

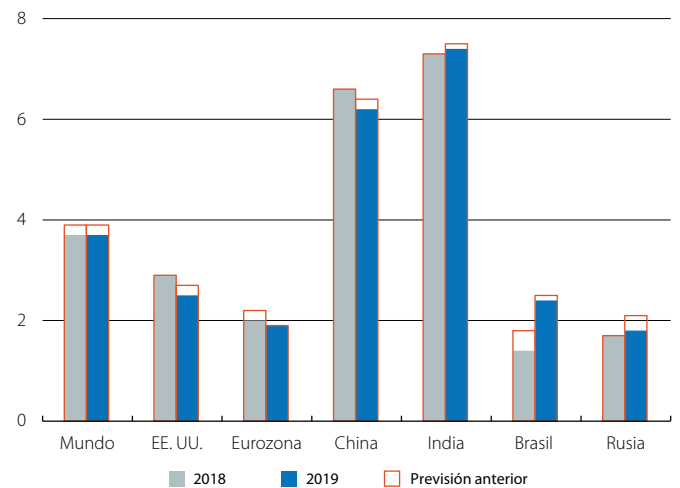
## Crecimiento global significativo, pero con riesgos bajistas persistentes

**Ligera revisión a la baja de las previsiones de crecimiento mundial.** Esta revisión se sustenta en la suave moderación de los indicadores de actividad global, como el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto global, que sigue en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos), aunque volvió a disminuir por tercer mes consecutivo, hasta situarse en los 52,8 puntos en septiembre. Un retroceso que se ha dado tanto para el agregado de economías emergentes como el de avanzadas. El escenario de CaixaBank Research se ha ajustado a esta moderación con una leve revisión a la baja (1 décima) en las cifras de crecimiento global para este año y el próximo, si bien se continúa proyectando un avance en niveles sólidos (3,7% en 2018 y 3,6% en 2019). Del mismo modo, el FMI, en la reciente actualización de su Informe de Perspectivas Globales (World Economic Outlook, en inglés), también redujo sus previsiones de crecimiento mundial (hasta el 3,7% para 2018 y 2019) y mantuvo un balance de riesgos sesgados a la baja. La revisión del Fondo supone, en gran medida, un menor crecimiento previsto entre los emergentes y es el resultado de dos tendencias opuestas: mientras la recuperación del petróleo justifica mejorar las perspectivas de los exportadores energéticos, otros emergentes van a ver penalizado su crecimiento futuro debido a la escalada de tensiones comerciales a nivel mundial (el FMI menciona explícitamente a China e India). Caso aparte son los emergentes que, además de sufrir la combinación de tendencias globales poco propicias (endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, tensiones geopolíticas y efectos de la guerra comercial), exhiben debilidades idiosincráticas (por ejemplo, Argentina, Turquía e Irán).

**Los riesgos bajistas se mantienen presentes.** En el plano comercial, en las últimas semanas, y a pesar del desarrollo positivo que supuso el acuerdo entre EE. UU., México y Canadá para reformar el tratado comercial entre los tres países (NAFTA antes y ahora USMCA), las tensiones comerciales entre EE. UU. y China siguen bien presentes. Aunque no pensamos que el recrudecimiento de las sanciones arancelarias entre ambos países desembogue en una guerra comercial a escala mundial en toda regla, los riesgos han aumentado considerablemente en los últimos meses. En este sentido, las elecciones legislativas *midterms* estadounidenses (el 6 de noviembre) pueden jugar un papel importante en la evolución de dichas tensiones. Si los republicanos salen reforzados, Trump podría verlo como un respaldo a su política comercial y seguir imponiendo sanciones. Si, por el contrario, los demócratas recuperan la Cámara de los Representantes de manera contundente, el presidente podría optar por recalibrar su política comercial. No en vano, un 56% de los estadounidenses cree que los acuerdos de libre comercio han sido positivos para el país en su conjunto. Aunque este porcentaje es considerablemente menor entre los votantes republicanos (43%), ha tendido a incrementar de manera significativa en los últimos años (según una encuesta del Pew Research Center).

### FMI: previsiones del PIB para 2018 y 2019

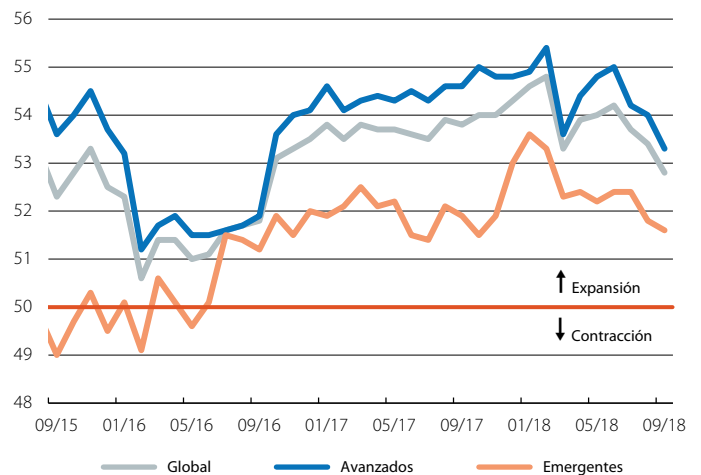
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre de 2018).

### Indicadores de actividad: PMI compuesto

Índice



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

### Italia: objetivos de déficit

(% del PIB)

|                      | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------|------|------|------|------|
| Nuevos objetivos     | -1,6 | -2,4 | -2,1 | -1,8 |
| Objetivos anteriores | -1,6 | -0,8 | 0,0  | 0,2  |
| Diferencia           | 0,0  | -1,6 | -2,1 | -2,0 |

Fuente: CaixaBank Research, a partir de previsiones del Gobierno italiano.

**En Europa, los factores geopolíticos dominan el mapa de riesgos.** En concreto, en la reunión del Consejo Europeo de mediados de octubre, el Reino Unido y la UE no consiguieron llegar a un 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. Aunque prevemos que, efectivamente, se alcance un acuerdo de salida, es probable que su formalización se retrase más de lo deseado, puesto que el proceso de ratificación del acuerdo en el Reino Unido se estima complicado. Por su parte, Italia ha copado la atención durante estas últimas semanas debido a que su nuevo presupuesto público para 2019 conlleva una desviación significativa del objetivo previamente acordado con Bruselas en mayo (de un déficit del 0,8% del PIB a un 2,4%). Este cambio dificulta la corrección de la elevada deuda pública italiana (superior al 130% del PIB) y está generando tensiones con Bruselas. De hecho, la Comisión Europea ya ha manifestado formalmente el rechazo a esta propuesta, dado que considera que infringe seriamente las normas fiscales de la UE, y ha dado a Italia un plazo de tres semanas (hasta mediados de noviembre) para revisarla.

## EUROZONA

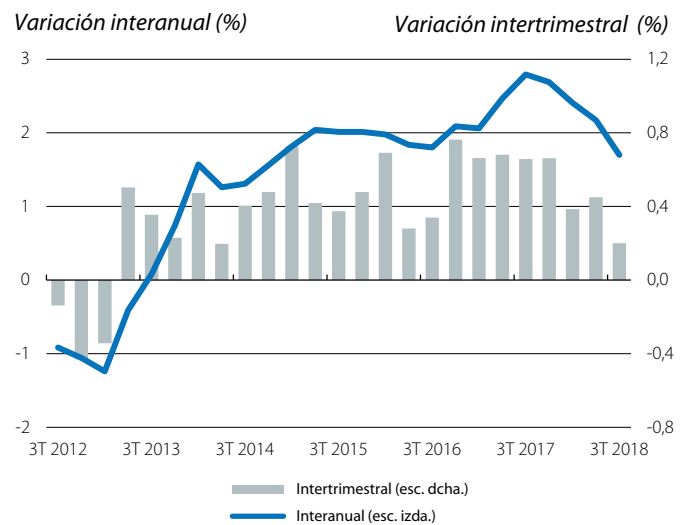
**En la eurozona, el crecimiento del PIB decepcionó en el 3T 2018** al situarse claramente por debajo de lo esperado por el conjunto de analistas. En concreto, el PIB avanzó un 0,2% intertrimestral en el 3T (1,7% interanual), lo que supone una desaceleración con respecto a la primera mitad del año (en la que avanzó un 0,4% intertrimestral). Entre los países de los que disponemos datos, hubo luces y sombras. En concreto, destacó en positivo Francia, con un crecimiento del 0,4% intertrimestral y del 1,5% interanual en el 3T (0,2% intertrimestral y 1,7% interanual en el 2T 2018). En cambio, Italia decepcionó con un avance intertrimestral nulo y un crecimiento interanual del 0,8% (0,2% intertrimestral y 1,2% interanual en el 2T 2018). Respecto a Alemania, aunque todavía no conocemos los datos del PIB, todo parece indicar que su economía se ha visto lastrada de forma temporal por la nueva normativa sobre vehículos, que entró en vigor el 1 de septiembre y que introduce una regulación más estricta sobre las emisiones contaminantes.

**Los primeros indicadores de sentimiento económico apuntan al mantenimiento de un crecimiento más moderado en el último trimestre del año.** En particular, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona (que mide el sentimiento empresarial) cayó hasta los 52,7 puntos en octubre y, aunque todavía se sitúa en zona expansiva, se trata del menor nivel de los últimos dos años. El descenso estuvo apoyado por la desaceleración (esperada) de las exportaciones, al producirse en un entorno de persistentes tensiones comerciales. Asimismo, la normativa sobre los vehículos también puede haber contribuido a este inferior registro. Por su parte, el índice de la confianza del consumidor repuntó ligeramente en octubre hasta los -2,7 puntos, un registro similar al promedio de 2017 (-2,5 puntos).

## ESTADOS UNIDOS

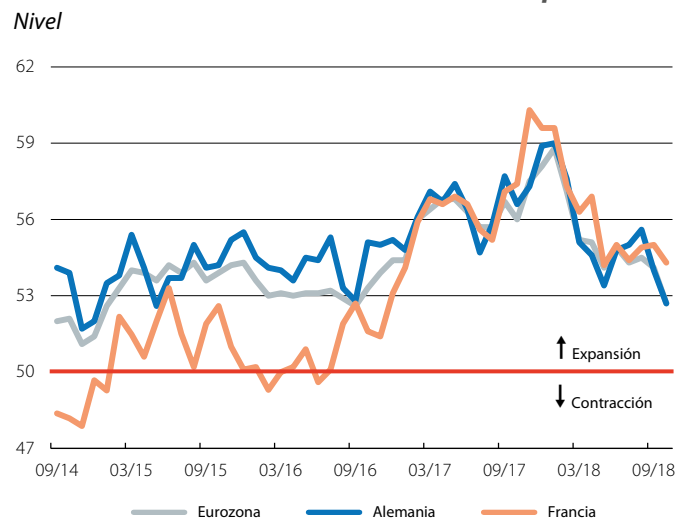
**Los datos de crecimiento del 3T corroboran la buena marcha de la economía estadounidense.** En concreto, el PIB avanzó un

### Eurozona: crecimiento del PIB



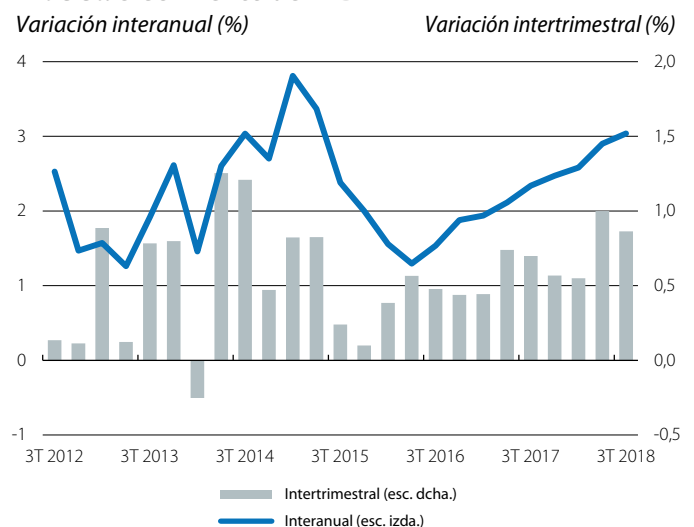
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto



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

### EE. UU.: crecimiento del PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

sólido 0,9% intertrimestral (3,0% interanual). El avance ha sorprendido en positivo, en especial ante el ya muy elevado crecimiento del 2T (1,0% intertrimestral). Por componentes de demanda, el fuerte ritmo de crecimiento estuvo apoyado, en buena parte, por el avance del consumo privado, la gran contribución positiva del componente de existencias y del consumo público (ante el mayor gasto público aprobado en febrero en el Congreso americano). Estos elementos compensaron la caída de las exportaciones y de la inversión residencial. Por otro lado, cabe destacar la debilidad de la inversión empresarial, en especial, en equipos, a pesar de que debería haberse visto beneficiada por la nueva fiscalidad (recorte impositivo y mayores incentivos fiscales a la inversión). En este sentido, el paulatino desvanecimiento del estímulo fiscal contribuirá a moderar el crecimiento del PIB en 2019.

**Los buenos datos de mercado laboral e inflación no deben llevar a la complacencia.** A pesar de la leve moderación en la inflación general de septiembre, tanto la general como la subyacente se mantuvieron en niveles firmes (en el 2,3% y 2,2%, respectivamente). En un entorno de crecimientos notables y con un mercado laboral cercano al pleno empleo (la tasa de paro se situó en el 3,7% en septiembre, el menor nivel desde 1969), los riesgos de sobrecalentamiento no son desdeñables. En este sentido, el escenario de CaixaBank Research prevé que la Reserva Federal siga normalizando su política monetaria para contener estos riesgos con una nueva subida este 2018 y dos más a lo largo de 2019. Ello situaría el tipo de referencia en el intervalo 2,75%-3,00% a finales de 2019.

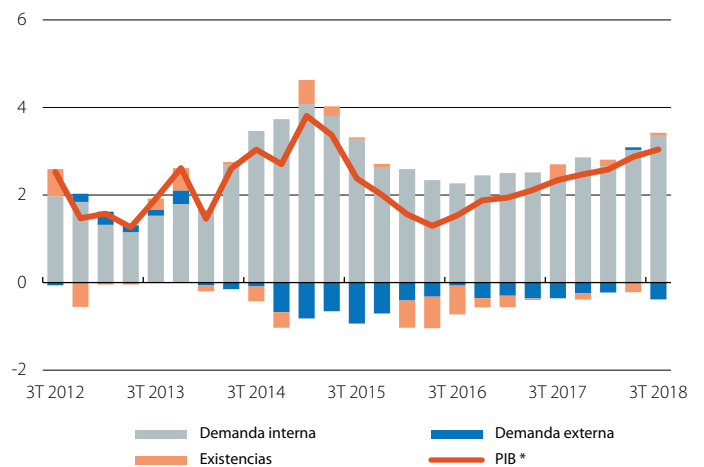
**EMERGENTES**

**En China se confirma la desaceleración de la economía.** En concreto, el PIB de China creció un 6,5% interanual en el 3T y, aunque se trata de un ritmo de crecimiento notable, se sitúa 2 décimas por debajo del avance del trimestre anterior y confirma que el país se está desacelerando. De hecho, el índice de actividad de CaixaBank Research para la economía china sugiere que la ralentización podría ser algo más clara de lo que sugieren los datos oficiales de PIB. De cara a los próximos trimestres, prevemos que la economía asiática continúe desacelerándose, aunque de forma gradual. Por lo tanto, es probable que el Gobierno chino prosiga con algunas de las medidas de estímulo ya implementadas (por ejemplo, reducciones en los requisitos de capital de los bancos).

**En Latinoamérica las dos principales economías discurren por caminos distintos.** En Brasil, la incertidumbre seguirá pesando sobre el crecimiento económico. La victoria de Bolsonaro puede ofrecer una agenda reformista moderada con la finalidad de corregir el fuerte desequilibrio de las cuentas públicas brasileñas, aunque será difícil que se realicen cambios más ambiciosos debido a la fragmentación política en el poder legislativo (véase el Focus «Las finanzas públicas, el talón de Aquiles de la economía brasileña» en este mismo Informe Mensual). Por su parte, en México, el PIB del 3T avanzó un considerable 0,9% intertrimestral (2,6% interanual), dejando atrás algunos trimestres de cierta debilidad ante la incertidumbre política y comercial.

**EE. UU.: PIB por componentes**

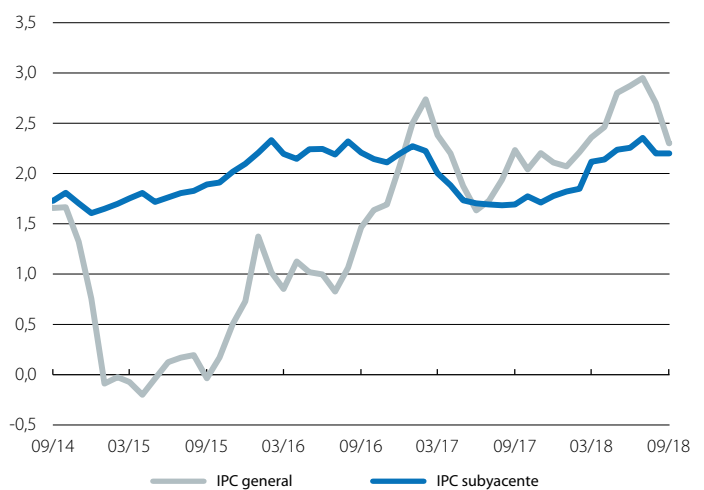
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: \* Variación interanual (%).  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

**EE. UU.: IPC**

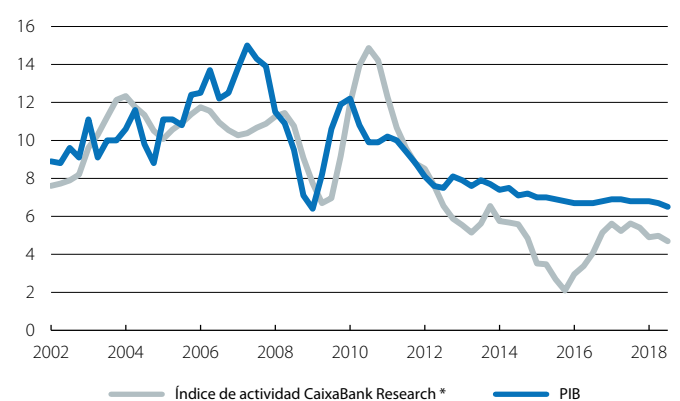
Variación interanual (%)



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

**China: PIB frente al indicador de actividad CaixaBank**

Variación interanual (%)



Nota: \* Media móvil de los últimos cuatro trimestres del índice de actividad. El crecimiento en el 3T se ha calculado a partir de datos mensuales de julio y agosto.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Popular de China y de la Oficina Nacional de Estadística de China.

## El buen ritmo de crecimiento se respalda en la demanda interna

Los indicadores de actividad reflejan un buen ritmo de crecimiento, pero con visos de suavizarse. El indicador coincidente del Banco de Portugal exhibe una suave tendencia a la baja, pero sigue situado en niveles históricamente elevados y apunta a un crecimiento alrededor del 2% de cara a los próximos trimestres (una cota levemente inferior a las de los últimos registros). Así, se espera una moderación de la economía en la segunda mitad del año debido, especialmente, a una menor contribución del sector exterior (por el desvanecimiento de varios factores que venían respaldando la actividad, como el bajo precio del petróleo y un fuerte crecimiento entre los principales socios comerciales). No obstante, la demanda interna sigue mostrándose sólida y con un buen desempeño del consumo privado y público, y de la inversión. En particular, el consumo privado continuará beneficiándose de la recuperación del empleo y de la renta disponible gracias a la aceleración de los salarios (en el primer semestre, las remuneraciones netas aumentaron prácticamente un 4,0%), mientras que el desempeño del consumo público se verá influido por la proximidad de las elecciones legislativas (previstas para octubre de 2019). Por último, la inversión seguirá recuperándose gradualmente, aunque, posiblemente, a un ritmo más lento debido a la moderación del crecimiento global. En conjunto, pues, Portugal mantiene unas buenas perspectivas de cara a los próximos trimestres pero, al ser una economía pequeña y abierta al comercio, cabe recordar que la desaceleración del crecimiento mundial aparece en el horizonte como un riesgo bajista.

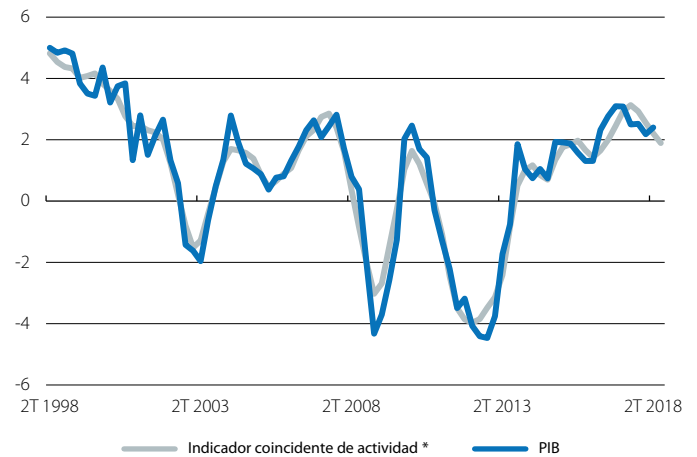
**El desempleo sigue disminuyendo.** El número de desempleados registrados disminuyó de forma significativa en septiembre (-17,5% interanual) y se mantiene alrededor de sus mínimos históricos, mientras que en agosto la tasa de desempleo siguió estable en el 6,8% por tercer mes consecutivo (-2,0 p. p. respecto a agosto de 2017). De todos modos, la reducción del número de desempleados avanzó a un ritmo ligeramente inferior al de los meses anteriores, lo que podría indicar que el ritmo de recuperación del mercado laboral empieza a moderarse.

**Los precios mantienen un crecimiento moderado.** En octubre, la inflación general se situó en el 1,1%, 0,3 p. p. por debajo del registro de septiembre, y la inflación subyacente disminuyó hasta el 0,5% (-0,3 p. p. respecto a septiembre). A falta del detalle por componentes, todo apunta a que los precios de la energía, arrastrados por el incremento del precio del petróleo en los últimos 12 meses, siguen jugando un papel principal (en septiembre, mes en el que se dispone del desglose por componentes, contribuyeron en +0,6 p. p. a una inflación general del 1,4%).

**La balanza por cuenta corriente se deteriora.** Por primera vez desde 2015, el saldo de la balanza por cuenta corriente se ha situado en terreno negativo en términos acumulados de los últimos 12 meses. En agosto, este saldo fue de -425 millones

### Portugal: PIB e indicador coincidente de actividad

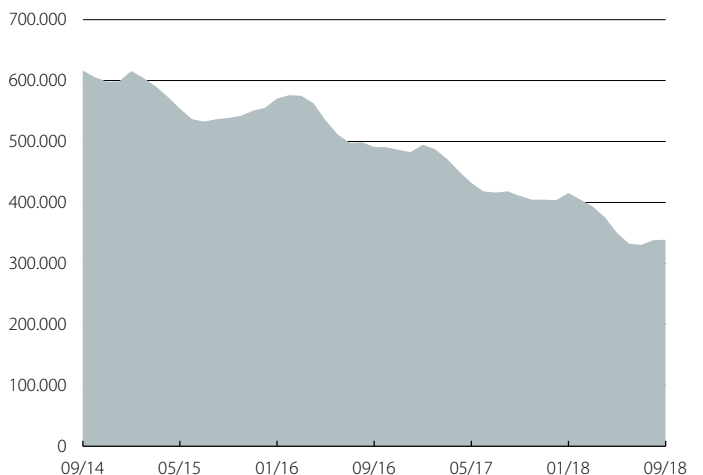
Variación interanual (%)



Nota: \* Nivel.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream y Banco de Portugal.

### Portugal: paro registrado

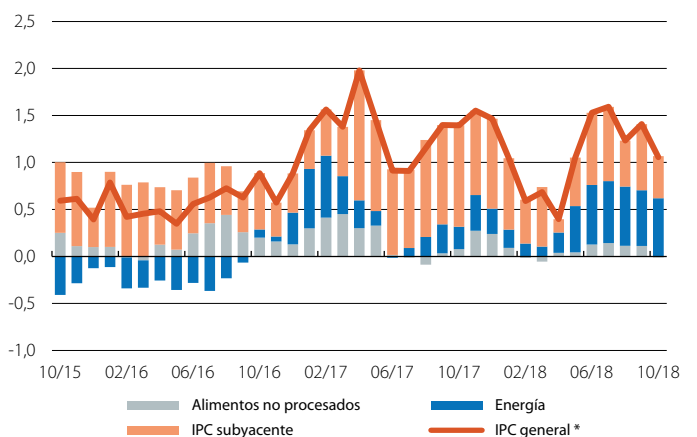
Número de parados registrados en los centros de empleo



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

### Portugal: contribución a la inflación por componentes

(p. p.)



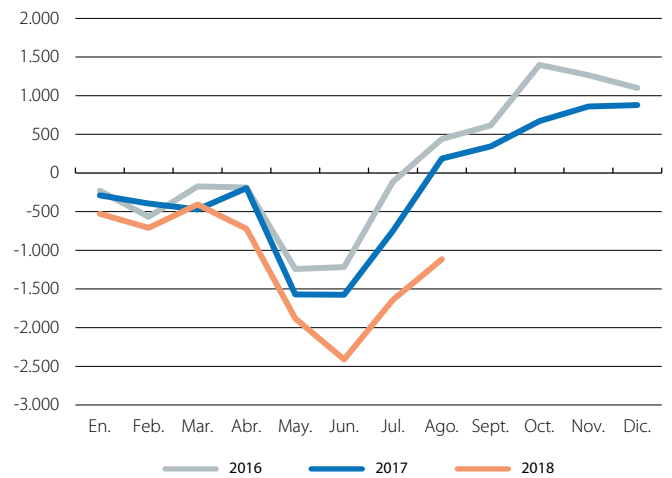
Nota: \* Variación interanual (%).  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datastream.

de euros (un -0,2% del PIB) y reflejó el empeoramiento de las balanzas de bienes y de rentas primarias. Sin embargo, algunas de las causas detrás de este deterioro no son necesariamente negativas. En concreto, parte del deterioro de la balanza de bienes no energéticos se debe al dinamismo de la inversión doméstica, un componente del PIB con un elevado contenido importador y cuyo avance, por lo tanto, arrastra al alza a las importaciones. Asimismo, en la balanza de rentas primarias, el deterioro es consecuencia de la mayor inversión directa extranjera recibida por Portugal, que provoca un mayor pago de rentas al exterior. No obstante, parte del deterioro también responde a dinámicas menos positivas, como el encarecimiento del petróleo, que posiblemente seguirá afectando a las importaciones en los próximos trimestres. Por su parte, gracias al turismo, la balanza de servicios es la única que continúa registrando un superávit, aunque empieza a mostrar señales de desaceleración.

**Cuentas públicas en terreno positivo.** Con datos hasta septiembre, las Administraciones públicas registran un superávit presupuestario de 1.338 millones de euros, lo que equivale al +0,9% del PIB. Esta buena dinámica se ha visto favorecida por el firme desempeño de la economía y del mercado laboral, que han contribuido al crecimiento de los ingresos fiscales y a las contribuciones sociales (con datos hasta septiembre, ambas partidas representan más del 80% del crecimiento total de los ingresos). Por su parte, el gasto creció un 2,2% interanual, una cifra menos acentuada que la prevista por el Gobierno (4,5%) y que se explica, en gran medida, por un efecto de composición en los gastos de personal. En concreto, si se excluye del cálculo la partida destinada a la paga de Navidad de los funcionarios públicos y pensionistas (cuyo pago en 2017 se había dividido en 12 mensualidades), el gasto total habría aumentado un 4,3% hasta septiembre. En definitiva, una vez corregidos estos factores, el comportamiento observado hasta ahora refuerza nuestra previsión del déficit de 2018 de -0,7% del PIB y es acorde con la estimación del Gobierno (para más detalles, véase el Focus «Corrección del déficit presupuestario a gran velocidad» en este mismo Informe Mensual).

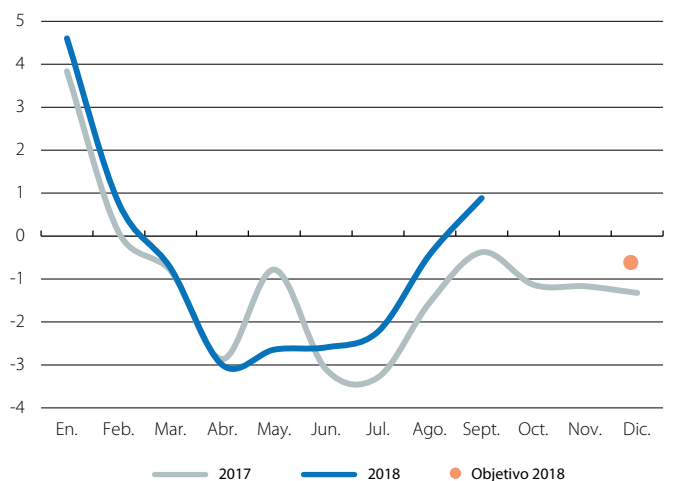
**Los préstamos dudosos han disminuido significativamente respecto a los máximos de 2016.** En el 2T 2018, la ratio de préstamos dudosos se situó en el 11,7%, con una reducción de 1,1 p. p. respecto al 1T 2018 y 6,2 p. p. frente al máximo registrado en el 2T 2016. Esta reducción sustancial de los préstamos dudosos se debe a la venta de carteras de activos dudosos y refleja el considerable esfuerzo realizado por el sector bancario para sanear los balances. Por sectores, la reducción de los préstamos dudosos fue especialmente notoria en el caso de las empresas, donde la ratio se redujo del 23,9% en el 1T 2018 al 22,3% en el 2T, aunque permanece en niveles elevados. Por su parte, la contracción del crédito al sector privado no financiero se ralentizó en septiembre debido, principalmente, al crédito a la vivienda, que en agosto se contrajo un 1,2% interanual, y al crédito a las sociedades no financieras, que registró una caída del 3,8% interanual.

**Portugal: saldo de la balanza por cuenta corriente**  
Miles de euros (acumulado en el año)



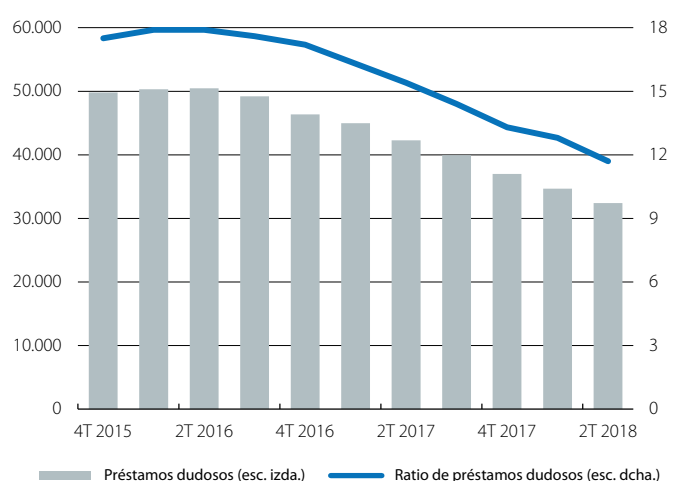
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

**Portugal: saldo del Estado**  
(% PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la DGO.

**Portugal: préstamos dudosos**  
(Millones de euros) (%)



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