

El crecimiento mantiene el buen tono, a pesar del aumento de los riesgos bajistas

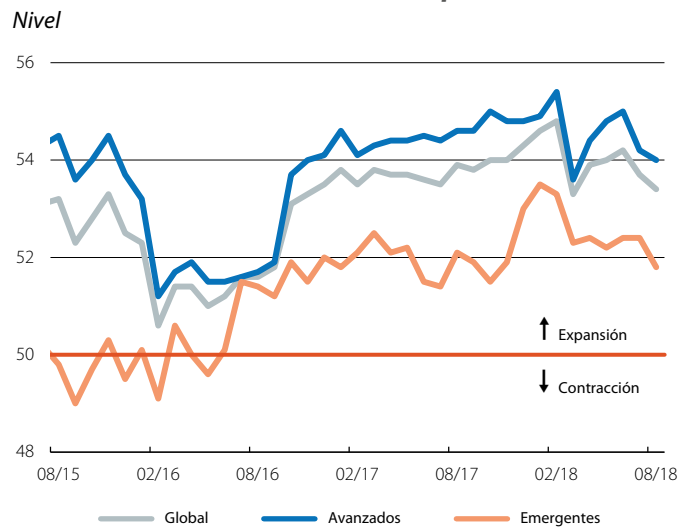
Los indicadores de actividad global se mantienen elevados, pero apuntan a una cierta moderación del crecimiento, especialmente en los emergentes. En particular, el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto global se mantiene en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos), aunque en agosto volvió a disminuir por segundo mes consecutivo hasta alcanzar los 53,4 puntos, su nivel más bajo desde marzo. Este retroceso del índice ha sido más pronunciado en los países emergentes, que están acusando el aumento de incertidumbre política y económica y el paulatino endurecimiento de las condiciones financieras globales. De cara a los próximos trimestres, esperamos que el crecimiento de las economías emergentes se siga desacelerando gradualmente, con lo que el ritmo de avance global será algo más contenido.

Los últimos eventos geopolíticos subrayan el aumento de los riesgos bajistas. En particular, a pesar de haber entablado negociaciones con China para encauzar las tensiones comerciales, EE. UU. volvió a anunciar otra ronda de aranceles sobre las importaciones chinas (esta vez del 10% sobre un valor de 200.000 millones de dólares), que se añade al paquete arancelario del 25% sobre productos chinos por valor de 50.000 millones de dólares ya activado en verano. Por otra parte, en el plano de la política europea, el Reino Unido y la UE esperan finalizar en las próximas semanas el acuerdo de salida que permita hacer efectivo, a partir del próximo 29 de marzo, el acuerdo de transición cerrado anteriormente y según el cual el Reino Unido permanecerá en el mercado único y la unión aduanera hasta finales de 2020. No obstante, todavía quedan elementos importantes por resolver –como encontrar una solución al problema de la frontera entre Irlanda e Irlanda del Norte– y el proceso de ratificación en el Reino Unido puede resultar complicado y terminar retrasando el acuerdo. Así, es probable que en las próximas semanas (o incluso meses) la incertidumbre alrededor del *brexit* vuelva a ganar protagonismo hasta que se anuncie el acuerdo de salida final, que podría ir acompañado de una declaración en la que se empiecen a trazar los grandes rasgos de la futura relación entre el Reino Unido y la UE. Por último, en Italia, todo apunta a que el Gobierno de coalición planteará una desviación significativa del objetivo de déficit acordado en mayo en Bruselas (posiblemente elevándolo del 0,8% acordado hasta un 2,4%, una cifra que dificulta la corrección de la elevada deuda pública italiana). Aunque los detalles oficiales sobre el tamaño y la composición finales de las medidas fiscales siguen siendo inciertos, los nuevos planes pueden generar tensiones en los mercados financieros y con los socios europeos.

ESTADOS UNIDOS

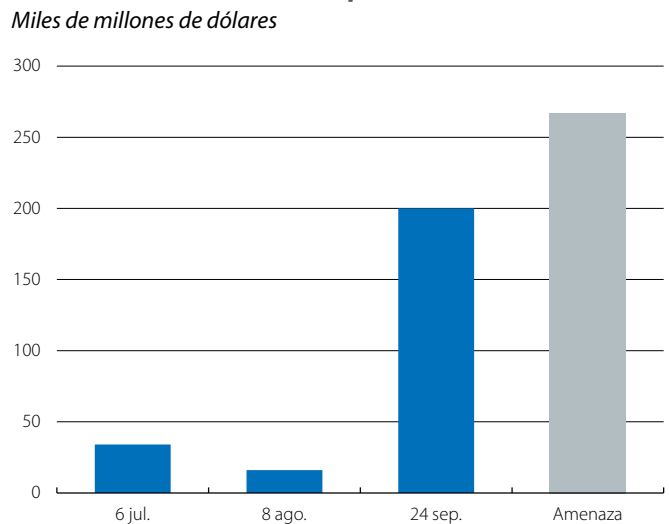
Los indicadores siguen apuntando a un crecimiento sólido. En particular, después del buen dato de crecimiento del PIB del 2T (del 1,0% intertrimestral y 2,9% interanual), los indicadores

Indicadores de actividad: PMI compuesto



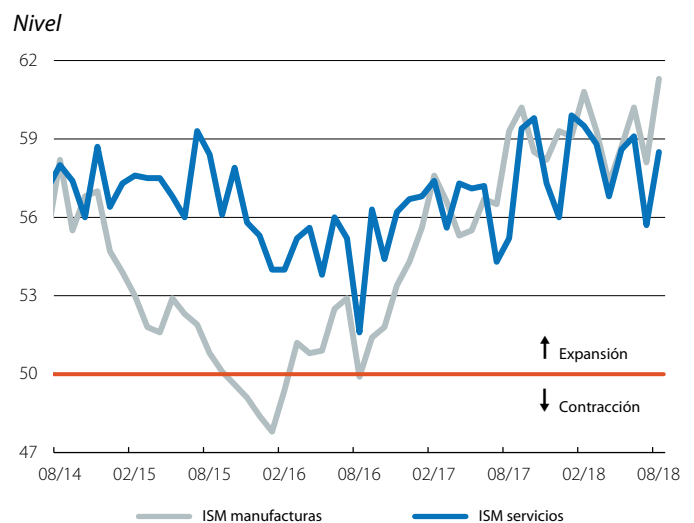
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

EE. UU.: aranceles sobre importaciones chinas



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del U.S. Trade Representative Office.

EE. UU.: indicadores de actividad



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

disponibles para el 3T –algunos de los cuales han sido más altos de lo esperado– confirman que la economía estadounidense mantiene un avance dinámico. A modo de ejemplo, los modelos de previsión de Nowcasting del PIB de la Reserva Federal de Atlanta y la de Nueva York predicen un ritmo de actividad para el 3T muy por encima del crecimiento potencial de la economía americana (que situamos cerca del 2%). Asimismo, los índices de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas y servicios aumentaron notablemente en agosto hasta situarse en los 61,3 y 58,5 puntos, respectivamente, muy por encima del nivel que limita la zona expansiva de la recesiva (50 puntos).

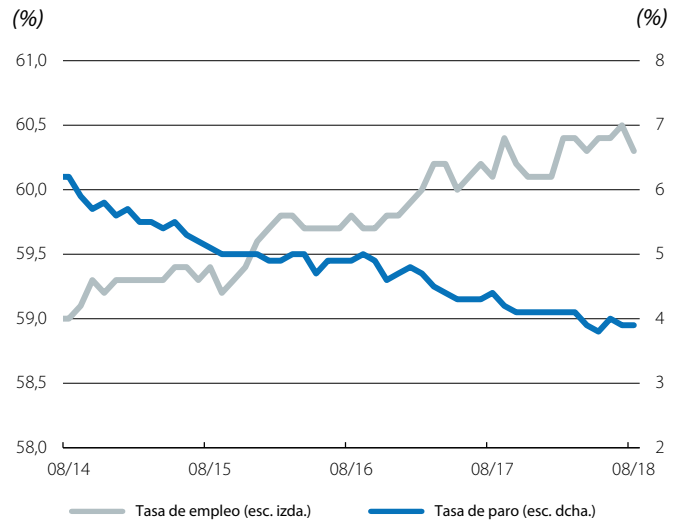
El mercado laboral y la demanda interna se muestran robustos. En particular, en agosto, se crearon 201.000 puestos de trabajo, un dato considerable en una economía que se encuentra virtualmente en pleno empleo. Asimismo la tasa de paro se mantuvo en un bajo 3,9%, mientras que los salarios continuaron avanzando a buen ritmo (2,9% interanual). En este contexto, la confianza de los hogares se mantiene elevada, como demuestra el registro que alcanzó el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board en agosto, que aumentó hasta niveles no vistos desde el 2000 (133,4 puntos). Todo ello refuerza las buenas perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense para este 2018 (del 2,8%, según CaixaBank Research).

La inflación frena la tendencia alcista de los últimos meses, pero se mantiene en niveles firmes. Concretamente, la inflación general se situó en el 2,5% en agosto, 2 décimas por debajo del registro del mes anterior, pero claramente por encima del promedio de 2017 (del 2,1%). Por otra parte, la inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles de energía y alimentos, se situó en el 2,2% (2,4% en julio). Esta leve moderación del crecimiento de los precios se debió, en parte, a la disipación esperada de factores temporales, como los efectos de base provocados por las fuertes caídas de los precios de telefonía inalámbrica durante 2017. Durante los próximos meses, esperamos que la fortaleza de la actividad económica de EE. UU. siga apoyando unas presiones inflacionistas firmes, lo que respaldará la intención de la Reserva Federal de seguir con su subida de tipos (una más en lo que queda de año, según CaixaBank Research).

EUROPA

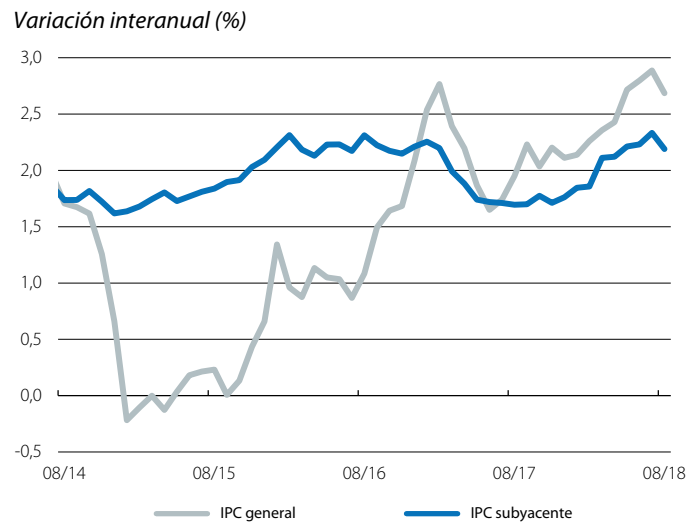
Las perspectivas de la eurozona se mantienen positivas, a pesar de la moderación del ritmo de actividad. La ralentización del crecimiento en la primera mitad del año se debió, en gran parte, al menor dinamismo de la demanda exterior –tras un 2017 muy positivo–, reflejo del debilitamiento de la demanda global de bienes y servicios y la apreciación del euro en 2017. Por ello, el BCE, en su actualización trimestral del cuadro macroeconómico, moderó sus previsiones de crecimiento para la eurozona en 1 décima, hasta el 2,0% para 2018 y el 1,8% para 2019 (un escenario muy similar al de CaixaBank Research). En los próximos trimestres, no obstante, esperamos que la expansión económica de la eurozona se mantenga firme, con un ritmo de crecimiento ligeramente por encima del potencial, apo-

EE. UU.: mercado laboral



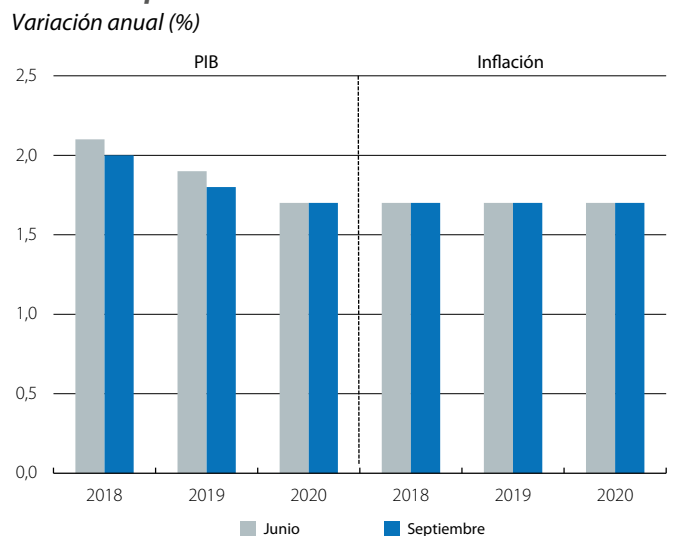
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU.: IPC



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

Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación



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

yada en unas condiciones financieras muy favorables y la buena evolución del mercado laboral.

La demanda interna se mantiene como principal artífice del crecimiento en el 2T. Así, el desglose del PIB de la eurozona muestra que el avance del 2T (del 2,1% interanual) estuvo empujado por una contribución de 1,7 p. p. de la demanda interna (1,8 p. p. en el 1T), gracias al buen comportamiento de la inversión, y a pesar de la cierta moderación en el ritmo de avance del consumo privado. Por otra parte, la demanda externa volvió a flaquear y redujo su contribución hasta los 0,4 p. p. (0,6 p. p. en el 1T) ante un ritmo de avance modesto de las exportaciones de bienes y servicios.

Los indicadores de actividad apuntan a que el ritmo de crecimiento del 3T se mantiene en cotas similares a las de la primera mitad del año. El índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona –que mide el sentimiento empresarial– se situó en los 54,2 puntos en septiembre, 3 décimas por debajo del registro de agosto pero en zona claramente expansiva. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) se situó en los 110,9 puntos en septiembre, un registro similar al promedio de 2017 (110,7). Por otro lado, la confianza del consumidor, aunque descendió en septiembre por segundo mes consecutivo, hasta los -2,9 puntos, se sigue emplazando en niveles parecidos al promedio de 2017 (-2,5 puntos). En este sentido, el consumo privado seguirá viéndose apoyado por el mercado laboral, que continúa exhibiendo una dinámica favorable (en julio, la tasa de paro se mantuvo en el 8,2%, el registro más bajo desde noviembre de 2008).

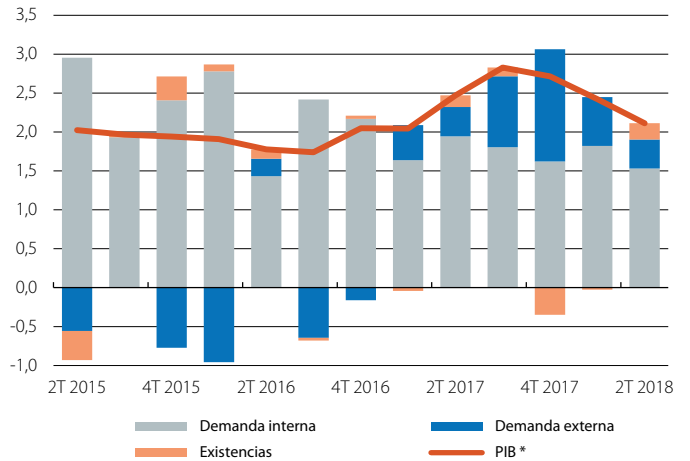
EMERGENTES

En China, los indicadores económicos apuntan a una ralentización de la actividad en los próximos meses. En particular, la producción industrial aumentó un 6,1% interanual en agosto (6,0% en julio), un registro positivo aunque por debajo del promedio de 2017 (del 6,5%). Algo similar sucedió con las ventas minoristas, que crecieron un 9,0%, 2 décimas por encima del registro de julio, pero claramente por debajo del promedio de 2017 (10,2%). Asimismo, con los datos disponibles, el indicador de actividad de CaixaBank Research sugiere un ritmo de crecimiento ligeramente inferior en el 3T. Todo ello apunta a que, en los próximos meses, el crecimiento del país continuará desacelerándose de manera gradual, a pesar de las recientes políticas del Gobierno encaminadas a apoyar la inversión y el crédito.

En Brasil, la incertidumbre política sigue lastrando el crecimiento. La economía brasileña creció un 1,0% interanual (0,2% intertrimestral) en el 2T, un registro inferior al observado en el 1T (1,2%) y que confirma que la recuperación económica no termina de concretarse, lastrada por la elevada incertidumbre política y en un contexto de elecciones presidenciales y legislativas. En este sentido, esperamos que la incertidumbre política –incluso tras la retirada de Lula como candidato del Partido de los Trabajadores– siga pesando sobre la actividad, puesto que ninguno de los candidatos presidenciales parece tener el apoyo electoral ni la voluntad de implementar las reformas que la economía necesita.

Eurozona: PIB

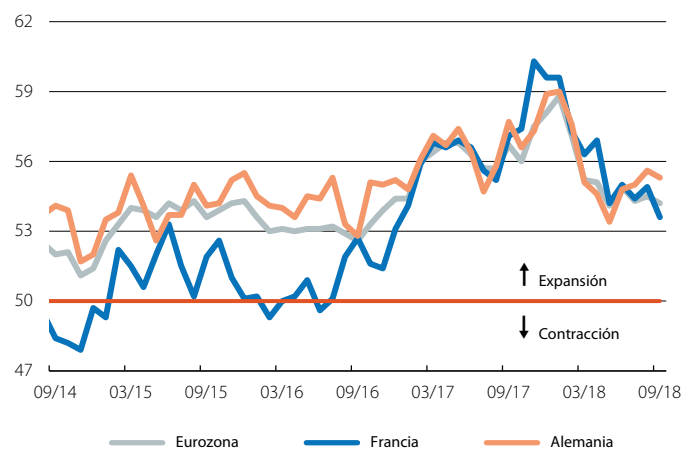
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

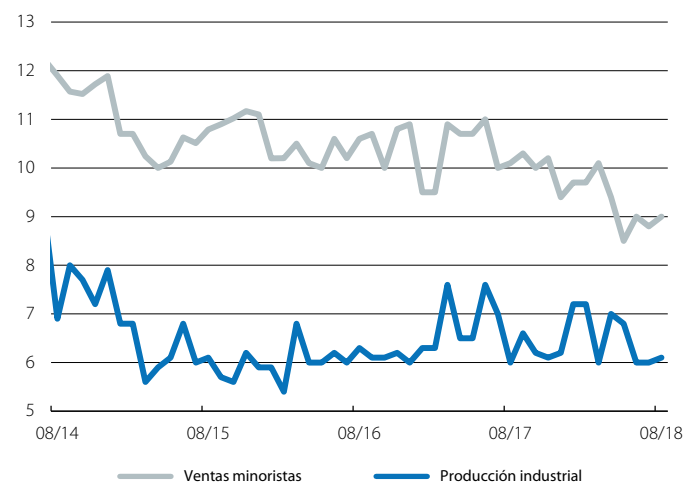
Nivel



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

China: indicadores de actividad

Variación interanual (%)



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

Crecimiento firme con visos de suavizarse

El crecimiento del PIB aceleró en el 2T 2018. Las cuentas nacionales publicadas por el INE, con el desglose del PIB por componentes, muestran un avance del 0,6% intertrimestral (2,4% interanual) en el 2T, unas cifras ligeramente superiores a la estimación inicial (0,5% intertrimestral y 2,3% interanual) y a las del 1T (0,4% y 2,2%, respectivamente). Por componentes, el consumo privado y las exportaciones fueron los que más contribuyeron a estas buenas cifras, respaldados por la mejora del mercado laboral y la renta de las familias, por un lado, y la desaparición de factores temporales que habían lastrado las ventas al extranjero en el 1T (como la menor actividad de refinado), por el otro. No obstante, estos buenos registros son algo inferiores al promedio observado en 2016-2017 (que fue superior al 0,6% intertrimestral) y, junto con los últimos indicadores de actividad y confianza, señalan que, a medida que la economía se afianza en la fase expansiva del ciclo, la velocidad de avance se suaviza. En concreto, esta desaceleración refleja, por un lado, la pérdida de impulso de los factores que favorecieron temporalmente el crecimiento en los últimos años (como los bajos precios del petróleo y unos tipos de interés en mínimos históricos) y, por el otro, un menor dinamismo de los principales socios comerciales de Portugal. En el plano de riesgos, a nivel global estos están sesgados a la baja, especialmente por el temor a un aumento del proteccionismo. A nivel doméstico, preocupa la baja tasa de ahorro de las familias (4,4% de la renta disponible en el 2T 2018), que podría lastrar el consumo, mientras que, por otro lado, las exportaciones podrían sorprender en positivo de la mano de la producción de automóviles.

El mercado laboral evoluciona favorablemente. El empleo continuó creciendo a buen ritmo en julio (2,1% interanual, datos desestacionalizados), aunque con unas cifras claramente inferiores a las del año anterior (3% en el promedio de 2017). Así, también se observan indicios de moderación del crecimiento en el mercado laboral. En la misma línea, la reducción de vacantes en las oficinas de empleo (en términos interanuales y con datos hasta mayo) sugiere una disminución de la disponibilidad de empleos, aunque parte de ella se explica por el hecho de que el nivel de partida era relativamente elevado. Por otro lado, la tasa de desempleo se estabilizó en julio en el 6,8%, aunque, en términos interanuales, es una cifra 2,1 p. p. inferior a la de julio de 2017.

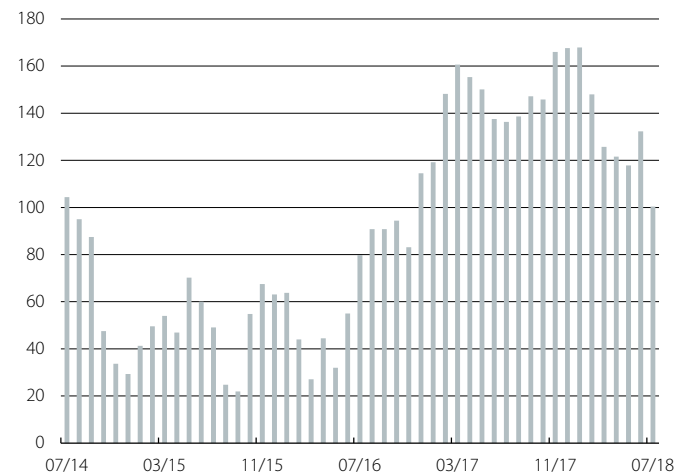
La capacidad de financiación exterior contribuye a la reducción del endeudamiento externo. En el 2T 2018, la economía mantuvo una capacidad de financiación exterior positiva, aunque se deterioró del 1,2% del PIB en el 1T 2018 al 0,7%. Esta disminución fue debida, prácticamente en su totalidad, al deterioro de la capacidad de financiación exterior de los hogares, que pasó del 1,3% en el 1T al 0,7% en el 2T, mientras que el sector financiero mejoró su capacidad de financiación hasta el 2,1% (1,9% en el 1T). Por otro lado, el sector corporativo no

Portugal: PIB Variación interanual (%)

	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
PIB	2,5	2,5	2,2	2,4
Consumo privado	2,7	2,2	2,2	2,7
Consumo público	0,6	0,6	0,7	0,9
Inversión	9,3	6,1	4,3	3,7
Inversión en material de transporte	10,8	0,4	5,7	-5,7
Inversión en equipo	15,4	9,3	8,6	7,8
Inversión en construcción	8,1	6,5	2,1	3,3
Exportaciones	6,2	7,2	4,9	7,0
Importaciones	8,7	7,2	5,6	7,2

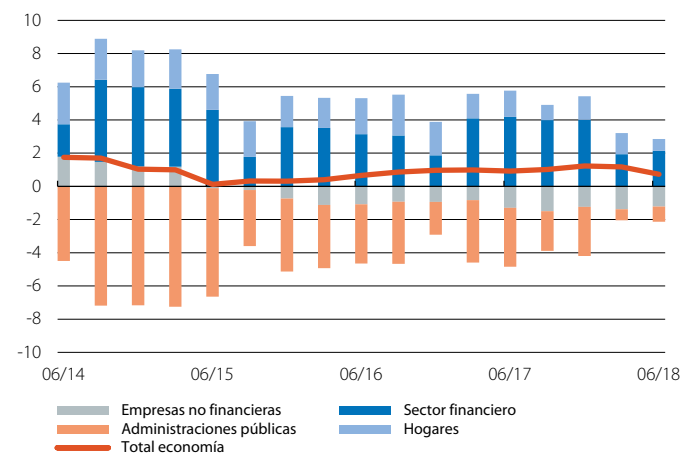
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: empleo Variación interanual (miles)



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

Portugal: capacidad/necesidad de financiación exterior (% del PIB)



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

financiero y las Administraciones públicas mantuvieron unas necesidades de financiación exterior del 1,2% y 0,9%, respectivamente.

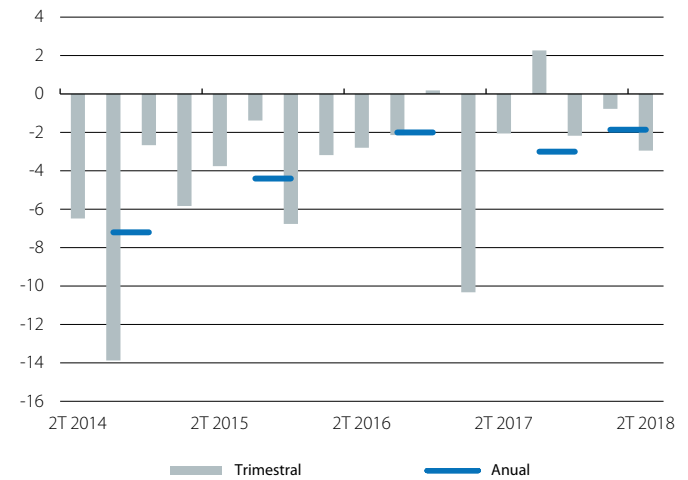
Las cuentas públicas mantienen una trayectoria positiva y siguen aprovechando el crecimiento económico y la recuperación del mercado laboral. Los datos de déficit referentes a los primeros seis meses del año confirman la evolución favorable de las cuentas públicas, con un déficit del 0,6% del PIB (excluyendo factores puntuales relacionados con las ayudas a la banca, como la ampliación de capital de Novo Banco) que supone una mejora de 1,35 p. p. respecto al registrado en los primeros seis meses de 2017. En el mismo sentido, los datos de flujo de caja también muestran una evolución positiva de las cuentas públicas, con un déficit de la Administración de 577 millones de euros, lo que equivale al 0,4% del PIB (datos hasta agosto). Por componentes, los flujos de caja muestran un buen comportamiento de los ingresos fiscales (+5,3% interanual) y un aumento del 2,1% del gasto, reflejo de la reducción de los gastos de personal (-1,2%, influenciados por un efecto base, al dividirse en 2017 la paga de Navidad de los funcionarios públicos en 12 mensualidades) que fue más que compensada por el gasto en adquisición de bienes y servicios (+7,7%) a través del pago de las deudas pendientes a la sanidad pública. De este modo, las dinámicas observadas refuerzan la expectativa de que el déficit público cerrará el año 2018 por debajo del 1,0% del PIB.

El precio de la vivienda se desacelera, pero sigue en cotas elevadas. El precio de la vivienda aumentó un 11,2% interanual en el 2T 2018, una cifra 1,0 p. p. por debajo del registro del 1T y que puso fin a cinco trimestres consecutivos de aceleración de los precios. Esta desaceleración, sin embargo, es esperada y refuerza la expectativa de que la oferta recortará la brecha que la separa de la demanda gracias al aumento de concesión de nuevas licencias y de nuevas construcciones de viviendas, lo que contribuirá a una evolución más moderada de los precios.

La reducción del crédito al sector privado no financiero se modera. El FMI, en su reciente evaluación del país, destacó la mayor robustez de los balances y del sistema bancario y, en especial, los avances en la reducción de los préstamos dudosos, así como el aumento de la eficiencia operativa. No obstante, el FMI también señaló la necesidad de seguir reduciendo los elevados niveles de crédito dudoso, que constituyen una traba para mejorar la rentabilidad del sistema bancario portugués. Por su parte, los datos disponibles hasta julio siguen reflejando un crecimiento robusto de las nuevas operaciones de crédito, con un fuerte aumento de las nuevas operaciones para la compra de vivienda (27,2% interanual) y del crédito al consumo (15,4%). Además, se observa un aumento de las nuevas operaciones de crédito a las empresas no financieras (+14,1%, con un papel destacado para el segmento de las grandes empresas). Sin embargo, el stock de crédito al sector privado no financiero sigue disminuyendo (-1,5% interanual en julio), aunque de forma más moderada que el año pasado (-4,3%).

Portugal: saldo público

(% del PIB)

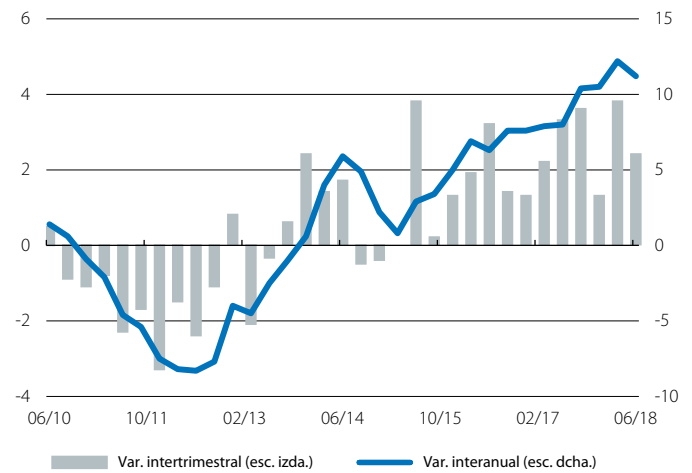


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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

Julio 2018

	Saldo (millones de euros)	Variación interanual (%)
Crédito a particulares	120.469	0,0
Crédito para vivienda	98.178	-1,3
Crédito al consumo y otros fines	22.291	5,6
Consumo	14.602	12,8
Crédito a empresas	72.234	-3,8
No promotores inmobiliarios	65.955	-3,6
Promotores inmobiliarios*	6.279	-6,0
Crédito total al sector privado*	192.703	-1,5

Nota: * Crédito concedido al sector privado no financiero.

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