

## Crecimiento a buen ritmo pero con riesgos bajistas

Los indicadores económicos globales apoyan unas buenas perspectivas de crecimiento para el resto de 2018. El índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto global sigue en una zona claramente expansiva y, en mayo, aumentó ligeramente hasta los 54,0 puntos. Además, el indicador de Caixa-Bank Research que estima el crecimiento mundial apunta a que, en el 2T 2018, el avance de la economía global se habría situado en cotas muy parecidas a las de los últimos trimestres (véase el Focus «Las claves del crecimiento mundial: un análisis transversal» en este mismo Informe Mensual). Así, los datos globales más recientes avalan el mantenimiento de un ritmo de crecimiento mundial sólido y apoyado en unos indicadores de sentimiento y confianza en niveles elevados, unas condiciones financieras todavía acomodaticias y unos precios de las materias primas en un rango también todavía razonable, tanto para exportadores como para importadores.

Los riesgos bajistas, sin embargo, se van acumulando. La buena dinámica en la actividad global convive con importantes riesgos en el ámbito comercial y macrofinanciero. En concreto, tras semanas de negociaciones con China, EE. UU. terminó por anunciar una subida arancelaria sobre las importaciones chinas (por valor de 50.000 millones de dólares) con el argumento de reducir el abultado déficit comercial que mantiene con el país asiático. Además, el anuncio provocó una escalada de declaraciones, con amenazas de un aumento equivalente de aranceles por parte de China y la respuesta (vía Twitter) de Trump de elevar la imposición hasta los 200.000 millones de dólares. Asimismo, EE. UU. activó los aranceles sobre las importaciones de acero y aluminio procedentes de la UE, México y Canadá, y Europa respondió con una subida arancelaria sobre un total de 3.300 millones de dólares de importaciones estadounidenses. Aunque todas estas acciones apenas afectan a un 1,5% del total de flujos comerciales de bienes, el clima de incertidumbre que generan podría dañar la confianza y, en consecuencia, el crecimiento global. Por otro lado, en el ámbito macrofinanciero, las salidas de capitales de los emergentes el pasado mayo ponen de manifiesto la inquietud alrededor de su resiliencia en un entorno financiero menos acomodaticio. Por último, el mes de junio también vino marcado por la agenda política europea. Concretamente, en la reunión del Consejo Europeo se acordó un plan común para gestionar la crisis migratoria de la UE, a través de una mayor cooperación con países de origen y tránsito, y medidas para limitar el movimiento de inmigrantes dentro de la UE. Sin embargo, no hubo cambios significativos en otros frentes hacia una mayor integración europea.

### ESTADOS UNIDOS

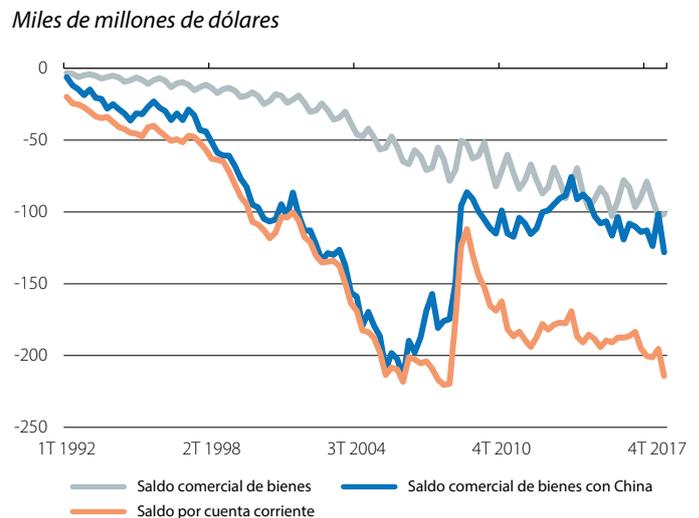
Los datos más recientes avalan un sólido ritmo de crecimiento en el 2T. Los modelos de previsión Nowcasting del PIB de las Reservas Federales de Atlanta y Nueva York predicen un crecimiento en el 2T en cotas claramente superiores a las del 1T

### Indicadores de actividad: PMI compuesto



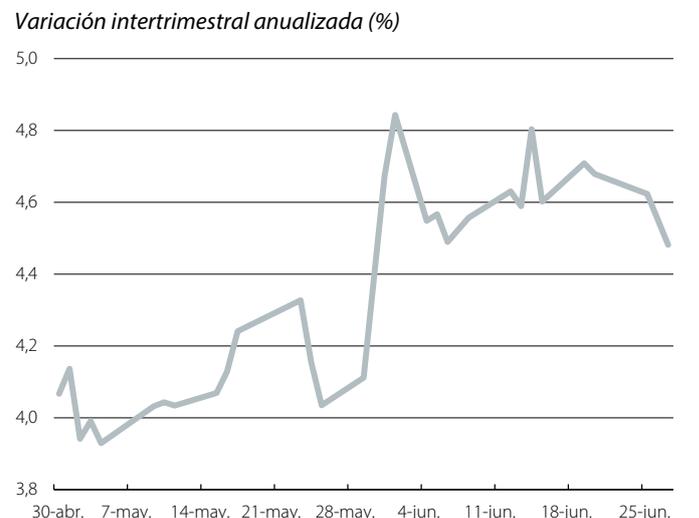
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

### EE. UU.: saldo exterior



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del U.S. Census Bureau.

### EE. UU.: estimación del PIB 2T de la Fed de Atlanta



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

(cuando se situó en el 2,0% intertrimestral anualizado, 0,5% sin anualizar) y muy por encima del crecimiento potencial de EE. UU. (cerca del 2%). En este sentido, a medio plazo, la economía tiene el reto de hacer frente al desvanecimiento de los factores cíclicos que están apoyando el buen *momentum* económico, como la política fiscal expansiva. Nuestro escenario es el de una desaceleración relativamente suave, desde un crecimiento del 2,7% este 2018 al 2,2% de 2019 y al 1,9% de 2020. Con todo, los riesgos de que ello no vaya según lo previsto no son desdeñables. En especial, si se tienen en cuenta el menor empuje de la productividad en estos últimos años, el efecto negativo del envejecimiento de la población y las dudas alrededor de la capacidad de empuje del capital, tanto físico como humano (véase el Focus «Crecimiento en EE. UU.: el poder del capital humano» en este mismo *Informe Mensual*).

**En el momento de madurez cíclica, la inflación centra la atención**, puesto que las sorpresas al alza en los precios suponen también un riesgo relevante. En mayo, la inflación general se situó en el 2,8%, 3 décimas por encima del registro del mes anterior. Más allá de los próximos meses, en los que seguiremos observando registros relativamente elevados por un efecto de base considerable (debido a la fuerte caída de los precios de telefonía inalámbrica experimentada en 2017), la inflación general debería moderarse hacia niveles más cercanos al 2,0%. Por su parte, la inflación subyacente, exenta de los componentes más volátiles, como la energía y los alimentos, se situó en el 2,2%, 1 décima por encima del dato del mes de abril. En este contexto de dinamismo de la inflación, la Fed llevó a cabo una nueva subida del tipo de referencia: +25 p. b., hasta el intervalo 1,75%-2,00%.

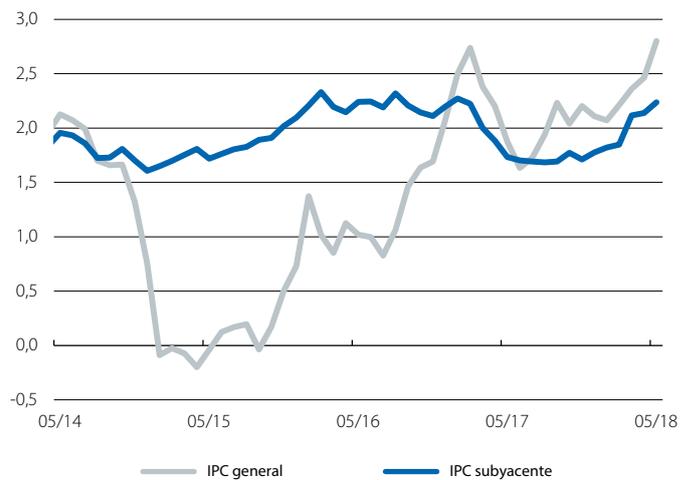
**EUROPA**

**Las perspectivas de la eurozona se mantienen positivas, a pesar de un comienzo de año menos dinámico.** La desaceleración del crecimiento de la eurozona en el 1T se debió a factores de carácter temporal (condiciones meteorológicas adversas, huelgas y episodios de gripe) y a un retorno a tasas de avance más moderadas, tras un 2017 excepcionalmente positivo. En los próximos trimestres, la expansión económica en la eurozona se mantendrá sólida, con ritmos de crecimiento por encima del potencial y apoyada en unas condiciones financieras muy favorables, la buena evolución del mercado laboral y el dinamismo de la actividad global. Así lo reflejó el BCE en la última actualización trimestral de su cuadro macroeconómico, en la que revisó a la baja (-0,3 p. p.) las previsiones de crecimiento de la eurozona para el 2018 hasta el 2,1%, pero mantuvo las previsiones para 2019 en el 1,9% (en un escenario muy similar al de CaixaBank Research).

**La demanda interna se mantuvo como principal motor de crecimiento en el 1T.** Así, el desglose del PIB de la eurozona muestra que el avance del 1T (del 2,5% interanual) estuvo empujado por una contribución de 1,9 p. p. de la demanda interna (1,6 p. p. en el 4T 2017), apoyada en el buen comportamiento del consumo privado y de la inversión. Por otro lado, la demanda externa redujo su contribución hasta los 0,6 p. p. (1,3

**EE. UU.: IPC**

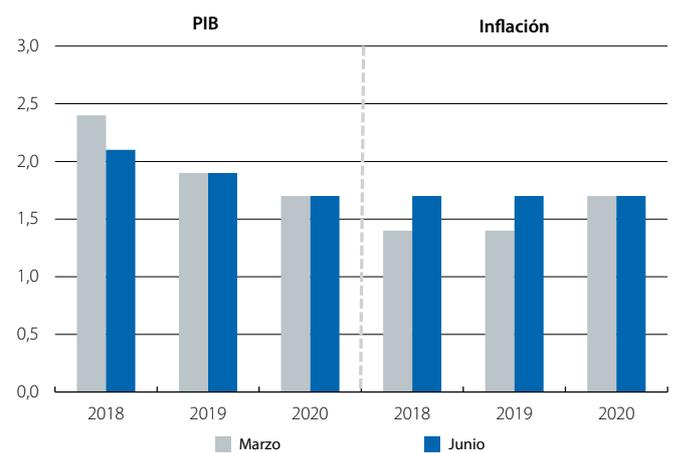
Variación interanual (%)



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

**Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación**

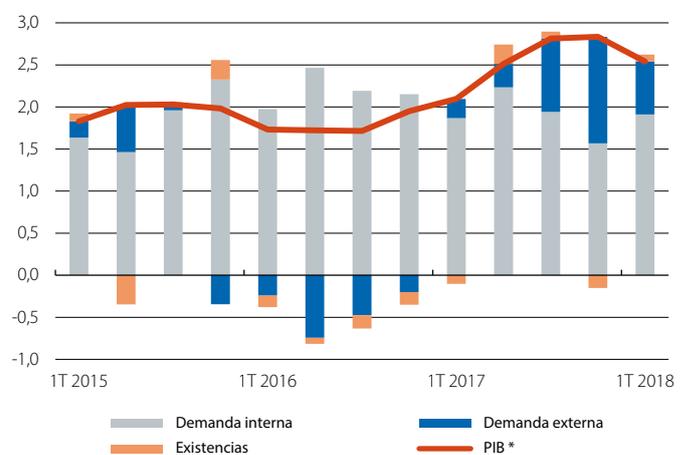
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

**Eurozona: PIB**

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: \* Variación interanual (%). Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

p. p. en el 4T) debido, en buena parte, a un menor avance de las exportaciones de bienes y servicios (que crecieron un 4,5% interanual, 2,1 p. p. menos que en el trimestre anterior).

**Los indicadores de actividad se mantienen elevados y apuntan a un crecimiento sólido en el 2T.** Concretamente, el índice PMI compuesto repuntó en junio hasta los 54,8 puntos, 7 décimas por encima del registro de mayo y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). Asimismo, la confianza empresarial se mantiene en cotas elevadas. En particular, el índice de sentimiento económico (ESI) se situó en los 112,3 puntos en junio, frente a un promedio de 110,7 en 2017. Por otra parte, las ventas minoristas repuntaron en abril un 1,7% interanual, 3 décimas por encima del registro del mes anterior. Del mismo modo, la confianza del consumidor, aunque disminuyó hasta los -0,5 puntos en junio (0,2 en mayo), se sitúa claramente por encima del promedio de 2017 (-2,5 puntos), lo que sugiere que el consumo privado se mantendrá como un factor clave del crecimiento de la eurozona.

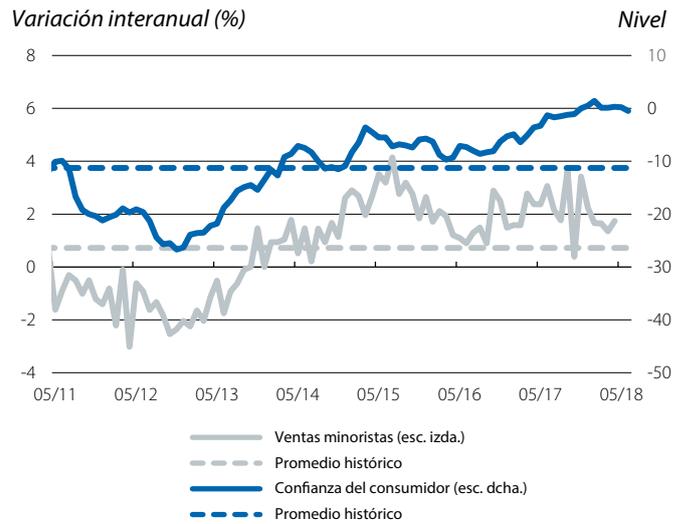
**La inflación mantiene la trayectoria al alza** y se situó en el 2,0% interanual en junio, 1 décima por encima del registro del mes anterior, debido al mayor crecimiento del componente energético (del 8,0% interanual, comparado con un 6,1% en mayo). Por su parte, la inflación subyacente se emplazó en el 1,2%, 1 décima por debajo del registro de mayo. Por otro lado, los salarios por hora del conjunto de la eurozona crecieron un 1,8% interanual en el 1T, 2 décimas por encima del registro del 4T 2017. De cara los próximos trimestres, preveemos que los salarios aumenten de manera algo más sostenida, a medida que el mercado laboral vaya entrando en una fase más madura del ciclo, y que ello contribuya a que la inflación se acerque gradualmente al objetivo del BCE (cerca, pero por debajo, del 2%).

**EMERGENTES**

**En China, los indicadores de actividad muestran signos de ligera desaceleración.** En particular, la producción industrial creció en mayo un 6,8% interanual, un registro notable, pero por debajo de lo esperado por los analistas. Las ventas minoristas, por su parte, avanzaron un 8,5%, el dato más bajo desde junio de 2003. A pesar de estos indicios de desaceleración moderada, el Ejecutivo tiene un margen relativamente amplio para ayudar a la actividad (por ejemplo, con una política fiscal ligeramente más expansiva o relajando restricciones sobre el sistema financiero) mientras sigue tratando de frenar los riesgos macroeconómicos y financieros de los que adolece la economía asiática.

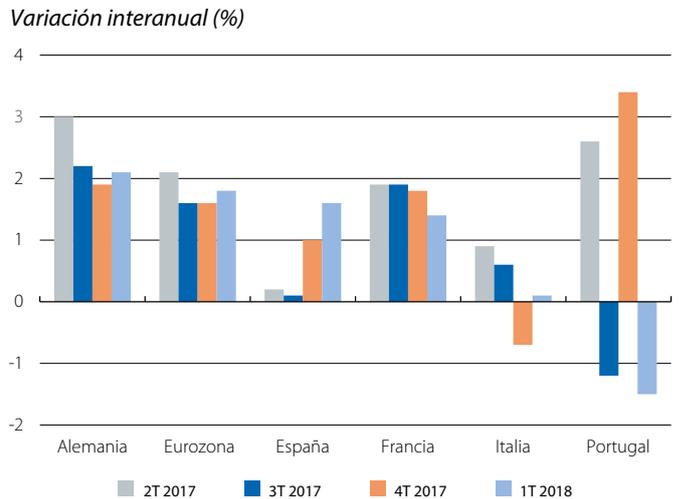
**Mientras, Turquía crece con fuerza, pero no de forma sostenible.** En el 1T 2018, el PIB avanzó un 7,4% interanual (similar al 7,3% en el 4T 2017). El principal sostén del elevado ritmo de actividad es la demanda interna, que se beneficia del impulso del consumo privado y de la inversión. Se trata, no obstante, de una senda de crecimiento poco sostenible, ya que la economía sigue mostrando desequilibrios macroeconómicos importantes: la inflación se aceleró en mayo hasta el 12,1% y el déficit por cuenta corriente superó el 6% del PIB en el 1T.

**Eurozona: indicadores de consumo**



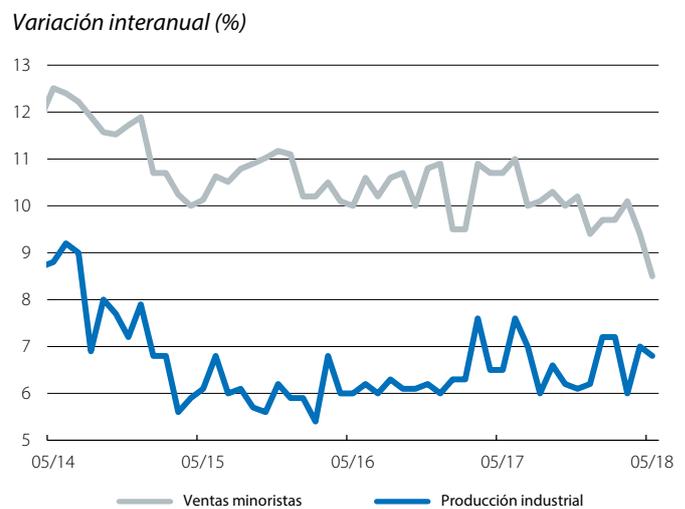
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

**Eurozona: costes salariales por hora \***



Nota: \*Datos desestacionalizados. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

**China: indicadores de actividad**



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

## Portugal: se afianza el buen momento

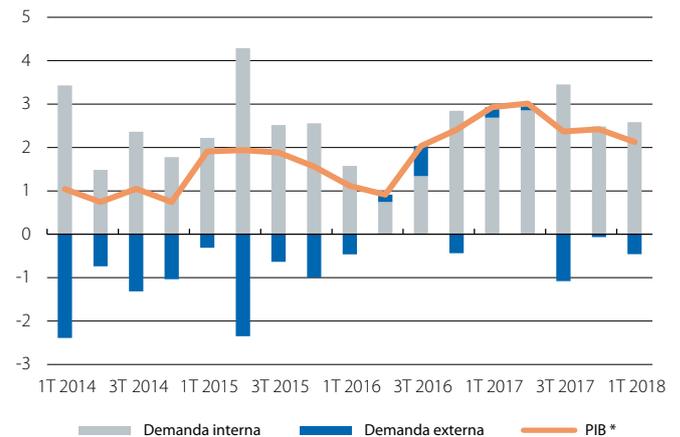
**La firmeza del escenario macroeconómico se consolida.** La estimación final del PIB del 1T 2018 confirmó un crecimiento del 0,4% intertrimestral y el 2,1% interanual, con lo que la economía portuguesa encadenó siete trimestres avanzando por encima del 2,0%. Esta dinámica positiva se respalda en el buen tono de la demanda interna y las exportaciones, que en el 1T contribuyeron, respectivamente, en 2,3 y 2,2 p. p. al crecimiento del PIB (mientras que el crecimiento de las importaciones restó 2,6 p. p. y la acumulación de existencias contribuyó con +0,3 p. p.). Además, ambos factores seguirán empujando firmemente la actividad en los próximos trimestres. Por el lado de las exportaciones, estas seguirán beneficiándose de un entorno exterior favorable y, además, se verán potenciadas por la reanudación de la actividad en la refinería de combustibles y el aumento de las exportaciones de automóviles (después de que uno de los principales productores de vehículos anunciara un aumento de la producción a partir de septiembre). Por el lado de la demanda doméstica, se espera que la sólida dinámica del consumo privado (0,8% intertrimestral y 2,1% interanual en el 1T) tenga continuidad de la mano de la recuperación del mercado laboral y la mejora de la confianza de la situación financiera de las familias (la riqueza familiar neta alcanzó un nuevo máximo en 2017, al situarse en el 445% de la renta disponible, mientras que su deuda disminuyó hasta el 72,6% del PIB en el 1T 2018). En lo que respecta a la inversión, distintos factores sugieren que la ligera desaceleración del 1T 2018 (4,7% interanual después de un 5,9% en el 4T 2017) será temporal. Por un lado, se debió, principalmente, a la desaceleración de la inversión en construcción (afectada por factores meteorológicos desfavorables en marzo), mientras que el resto de componentes aceleraron su avance (maquinaria y equipo +9,2% interanual y transporte +11,7%). Además, los distintos indicadores del 2T, como, por ejemplo, las peticiones de licencias para nuevas construcciones en el sector residencial, sugieren una nueva aceleración de la inversión. De este modo, en los próximos trimestres todo apunta a que Portugal mantendrá un ritmo de avance sólido y, según nuestras previsiones, moderadamente por encima del 2,0%.

**El mercado laboral evoluciona favorablemente.** En lo que va de año, el empleo ha crecido a un ritmo promedio del 2,9% interanual (un 2,1% interanual en abril, último dato disponible), mientras que el número de trabajadores registrados en la Seguridad Social aumentó en abril en 134.618 (respecto al mismo mes del año anterior). Por su parte, la tasa de empleo se situó en el 61,3%, cerca del máximo precrisis. Finalmente, es importante destacar que la tasa de desempleo disminuyó hasta el 7,4% en abril (-2,1 p. p. respecto a abril de 2017), el nivel más bajo desde principios de 2004.

**En mayo, la inflación mostró una mayor firmeza.** Según el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), la inflación general se situó en el 1,4% en mayo. De este modo, aceleró considerablemente respecto al 0,3% de abril, aupada por un

### Portugal: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

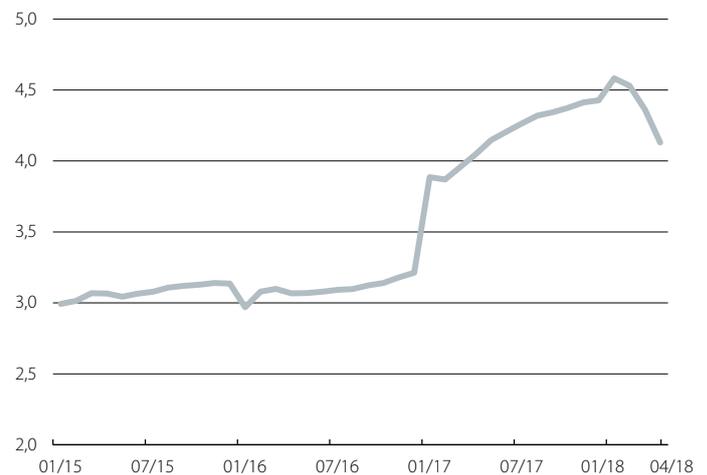


Nota: \* Variación interanual (%).

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

### Portugal: afiliados a la Seguridad Social

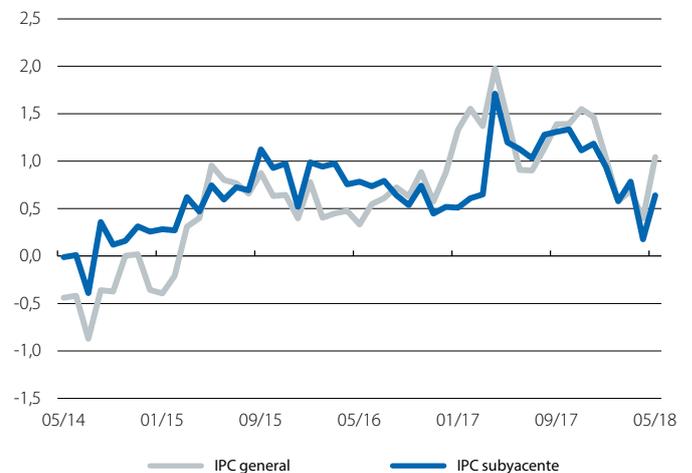
Variación interanual (%)



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

### Portugal: IPC armonizado

Variación interanual (%)



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

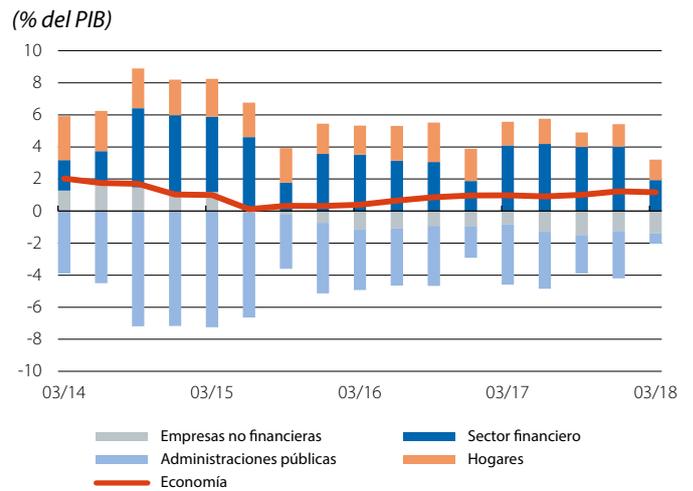
crecimiento del 5,7% en los precios de la energía y del 2,6% de los servicios. Por su parte, la inflación subyacente también aumentó de forma considerable y se situó en el 1,1%, 1 p. p. por encima del registro de abril. Como se analiza en el Focus «¿Qué explica la baja inflación portuguesa?» en este mismo Informe Mensual, en los últimos meses la inflación se había desacelerado a raíz del incremento relativamente más moderado del precio del petróleo y el impacto de la apreciación del euro. Sin embargo, en los próximos trimestres, a medida que se desvanezcan estos efectos de base, los componentes subyacentes arrastrarán la inflación al alza de la mano del dinamismo de la actividad y la recuperación del mercado laboral.

**El superávit exterior sigue contribuyendo a la mejora de los desequilibrios macroeconómicos.** En el 1T 2018, la economía mantuvo una capacidad de financiación frente al exterior positiva, en el 1,2% del PIB. Destacó la mejora en la necesidad de financiación del sector público, que disminuyó sustancialmente: un 0,7% en el 1T 2018 frente al 3,8% del 1T 2017. Con todo, esta mejora se debió, en buena parte, al efecto negativo que la operación de recapitalización de Caixa Geral de Depósitos (CGD) supuso para 2017. Por su parte, la capacidad de financiación en los hogares y la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se deterioró muy ligeramente. En este contexto, la tasa de ahorro de los hogares se situó en el 5,1% de la renta disponible, 0,2 p. p. por debajo del registro del 4T 2017, ante una expansión más fuerte del consumo que de la renta disponible.

**Las cuentas públicas evolucionan positivamente,** a pesar de algunos lastres temporales. Los datos de contabilidad nacional muestran una mejora del saldo de las Administraciones Públicas, del -2,0% del PIB en el 1T 2017 al -0,9% en el 1T 2018 (excluyendo la recapitalización de CGD). Además, el contraste con los datos de contabilidad de caja (que reflejan un deterioro del déficit presupuestario hasta mayo) se debe a que esta variable se ha visto distorsionada por factores temporales, como la devolución más temprana de los impuestos en el marco de la declaración de la renta de las personas físicas y un aplazamiento en la recepción de los ingresos procedentes del impuesto de sociedades. Así, las perspectivas para el conjunto del año siguen siendo positivas, especialmente gracias a la coyuntura económica favorable y su efecto particularmente positivo sobre los impuestos indirectos y las contribuciones sociales (que, hasta mayo, crecieron conjuntamente un 5% interanual).

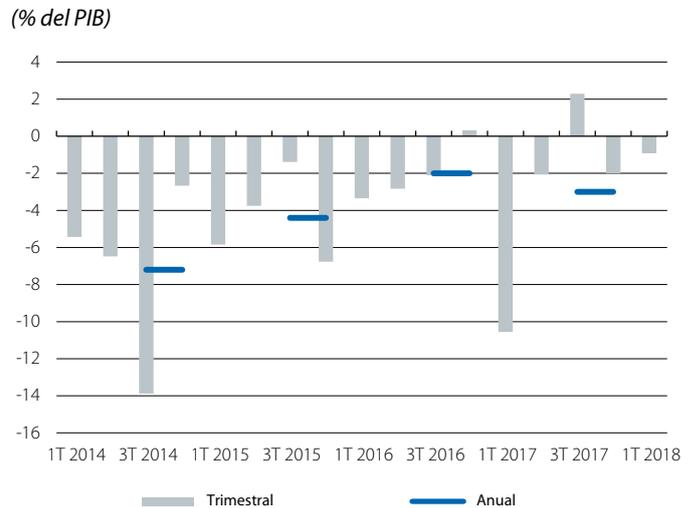
**El sector inmobiliario gana dinamismo.** En el 1T 2018, el precio de la vivienda aumentó un 12,2% interanual, lo que representa una aceleración de 1,7 p. p. respecto al 4T 2017, mientras que el número de viviendas vendidas se incrementó un 15,7%. Por segmentos, las compraventas siguen dominadas por el parque de vivienda de segunda mano, que representa aproximadamente el 86% de todas las operaciones. Por regiones, los datos indican que el dinamismo del mercado inmobiliario se observa en prácticamente todo el país, aunque es más acentuado en las regiones metropolitanas de Lisboa y Oporto y en el Algarve. De cara a los próximos trimestres, el entorno de condiciones financieras acomodaticias y la importante demanda de vivienda por parte de no residentes seguirán respaldando la fortaleza del mercado inmobiliario.

**Portugal: capacidad/necesidad de financiación exterior**



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

**Portugal: déficit público**



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

**Portugal: precio de la vivienda**



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