

## Creixement a bon ritme però amb riscos a la baixa

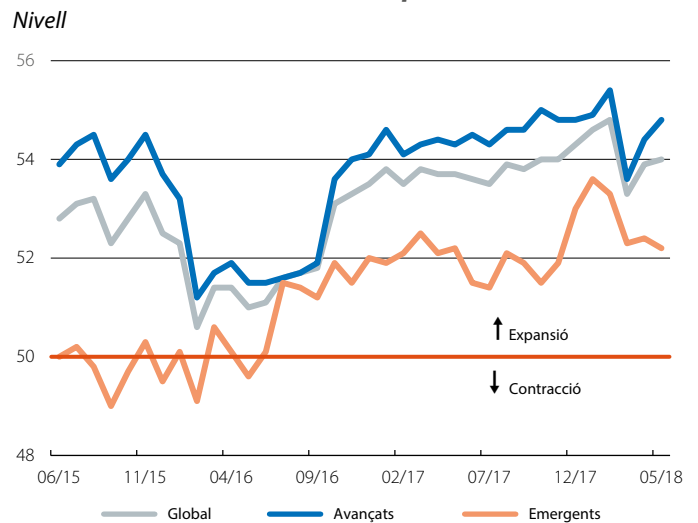
Els indicadors econòmics globals donen suport a unes bones perspectives de creixement per a la resta del 2018. L'índex de sentiment empresarial (PMI) compost global continua en una zona clarament expansiva i, al maig, va augmentar lleugerament fins als 54,0 punts. A més a més, l'indicador de CaixaBank Research que estima el creixement mundial mostra que, en el 2T 2018, l'avanç de l'economia global s'hauria situat en cotes molt semblants a les dels últims trimestres (vegeu el Focus «Les claus del creixement mundial: una anàlisi transversal», en aquest mateix *Informe Mensual*). Així, les dades globals més recents avalen el manteniment d'un ritme de creixement mundial sòlid i basat en uns indicadors de sentiment i de confiança en nivells elevats, en unes condicions financeres encara acomodaticies i en uns preus de les primeres matèries en un rang també encara raonable, tant per als exportadors com per als importadors.

**Els riscos a la baixa, però, es van acumulant.** La bona dinàmica en l'activitat global conviu amb importants riscos en els àmbits comercial i macrofinancer. En concret, després de setmanes de negociacions amb la Xina, els EUA van acabar anunciant una pujada aranzelària sobre les importacions xineses (per valor de 50.000 milions de dòlars) amb l'argument de reduir l'enorme dèficit comercial que manté amb el país asiàtic. A més a més, l'anunci va provocar una escalada de declaracions, amb amenaces d'un augment equivalent d'aranzels per part de la Xina i la resposta (via Twitter) de Trump d'incrementar la imposició fins als 200.000 milions de dòlars. Així mateix, els EUA van activar els aranzels sobre les importacions d'acer i d'alumini procedents de la UE, de Mèxic i de Canadà, i Europa va respondre amb una pujada aranzelària sobre un total de 3.300 milions de dòlars d'importacions nord-americanes. Malgrat que totes aquestes accions amb prou feines afecten l'1,5% del total de fluxos comercials de béns, el clima d'incertesa que generen podria danyar la confiança i, en conseqüència, el creixement global. D'altra banda, en l'àmbit macrofinancer, les sortides de capitals dels emergents al maig posen de manifest la inquietud sobre la seva resiliència en un entorn financer menys acomodaticí. Finalment, el mes de juny també va estar marcat per l'agenda política europea. En concret, en la reunió del Consell Europeu, es va acordar un pla comú per gestionar la crisi migratòria de la UE, mitjançant una major cooperació amb els països d'origen i de trànsit i mesures per limitar el moviment d'immigrants dins la UE. No obstant això, no va haver-hi canvis significatius en altres fronts cap a una major integració europea.

### ESTATS UNITS

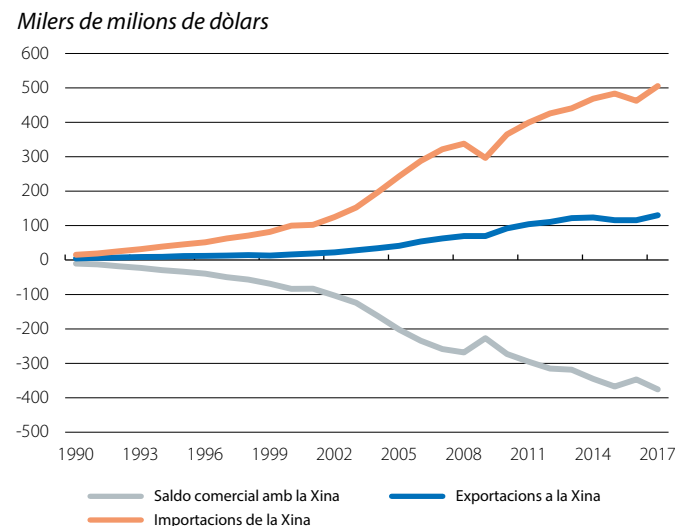
Les dades més recents avalen un sòlid ritme de creixement en el 2T. Els models de previsió Nowcasting del PIB de les Reserves Federals d'Atlanta i de Nova York prediuen un crei-

### Indicadors d'activitat: PMI compost



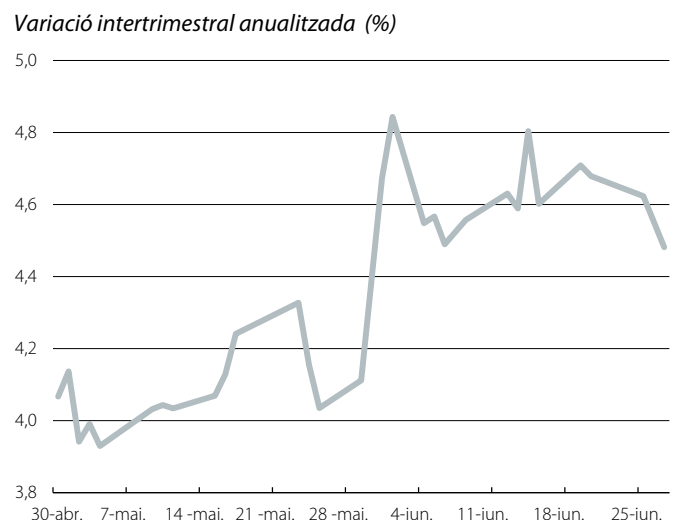
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

### EUA – Xina: saldo exterior de béns



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'U.S. Census Bureau.

### EUA: estimació del PIB 2T de la Fed d'Atlanta



Font: CaixaBank Research, a partir del model de Nowcasting de la Fed d'Atlanta.

xement en el 2T en cotes clarament superiors a les del 1T (quan es va situar en el 2,0% intertrimestral anualitzat, el 0,5% sense anualitzar) i molt per damunt del creixement potencial dels EUA (proper al 2%). En aquest sentit, a mitjà termini, l'economia té el repte d'afrontar l'esvaïment dels factors cíclics que donen suport al bon *momentum* econòmic, com la política fiscal expansiva. El nostre escenari és el d'una desacceleració relativament suau, des d'un creixement del 2,7% aquest 2018 al 2,2% del 2019 i a l'1,9% del 2020. Així i tot, els riscos que això no vagi segons el previst no són menyspreables. En especial, si es tenen en compte el menor impuls de la productivitat en aquests últims anys, l'efecte negatiu de l'envel·liment de la població i els dubtes sobre la capacitat d'embranchada del capital, tant físic com humà (vegeu el Focus «Creixement als EUA: el poder del capital humà», en aquest mateix *Informe Mensual*).

**En el moment de maduresa cíclica, la inflació centra l'atenció**, ja que les sorpreses a l'alça en els preus són també un risc rellevant. Al maig, la inflació general es va situar en el 2,8%, 3 dècimes per damunt del registre del mes anterior. Més enllà dels propers mesos, en què continuarem observant registres relativament elevats per un efecte de base considerable (a causa de la forta caiguda dels preus de telefonia sense fil experimentada el 2017), la inflació general s'hauria de moderar cap a nivells més propers al 2,0%. Per la seva banda, la inflació subjacent, sense els components més volàtils, com l'energia i els aliments, es va situar en el 2,2%, 1 dècima per damunt de la dada del mes d'abril. En aquest context de dinamisme de la inflació, la Fed va dur a terme una nova pujada del tipus de referència: +25 p. b., fins a l'interval 1,75%-2,00%.

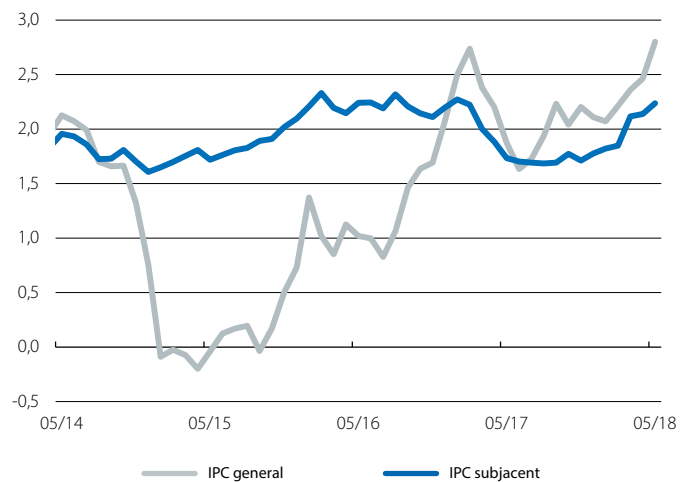
**EUROPA**

**Les perspectives de la zona de l'euro es mantenen positives, malgrat un començament d'any menys dinàmic.** La desacceleració del creixement de la zona de l'euro en el 1T va ser deguda a factors de caràcter temporal (condicions meteorològiques adverses, vagues i episodis de grip) i a un retorn a taxes d'avanç més moderades, després d'un 2017 excepcionalment positiu. En els propers trimestres, l'expansió econòmica a la zona de l'euro es mantindrà sòlida, amb ritmes de creixement per damunt del potencial i amb el suport d'unes condicions financeres molt favorables, de la bona evolució del mercat laboral i del dinamisme de l'activitat global. Així ho va reflectir el BCE en l'última actualització trimestral del seu quadre macroeconòmic, en què va revisar a la baixa (-0,3 p. p.) les previsions de creixement de la zona de l'euro per al 2018 fins al 2,1%, però va mantenir les previsions per al 2019 en l'1,9% (en un escenari molt similar al de CaixaBank Research).

**La demanda interna es va mantenir com a principal motor de creixement en el 1T.** Així, el desglossament del PIB de la zona de l'euro mostra que l'avanç del 1T (del 2,5% interanual) va rebre l'empenta d'una contribució d'1,9 p. p. de la demanda interna (1,6 p. p. en el 4T 2017), amb el suport del bon comportament del consum privat i de la inversió. D'altra banda, la de-

**EUA: IPC**

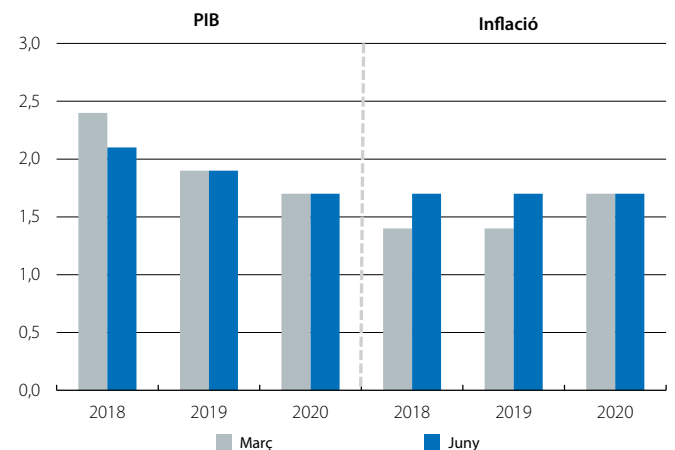
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

**Zona de l'euro: previsions del BCE del PIB i de la inflació**

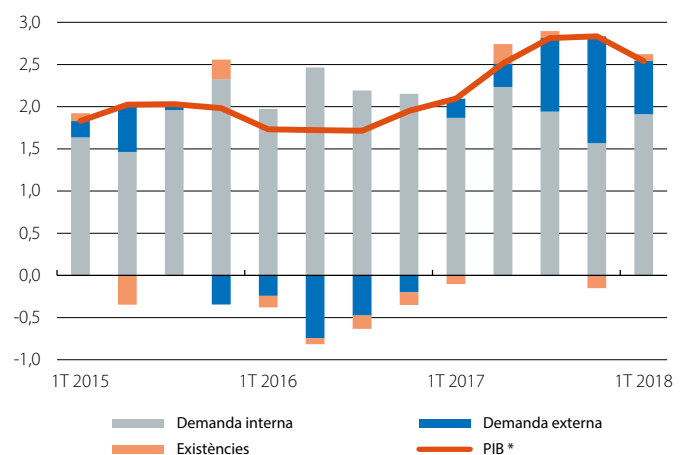
Variació anual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

**Zona de l'euro: PIB**

Contribució al creixement interanual (p. p.)



Nota: \* Variació interanual (%). Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

manda externa va reduir la contribució fins als 0,6 p. p. (1,3 p. p. en el 4T), a causa, en bona part, d'un menor avanç de les exportacions de béns i de serveis (que van créixer el 4,5% interanual, 2,1 p. p. menys que en el trimestre anterior).

**Els indicadors d'activitat es mantenen elevats i apunten a un creixement sòlid en el 2T.** En concret, l'índex PMI compost va repuntar al juny fins als 54,8 punts, 7 dècimes per damunt del registre del maig i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts). Així mateix, la confiança empresarial es manté en cotes elevades. En particular, l'índex de sentiment econòmic (ESI) es va situar en els 112,3 punts al juny, en relació amb una mitjana de 110,7 el 2017. D'altra banda, les vendes al detall van repuntar l'1,7% interanual a l'abril, 3 dècimes per damunt del registre del mes anterior. De la mateixa manera, la confiança del consumidor, tot i que va disminuir fins als -0,5 punts al juny (0,2 al maig), se situa clarament per damunt de la mitjana del 2017 (-2,5 punts), la qual cosa suggereix que el consum privat es mantindrà com un factor clau del creixement de la zona de l'euro.

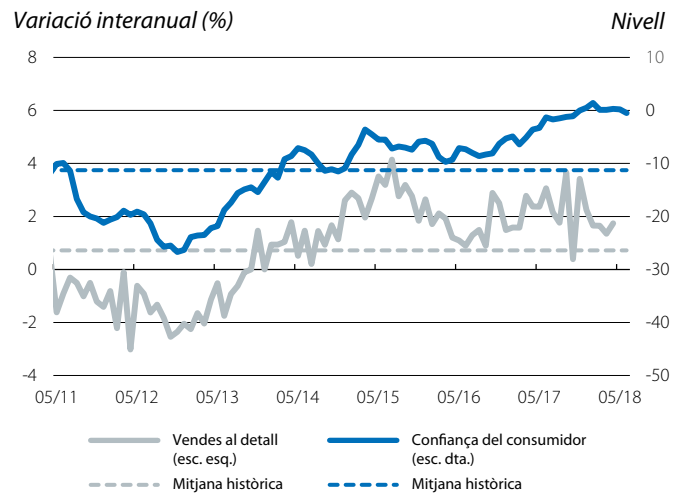
**La inflació manté la trajectòria a l'alça** i es va situar en el 2,0% interanual al juny, 1 dècima per damunt del registre del mes anterior, a causa del major creixement del component energètic (del 8,0% interanual, que cal comparar el 6,1% al maig). Per la seva banda, la inflació subjacent es va situar en l'1,2%, 1 dècima per sota del registre del maig. D'altra banda, els salaris per hora del conjunt de la zona de l'euro van créixer l'1,8% interanual en el 1T, 2 dècimes per damunt del registre del 4T 2017. De cara als propers trimestres, preveiem que els salaris augmentaran de manera una mica més sostinguda, a mesura que el mercat laboral vagi entrant en una fase més madura del cicle, i que això propiciarà que la inflació s'acosti de forma gradual a l'objectiu del BCE (prop, però per sota, del 2%).

**EMERGENTS**

**A la Xina, els indicadors d'activitat mostren signes de lleugera desacceleració.** En particular, la producció industrial va créixer al maig el 6,8% interanual, un registre notable, però per sota de l'esperat pels analistes. Les vendes al detall, per la seva banda, van avançar el 8,5%, la dada més baixa des del juny del 2003. Malgrat aquests indicis de desacceleració moderada, l'Executiu té un marge relativament ampli per ajudar l'activitat (per exemple, amb una política fiscal lleugerament més expansiva o relaxant les restriccions sobre el sistema financer), mentre continua tractant de frenar els riscos macroeconòmics i financers que pateix l'economia asiàtica.

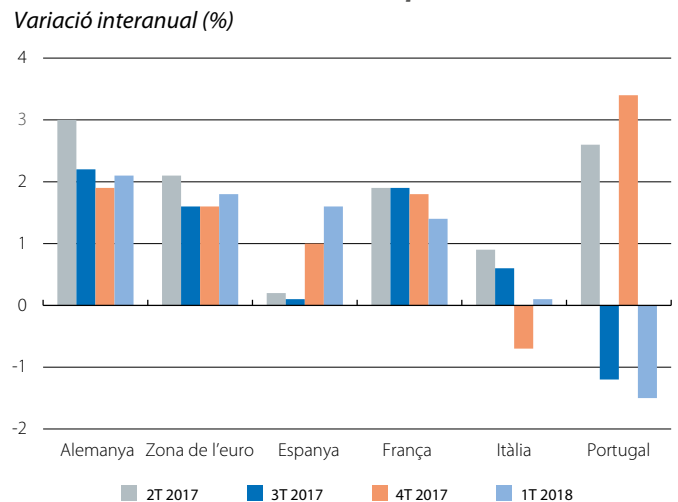
**Mentrestant, Turquia creix amb força, però no de forma sostenible.** En el 1T 2018, el PIB va avançar el 7,4% interanual (similari al 7,3% en el 4T 2017). El principal suport de l'elevat ritme d'activitat és la demanda interna, que es beneficia de l'impuls del consum privat i de la inversió. Es tracta, però, d'una senda de creixement poc sostenible, ja que l'economia continua mostrant desequilibris macroeconòmics importants: la inflació es va accelerar al maig fins al 12,1% i el dèficit per compte corrent va superar el 6% del PIB en el 1T.

**Zona de l'euro: indicadors de consum**



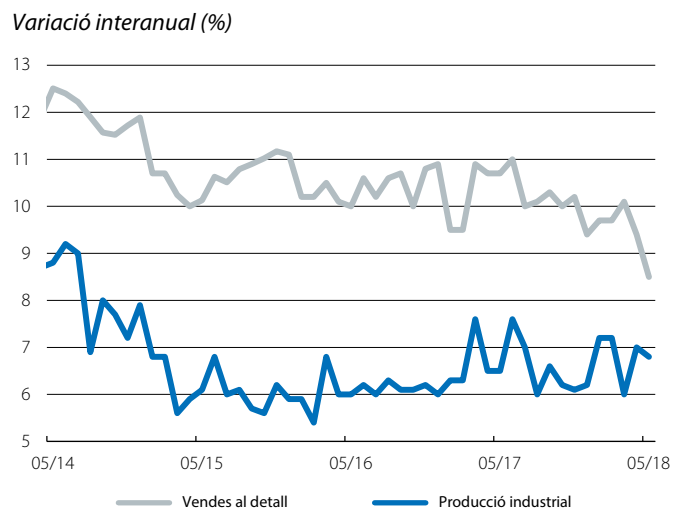
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

**Zona de l'euro: costos salarials per hora \***



Nota: \* Dades desestacionalitzades. Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Xina: indicadors d'activitat**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.

## Portugal: es consolida el bon moment

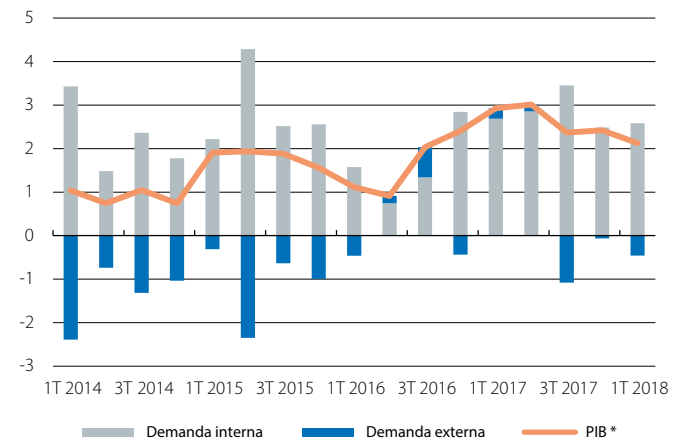
**La fermesa de l'escenari macroeconòmic es consolida.** L'estimació final del PIB del 1T 2018 va confirmar un creixement del 0,4% intertrimestral i del 2,1% interanual, de manera que l'economia portuguesa va encadenar set trimestres avançant per damunt del 2,0%. Aquesta dinàmica positiva es basa en el bon to de la demanda interna i de les exportacions, que, en el 1T, van contribuir, respectivament, en 2,3 i 2,2 p. p. al creixement del PIB (mentre que el creixement de les importacions va restar 2,6 p. p. i l'acumulació d'existències va contribuir-hi amb +0,3 p. p.). A més a més, els dos factors continuaran empenyent amb fermesa l'activitat en els propers trimestres. Pel costat de les exportacions, es continuaran beneficiant d'un entorn exterior favorable i, a més a més, es veuran potenciades per la represa de l'activitat en el refinatge de combustibles i per l'augment de les exportacions d'automòbils (després que un dels principals productors de vehicles anunciés un augment de la producció a partir del setembre). Pel costat de la demanda domèstica, s'espera que la sòlida dinàmica del consum privat (el 0,8% intertrimestral i el 2,1% interanual en el 1T) tingui continuïtat, gràcies a la recuperació del mercat laboral i a la millora de la confiança i de la situació financera de les famílies (la riquesa familiar neta va assolir un nou màxim el 2017, en situar-se en el 445% de la renda disponible, mentre que el deute va disminuir fins al 72,6% del PIB en el 1T 2018). Pel que fa a la inversió, diferents factors suggereixen que la lleugera desacceleració del 1T 2018 (el 4,7% interanual, després del 5,9% del 4T 2017) serà temporal. D'una banda, va ser deguda, principalment, a la desacceleració de la inversió en construcció (afectada per factors meteorològics desfavorables al març), mentre que la resta de components van accelerar l'avanç (maquinària i equipament, +9,2% interanual, i transport, +11,7%). A més a més, els diferents indicadors del 2T, com, per exemple, les peticions de llicències per a noves construccions al sector residencial, suggereixen una nova acceleració de la inversió. D'aquesta manera, en els propers trimestres, tot fa pensar que Portugal mantindrà un ritme d'avanç sòlid i, segons les nostres previsions, moderadament per damunt del 2,0%.

**El mercat laboral evoluciona de forma favorable.** Des de l'inici d'enguany, l'ocupació ha crescut a un ritme mitjà del 2,9% interanual (el 2,1% interanual a l'abril, última dada disponible), mentre que el nombre de treballadors registrats a la Seguretat Social va augmentar, a l'abril, en 134.618 (en relació amb el mateix mes de l'any anterior). Per la seva banda, la taxa d'ocupació es va situar en el 61,3%, prop del màxim precrisi. Finalment, és important destacar que la taxa d'atur va disminuir fins al 7,4% a l'abril (-2,1 p. p. en relació amb l'abril del 2017), el nivell més baix des del començament del 2004.

**Al maig, la inflació va mostrar més fermesa.** Segons l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), la inflació general es va situar en l'1,4% al maig. D'aquesta manera, es va accelerar de forma considerable en relació amb el 0,3% d'abril, esperonada per un creixement del 5,7% i del 2,6% en els preus de l'energia

### Portugal: PIB

Contribució al creixement interanual (p. p.)

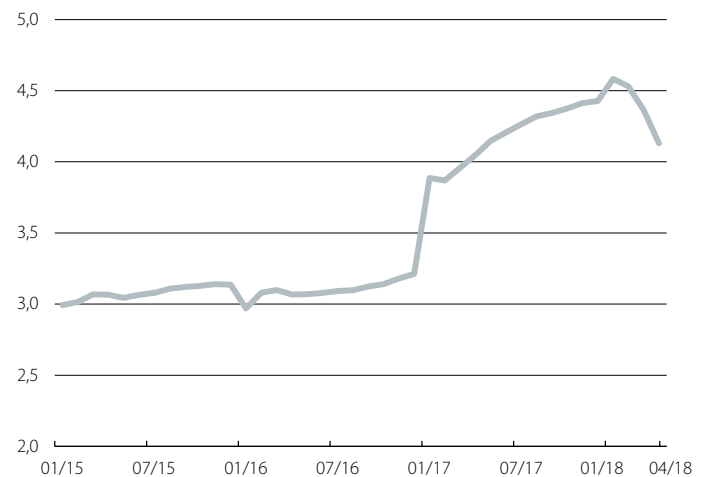


Nota: \* Variació interanual (%).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

### Portugal: afiliats a la Seguretat Social

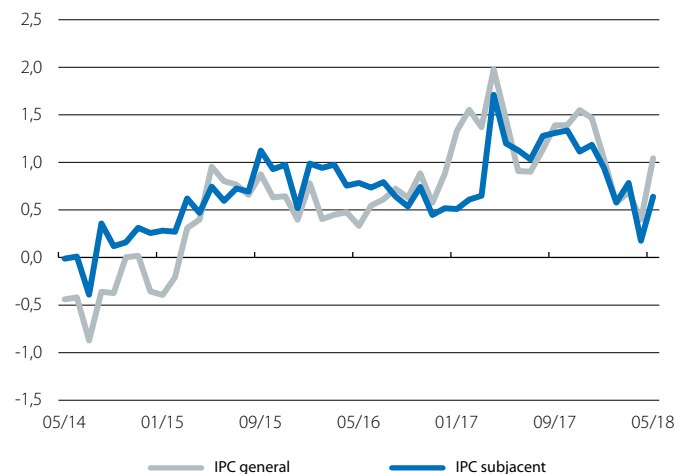
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.

### Portugal: IPC harmonitzat

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

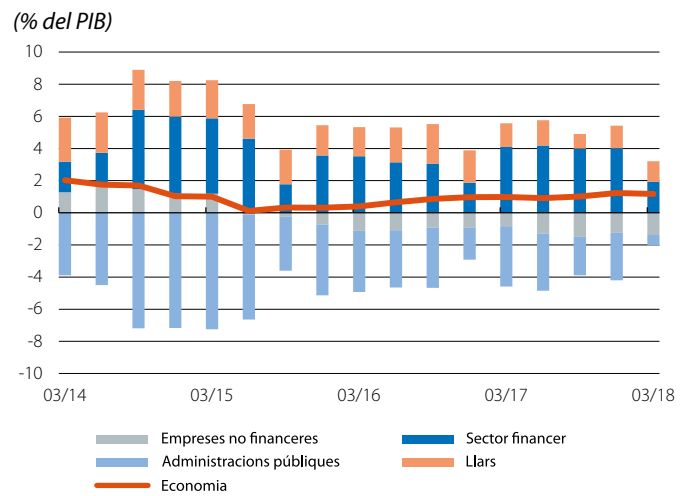
i dels serveis, respectivament. Per la seva banda, la inflació subjacent també va augmentar de forma considerable i es va situar en l'1,1%, 1 p. p. per damunt del registre de l'abril. Com s'analitza al Focus «Què explica la baixa inflació portuguesa?», en aquest mateix *Informe Mensual*, en els últims mesos, la inflació s'ha desaccelerat arran de l'increment relativament més moderat del preu del petroli i de l'impacte de l'apreciació de l'euro. No obstant això, en els propers trimestres, a mesura que s'esvaeixin aquests efectes de base, els components subjacents arrossegaran la inflació a l'alça, gràcies al dinamisme de l'activitat i a la recuperació del mercat laboral.

**El superàvit exterior continua contribuint a la millora dels desequilibris macroeconòmics.** En el 1T 2018, l'economia va mantenir una capacitat de finançament positiva enfront de l'exterior, en l'1,2% del PIB. Va destacar la millora en la necessitat de finançament del sector públic, que va disminuir de forma substancial: el 0,7% en el 1T 2018, enfront del 3,8% del 1T 2017. Així i tot, aquesta millora va ser deguda, en bona part, a l'efecte negatiu que l'operació de recapitalització de Caixa Geral de Depósitos (CGD) va comportar en el 2017. Per la seva banda, la capacitat de finançament de les llars i la necessitat de finançament de les societats no financeres es van deteriorar molt lleugerament. En aquest context, la taxa d'estalvi de les llars es va situar en el 5,1% de la renda disponible, 0,2 p. p. per sota del registre del 4T 2017, davant una expansió més forta del consum que de la renda disponible.

**Els comptes públics evolucionen de forma positiva,** malgrat alguns llastos temporals. Les dades de comptabilitat nacional mostren una millora del saldo de les Administracions Públiques, del -2,0% del PIB en el 1T 2017 al -0,9% en el 1T 2018 (exclosa la recapitalització de CGD). A més a més, el contrast amb les dades de comptabilitat de caixa (que reflecteixen un deteriorament del dèficit pressupostari fins al maig) és degut al fet que aquesta variable s'ha vist distorsionada per factors temporals, com la devolució més primerenca dels impostos en el marc de la declaració de la renda de les persones físiques i un ajornament en la recepció dels ingressos procedents de l'impost de societats. Així, les perspectives per al conjunt de l'any continuen sent positives, en especial gràcies a la conjuntura econòmica favorable i al seu efecte particularment positiu sobre els impostos indirectes i sobre les contribucions socials (que, fins al maig, van créixer, conjuntament, el 5% interanual).

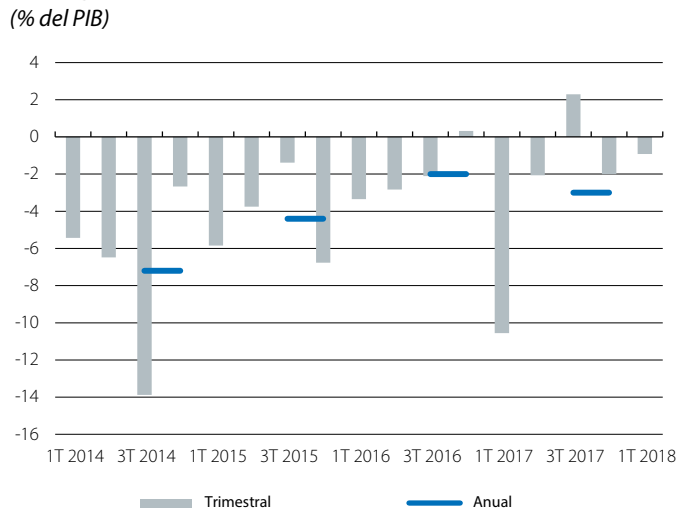
**El sector immobiliari guanya dinamisme.** En el 1T 2018, el preu de l'habitatge va augmentar el 12,2% interanual, la qual cosa representa una acceleració d'1,7 p. p. en relació amb el 4T 2017, mentre que el nombre d'habitatges venuts es va incrementar el 15,7%. Per segments, les compravendes continuen dominades pel parc d'habitatge de segona mà, que representa, aproximadament, el 86% de totes les operacions. Per regions, les dades indiquen que el dinamisme del mercat immobiliari s'observa a gairebé tot el país, malgrat que és més intens a les regions metropolitanes de Lisboa i de Porto i a l'Algarve. De cara als propers trimestres, l'entorn de condicions financeres acomodaticies i la important demanda d'habitatge per part dels no residents continuaran donant suport a la fortlesa del mercat immobiliari.

**Portugal: capacitat/necessitat de finançament exterior**



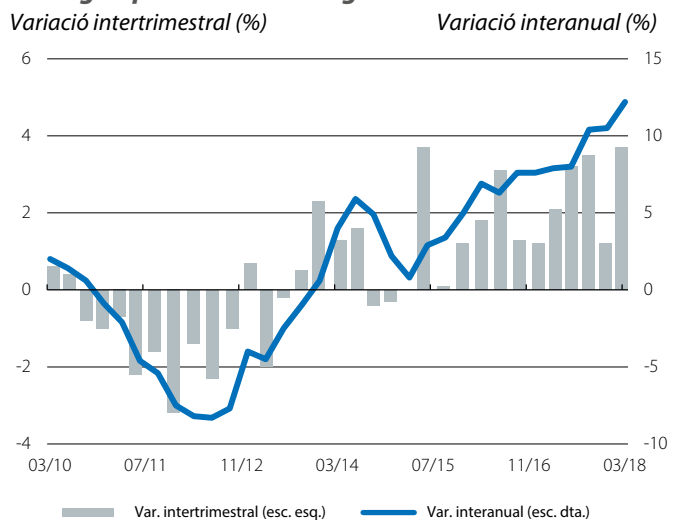
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

**Portugal: dèficit públic**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

**Portugal: preu de l'habitatge**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.