

2019: un inicio de año mejor de lo esperado, pero persisten los riesgos bajistas

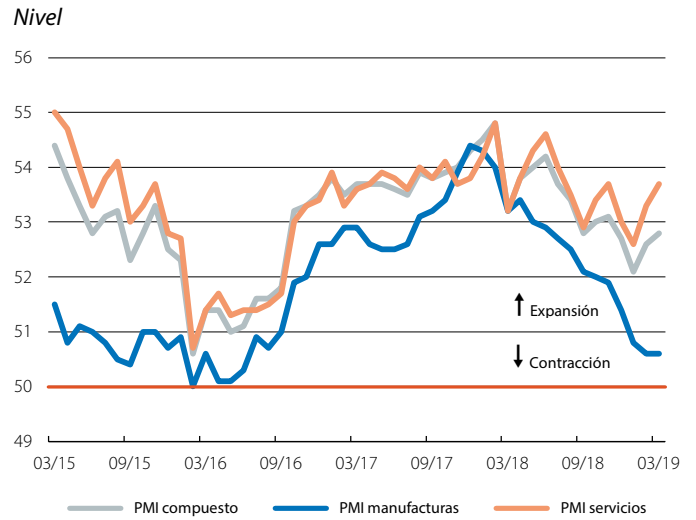
La expansión de la economía mundial continúa, pero las perspectivas de crecimiento se han moderado. Fruto de la propia madurez del ciclo, la incertidumbre geopolítica, las tensiones comerciales y los lastres temporales sobre economías clave, en los últimos trimestres la actividad global avanza a un ritmo más contenido. Así lo reflejan indicadores como el índice de sentimiento empresarial (PMI) compuesto que, aunque en marzo aumentó ligeramente (52,8 puntos) gracias a la mejora en los servicios, sigue lastrado por la debilidad del sector industrial (el PMI de manufacturas se mantuvo en los 50,6 puntos, rozando el límite de los 50). Este entorno de crecimiento más moderado también se refleja en el nuevo cuadro macroeconómico que el FMI presentó en abril, en el que redujo sus previsiones de crecimiento mundial (del 3,5% para 2019 que manejaba en enero al 3,3%), especialmente entre las economías avanzadas, y mantuvo el balance de riesgos sesgado a la baja. A pesar de esta revisión, y como señala el propio FMI, el ritmo de actividad económica podría mostrar un mejor tono a medida que avance el año, gracias a la pausa en el endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales, el mantenimiento de una política fiscal expansiva en países como China, la distensión en el conflicto comercial entre EE. UU. y China, y el desvanecimiento de los lastres temporales.

Del destensionamiento comercial a la incertidumbre del *brexit*. En el ámbito comercial, EE. UU. y China están cada vez más cerca de llegar a un acuerdo que favorecería una reducción de la incertidumbre a nivel global. En este sentido, Robert Lighthizer, representante comercial de EE. UU., y Steven Mnuchin, secretario del Tesoro, viajaron a China a finales de abril con la intención de cerrar las negociaciones comerciales entre ambos países. Desde EE. UU. ya se ha anunciado que parte de las negociaciones cubren aspectos como la propiedad intelectual, la transferencia forzosa de tecnología o las barreras no arancelarias. Pero mientras EE. UU. y China encauzan sus tensiones comerciales, la incertidumbre alrededor del *brexit* se mantiene. En concreto, la UE concedió al Reino Unido una nueva extensión del artículo 50, esta vez hasta el 31 de octubre, con el fin de dejar más tiempo para reconsiderar la estrategia de salida. El Reino Unido tendrá hasta entonces para ratificar el acuerdo de salida, aunque sigue abierto un amplio abanico de posibilidades (desde revocar el artículo 50 en su totalidad y cancelar el *brexit* hasta una salida sin un acuerdo). No obstante, la extensión reduce los temores a un *brexit* desordenado (una opción que, además, ha sido rechazada por una amplia mayoría del Parlamento británico).

EUROZONA

La actividad en la eurozona sorprendió al alza en el 1T 2019. En particular, el PIB avanzó un 0,4% intertrimestral, 2 décimas

Indicadores de actividad mundial



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

PIB: economías destacadas

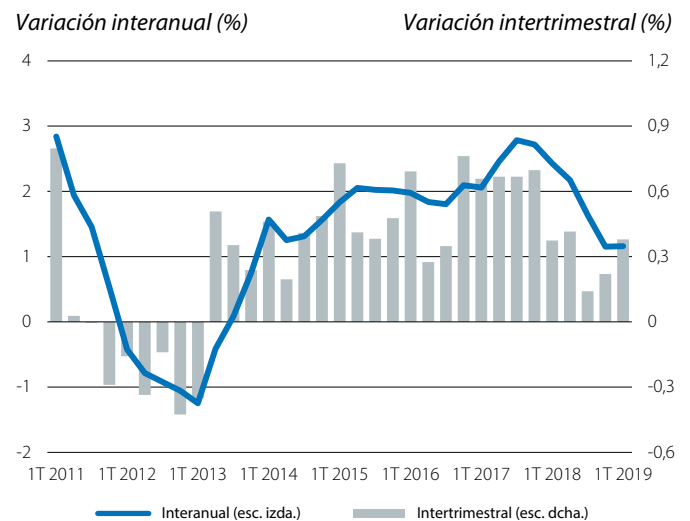
Variación anual (%)

	2018	2019 (p)	2020 (p)
Economía mundial	3,6	3,3	3,4
Economías avanzadas	2,2	1,8	1,7
EE. UU.	2,9	2,4	1,7
Eurozona	1,8	1,3	1,5
España	2,6	2,3	1,9
Portugal	2,1	1,8	1,7
Economías emergentes	4,5	4,3	4,6
China	6,6	6,2	6,0

Nota: (p) Previsión de CaixaBank Research.

Fuente: CaixaBank Research.

Eurozona: PIB



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

por encima del dato del 4T 2018 y por encima de nuestras previsiones y del consenso de analistas. El dato sorprendió en positivo, ya que los modestos registros de algunos indicadores de sentimiento y los problemas del sector industrial en el primer tramo del año apuntaban a que la moderación de la segunda mitad de 2018 se mantendría en el 1T. De hecho, la economía de la eurozona había pasado de tasas del 0,4% intertrimestral a principios de 2018 a cotas en torno al 0,2% a finales de 2018. Parte de esta ralentización refleja el impacto de un elemento temporal: las disrupciones en el sector de la automoción ante la nueva normativa de emisiones europeas. No obstante, dos factores de carácter más duradero también han lastrado la actividad: la ralentización del comercio mundial y fuentes de incertidumbre de naturaleza política (la resolución del *brexit*, el conflicto alrededor de la política fiscal italiana o las tensiones comerciales entre EE. UU. y China). En este sentido, a medida que algunos de estos factores vayan a menos en los próximos meses, la eurozona mantendrá un mejor desempeño en la segunda mitad del año. Por países de los que conocemos datos, destacó en positivo España, con un crecimiento del 0,7% intertrimestral (véase la sección de [Economía española](#) de este mismo *Informe Mensual*), y Francia (0,3%). El PIB de Italia aumentó un 0,2% en términos intertrimestrales, un dato modesto pero que se produjo tras dos trimestres consecutivos con crecimientos intertrimestrales negativos. En este contexto, la contención de las presiones inflacionistas de la eurozona (1,4% interanual en marzo, 1 décima por debajo del registro del mes anterior debido, en gran medida, a la desaceleración de la inflación subyacente hasta el 1,0%) sigue apuntando a una recuperación muy gradual de la inflación hacia el objetivo del BCE (~2%) y refuerza la perspectiva de que la institución mantendrá una política acomodaticia en los próximos trimestres.

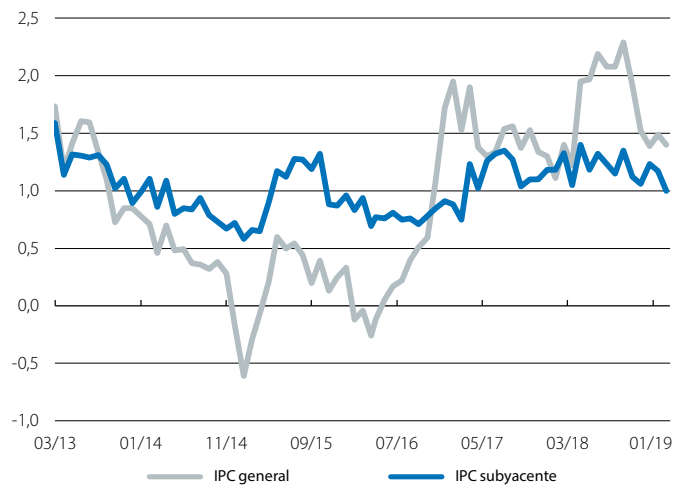
La dinámica más suave en el crecimiento de la eurozona se mantiene al inicio del 2T. Los PMI de la eurozona siguieron sin repuntar en abril e indican que la región sigue avanzando de forma contenida. En particular, el PMI compuesto de la eurozona se mantuvo en niveles modestos (51,3 puntos en abril, tras los 51,6 puntos de marzo) y decepcionó a las expectativas del consenso de analistas. En el detalle sectorial, el PMI de manufacturas continuó en zona contractiva (47,8 puntos) y el de servicios (52,5 puntos) retrocedió 0,8 puntos. En la misma línea, el índice de confianza del consumidor empeoró ligeramente en abril y se situó en los -7,7 puntos. Se trata de un dato peor de lo esperado y que rompe con una tendencia de mejora entre diciembre y marzo. Así, en su conjunto, los últimos datos sugieren que la economía de la eurozona no ha superado sus lastres temporales en el inicio del 2T.

ESTADOS UNIDOS

Sorpresa positiva del PIB de EE. UU. La actividad económica avanzó un sólido 0,8% intertrimestral (3,2% anualizado) en el 1T 2019, y un 3,2% interanual. Se trata de un avance superior al del trimestre anterior (cuando fue del 0,5% intertrimestral), y que sorprendió en positivo, puesto que se esperaba que tres factores lastrarían la actividad: (i) el cierre parcial de la Administración federal en el mes de enero, (ii) el frío extremo que azotó el

Eurozona: IPC armonizado

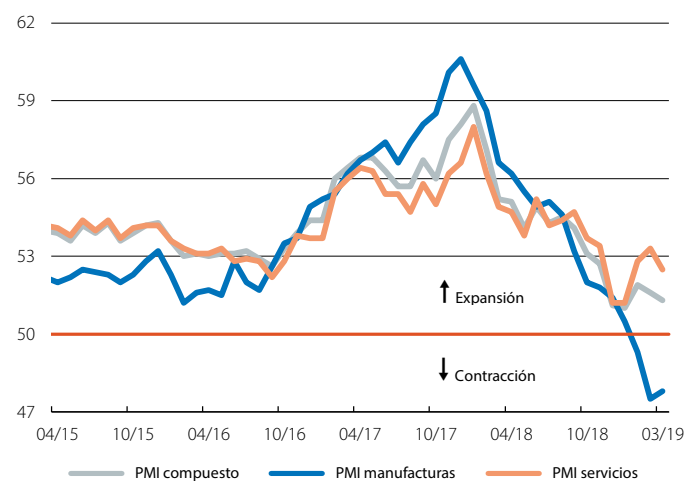
Variación interanual (%)



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

Eurozona: indicadores de actividad PMI

Nivel

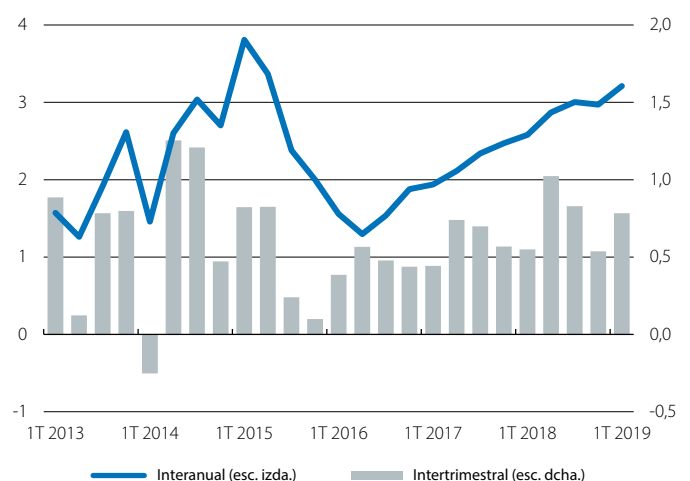


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

EE. UU.: PIB

Variación interanual (%)

Variación intertrimestral (%)



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

norte del país, y (iii) el hecho de que la oficina estadística estadounidense tiende a subestimar el avance del PIB de los primeros trimestres. Por componentes de demanda, la aceleración en el 1T 2019 estuvo apoyada por la demanda externa (ante la mejora de las exportaciones y la caída de las importaciones), las existencias y el consumo público. Elementos, todos ellos, que deberían ir a menos en los próximos trimestres. Por el contrario, el consumo privado y la inversión empresarial, puntales de la demanda interna, ralentizaron sus tasas de avance, lo cual es indicativo de la desaceleración a futuro de la actividad económica estadounidense. Así pues, y a pesar del buen dato, seguimos esperando una desaceleración de la economía estadounidense, aunque algo más gradual de lo que se anticipaba antes de la publicación de los datos: del 2,9% de 2018 al 2,4% de 2019.

Las contenidas presiones inflacionistas apoyan la paciencia de la Fed. Si bien la inflación general repuntó en marzo, la subyacente, más ligada a la evolución de la actividad económica, se mantuvo estable. En particular, la general se emplazó en el 1,9% (4 décimas por encima del registro del mes anterior), en gran parte debido al aumento de los precios de los carburantes. Por su parte, la subyacente, que excluye la energía y los alimentos, se situó en el 2,0% (2,1% en febrero). Este contexto de medidas presiones inflacionistas respalda la estrategia actual de la Fed de mantenerse paciente en relación con su política monetaria.

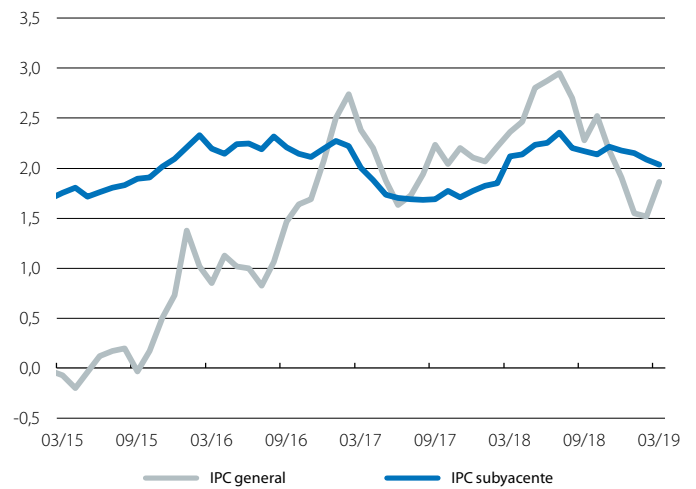
EMERGENTES

China se toma un respiro en su senda de desaceleración y anota un avance del PIB del 6,4% interanual en el 1T 2019. El dato, que coincidió con el registrado en el 4T 2018 y se situó algo por encima de lo esperado, reflejó la mejora de la actividad industrial: por componentes de oferta, las manufacturas aceleraron significativamente su crecimiento interanual (del 5,8% en el 4T 2018 al 6,1% en el 1T 2019), en contraste con los servicios (pasaron del 7,6% al 7,0%). El buen registro también se vio apoyado por la disminución de las tensiones comerciales, ante el avance de las negociaciones entre China y EE. UU., y el impacto positivo de las medidas de estímulo monetarias y fiscales acometidas por el Gobierno chino (descritas en la [coyuntura del IM04/2019](#)). Así, estas políticas han apaciguado los temores a un aterrizaje brusco a corto plazo y, de cara a los próximos trimestres, cabe esperar que la economía china se desacelere de forma muy gradual, aunque su transición económica es compleja y persisten notables desequilibrios de fondo (como la elevada deuda corporativa).

La economía rusa cerró un 2018 mejor de lo esperado, pero encara un 2019 de desaceleración. En concreto, el PIB de Rusia creció un 2,2% en 2018, ante un cierre de año con avances superiores a los previstos (2,7% interanual en el 4T, frente al 2,2% del 3T). De cara a 2019, no obstante, prevemos que el crecimiento se ralentizará moderadamente hasta cotas por debajo del 2%. La incertidumbre política (con la situación de Ucrania y la amenaza de nuevas sanciones internacionales), un escenario del precio del petróleo que estimamos en ascenso moderado, y el retorno a tasas más en consonancia con el potencial del país apoyarán esta tendencia.

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)

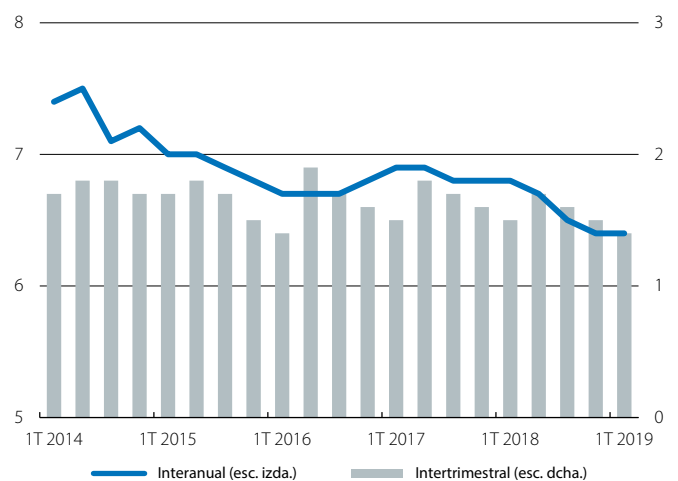


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Bureau of Labor Statistics.

China: PIB

Variación interanual (%)

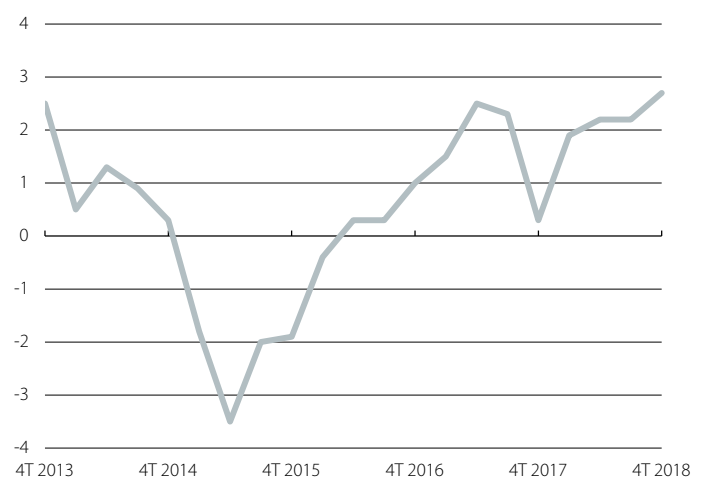
Variación intertrimestral (%)



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

Rusia: PIB

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Servicio Federal de Estadísticas de Rusia.

Portugal: crecimiento favorable, pero con las dudas del sector exterior

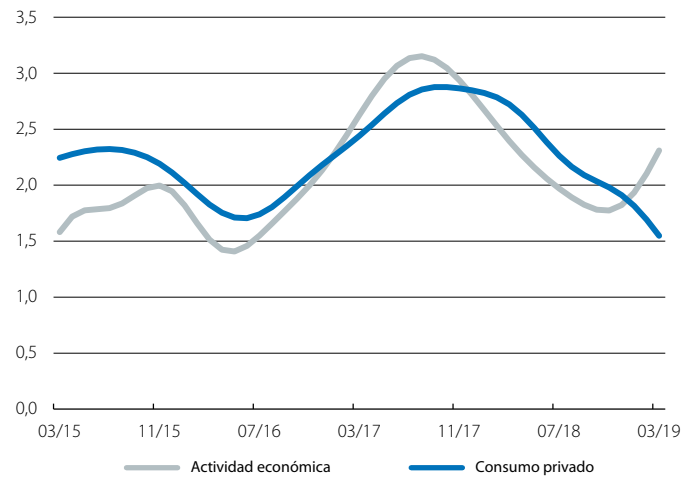
Los indicadores de actividad apuntan a un inicio de año positivo, a pesar de algunas señales mixtas. A la espera de la publicación del PIB del 1T 2019, el conjunto de indicadores sugiere que la actividad mantuvo un ritmo de avance favorable en el primer trimestre del año. En concreto, el indicador coincidente de actividad elaborado por el Banco de Portugal, que históricamente presenta una buena correspondencia con el crecimiento del PIB, aceleró hasta el 2,3% en marzo y se situó en el 2,1% en el promedio del trimestre. Además, los datos disponibles reflejan un desempeño positivo de la inversión en todos sus componentes y una aceleración del volumen de negocios tanto en el sector manufacturero como en los servicios, de la mano de una mejora de los indicadores de sentimiento económico en ambos sectores. Frente a estas dinámicas positivas, pero, también aparecen algunas señales más mixtas. En particular, el indicador coincidente para el consumo privado mantuvo una tendencia descendente en el 1T 2019, y cerró en el 1,5% en marzo y con un promedio trimestral del 1,7% (3 décimas menos que en el 4T 2018), lo que sugiere que el consumo de las familias podría haber sido menos boyante en los primeros compases del año. Por otro lado, como se detallará a continuación, una nota más disonante sigue sonando en el sector exterior, donde las cifras más recientes continúan señalando un incremento del déficit por cuenta corriente que lastra parcialmente la capacidad de reducir el endeudamiento exterior.

El deterioro del saldo corriente prosiguió en febrero. El déficit de la balanza por cuenta corriente se situó en los 1.900 millones de euros (acumulado de 12 meses), equivalente al -1,0% del PIB, lo que refleja un claro deterioro respecto al registro del año pasado (en el -0,3% del PIB). Esta diferencia se debió a la bajada del déficit de bienes (-7,7% del PIB), puesto que los saldos tanto de la balanza de servicios (+8,2%) como de rentas (-1,5%) se mantuvieron prácticamente constantes. Por su parte, la balanza de capital permaneció en terreno positivo y más que compensó el déficit por cuenta corriente (el saldo conjunto se situó en el +0,1% del PIB en febrero). En este contexto, cabe resaltar la importancia de preservar un superávit exterior que permita seguir reduciendo la deuda externa neta (en 2018, se situó en el 89% del PIB, 2,7 p. p. por debajo de la cifra de 2017).

La actividad turística muestra un buen tono en el inicio del año. En el acumulado de enero y febrero de 2019, el número de turistas extranjeros aumentó un 6,0% respecto al mismo periodo del año anterior. Por destinos, destaca la recuperación de la llegada de turistas procedentes del Reino Unido, que cre-

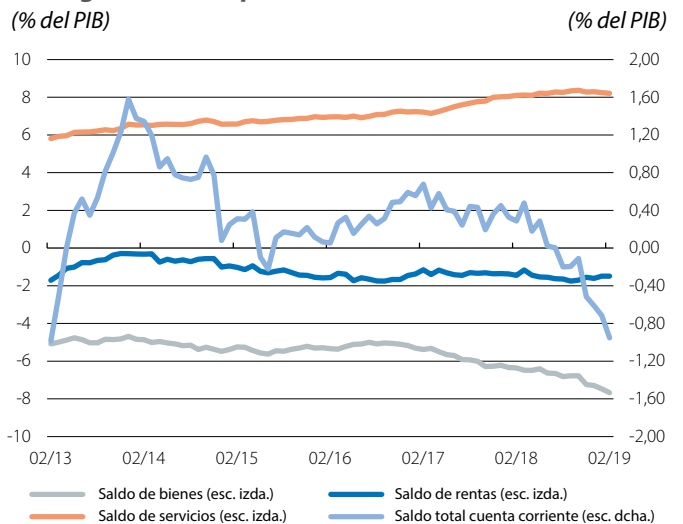
Portugal: indicadores coincidentes de actividad

Variación interanual (%)



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

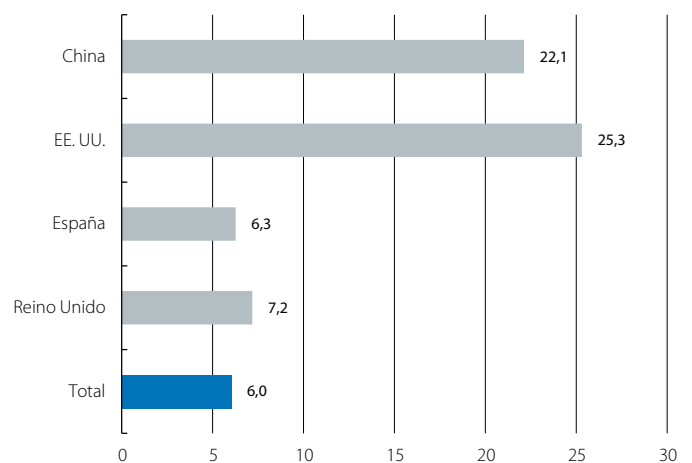
Portugal: balanza por cuenta corriente



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

Portugal: entrada de turistas por origen

Variación interanual (acumulado enero-febrero 2019, %)



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

cieron un significativo 7,2%, así como el fuerte avance de los turistas de EE. UU. (25,3% interanual) y China (22,1%). Por su parte, los ingresos de los establecimientos de alojamiento turístico aumentaron un 6,5% interanual gracias al incremento de la cantidad de turistas, dado que el rendimiento medio por habitación disponible apenas creció (de los 25,3 euros a los 25,8 euros).

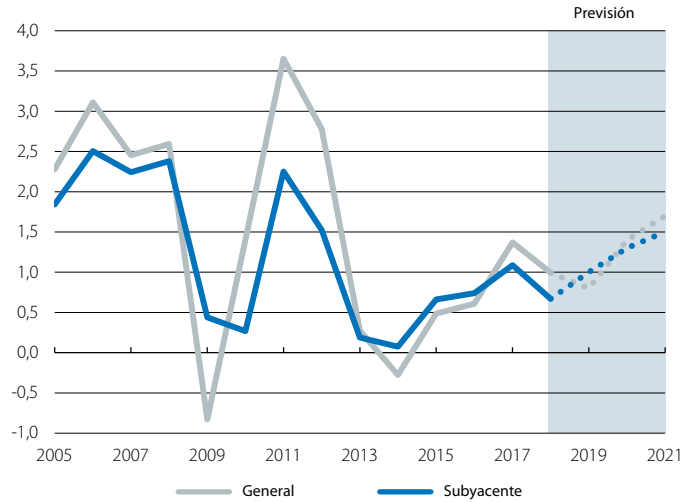
La inflación se mantiene en cotas moderadas. En abril, la inflación general (medida según el índice de precios al consumo) se situó en el 0,8% interanual, mientras que la inflación subyacente (que excluye los precios de los alimentos no procesados y de la energía, que son especialmente volátiles) se emplazó en un moderado 0,8%, solo ligeramente por encima del 0,7% de marzo. Así, en el conjunto de los últimos 12 meses, la inflación general registró un promedio del 1,0% (la misma cifra que en marzo).

Las empresas y las familias avanzan en la reducción de su endeudamiento. En concreto, en el 4T 2018, el endeudamiento de las empresas no financieras y el de las familias siguió disminuyendo y se situó en el 100,6% del PIB y el 66,9% del PIB, respectivamente (lo que supone una reducción de 6,7 p. p. y de 2,2 p. p. frente al 4T 2017). Además, respecto a los niveles máximos registrados entre 2009 y 2013, la deuda de las empresas no financieras ha disminuido en 40,8 p. p., mientras que la de las familias lo ha hecho en 25,2 p. p.

La cartera de crédito del sector privado sigue contrayéndose. En particular, la cartera registró una caída del 2,5% interanual en febrero, explicada, en gran parte, por la contracción del crédito a las sociedades no financieras (-5,6% interanual; con la exclusión de las ventas de carteras de préstamos dudosos, este habría aumentado un 0,5%). Al mismo tiempo, la cartera de crédito a las familias disminuyó un 0,6% interanual, debido a la contracción de la cartera de crédito a la vivienda (-1,4% interanual, que se explica por el hecho de que las nuevas operaciones crecen a buen ritmo, aunque todavía son insuficientes para compensar las amortizaciones), mientras que el crédito al consumo continuó creciendo de forma robusta (9,4% interanual). Por su parte, la ratio de morosidad del sector privado se redujo del 14,6% en 2017 al 10,5% en 2018, gracias a una reducción del crédito dudoso del 29,0% anual. El segmento que más contribuyó a la mejora fue el de empresas, cuyo crédito dudoso se contrajo en 7.000 millones de euros durante el año, lo que situó la ratio de morosidad empresarial en el 18,5% (-6,7 p. p.). La notable mejora en la morosidad durante 2018 se explica, en gran medida, por el mayor dinamismo en las ventas de carteras de créditos dudosos, tendencia que se mantendrá durante el 2019.

Portugal: inflación (IPC)

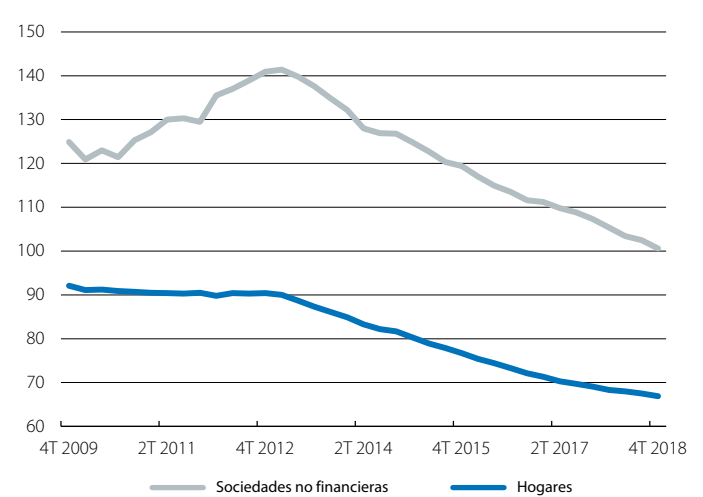
Promedio anual (%)



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

Portugal: deuda del sector privado

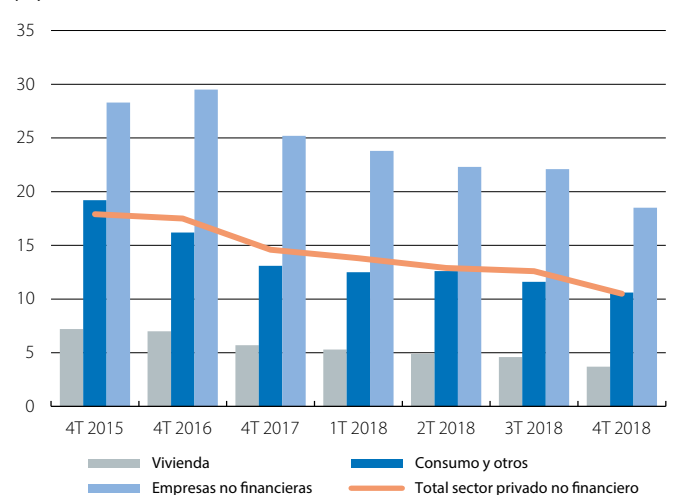
(% del PIB)



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

Portugal: tasa de morosidad por segmento

(%)



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