

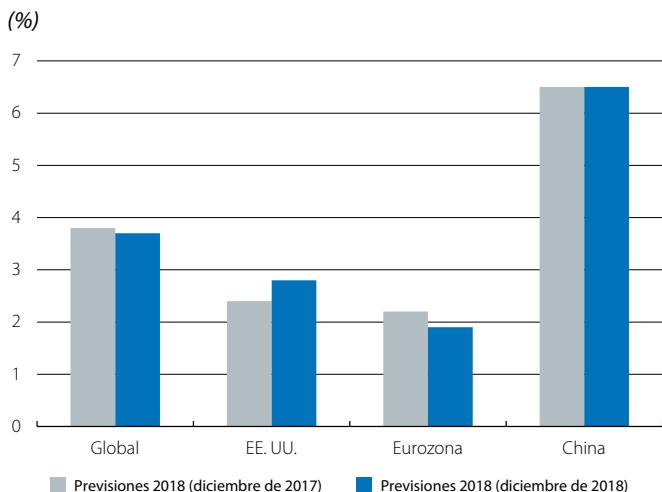
## Se cierra un año positivo, pero los riesgos bajistas no remiten

**2018: no estamos tan mal.** Los datos macroeconómicos agregados dibujan un 2018 globalmente positivo, en consonancia con las previsiones realizadas a finales del año pasado, y todo apunta a que el crecimiento global se habrá situado alrededor del 3,7% en el conjunto del año (solo 1 décima por debajo de lo que esperábamos en diciembre de 2017). Así, a pesar de que han aumentado los focos de riesgo, la salud macroeconómica global ha mostrado, por el momento, una resiliencia admirable. Las perspectivas para 2019 también se han mantenido prácticamente inalteradas: ahora esperamos un crecimiento del 3,6%, solamente 1 décima por debajo de la previsión de hace un año. Por países, empero, sí que se han producido algunas sorpresas destacables, algunas positivas y otras negativas. Empezando por las primeras, la evolución de la economía norteamericana ha sido mejor de lo esperado, con un crecimiento que probablemente acabe siendo 0,4 p. p. superior al pronosticado hace un año. De todas formas, es importante recalcar que ello se debe, en gran medida, al impulso fiscal que ha llevado a cabo la Administración Trump, no a factores estructurales. En cambio, la eurozona ha sido la principal sorpresa negativa ya que, con toda probabilidad, el crecimiento de 2018 será inferior al esperado hace un año. Sin embargo, no hablamos de ninguna debacle: la gran sorpresa negativa se ha producido en el crecimiento del 3T (se ha quedado en un 0,2% intertrimestral), pero ello ha sido, principalmente, por factores temporales, y las perspectivas para 2019 siguen siendo positivas y razonablemente parecidas a las que estimábamos hace un año.

**Los riesgos proteccionistas siguen siendo significativos.** Las elecciones legislativas de EE. UU. (*midterms*) no han supuesto un castigo contundente a Trump (la pérdida de la Cámara de Representantes es un toque de atención, pero el Partido Republicano ha conservado su mayoría en el Senado), con lo que no se espera que este proceso electoral lleve a la Administración norteamericana a cambiar de forma sustancial sus posiciones en política comercial. En esta línea, es probable que las tensiones comerciales entre EE. UU. y China se mantengan en cotas elevadas en los próximos meses. No obstante, se ha abierto una ventana de oportunidad que podría conducir a una cierta desinflación: las conversaciones de representantes comerciales de alto nivel de China y EE. UU. en el mes de noviembre han sido un paso positivo y ganan enteros la posibilidad de que en la cumbre del G-20 en Buenos Aires de principios de diciembre se produzca una tregua comercial tras el encuentro entre Trump y Xi Jinping.

**Se desencalla el preacuerdo por el brexit, pero su aprobación está en el alero.** En concreto, Londres y Bruselas han llegado a un preacuerdo para la salida del Reino Unido de la UE. El preacuerdo permite alargar el periodo de transición más allá de 2020 y establece la permanencia del Reino Unido en una unión aduanera con la UE si no se llega a un acuerdo sobre la futura relación económica de ambas partes durante el periodo de

### Crecimiento del PIB en 2018: previsiones actuales frente a las anteriores



Fuente: CaixaBank Research.

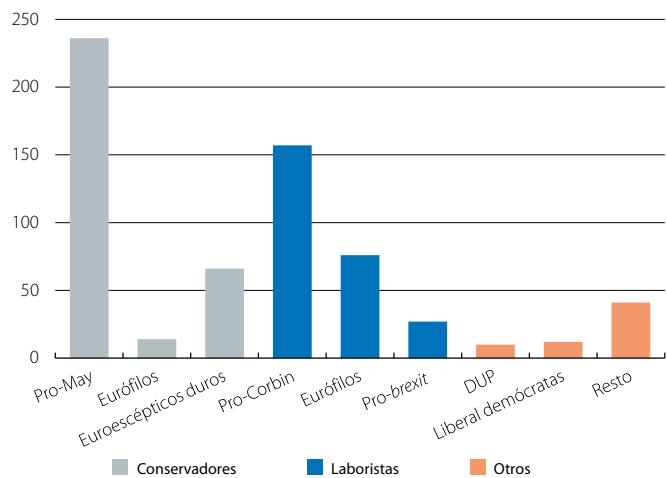
### Indicadores de actividad: PMI compuesto



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

### Brexit: los bloques en el Parlamento británico

Número de diputados con voto



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

transición. Este último es un elemento ciertamente positivo, ya que implica que, si no se llegara a un acuerdo durante dicho periodo, la inestabilidad quedaría atenuada por la permanencia del Reino Unido en una unión aduanera con la UE. Ahora sendos parlamentos deberán aprobar el preacuerdo, lo que se antoja complicado en el caso del Reino Unido debido a la férrea oposición del ala euroescéptica del Partido Conservador y a la decisión del líder laborista de oponerse al acuerdo. El desenlace se conocerá el próximo 11 de diciembre, que es cuando está prevista esta importante votación, que se prevé muy ajustada, en Westminster.

## EUROZONA

**En la eurozona, los indicadores más recientes sugieren un ritmo de crecimiento moderado en el inicio del 4T.** Concretamente, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona, que mide el sentimiento empresarial, disminuyó hasta los 52,4 puntos en noviembre, 5 décimas por debajo del dato de octubre y el registro más bajo desde diciembre de 2014. Ello, sumado a un PIB algo decepcionante en el 3T (0,2% intertrimestral), nos ha llevado a reducir ligeramente nuestras previsiones para 2018 (1,9%) y 2019 (1,8%). Este entorno con ritmos de crecimiento más moderados, pero en cotas saludables, también se reflejó en las nuevas previsiones de crecimiento de la Comisión Europea. Así, en la actualización de otoño de su escenario económico, la Comisión revisó a la baja (-0,1 p. p.) su previsión para 2019, hasta el 1,9% (1 décima por encima de nuestras previsiones), debido al menor dinamismo previsto del sector exterior. No obstante, el organismo señaló que el crecimiento de la eurozona seguirá apoyado en las mejoras del mercado laboral y unas condiciones financieras acomodaticias. En relación con Alemania, el mal dato del PIB en el 3T (-0,2% intertrimestral) confirmó los augurios de un frenazo temporal en dicho trimestre debido a una contribución negativa de las exportaciones netas y una menor producción de coches (asociada a las nuevas regulaciones sobre emisiones que entraron en vigor el 1 de septiembre).

**Las tensiones entre Italia y la Comisión Europea continúan a la orden del día.** Tras analizar el nuevo borrador de los presupuestos para 2019 del Gobierno italiano, la Comisión consideró que Italia no cumple con las normas fiscales de la UE, dado que no está reduciendo su ratio de deuda pública sobre PIB a la velocidad que se exige. Y, por ello, decidió iniciar el proceso para que el Consejo Europeo abra un procedimiento de déficit excesivo a Italia. Este procedimiento implicaría un seguimiento más exhaustivo de las recomendaciones de la UE en materia fiscal y puede conllevar la imposición de sanciones de hasta el 0,5% del PIB. Sin embargo, se trata de un procedimiento largo y es probable que las tensiones y desacuerdos entre ambas partes persistan en los próximos meses.

## ESTADOS UNIDOS

**Los indicadores económicos en EE. UU. no pierden comba** y siguen apuntando a avances considerables en el último trimestre del año, tras un 3T más robusto de lo esperado. Así, en octu-

## Eurozona: previsiones del PIB de la Comisión Europea

Variación anual (%)

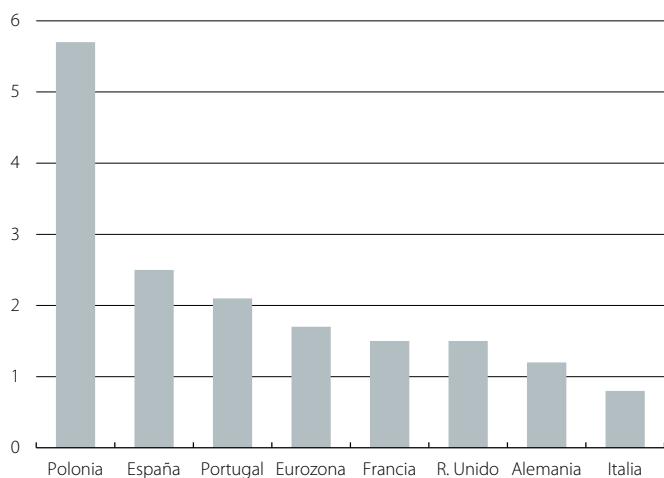
	Previsión		Variación respecto a previsión verano de 2018 *	
	2018	2019	2018	2019
Eurozona	2,1	1,9	= 0,0	▼ 0,1
Alemania	1,7	1,8	▼ 0,2	▼ 0,1
Francia	1,7	1,6	= 0,0	▼ 0,1
Italia	1,1	1,2	▼ 0,2	▲ 0,1
España	2,6	2,2	▼ 0,2	▼ 0,2
Portugal	2,2	1,8	= 0,0	▼ 0,2
Reino Unido	1,3	1,2	= 0,0	= 0,0

Nota: \* Variación en puntos porcentuales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, otoño de 2018).

## Unión Europea: PIB del 3T 2018

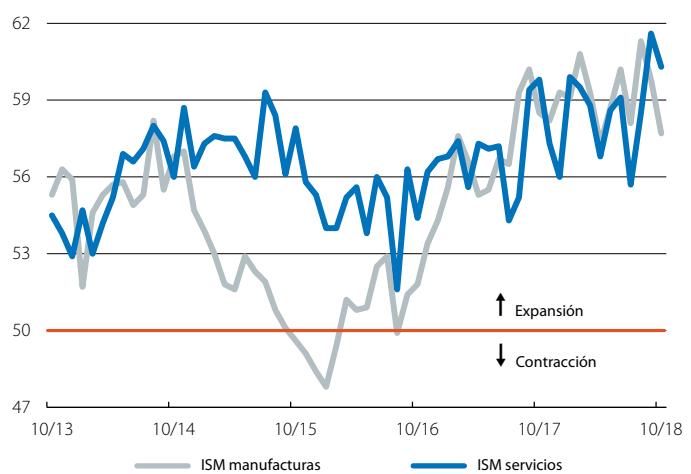
Variación interanual (%)



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

## EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



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

bre, los índices de sentimiento empresarial (ISM) de manufacturas continuaron emplazados en una cómoda zona expansiva (muy por encima de los 50 puntos). En el ámbito laboral, se crearon 250.000 puestos de trabajo, un dato muy fuerte, en especial, en una situación de práctico pleno empleo; la tasa de paro se mantuvo en un bajo 3,7% (el menor nivel desde 1969), y los salarios aumentaron un sólido 3,1% interanual. Todo ello afianza la perspectiva de que la economía estadounidense empezará 2019 con dinamismo.

**Nuevos equilibrios políticos.** En las elecciones legislativas al Congreso, los demócratas consiguieron recuperar la mayoría en la Cámara de Representantes, mientras que los republicanos mantuvieron el control del Senado, con lo que los contrapesos a la Administración norteamericana ganarán fuerza en la segunda mitad del mandato del presidente Trump. Ello será especialmente relevante en el plano de la política interna, al dificultar mucho la aprobación de nuevas rebajas de impuestos y establecer un mayor control sobre el presidente de aquí a 2020.

## JAPÓN

**El crecimiento nipón se ha tomado un respiro** con una caída temporal del PIB en el 3T (-0,3% intertrimestral). Aunque se esperaba un débil registro como consecuencia de la disrupción de la actividad económica por las inundaciones y la ola de calor que sufrió el país durante gran parte del mes de julio, el efecto ha sido peor de lo previsto. De cara al último trimestre, y a pesar de los efectos sobre la demanda externa que se puedan derivar de las tensiones comerciales, prevemos que la economía nipona retorne a tasas positivas de crecimiento.

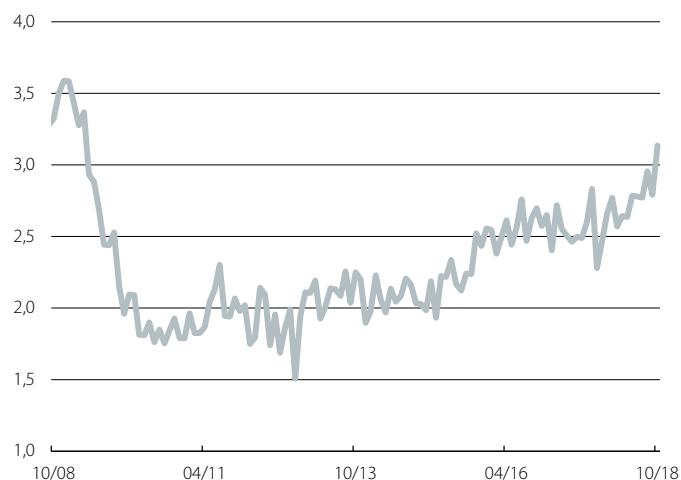
## EMERGENTES

**El sector exterior de China capea bien el temporal de las tensiones comerciales.** En concreto, las exportaciones chinas (en dólares) aumentaron un significativo 15,6% interanual en octubre, lo que además supone una ligera mejora respecto al dato de septiembre (14,4%). De este modo, el sector exportador chino sigue mostrándose dinámico, también en las exportaciones hacia EE. UU., que se han mostrado resistentes a pesar de los aranceles introducidos por la Administración estadounidense a lo largo de 2018. Los indicadores de actividad, por su parte, siguieron respaldando nuestra visión de que la economía china seguirá avanzando hacia una desaceleración suave en los próximos trimestres.

**Brasil e India: dos emergentes que crecen.** El PIB de la economía brasileña mostró un rebote importante en el 3T, con un crecimiento interanual del 1,3% (0,8% intertrimestral) tras el 1,0% del 2T (el repunte del crecimiento estuvo favorecido por el fin de una importante huelga de camioneros que había lastrado la actividad en el trimestre anterior). La economía india, por su parte, sigue avanzando con dinamismo y, en el 3T, su PIB registró un crecimiento interanual del 7,1%, un ritmo notable, aunque algo por debajo del esperado por el consenso de los analistas (7,5%) e inferior al de un 2T en el que fue excepcionalmente elevado (8,2%).

## EE. UU.: salarios

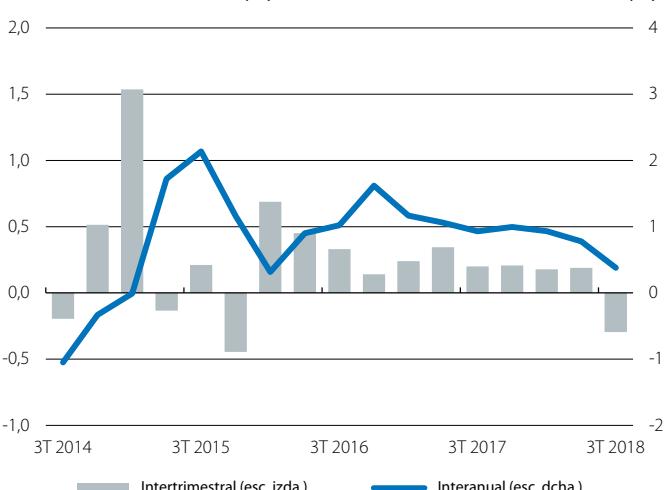
Variación interanual (%)



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

## Japón: PIB

Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

## China: comercio exterior de bienes \*

Variación interanual del acumulado de 12 meses (%)



Nota: \* Variación obtenida a partir de datos nominales en dólares.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Aduana china.

## Portugal: un crecimiento en cotas sólidas

**La economía suaviza su avance en la segunda mitad del año.** En el 3T 2018, el crecimiento del PIB se desaceleró hasta el 0,3% intertrimestral y el 2,1% interanual (0,6% y 2,4% en el 2T 2018, respectivamente) y se apoyó con fuerza en la demanda interna (que tuvo una contribución al crecimiento de +2,4 p. p.). Por componentes, el consumo privado moderó su ritmo de crecimiento hasta el 2,3% interanual (2,7% en el 2T), mientras que la inversión destacó especialmente en positivo con un avance del 4,5% (4,1% en el 2T). Por otro lado, la contribución de la demanda externa continuó siendo negativa (-0,3 p. p.) en un trimestre en el que las importaciones (+3,5%) siguieron mostrándose más vigorosas que las exportaciones (+3,1%), aunque ambas se desaceleraron respecto al 2T. En lo referente al 4T 2018, los indicadores disponibles sugieren que la economía avanza a ritmos sólidos, respaldada por la demanda interna y con una contribución ligeramente negativa por parte del sector exterior. En particular, tanto el indicador de sentimiento económico calculado por la Comisión Europea como el indicador coincidente del Banco de Portugal siguen cerca de sus máximos históricos y apuntan a un avance del PIB de alrededor del 2%.

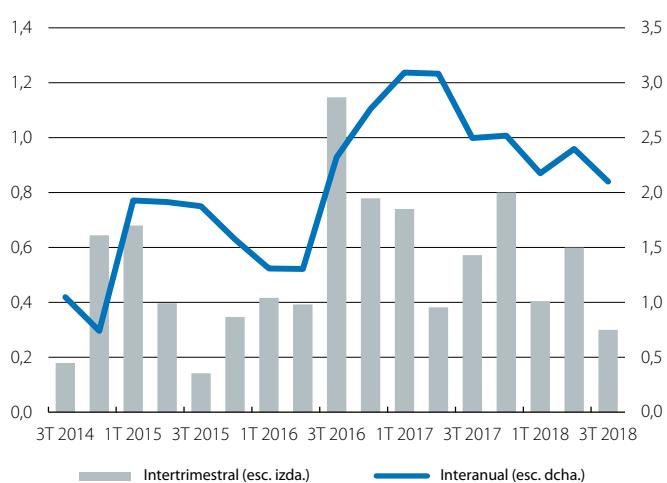
**El mercado laboral evoluciona favorablemente.** El empleo creció un 2,1% interanual en el 3T 2018, una cifra que refleja un buen ritmo de avance, aunque algo inferior al del trimestre anterior (2,4%). Por sectores, los servicios fueron el principal motor de creación de empleo (+68.600 personas respecto al 3T 2017). También destacaron las actividades asociadas al sector público, responsables de más de la mitad de la creación de empleo en el 3T 2018, así como el empleo en el sector de la construcción, que empieza a mandar señales de mayor dinamismo. Por su parte, el número de desempleados disminuyó un 20,6% en términos interanuales en el 3T 2018 y la tasa de paro se situó en el 6,7%, en una dinámica positiva que seguirá dando continuidad a la recuperación del mercado laboral en los próximos trimestres.

**La inflación se mantiene contenida.** En noviembre, la inflación general (medida por el índice IPC no armonizado) se desaceleró hasta el 0,9% interanual (1,0% en octubre) de la mano de un crecimiento menos fuerte de los precios energéticos (4,9% en noviembre frente al 7,3% en octubre) y a pesar del alza de los precios de los alimentos no procesados (0,7% en noviembre tras un -0,1% en octubre). Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo en registros moderados (0,6%) pese a aumentar en 0,1 p. p. respecto a octubre. Por último, la inflación medida por el IPC armonizado (que incluye información relativa al consumo de los turistas) avanzó hasta el 1,0% (0,8% en octubre).

**La cuenta corriente sigue ligeramente en negativo.** Según datos acumulados de los últimos 12 meses, la balanza por cuenta corriente volvió a registrar un saldo negativo en sep-

### Portugal: PIB

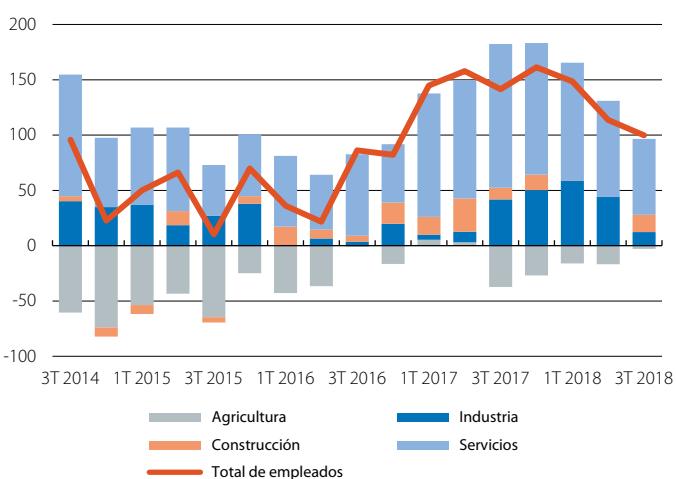
Variación intertrimestral (%)



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

### Portugal: empleo por sectores

Variación interanual (miles)



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

### Portugal: IPCA

Variación interanual (%)



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

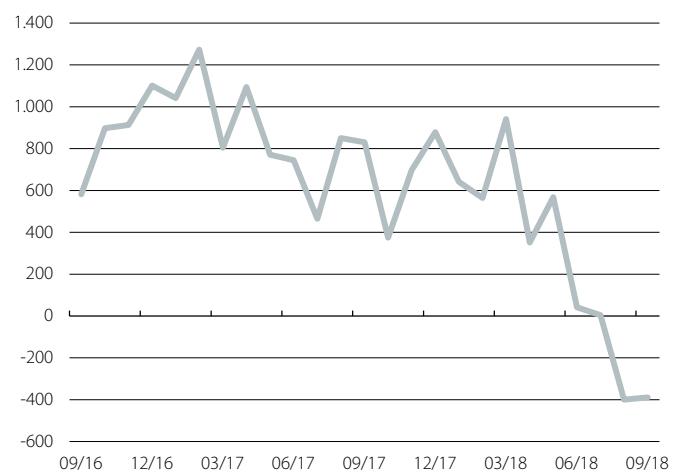
tiembre (-389 millones de euros, un -0,2% del PIB) y se mantuvo en unas cotas relativamente parecidas a las de agosto. Respecto al mes anterior, en septiembre se produjo un cierto aumento del saldo de la balanza de servicios (8,3% del PIB), favorecido tanto por la contribución del turismo (5,9% del PIB) como por la del resto de servicios (2,4%), además de una disminución del déficit de la balanza de bienes. Por su parte, el saldo de la balanza de bienes no energéticos, responsable en gran parte de la tendencia de deterioro de la cuenta corriente en los últimos meses, se mantuvo en el -4,3% del PIB, mientras que el déficit de la balanza de productos energéticos no empeoró y se situó en el -2,4% del PIB. Por último, en lo que respecta a la balanza de rentas, en septiembre el déficit se acentuó hasta el 1,7% del PIB (-1,6% en agosto), siguiendo con la tendencia de empeoramiento de los últimos meses.

**Continúa la mejora de las cuentas públicas.** Los datos disponibles hasta octubre muestran que el saldo consolidado del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.) registró un superávit del 0,2% del PIB, lo que supone una mejora sustancial respecto al mismo periodo de 2017 (cuando fue del -1,1%). Esta evolución favorable refleja, en parte, el dinamismo de la actividad económica, que continúa impulsando los ingresos por encima de los gastos. En concreto, los ingresos registraron un crecimiento acumulado del 5,4% hasta octubre, respaldados en un fuerte impulso tanto de los ingresos fiscales como contributivos, mientras que los gastos aumentaron un 2,1%. Sin embargo, cabe destacar que el menor crecimiento de los gastos se ha visto afectado por los gastos de personal y, en concreto, por un cambio en el abono de la paga de Navidad a los funcionarios públicos y pensionistas, que este año se realiza en noviembre y diciembre (mientras que, en 2017, la mitad de esta paga se abonó en 12 partes a lo largo del año y solo la otra mitad se concentró en noviembre/diciembre). Si se corrige la evolución de los gastos de personal por este factor, estos habrían aumentado un 2,5% hasta octubre (frente a la reducción observada del -1,2%). Así, el comportamiento percibido hasta ahora refuerza nuestra previsión de que se cierre el año 2018 con un déficit de las AA. PP. del -0,7% del PIB (también acorde con las proyecciones del Gobierno).

**La nueva concesión de crédito avanza con firmeza.** Con datos hasta septiembre, las nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda crecieron un 24,3% (acumulado en lo que va de año), mientras que las nuevas concesiones de crédito al consumo aumentaron un 14,1%. A pesar de estos crecimientos firmes, en ambos segmentos de crédito se registró una cierta moderación de las nuevas concesiones respecto a agosto (cuando fueron del 26,4% y 15,6% interanual, respectivamente), reflejo de las medidas macroprudenciales implementadas desde julio por el Banco de Portugal. Por último, las nuevas operaciones de crédito a las empresas aumentaron de forma estable y ligeramente por encima del 13% interanual.

### Portugal: saldo de la balanza por cuenta corriente

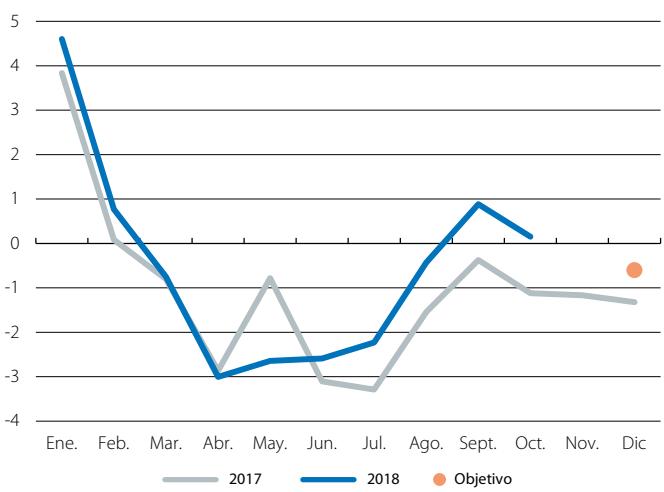
Millones de euros (acumulado de 12 meses)



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

### Portugal: saldo del Estado

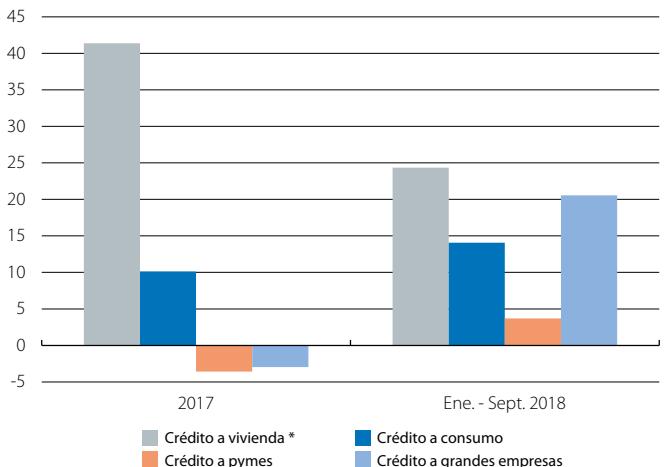
(% PIB)



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

### Portugal: nueva concesión de crédito

Variación interanual (%)



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