

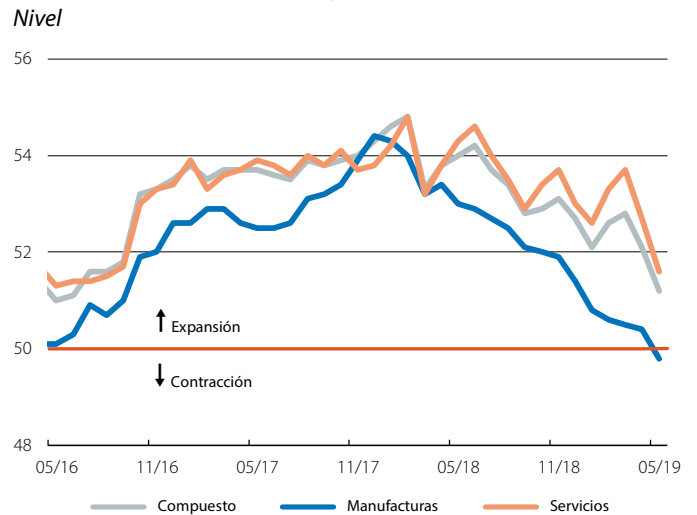
La expansión global continúa, pero los riesgos se acrecientan

Ligero deterioro del escenario macroeconómico global. Por un lado, unos datos de crecimiento algo peores de lo esperado en el 1T en algunas economías emergentes de peso (India, Brasil y Turquía) nos han llevado a una pequeña rebaja de la previsión de crecimiento para 2019 (del 3,3% al 3,2%), confirmando que la economía global bajará una marcha en el presente año (recordemos que en 2018 el crecimiento fue del 3,6%). Por el otro, hemos visto un deterioro significativo de los indicadores de sentimiento global en el 2T: el indicador compuesto global PMI cayó hasta los 51,2 puntos en mayo (52,1 en abril) y, además, el índice de manufacturas se situó por debajo de los 50 puntos (el umbral que separa la zona expansiva de la recesiva). Así, los datos señalan que la actividad económica global ha entrado en una senda algo más débil, afectada por la mayor incertidumbre global.

Aumento de las incertidumbres. Una de las principales razones de que asignemos una mayor probabilidad de materialización de los riesgos bajistas es que todo indica que las tensiones proteccionistas entre EE. UU. y China reaparecieron en mayo para quedarse. Así, las espadas continúan en alto, tal y como muestra el repunte de los índices de incertidumbre geopolítica, a pesar de que la reanudación de las negociaciones comerciales tras la reunión de Trump y Xi Jinping en la cumbre del G-20 de Osaka de finales de junio ha suavizado la situación a corto plazo. Así, aunque cabe esperar algún tipo de acuerdo entre las dos potencias, difícilmente será ambicioso. Además, hay dos motivos que refuerzan la visión de que la incertidumbre ha venido para quedarse. El primero es que hay un riesgo significativo de que al final no se alcance dicho acuerdo: los desacuerdos de fondo continúan sin resolverse, y China ha publicado un Documento Blanco donde rechaza haberse aprovechado de transferencias forzosas de tecnología, uno de los puntos clave del litigio. El segundo es que, incluso con un acuerdo, la incertidumbre no se desvanecerá de la noche a la mañana: los aranceles implementados difícilmente se retirarán de forma inmediata y algunos focos de incertidumbre de un conflicto tan complejo y con tantas aristas continuarán latentes. Si los riesgos se materializasen, la desaceleración podría ser mucho más intensa de lo que manejamos, en buena parte debido a los efectos indirectos causados por la mayor incertidumbre, y tanto China como EE. UU. se enfrentarían a un oneroso peaje en términos de crecimiento (para las cifras exactas, véase el Focus «[La amenaza del proteccionismo en la economía mundial](#)» en este mismo Informe Mensual).

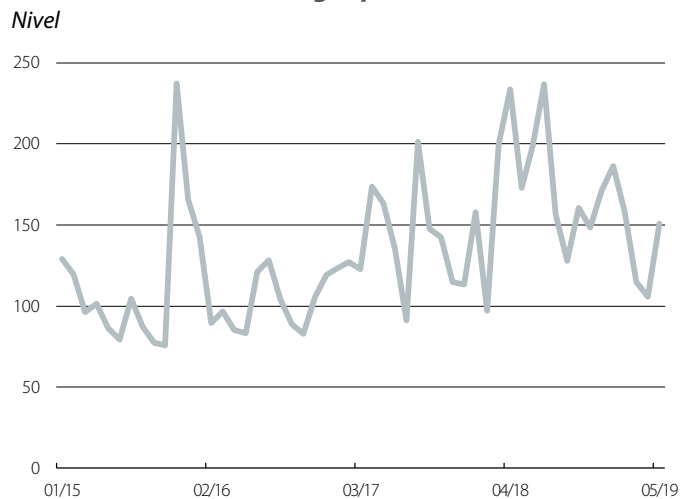
En Europa, la incertidumbre política vuelve a repuntar. Por un lado, si el Gobierno italiano no presenta un plan fiscal creíble en julio, la Comisión Europea va camino de recomendar al Consejo Europeo la apertura de un procedimiento de déficit excesivo (EDP) al país transalpino. Ello obligaría al Ejecutivo italiano a incluir suficientes medidas de ajuste para sanear las cuentas sin perjudicar un crecimiento económico ya de por sí anémico en el

Indicadores de actividad global: PMI



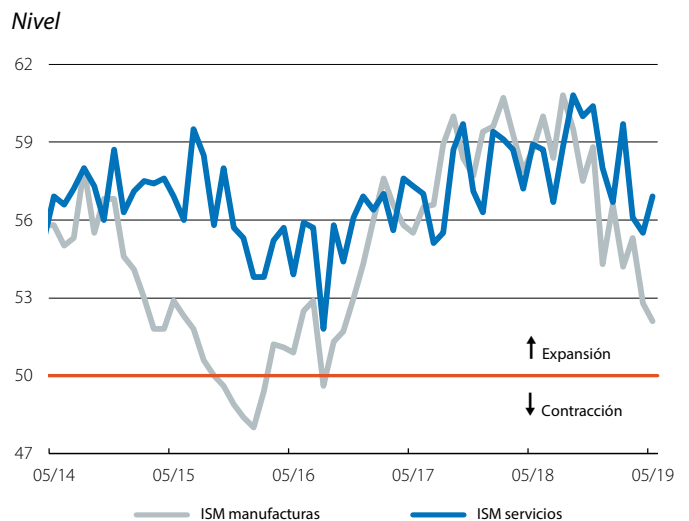
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Índice de incertidumbre geopolítica mundial



Fuente: Base de datos de los economistas Iacovello y Caldara, a partir del porcentaje de artículos sobre incertidumbre geopolítica en los principales medios de comunicación internacionales.

EE. UU.: indicadores de actividad



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

presupuesto de 2020, que se debe presentar antes de mediados de octubre de 2019. Las negociaciones entre Roma y Bruselas serán largas (el EDP es un proceso esencialmente político y gradualista, que confiere bastante margen de acción para que los países afectados rectifiquen), pero es probable que las tensiones ganen prominencia en los próximos meses. Además, el Gobierno italiano se guarda la carta de convocar nuevas elecciones a finales de año, lo que podría alargar todo el proceso e intensificar el conflicto. En el Reino Unido, la situación no es mucho más boyante: Boris Johnson se perfila como el gran favorito para ser el nuevo primer ministro y, aunque las dificultades que tiene el Parlamento británico para consensuar una estrategia de salida deberían allanar el terreno para una nueva extensión del artículo 50 a finales de octubre, las declaraciones en las que reitera el compromiso de abandonar la UE en octubre resaltan el riesgo de que se produzca un *brexit* desordenado.

ESTADOS UNIDOS

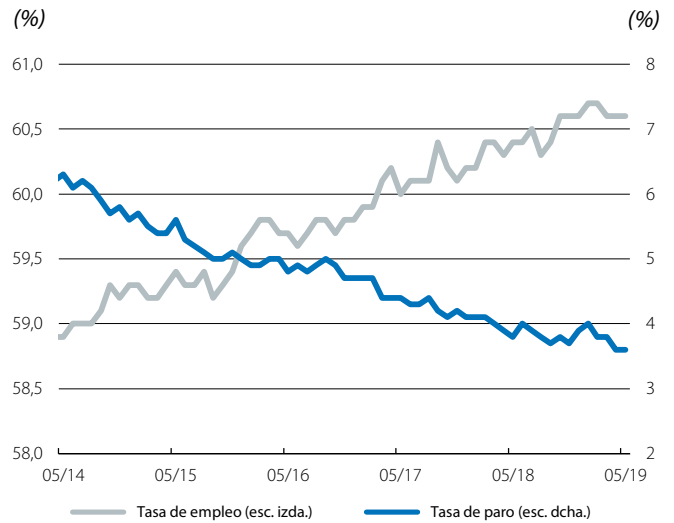
Los indicadores económicos aguantan bastante bien. En particular, el conjunto de indicadores de actividad del 2T sigue en terreno razonablemente positivo y su ligera flexión a la baja va en consonancia con la suave desaceleración que esperamos para este año. Los indicadores de sentimiento empresarial (ISM) reflejaron esta tendencia, ya que continuaron confortablemente situados en zona expansiva en mayo (es decir, por encima de los 50 puntos), aunque el índice de manufacturas retrocedió en 0,7 puntos. Por otra parte, cabe destacar que el brío del mercado laboral dio señales de suavizarse con la creación de 75.000 puestos de trabajo en mayo (223.000 de promedio en 2018), si bien se trata de un dato razonable habida cuenta de que la economía norteamericana se encuentra en una situación de pleno empleo y en una fase más madura del ciclo. En esta línea, la tasa de desempleo continúa instalada en un bajísimo 3,6% y los salarios avanzaron un dinámico 3,1% interanual.

Las presiones inflacionistas se mantienen contenidas. En concreto, la inflación de EE. UU. se emplazó en el 2,0% en mayo, el mismo registro que en abril, mientras que la inflación subyacente se situó en el 1,8% (2,1% en abril). De cara a los próximos meses, esperamos que la inflación subyacente se mantenga en los niveles actuales, de modo que la ausencia de presiones inflacionistas significativas puede favorecer que la Fed lleve a cabo alguna bajada de tipos si el contexto económico se deteriora.

EUROPA

La actividad se modera en el 2T. Tras un avance del PIB por encima de lo esperado en el 1T (0,4% intertrimestral), reflejo de la resiliencia de la demanda interna, todo indica que, en el segundo trimestre, la economía de la eurozona habrá crecido a un ritmo más moderado (0,2%-0,3% intertrimestral) y que se ajusta más a la desaceleración que presenciamos en el segundo semestre del pasado año. El desacople entre un sector servicios que continúa siendo dinámico gracias al aguante de la demanda interna y un sector industrial que sufre por la incertidumbre global y la ralentización de los flujos comerciales se volvió a hacer patente en los indicadores de sentimiento empresarial

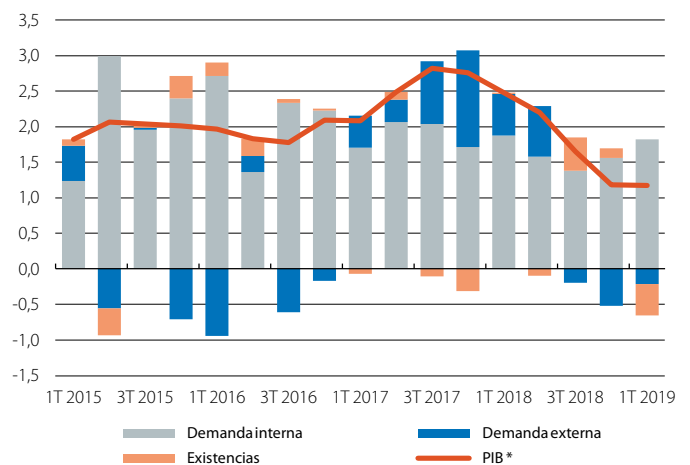
EE. UU.: mercado laboral



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

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p.p.)

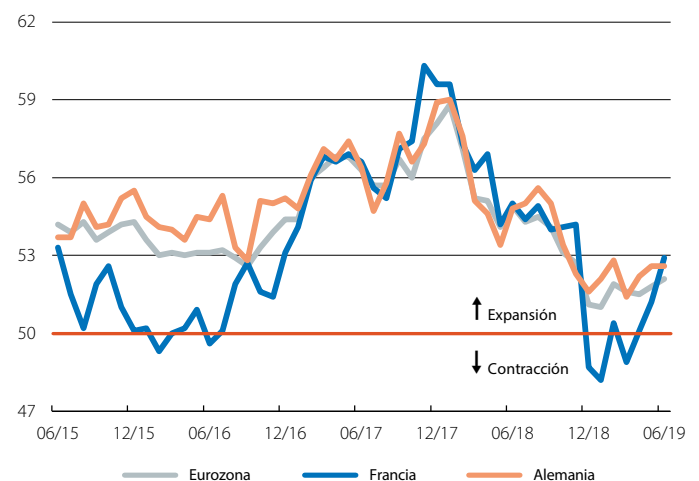


Nota: * Variación interanual (%).

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.

(PMI): en junio, el PMI de servicios progresó, mientras que el de manufacturas continuó varado en zona contractiva (47,8 puntos). Las propias previsiones del BCE, que en su actualización de junio apuntan a una proyección de crecimiento para 2019 del 1,2% (una cifra parecida a nuestra previsión del 1,3%), reflejan la expectativa de un crecimiento moderado. En parte, ello es fruto de un entorno global más adverso que penaliza la demanda externa, por lo que tanto una reconducción de las tensiones proteccionistas como la disipación de los lastres que han perjudicado al sector del automóvil podrían dar algo de tracción al crecimiento de la eurozona. La inflación, por su parte, continúa en niveles modestos y se situó en el 1,2% en mayo y junio, una vez se dispararon los efectos estacionales que la habían propulsado temporalmente en abril por la Semana Santa.

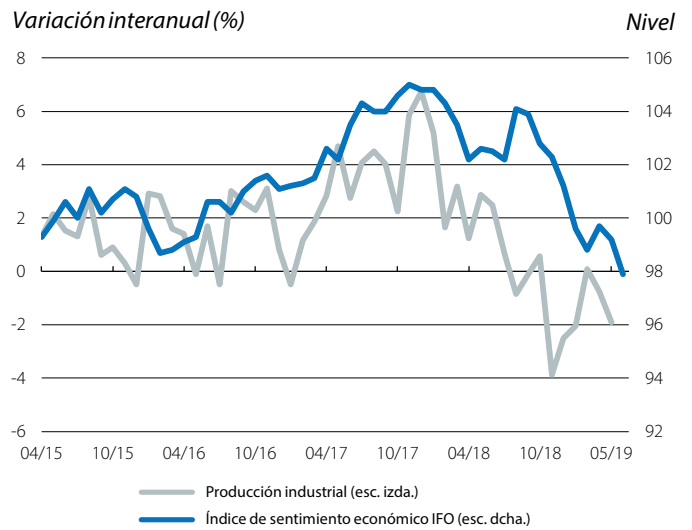
Alemania no sale del bache. La importancia del sector exterior para la economía alemana (en 2018, las exportaciones alemanas de bienes y servicios representaron un 47% del PIB, y en España, por ejemplo, solamente un 34%) explica que se esté viendo particularmente perjudicada por la incertidumbre y el menor dinamismo de la economía global. El sector industrial, muy abocado a la exportación, se está viendo perjudicado de forma generalizada y mucho más allá del sector del automóvil, tal y como reflejaron los datos de producción industrial de abril (-1,9% interanual). Además, el Bundesbank indicó en su actualización de junio que espera que el PIB se contraiga ligeramente en el 2T. Todo ello nos ha llevado a revisar a la baja el crecimiento de Alemania en -0,2 p. p. en 2019 y 2020 hasta el 0,8% y el 1,4%, respectivamente.

RESTO DEL MUNDO

China: los indicadores de actividad siguen pintando una desaceleración. En particular, en mayo la producción industrial y la inversión volvieron a ralentizarse y nuestro indicador de crecimiento, que refleja el estado de la actividad a partir de la evolución de los sectores y variables más representativos de la economía real, continuó describiendo una senda de desaceleración gradual. Todo indica que las autoridades económicas del país están siguiendo un enfoque reactivo consistente en estimular la economía cuando detectan que la desaceleración se agudiza para, acto seguido, levantar el pie del acelerador cuando, gracias precisamente a dicho estímulo, los datos mejoran. En este sentido, China cuenta con un margen relativamente amplio en política monetaria (menos en política fiscal) para implementar nuevas medidas expansivas que permitan evitar una desaceleración abrupta. En esta línea, el gobernador del Banco Central Yi Gang ya ha anunciado que están dispuestos a actuar si fuera necesario.

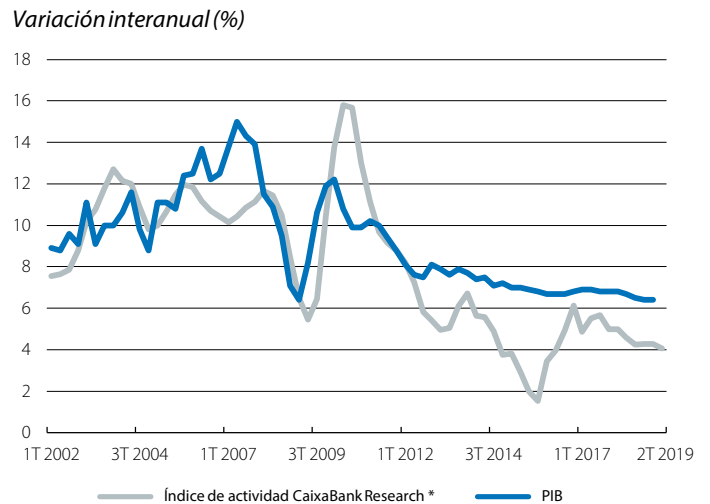
Entre los emergentes, Turquía continúa en horas bajas. Tras tres trimestres con fuertes caídas, el PIB de Turquía cogió algo de aire en el 1T 2019 con un crecimiento intertrimestral del 1,3%, aunque en términos interanuales la tasa de avance del país todavía se emplazó en terreno negativo (-2,6%). Con todo, mantenemos nuestra previsión para 2019 en el -2,5%, dado que la economía turca todavía se encuentra en un contexto complicado donde los desequilibrios siguen muy presentes.

Alemania: indicadores de actividad



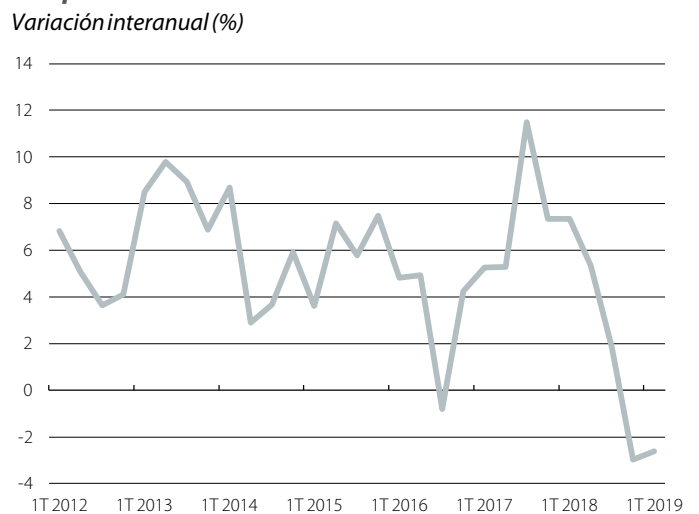
Fuente: CaixaBank Research, a partir de la oficina estadística de Alemania y del IFO Institute.

China: índice de actividad versus PIB oficial



Nota: * Media móvil de los últimos cuatro trimestres del índice de actividad. Fuente: CaixaBank Research.

Turquía: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters.

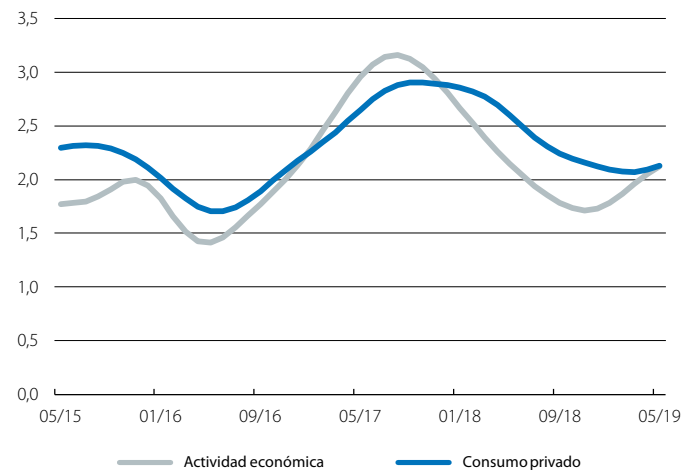
Portugal se muestra resiliente en un entorno global exigente

La actividad avanza a buen ritmo. En mayo, el indicador coincidente de actividad elaborado por el Banco de Portugal (que exhibe una elevada correlación con el PIB) se situó en el 2,1%, un registro que se suma al 2,0% de abril y que apunta a un crecimiento de la actividad en el 2T 2019 cercano al 2% (es decir, en una cota muy parecida al avance del PIB del 1,8% en el primer trimestre del año). Por componentes, la demanda doméstica se mantiene como el principal motor del crecimiento, algo que queda bien reflejado en la mayoría de los indicadores. Por ejemplo, además de los buenos datos del mercado laboral que se comentan abajo, el indicador coincidente para el consumo de las familias también se emplazó en el 2,1% en mayo (mismo registro que en abril y que en el promedio del 1T 2019), mientras que el indicador sintético para la inversión aceleró a inicios del segundo trimestre. El propio Banco de Portugal destacó la fortaleza de la demanda interna y, en especial, de la inversión en su Boletín Económico de junio, en el que presentó una actualización de sus previsiones económicas (crecimiento del PIB del 1,7% en 2019 y del 1,6% para 2020-2021) en consonancia con el escenario de CaixaBank Research. No obstante, algunos índices de confianza sugieren una mayor cautela en lo que respecta al desempeño de la industria, el comercio y la construcción en los próximos trimestres (por ejemplo, el índice de confianza de la industria ha disminuido hasta los -3,3 puntos en el promedio del 2T 2019, frente a los -1,4 puntos del 1T) y remarcan que la economía lusa opera en un entorno exterior más adverso.

Las necesidades de financiación frente al exterior alcanzan el 0,2% del PIB en el 1T 2019 (acumulado de 4 trimestres). Ello supone un deterioro de 1,3 p. p. con respecto a la situación de capacidad de financiación del 1T 2018 (+1,1% del PIB) y refleja un comportamiento dispar entre sectores. Por un lado, el sector público destacó en positivo, con unas necesidades de financiación que disminuyeron hasta el 0,1% del PIB (-0,6 p. p. frente al 1T 2018) gracias, en buena parte, a la reducción de los costes de financiación y al aumento de los ingresos tributarios y contributivos (favorecidos, a su vez, por el buen tono del mercado laboral). Por el contrario, las necesidades de financiación de las empresas no financieras y la capacidad de financiación de los hogares se deterioraron sustancialmente. En concreto, las necesidades de las empresas no financieras se están viendo arrastradas por la fuerte recuperación de la inversión y se emplazaron en el 2,4% del PIB (+1,6 p. p.). Por su parte, la capacidad de financiación de los hogares disminuyó hasta el 0,4% (-0,4 p. p.), en un contexto en el que la tasa de ahorro de las familias sigue cerca de mínimos (en el 4,5% en marzo de 2019).

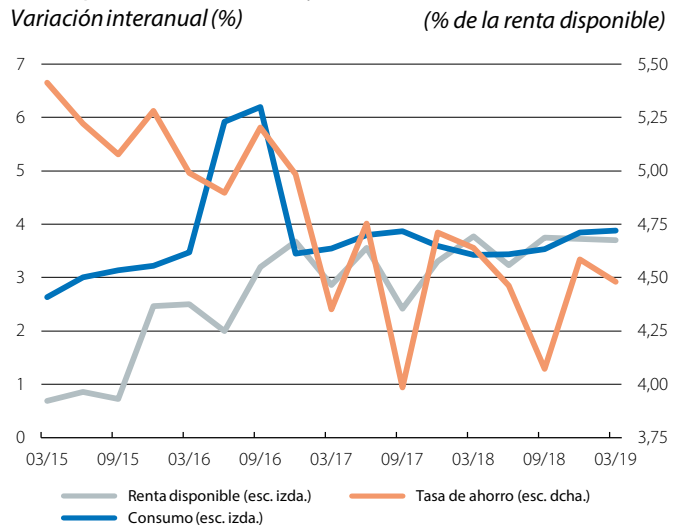
El deterioro de la balanza por cuenta corriente se frenó en abril, cuando el déficit por cuenta corriente se situó en el 1,0% del PIB (acumulado de 12 meses). Este registro supone una leve mejora respecto a marzo (1,2%), gracias a la moderación del déficit de la balanza de rentas (del 1,6% en marzo al 1,2% en abril), mientras que la balanza de servicios mantuvo un superá-

Portugal: indicadores coincidentes de actividad Variación interanual (%)



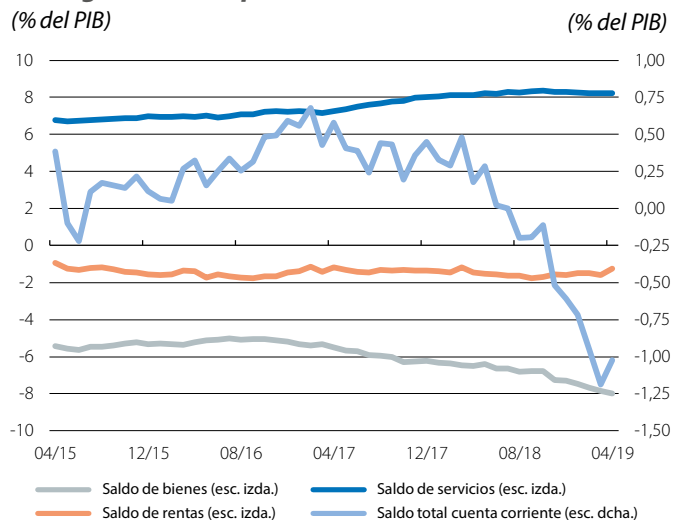
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

Portugal: ahorro, renta y consumo de las familias



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

Portugal: balanza por cuenta corriente



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

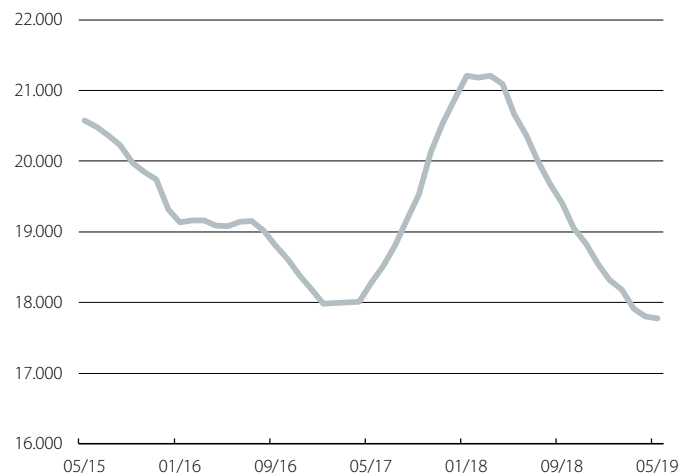
vit del 8,2% y el déficit de la balanza de bienes aumentó hasta el 8,0% (7,8% en marzo). El deterioro del saldo por cuenta corriente en lo que va de año se debe, principalmente, a la combinación de un menor crecimiento de las exportaciones (en un entorno exterior más adverso) y el aumento de la inversión en maquinaria y material de transporte (con su consiguiente efecto arrastre sobre las importaciones), y es probable que la tendencia persista en los próximos trimestres (prevemos un déficit por cuenta corriente cerca del 1,8% en el conjunto de 2019).

El mercado de trabajo muestra un buen desempeño. En mayo, la tasa de desempleo se mantuvo en el 6,6% (en términos desestacionalizados), la misma cifra que en abril y -0,5 p. p. por debajo del registro de mayo de 2018. Por su parte, la población empleada siguió aumentando (0,8% interanual), aunque de forma mucho más moderada que en el pasado (2,5% en mayo de 2018 y 2,3% en el promedio de 2018). Esta moderación señala que, tras años de recuperación, el mercado laboral se adentra en una fase más madura y, además, va en consonancia con la convergencia de la economía hacia crecimientos más suaves. En este mismo sentido, las ofertas de empleo recibidas por el Instituto de Empleo y Formación Profesional (IEFP) se situaron en mayo algo por debajo de las 18.000 (media móvil de 12 meses), lo que representa una reducción de cerca de 3.000 ofertas respecto al registro de mayo de 2018.

El mercado inmobiliario mantiene su dinamismo. En el 1T 2019, el precio de la vivienda aumentó un sólido 9,2% interanual, tan solo 1 décima por debajo del ritmo observado en el 4T 2018. Esta leve moderación se debió a la ralentización del ritmo de crecimiento de los precios de las nuevas viviendas (6,0% en el 1T 2019, frente al 8,5% en el 4T 2018), puesto que los precios de las viviendas de segunda mano aceleraron (10,0% frente al 9,5%). Por su parte, la construcción de viviendas siguió recuperándose y en el 1T 2019 se finalizaron aproximadamente 3.000 nuevas viviendas (+8,4% interanual), un avance todavía considerable (a pesar de la significativa moderación frente a los trimestres anteriores, cuando se registraron ritmos de expansión superiores al 20%) y que, sumado al aumento de los visados de obra nueva (+16,5% interanual en los primeros cuatro meses de 2019), facilitará la reducción de la brecha entre la demanda y la oferta de viviendas y contribuirá a la moderación del crecimiento de los precios.

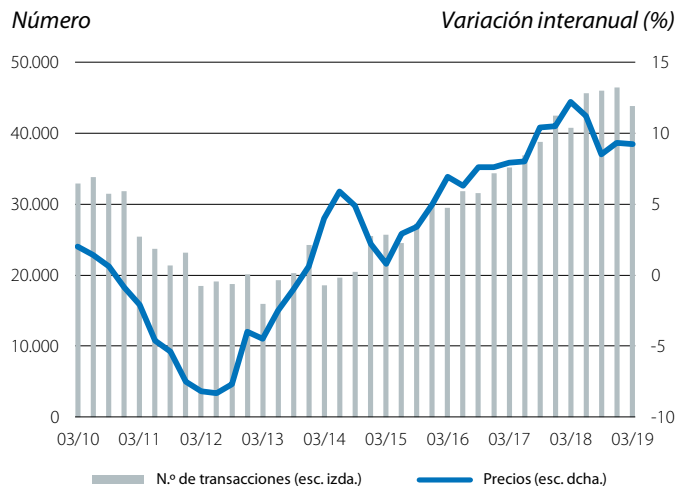
Las nuevas operaciones de crédito aumentaron un 0,4% en los cuatro primeros meses del año. Con todo, este registro está condicionado por la caída de los nuevos préstamos a las empresas, afectados por un efecto base relacionado con una operación crediticia de elevado importe realizada en enero de 2018. Con la corrección de este efecto, el total de la nueva producción habría crecido un 5,5% interanual. En el caso de las familias, las nuevas operaciones de crédito a la vivienda se desaceleraron en el acumulado de los primeros cuatro meses (5,6% interanual, frente al 19,6% en 2018) y se contrajeron en el caso del crédito al consumo (-2,9% frente al +9,3% en 2018). Por su parte, el Banco de Portugal presentó una valoración positiva de la adecuación de las entidades de crédito a las recomendaciones macroprudenciales que había entrado en vigor en julio de 2018 con el objetivo de promover la estabilidad financiera.

Portugal: ofertas de empleo vacantes
(Media móvil de 12 meses)



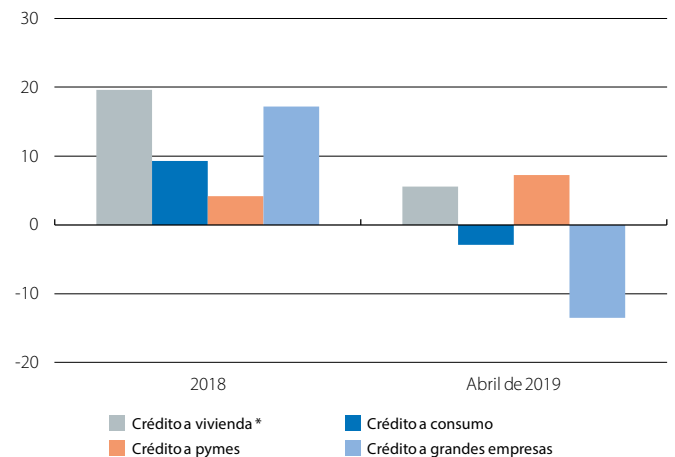
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal y la Seguridad Social de Portugal.

Portugal: precios y transacciones en el mercado inmobiliario residencial



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

Portugal: nueva concesión de crédito
Variación interanual (%)



Nota: * Crédito a vivienda excluye refinanciaciones.

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