avance del 1,2% en términos interanuales). Si bien parte de esta debilidad se achaca a disrupciones en el sector industrial, la evolución de los indicadores más recientes apunta a un ritmo de actividad más contenido de lo esperado meses atrás. Asimismo, el PIB de Brasil también se contrajo en el 1T (-0,2% intertrimestral, en negativo por primera vez desde 2016). Por su parte, la economía rusa creció un 0,5% interanual, significativamente por debajo del trimestre anterior (2,7%), en parte por el efecto negativo de la subida del IVA de principios de año. Esta cifra confirma la desaceleración prevista en 2019, ante la persistencia de incertidumbre geopolítica (con la amenaza de nuevas sanciones internacionales), y el retorno a tasas de crecimiento más acordes al potencial del país.

Indicadores de actividad: PMI compuesto



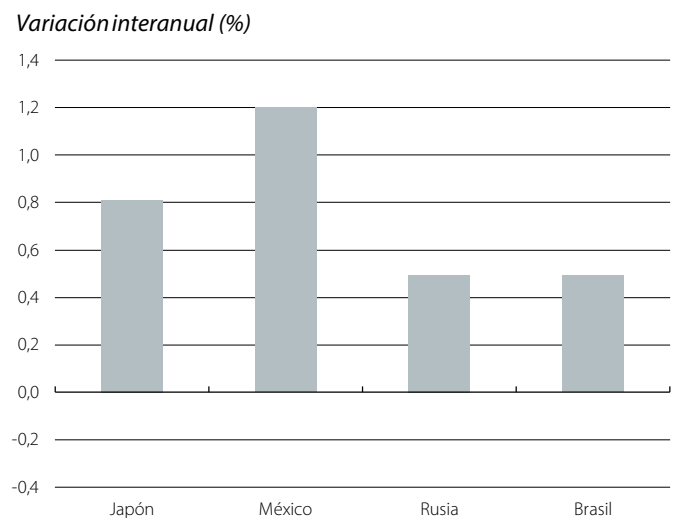
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

China: indicadores de actividad



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional Estadística de China.

PIB del 1T 2019: otras economías



Fuente: CaixaBank Research, a partir de los institutos nacionales de estadística.

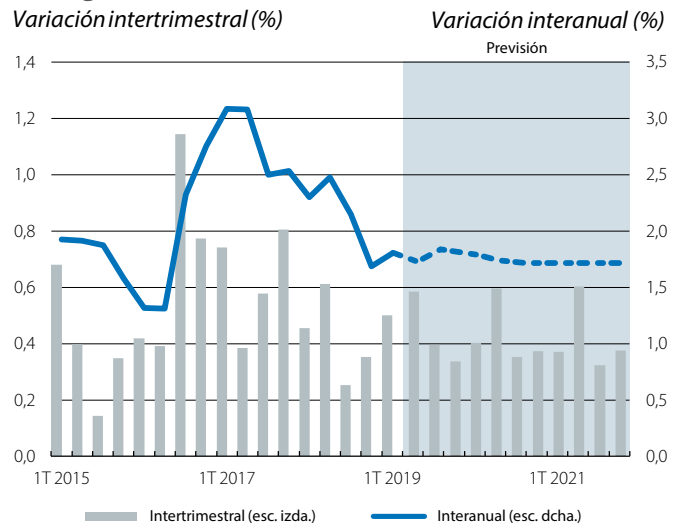
La economía portuguesa avanza con dinamismo

El crecimiento se mantiene sólido. Las estimaciones publicadas por el INE a lo largo de mayo muestran que el PIB de Portugal avanzó un 0,5% intertrimestral y un 1,8% interanual en el 1T 2019, en ambos casos 1 décima más que en el 4T 2018. Por componentes, la demanda interna aportó 4,8 p. p. al avance interanual, apoyada por la fortaleza de la inversión (especialmente en construcción y bienes de equipo). Por el contrario, la demanda externa tuvo una contribución negativa (-3,1 p. p.) por el fuerte crecimiento de las importaciones, muy por encima del de las exportaciones. Estas cifras de crecimiento estuvieron en consonancia con lo esperado y refuerzan la previsión de CaixaBank Research para el crecimiento del PIB portugués en 2019 (1,8%). En el mismo sentido, en la actualización de mayo de sus previsiones, la OCDE también pronostica un crecimiento del 1,8% para el PIB portugués, respaldado por el consumo privado y la inversión. Respecto al 2T, los indicadores siguen mostrando una evolución favorable de la economía. Así, en abril, el indicador coincidente de actividad elaborado por el Banco de Portugal se emplazó en el 2,0% (1,9% en el promedio del 1T), mientras que el indicador coincidente para el consumo también se situó en el 2,0% (mismo registro que en el promedio del 1T) y apuntan a un avance de la actividad parecido al del trimestre anterior. No obstante, frente a estas dinámicas positivas, preocupa el deterioro del entorno exterior. Como se detalla a continuación, la intensificación del déficit por cuenta corriente se debe, principalmente, al tirón importador de la inversión, lo que puede ser positivo para el potencial de crecimiento de la economía a medio plazo. No obstante, este deterioro subraya los riesgos bajistas relacionados con el sector exterior, dado que se produce en un escenario de elevada incertidumbre geopolítica y de crecimiento moderado del conjunto de la eurozona.

El saldo por cuenta corriente siguió empeorando en marzo. En particular, el déficit por cuenta corriente se situó en los 2.414 millones de euros (acumulado de 12 meses), equivalente al -1,2% del PIB y en claro contraste con el superávit del 1T 2018 (0,5% del PIB). Este deterioro (de 1,7 p. p.) refleja, en gran medida, el tirón importador de la inversión, dado que la balanza de bienes no energéticos (que explica 1,0 p. p. del deterioro) se vio afectada por el fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital. Así, cabe esperar que ello no ponga en entredicho la corrección de los desequilibrios exteriores a medio plazo, aunque puede frenar a corto plazo la reducción de la deuda externa neta (que se sitúa en un elevado 88,6% del PIB). Por su parte, el deterioro del saldo de rentas relacionadas con la inversión extranjera directa explicó -0,8 p. p., mientras que el aumento de la factura energética sustrajo -0,4 p. p. y la balanza de los servicios turísticos se mantuvo en positivo (+0,2 p. p.).

La actividad turística mantiene la dinámica positiva en el 1T. En el primer trimestre del año se registraron 4,4 millones de

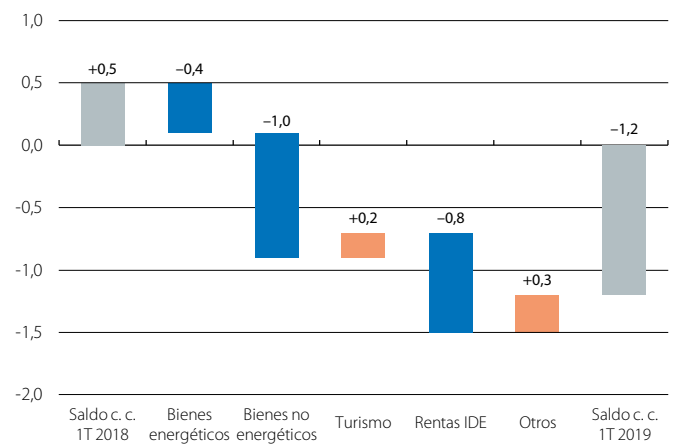
Portugal: PIB



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

Portugal: deterioro de la balanza por cuenta corriente

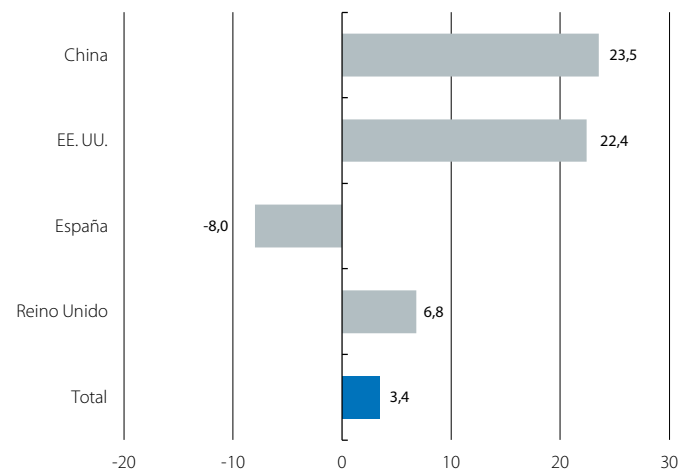
(p. p. del PIB)



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

Portugal: entrada de turistas por origen

Variación interanual (acumulado de enero a marzo de 2019, %)



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

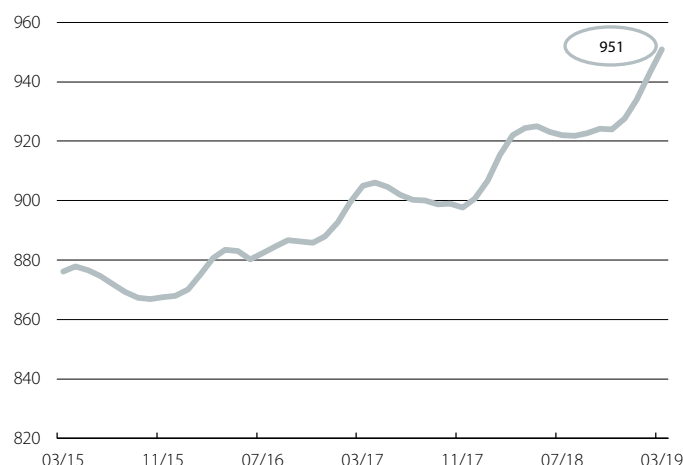
nuevos huéspedes en establecimientos turísticos (+4,0% respecto al 1T 2018). De estos, aproximadamente 2,5 millones fueron no residentes, un aumento del 3,4% interanual. Los turistas procedentes del Reino Unido registraron un aumento interanual del 6,8% en el 1T (-4,5% en 2018) y los de EE. UU. y China registraron tasas de crecimiento interanual del 22,4% y el 23,5%, respectivamente. Por su parte, en el 1T, los ingresos de los establecimientos de alojamiento turístico se desaceleraron hasta el 4,9% (7,3% en 2018), con una estabilización del ingreso medio por habitación.

La buena marcha del mercado laboral respalda la demanda doméstica. En el 1T, la tasa de desempleo se situó en el 6,8%, 1,1 p. p. por debajo del dato del 1T 2018, mientras que la población empleada alcanzó las 4.880.200 personas, una cifra que representa un aumento del 1,5% interanual. Esta evolución del ritmo de creación de empleo, aunque favorable, revela una cierta desaceleración frente al registro de 2018 (con un crecimiento interanual del 2,3% en promedio), algo previsible a medida que la economía se adentra en una fase más madura del ciclo. Por su parte, y fruto del buen desempeño del mercado laboral y del aumento del salario mínimo de 580 a 600 euros a principios de 2019, la remuneración bruta mensual media por trabajador aumentó un 3,1% en el 1T.

El saldo presupuestario continúa mejorando. En concreto, en el acumulado hasta abril, el saldo se situó en el -1,8% del PIB (-1.259 millones de euros), lo que supone una clara mejora con respecto al -3,0% de abril de 2018. Ello estuvo apoyado por un sólido aumento de los ingresos (4,5% interanual), muy superior al de los gastos (1,1%). Destacó el incremento de los ingresos fiscales y contributivos (+6,9% interanual), como consecuencia del sólido crecimiento económico. Entre estos, el fuerte incremento de los impuestos indirectos (+9,4%) estuvo influido por cambios en los plazos del pago de impuestos (para algunos impuestos que normalmente se pagan a finales de año, se amplió el plazo hasta inicios de 2019), pero el impacto de este factor se disipará a lo largo del año. Por su parte, los impuestos directos crecieron a un ritmo inferior, y por debajo del mes anterior, debido al avance del pago de devoluciones sobre el impuesto sobre la renta. En este contexto, los riesgos sobre nuestra previsión (del -0,4% del PIB para el conjunto de 2019) están equilibrados.

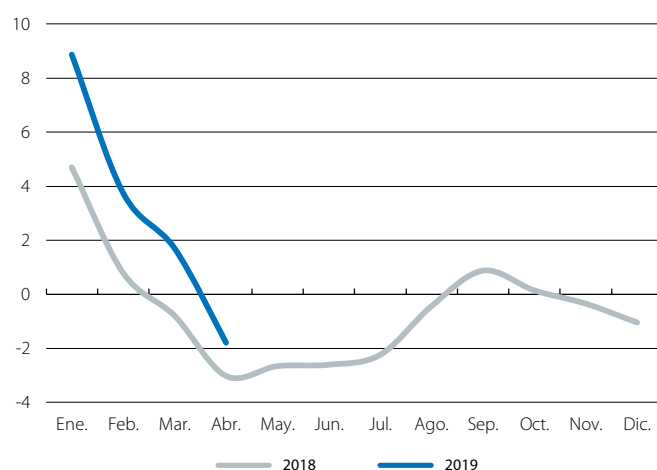
La cartera de crédito al sector privado se contrajo un 2,5% interanual en marzo. Destaca la desaceleración del crédito al consumo (del 10,5% interanual en 2018 al 8,7% en marzo) y la contracción del crédito a empresas (-5,3%) debido al mayor dinamismo en ventas de carteras de crédito dudoso. Con el ajuste por este efecto, el crédito a empresas hubiera crecido un 0,5% en marzo.

Portugal: remuneración bruta mensual media (Euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y la Seguridad Social.

Portugal: saldo del Estado (% del PIB)



Nota: El objetivo oficial (contabilidad nacional) para el saldo público de 2019 es del -0,2% del PIB. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DGO y Presupuesto General del Estado portugués 2019.

Portugal: crédito al sector privado Marzo de 2019

	Saldo (millones de euros)	Variación interanual (%)
Crédito a particulares	119.360	-0,8
Crédito para vivienda	97.005	-1,5
Crédito al consumo y otros fines	22.355	2,4
Consumo	15.451	8,7
Crédito a empresas	69.710	-5,3
No promotores inmobiliarios	64.569	-3,9
Promotores inmobiliarios	5.141	-20,0
Crédito total al sector privado *	189.070	-2,5

Nota: * Crédito concedido al sector privado no financiero. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.