

## Els emergents pateixen mentre els EUA acceleren el pas

Els indicadors econòmics coneguts en els mesos d'estiu confirmen que el ritme d'avanç de l'activitat mundial es reequilibra: mentre creix l'evidència que la persistent incertesa econòmica cobra ja un peatge en el creixement d'alguns emergents, també es constata que els avançats es mouen en altres coordenades. Així, els EUA acceleren notablement el ritme d'avanç, gràcies a l'impuls fiscal, mentre que la zona de l'euro modera només lleugerament el ritme d'activitat. En conjunt, l'escenari de CaixaBank Research s'ha ajustat a aquest afebliment gradual amb una revisió a la baixa de les xifres de creixement emergent previst per a enguany i per l'any vinent, que serà del 4,9% i del 4,8%, respectivament (1 dècima menys en relació amb la previsió anterior). En conseqüència, el creixement mundial esperat també serà una mica menor el 2018 i el 2019.

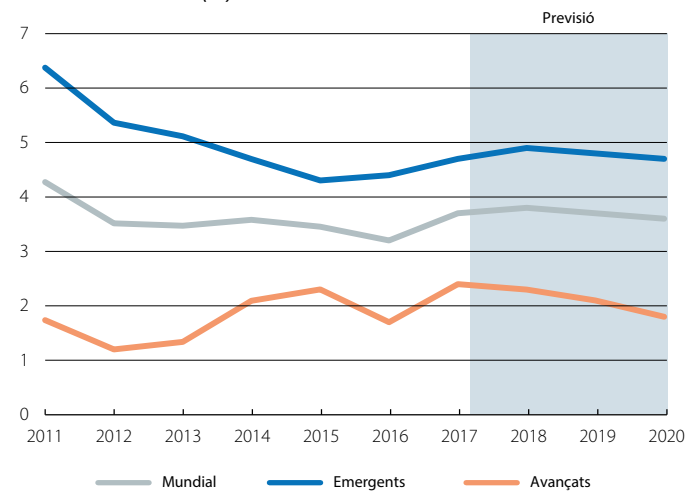
**Els riscos a la baixa continuen sent substancials.** Malgrat la moderació de les perspectives acabada de presentar, el balanç de riscos continua apuntant a un possible afebliment econòmic en el futur. En aquest balanç, el gir proteccionista dels EUA i les seves possibles implicacions globals continuen tenint un protagonisme destacat. En les últimes setmanes, s'han combinat notícies negatives i encoratjadores en aquest àmbit. Així, els EUA han completat l'aplicació del que faltava del paquet d'augment aranzelari sobre productes xinesos per valor de 50.000 milions de dòlars anunciat mesos enrere. En contrast, i de forma una mica inesperada, els EUA i Mèxic han tancat un principi d'acord comercial bilateral que, un cop aprovat pel legislatiu dels dos països, substituirà el NAFTA (esperant que s'hi afegeixi el Canadà). Els termes d'aquest futur acord han permès equilibrar tant les demandes que persegueixen el EUA (amb un enduriment de les regles d'origen i amb un increment implícit dels salaris mínims del sector automotriu) com les que importaven a Mèxic (amb períodes dilatats d'adequació, de permanència i de revisió de l'acord, la defensa *de facto* contra la competència asiàtica i sense afectar negativament el sector primari). Més enllà dels continguts, el fet que, després de mesos de complicades negociacions i de retòrica exaltada, s'hagi assolit un acord obre l'esperança a la possibilitat que, a mitjà termini, el pragmatisme vagi impregnant la resolució de les tensions comercials.

### ESTATS UNITS

**L'economia nord-americana defuig la tessitura de menor creixement d'altres economies.** Les dades de creixement del 2T 2018 (l'1,0% intertrimestral, el 2,9% interanual) confirmen que l'economia s'ha accelerat, gràcies al suport de factors temporals i cíclics (com l'estímul fiscal i un mercat laboral que supera la plena ocupació). En concret, el detall per components de demanda del PIB confirma que el gros del dinamisme continua provenint de la demanda interna, que deixa enrere l'ensopegada relativa del 1T gràcies al redoblat vigor del consum privat. Així mateix, cal destacar que la contribució de la demanda externa

### PIB mundial

Variació interanual (%)

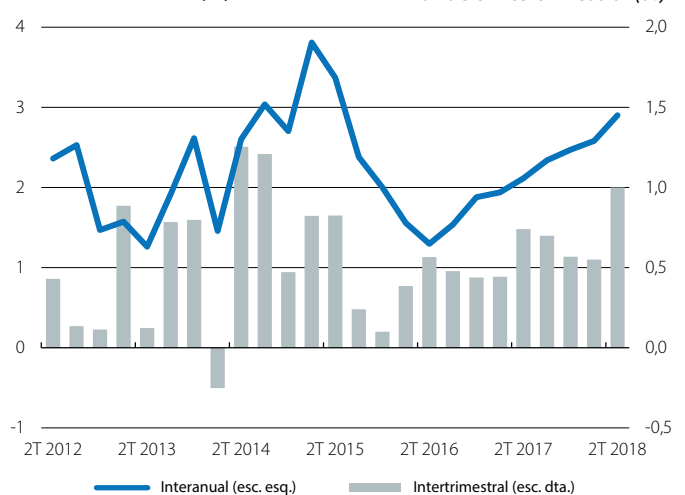


Font: CaixaBank Research.

### EUA: PIB

Variació interanual (%)

Variació intertrimestral (%)

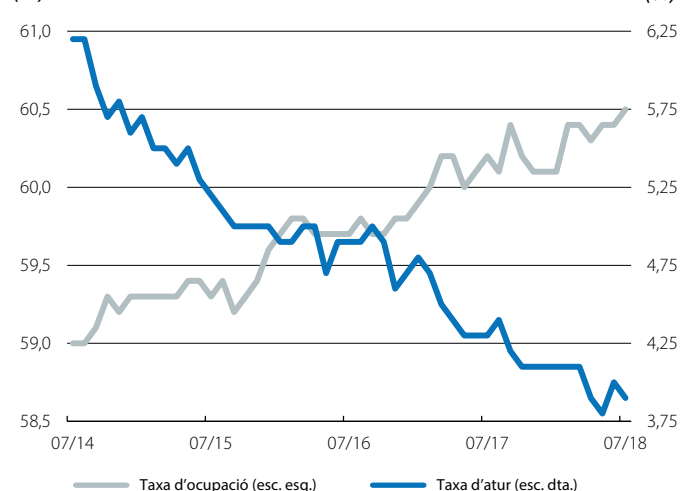


Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis

### EUA: mercat laboral

(%)

(%)



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

també ha acompanyat l'acceleració econòmica, gràcies al fet que el robust comportament exportador s'ha combinat amb un descens de les importacions, inesperat i fins a un cert punt sorprenent, atesa la potència de la demanda interna.

**El mercat de treball continua sent un puntal sòlid.** La fermeza de la demanda interna és deguda, en gran part, al fet que el mercat laboral manté una tònica positiva. Així, al juliol, es van crear gairebé 160.000 llocs de treball (una xifra una mica inferior a la dels mesos anteriors, però encara elevada si es pren en consideració que els registres precedents s'han revisat a l'alça) i la taxa d'atur es va situar en un baix 3,9%. Els salaris, per la seva banda, van avançar el 2,7% en termes interanuals.

**La inflació es manté a l'alça i la Fed tornarà a moure fitxa aviat.** En els últims mesos, la inflació ha anat recorrent un camí d'augment gradual, que l'ha situat, al juliol, en el 2,9% (índex general) i en el 2,4% (índex subjacent, és a dir, sense incloure els elements més volàtils d'energia i alimentació). Es tracta d'un altre senyal que l'economia nord-americana circula per les fases madures del cicle econòmic. En aquest context, esperem que la Fed mantingui la senda d'augment del tipus de referència (amb dues pujades més abans que acabi l'any, fins al 2,5%). Més enllà, l'escenari macroeconòmic i, en conseqüència, el de política monetària es tornen més incerts, ja que la forta inèrcia del ritme de l'activitat actual hauria de ser més continguda el 2019, quan l'efecte de la política fiscal es redueixi.

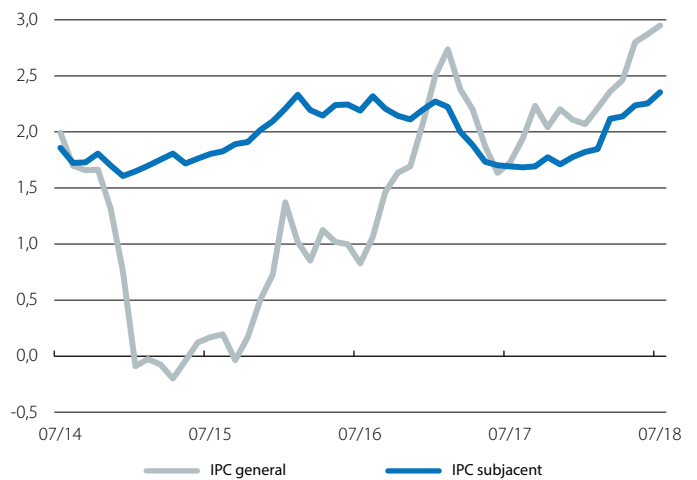
**EUROPA**

**Desacceleració del creixement a la zona de l'euro.** El PIB de la zona de l'euro va avançar en el 2T el 2,2% interanual (el 0,4% intertrimestral), un registre semblant al 2,5% del trimestre anterior però inferior als observats al final del 2017. Per països, cal destacar que Alemanya va mantenir un ritme d'increment semblant al del trimestre precedent (el 0,5% en termes intertrimestrals; l'1,9% interanual), clarament superior al de països com França (que va sorprendre a la baixa amb un augment intertrimestral de només el 0,2%) i Itàlia (també va créixer el 0,2%, però, en aquest cas, el baix avanç era esperable i continuista amb el passat). Fora de la zona de l'euro, Polònia va mantenir un increment molt dinàmic i el Regne Unit va recuperar una mica de dinamisme després d'un inici d'any una mica vacil·lant.

**Creixement a la zona de l'euro: senyal d'alarma o simplement una ensopogada en el camí?** La relativa decepció del 2T va encendre alguns senyals d'alerta entre els analistes, però, segons el parer de CaixaBank Research, no cal fer-ne una lectura alarmista, tot i que tampoc cal pensar que es tracta d'una dada aïllada. Així, la pràctica estabilitat de l'indicador PMI de l'agost de la zona de l'euro (dels 54,3 punts del juliol als 54,4), juntament amb la suau disminució d'altres indicadors de sentiment econòmic, suggereix que el creixement es manté en cotes similars a les del 2T. En conjunt, cal interpretar que, malgrat que es manté un grau d'utilització de la capacitat productiva encara relativament baixa, el fort repunt cíclic que va experimentar la zona de l'euro el 2017 s'ha moderat una mica més de pressa del que s'esperava. Per aquest motiu, és previsible que el ritme

**EUA: IPC**

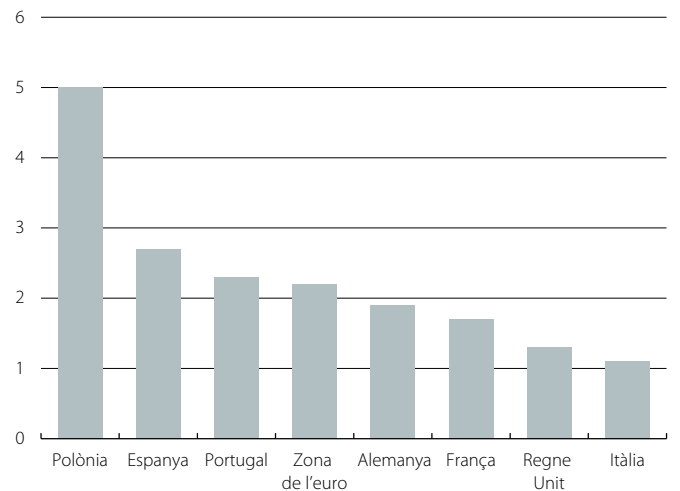
Variació interanual (%)



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

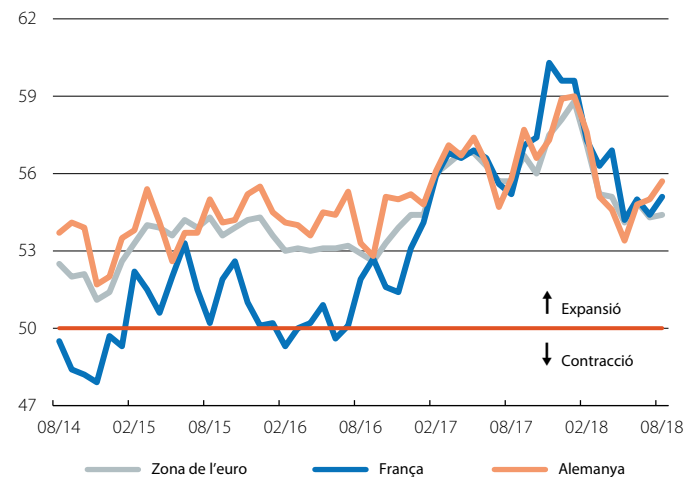
**Unió Europea: PIB del 2T 2018**

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Zona de l'euro: indicador d'activitat PMI compost**  
Nivell



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

d'activitat del primer semestre sigui representatiu del creixement en els propers trimestres. Finalment, la inflació ha mantingut la mateixa tònica dels mesos anteriors, amb pressions modestes en preus més enllà de l'evolució volàtil de l'energia. Així, a l'agost, la inflació de la zona de l'euro va ser del 2,0%, amb prou feines 1 dècima menys que al juliol.

**EMERGENTS**

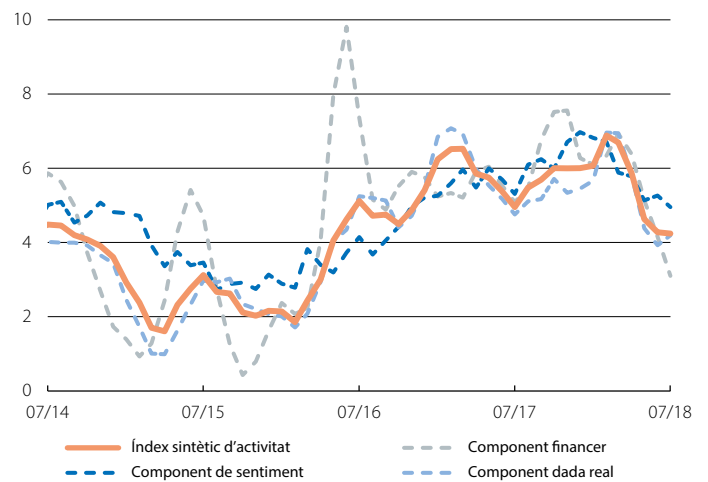
**Les economies emergents comencen a patir els efectes d'un context advers.** En les últimes setmanes, ha destacat un augment apreciable de la volatilitat financera en els actius emergents, que s'ha saldat amb depreciacions importants de certes divises, amb repunts dels tipus d'interès a llarg termini i amb ajustos significatius en les cotitzacions borsàries. Més enllà del protagonisme de països com Turquia en aquest procés, hi ha aspectes no idiosincràtics que creiem que llasten el sentiment inversor i que, de fet, afecten ja els indicadors d'activitat econòmica. Així, com és conegut, el context de fons deriva de l'enduriment gradual de les condicions financeres globals, una dinàmica que respon, en gran part, al procés de tensionament monetari dels EUA. A aquesta tendència, que afecta molts emergents que, en el seu moment, van aprofitar les laxes condicions financeres per acumular deute en dòlars i en altres divises fortes, s'ha sumat l'augment de la incertesa propiciat per l'escalada proteccionista dels EUA (tot i que el preacord amb Mèxic és una novetat positiva) i pels dubtes sobre l'abast de la desacceleració xinesa. Com a conseqüència, indicadors que tracten de capturar el creixement contemporani emergent, com l'indicador sintètic d'activitat de l'Institute of International Finance, acumulen ja descensos notables des del final del 1T.

**El PIB de la Xina es desaccelera, i les dades d'activitat suggereixen més desacceleració en el futur.** L'augment del PIB en el 2T va ser del 6,7% interanual, després de tres trimestres creixent al 6,8%. A més a més, els indicadors d'activitat (com la producció industrial) i de sentiment del 3T apunten a un alentiment de l'activitat una mica més intens del que indiquen les dades oficials de PIB. Esperem que, en la segona meitat de l'any, el creixement del país es continuï desaccelerant de forma gradual, tot i que, com s'ha esmentat més amunt, és un procés no exempt d'interrogants i que ha afectat negativament el sentiment inversor global.

**Turquia, al centre de l'huracà financer.** Arran d'una acumulació de desequilibris excessius durant massa temps (el més evident és la inflació, en el 15,8% al juliol, tot i que s'hi afegeix un dèficit per compte corrent insostenible de més del 6% del PIB en el 2T) i d'una política econòmica poc creïble, l'economia turca pateix una parada sobtada d'entrades de capitals en el 3T. Es tracta d'una situació que conduirà, probablement, a una desacceleració abrupta de l'activitat davant la restricció creditícia inevitable. Desafortunadament, aquest ajust macroeconòmic sobtat podria no representar el final de les dificultats turques si no va acompanyat d'un gir en la política econòmica que neutralitzi els desequilibris latents.

**Emergents: indicador sintètic d'activitat**

Variació intertrimestral anualitzada (%)

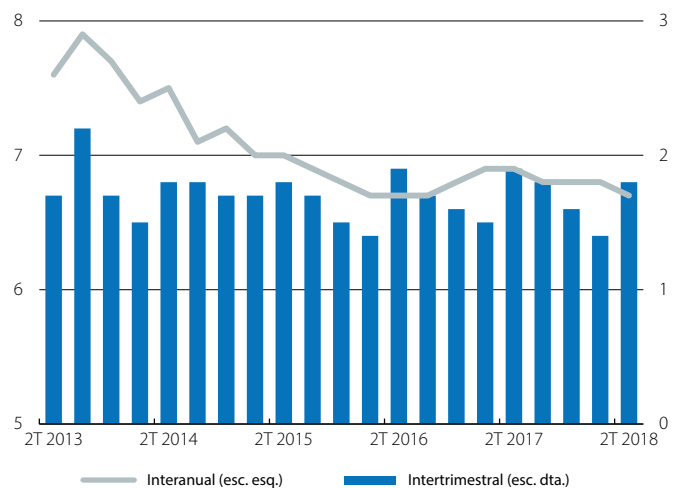


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.

**Xina: PIB**

Variació interanual (%)

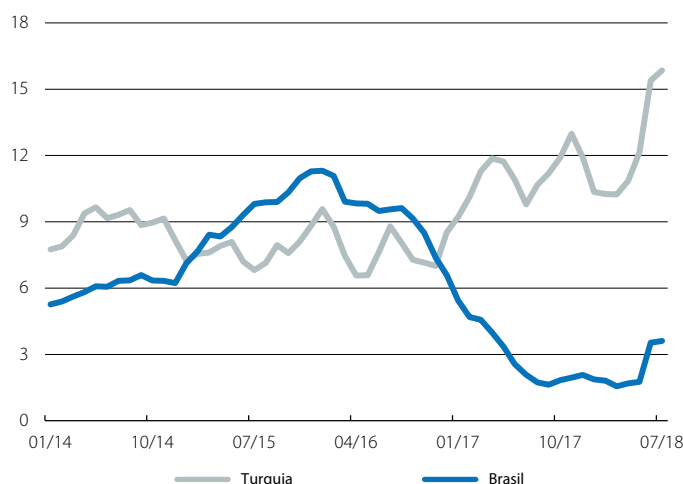
Variació intertrimestral (%)



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

**Turquia i Brasil: IPC**

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades dels instituts nacionals d'estadística.

## Retorn a l'activitat després d'un bon primer semestre

**L'economia consolida el dinamisme.** Les dades més recents confirmen que el creixement econòmic es manté robust, gràcies al bon to de la demanda interna i a les exportacions. Precisament, el dinamisme de la demanda domèstica (dins la qual destaquen la recuperació del consum de béns duradors i la inversió), sumat a un preu del petroli més alt i a l'alt contingut importador d'algunes exportacions (com els combustibles i els automòbils), alimenta un avanç significatiu de les importacions. Això, juntament amb la caiguda de les exportacions a Angola i al Regne Unit, explica una de les ombres del quadre macroeconòmic portuguès: la menor contribució neta al creixement per part del sector exterior. No obstant això, en conjunt, l'escenari de l'economia lusitana és positiu, i s'espera que, en els propers trimestres, mantingui el dinamisme dels primers mesos de l'any, amb un ritme d'avanç lleugerament superior al 2%, amb la contribució del bon funcionament del mercat laboral, on la creació d'ocupació i la reducció del nombre d'aturats continuen sorprenent en positiu, i de l'evolució positiva del mercat immobiliari, que es beneficia de la demanda estrangera i del creixement del turisme. No obstant això, els factors de risc, en especial els relacionats amb les tensions comercials, amb l'enduriment de les condicions financeres globals i amb les turbulències de les economies emergents, continuen presents i poden condicionar l'escenari.

**L'activitat va mantenir un avanç sòlid en el 2T.** En concret, el creixement del PIB es va accelerar fins al 2,3% interanual (el 0,5% intertrimestral) en el 2T, 0,2 p. p. per damunt del registre del 1T. El desglossament per components publicat per l'INE mostra que la demanda interna va tenir un paper destacat, amb una contribució al creixement de 2,9 p. p. (2,6 p. p. en el 1T), esperonada per la forta embranzida del consum privat (el 2,6% interanual) i de la inversió (el 6,4%). Per la seva banda, la demanda exterior va tenir una contribució negativa per quart trimestre consecutiu (-0,7 p. p.), malgrat l'acceleració de les exportacions (el 6,8% enfront del 4,7% del 1T), ja que les importacions es van accelerar encara més (el 7,9% enfront del 5,6%).

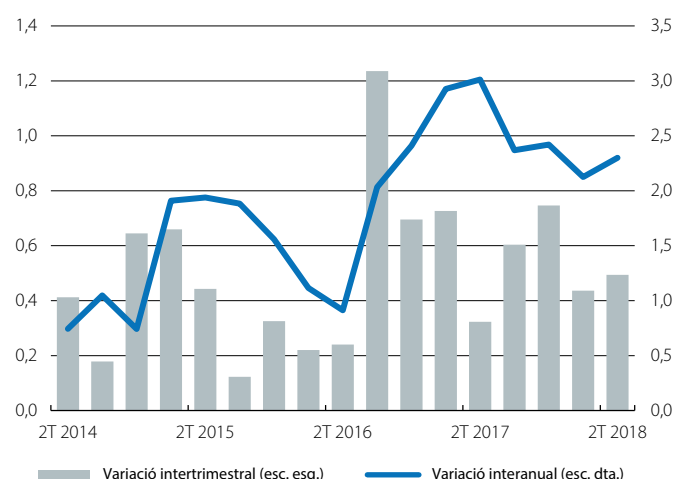
**El mercat de treball continua sorprenent en positiu i impulsa el consum.** En el 2T, la taxa d'atur es va situar en el 6,7%, amb una reducció de 2,1 p. p. en relació amb el nivell registrat en el 2T de 2017. Aquesta disminució va ser deguda, en gran part, a la reducció del nombre d'aturats de llarga durada, la qual cosa és un senyal especialment positiu, ja que aquest grup té, típicament, més dificultats per reincorporar-se al mercat laboral. A més a més, la creació d'ocupació també va mantenir un bon ritme d'avanç (el 2,4% interanual), amb una contribució important del sector serveis i, en especial, dels associats a l'Administració pública.

**La inflació es va desaccelerar a l'agost.** Després d'avançar fins al 2,2% al juliol, impulsada per l'augment dels preus energètics

### Portugal: PIB

Variació intertrimestral (%)

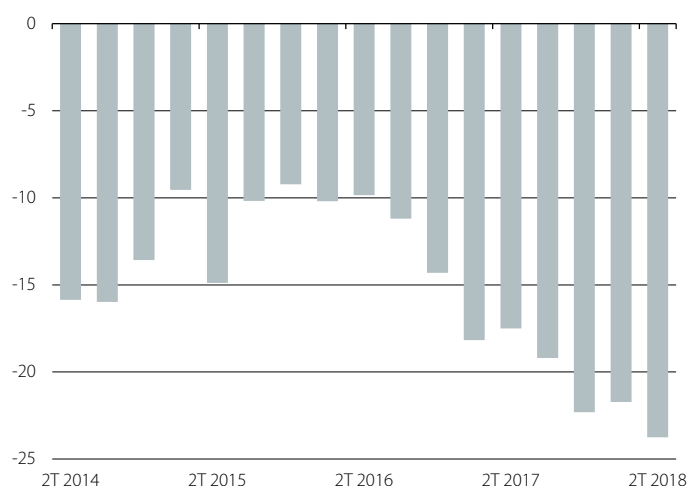
Variació interanual (%)



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

### Portugal: atur

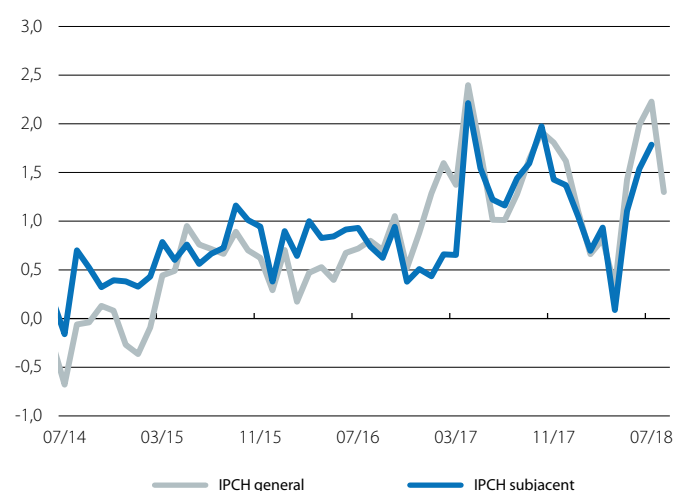
Variació interanual (%)



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

### Portugal: IPCH

Variació interanual (%)



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

(el 7,9% interanual), a l'agost, la inflació general es va situar en l'1,4%. A falta de conèixer el detall per components, la desacceleració seria, en gran part, causada pel component subjacent (que exclou l'evolució dels preus de l'energia i els aliments no processats, especialment volàtils), que el juliol havia repuntat fins al 1,8%.

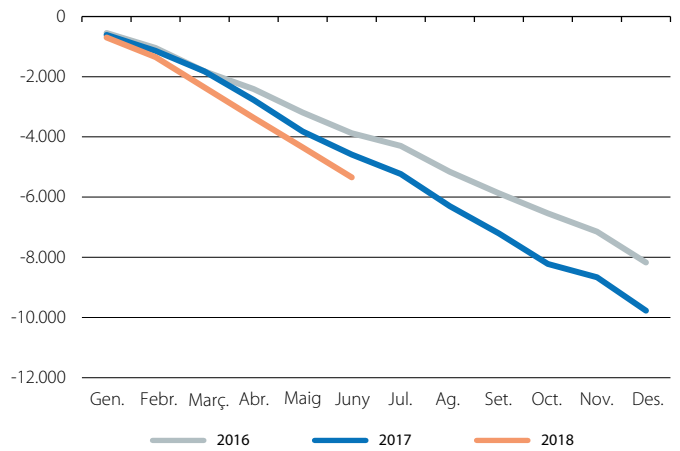
**Al sector exterior, es modera el saldo del compte corrent.** Malgrat el superàvit sostingut de la balança de serveis i la bona marxa d'alguns segments d'exportació de béns (com els automòbils), al llarg del primer semestre del 2018, el saldo de la balança per compte corrent s'ha deteriorat de forma gradual i ha empitjorat 0,4 p. p. en relació amb el mateix període de l'any anterior, fins a situar-se en el 0% del PIB al juny (acumulat de 12 mesos). Això és degut a un preu més alt del petroli en els últims trimestres, a la recuperació del consum de béns duradors i al dinamisme de la inversió, amb un elevat contingut importador. No obstant això, el superàvit exterior en termes de serveis, amb el turisme al capdavant, continua oferint un factor de compensació cabal. Finalment, cal destacar que també ha disminuït el dèficit de la balança de rendes primàries, tant per la reducció dels ingressos rebuts com per l'augment dels pagaments a l'exterior.

**Els comptes públics es continuen beneficiant del context econòmic positiu i de l'evolució favorable del mercat laboral.** Amb dades acumulades fins al juliol, el dèficit pressupostari se situa en els 2.624 milions d'euros (el -2,2% del PIB), la qual cosa representa una reducció del dèficit de 1.110 milions d'euros en relació amb el mateix període de l'any anterior. La recaptació fiscal i contributiva va continuar creixent a un ritme superior al previst pel Govern i va representar el 77% de l'augment de la recaptació efectiva fins al juliol. No obstant això, en comparació amb l'any passat, una part substancial de l'augment registrat en els ingressos de l'impost de societats des de l'inici del 2018 és deguda a l'ajornament del pagament dels reemborsaments de l'Estat a les empreses, de manera que el seu efecte s'hauria d'esvaïr en els propers mesos. Al mateix temps, les aportacions a la Seguretat Social es continuen beneficiant del bon moment del mercat laboral, mentre que les despeses continuen creixent per sota del que s'havia pressupostat (destaca la menor execució de la inversió, amb el 39% fins al juliol, enfront del 49% fins al juliol del 2017).

**La concessió de crèdit bancari avança de la mà de l'activitat econòmica.** La concessió de crèdit a particulars ha avançat de forma ferma en la primera meitat de l'any, evolució coherent amb l'acceleració del consum privat. Així, els dos principals segments (crèdit a l'habitatge i al consum) han avançat el 25,5% i el 14,9% interanual fins al juny (noves operacions i acumulat anual). La concessió de crèdit a les empreses ha mantingut també una dinàmica positiva, tant per a les pimes (el 2,5% interanual) com per a les grans empreses (el 18,5%). No obstant això, el crèdit al sector privat no financer ha continua baixant (-1,6% interanual).

**Portugal: saldo de la balança comercial de béns (excloua l'energia)**

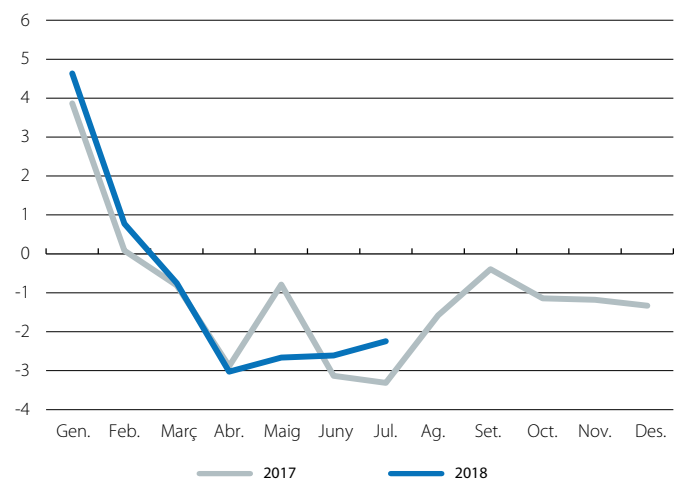
Acumulat anual (milions d'euros)



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

**Portugal: saldo de l'Estat (% PIB)**

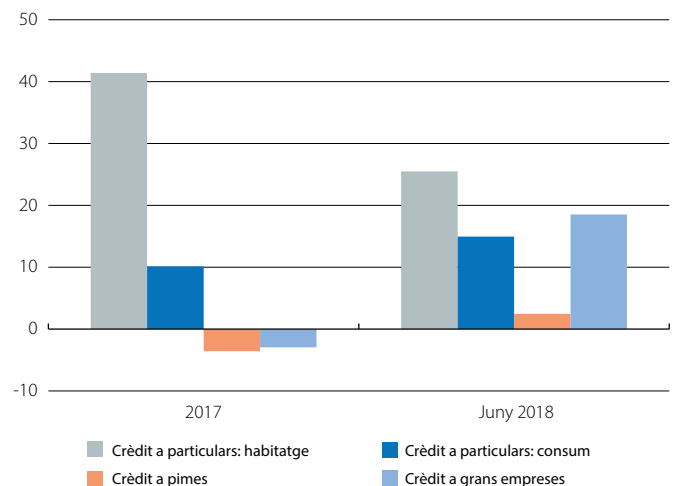
(% PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la DGO.

**Portugal: noves operacions de crèdit**

Variació interanual de l'acumulat anual (%)



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