

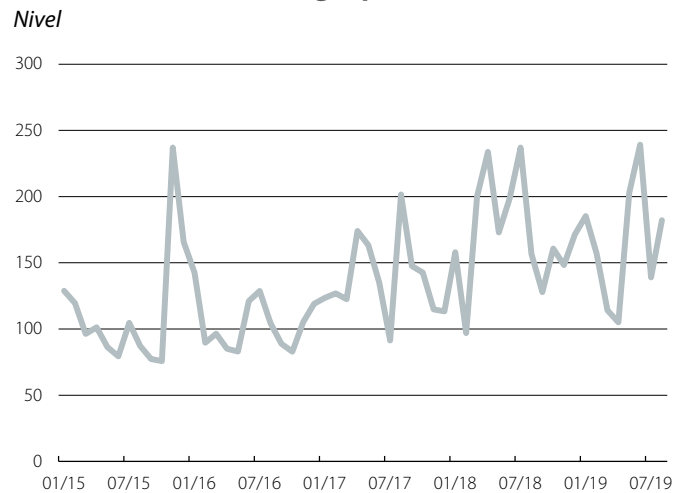
Economía global: la incertidumbre no da tregua

El shock de incertidumbre no remite. En los meses de verano, lejos de dar un respiro, los principales focos de incertidumbre de los últimos tiempos se han mantenido activos: las tensiones comerciales entre EE. UU. y China se han recrudecido, las complejidades políticas de la UE (Italia, el *brexit*) no se han disipado y la situación geopolítica global ha sido motivo de alarma (cabe mencionar las complicadas tesituras de Hong Kong e Irán, entre otras). Si a estas dinámicas se les suma la volatilidad de los mercados financieros y unos indicadores que han confirmado en términos generales que el ritmo de actividad es algo peor que el de hace unos meses, la resultante es la intensificación de las dudas sobre la senda futura del crecimiento mundial, cuyo riesgo de ser menor de lo previsto se ha acrecentado.

Escalada de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. Entre los frentes abiertos antes mencionados, el de más calado económico por sus implicaciones globales es el aumento de las escaramuzas comerciales entre las dos principales economías mundiales, que andan al daga y toma. Así, el 1 de agosto, EE. UU. anunciaba por sorpresa, cuando parecía que se encontrase en un punto negociador más constructivo con China, que aplicaría un arancel del 10% sobre 300.000 millones de dólares de importaciones chinas (que entraría en vigor parcialmente en septiembre y totalmente en diciembre). Poco después, China respondía con la aplicación de diferentes aranceles, del 5% al 10% en función del producto, sobre 75.000 millones de dólares de importaciones estadounidenses. Además, el gigante chino permitió que el renminbi se devaluase hasta la zona de los 7 yuanes por dólar. El 23 de agosto, el Gobierno estadounidense anunció un aumento de 5 p. p. (del 25% al 30%) de los aranceles ya vigentes en otros 250.000 millones de dólares de importaciones chinas, con lo que la práctica totalidad de las compras estadounidenses a China estaría gravada por aranceles que no existían hace un año y medio. En definitiva, aunque se sigue esperando que ambas partes alcancen un acuerdo de mínimos probablemente en 2020, el peaje de la incertidumbre ya se está pagando ahora, y ese hipotético acuerdo difícilmente permitirá recuperar totalmente la confianza erosionada.

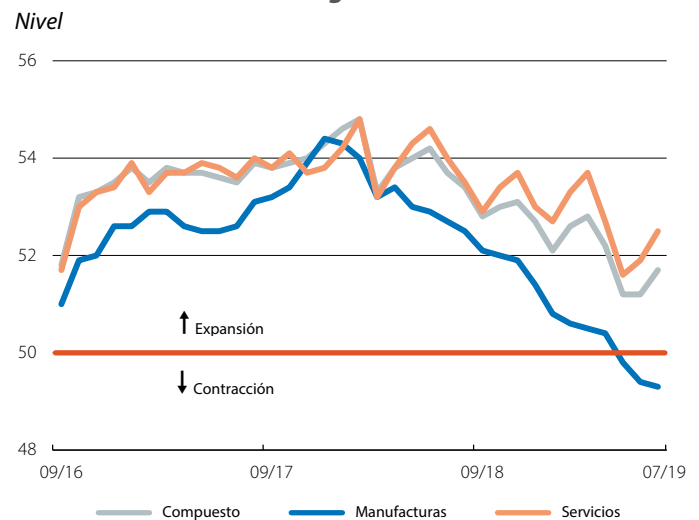
Se empieza a asumir un crecimiento futuro más bajo. En esta tesitura, la mayoría de los analistas e instituciones han empezado a revisar a la baja sus previsiones de crecimiento para 2019 y para los años siguientes. Por citar un ejemplo significativo, en julio el FMI volvía a reducir sus previsiones de crecimiento mundial y reiteraba los importantes riesgos que rodean la economía global. Así, tras un avance del 3,6% en 2018, según el Fondo, la economía mundial previsiblemente crecerá un 3,2% en 2019 y un 3,5% en 2020, en ambos años 1 décima por debajo de las cifras que manejaba en sus previsiones de abril. La revisión era el resultado de un crecimiento de las economías emergentes inferior al pronosticado tres meses atrás, a causa de la intensificación de las tensiones comerciales, así como de la incertidumbre relacionada con el *brexit* y de los riesgos tecnológicos (a

Índice de incertidumbre geopolítica mundial



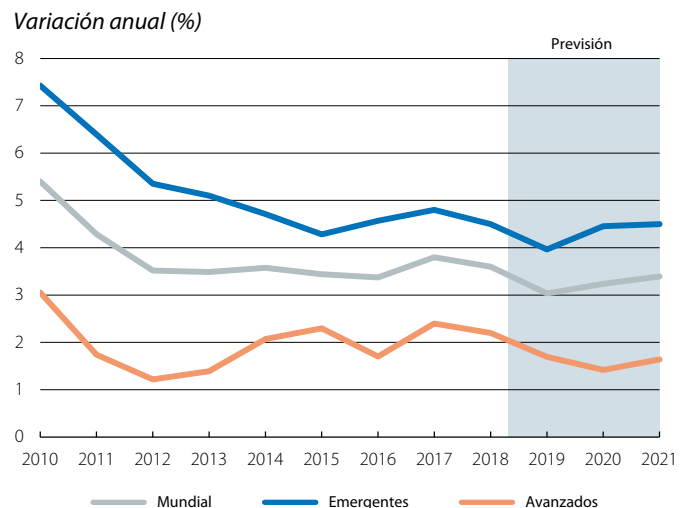
Fuente: Base de datos de los economistas Iacovello y Caldara a partir del porcentaje de artículos sobre incertidumbre geopolítica en los principales medios de comunicación internacionales.

Indicadores de actividad global: PMI



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

PIB mundial



Fuente: CaixaBank Research.

tenor de las distintas medidas que EE. UU. podría adoptar en relación con las compañías chinas y las múltiples investigaciones a posibles prácticas anticompetitivas de algunos de los grandes gigantes tecnológicos americanos). Tras la acentuación de la incertidumbre en agosto, estas cifras se nos antojan incluso algo optimistas. En consecuencia, en CaixaBank Research prevemos que el crecimiento de 2019 será del 3,0% y del 3,2% en 2020, 2 décimas menos de lo previsto en nuestro anterior Informe Mensual.

ESTADOS UNIDOS

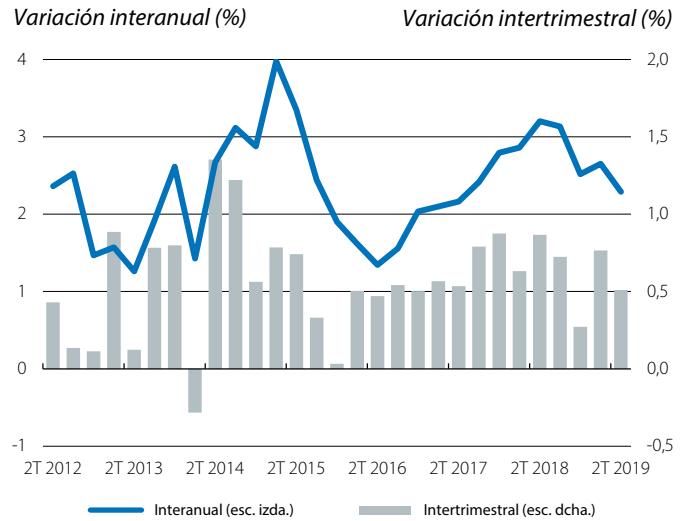
La economía aguanta el tipo... de momento. El PIB de EE. UU. se desaceleró en el 2T, aunque sigue avanzando a un ritmo considerable. Concretamente, la actividad económica estadounidense creció en el 2T 2019 un 0,5% intertrimestral (un 2,1% intertrimestral anualizado, y un 2,3% interanual), claramente por debajo del 0,8% intertrimestral del trimestre anterior. Con todo, es preciso recalcar que el dato del 1T fue excepcionalmente elevado, en especial teniendo en cuenta la fase de madurez en la que se halla la economía estadounidense. En este sentido, este dato es más coherente con el potencial de crecimiento que le asignamos a EE. UU. (ligeramente por debajo del 2,0%). Asimismo, destacó el buen tono del consumo privado, un componente clave y con una elevada inercia, lo que apunta a una desaceleración gradual del crecimiento estadounidense. Los indicadores del 3T sugieren un crecimiento en esa zona del 2,0%, resistiendo bien el puntal del mercado laboral y todo ello en un contexto en el que la ausencia de tensiones en los precios es notoria.

Nubarrones en el horizonte. Con todo, si alejamos la vista de los datos actuales, y proyectamos el impacto esperado de las tensiones comerciales de acuerdo con la estimación que realizaba CaixaBank Research (véase el Focus «La amenaza del proteccionismo en la economía mundial» en el IM07/2019), las previsiones resultantes apuntan a un menor crecimiento de lo esperado también en EE. UU. Así, el impacto teórico de la subida de aranceles puede cifrarse en unas 4 décimas menos de crecimiento en 2019 y 2020, pero es poco probable que se traslade totalmente al ritmo de actividad: en parte por ser 2020 año electoral (con lo cual es verosímil que se arbitren medidas de estímulo fiscal) y en parte porque en verano se tomaron decisiones sobre límites de deuda y presupuestarios que alejan la probabilidad de shocks negativos en este ámbito.

EUROPA

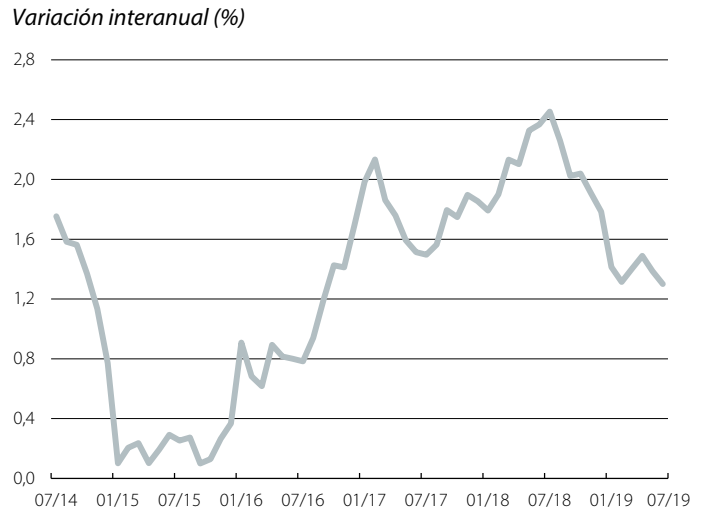
Europa, principal víctima del shock de incertidumbre. Aunque el conflicto principal en materia comercial sea entre EE. UU. y China, por el momento son los países europeos los que, paradójicamente, parecen estar más penalizados por el aumento de la incertidumbre. Así, en el 2T 2019, el PIB avanzó un 0,2% intertrimestral (1,1% interanual), una desaceleración de 0,2 p. p. respecto al 1T. Además, cabe destacar que el PIB de Alemania cayó un 0,1% en términos intertrimestrales (+0,4% interanual) y que el Bundesbank prevé una nueva caída en el 3T. En el resto de los

EE. UU.: PIB



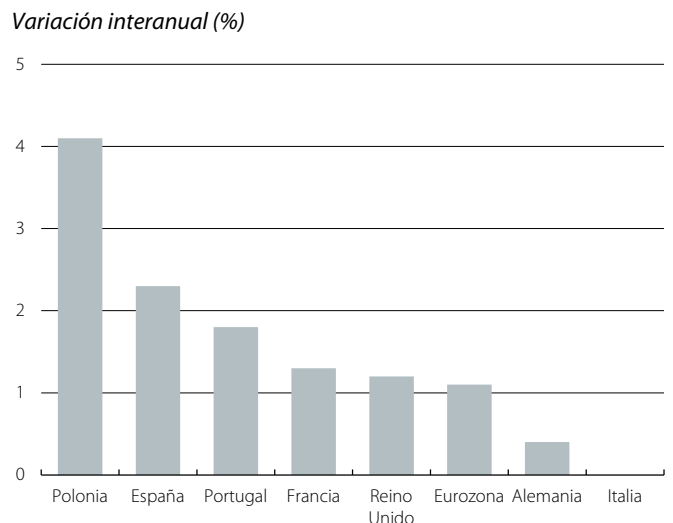
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

EE. UU.: deflactor del gasto del consumo privado



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

Eurozona: PIB del 2T 2019



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

países, la tónica fue de menor crecimiento, si bien no se alcanzaron cotas negativas. El comportamiento de los indicadores de actividad en el inicio del 3T apuntaba a un crecimiento para el conjunto del trimestre similar al del trimestre anterior, aunque los riesgos bajistas se han intensificado.

¿Qué explica el peor tono europeo? La explicación más probable a que el comportamiento de la UE sea distinto al que se observa, por ejemplo, en EE. UU. (que está directamente afectado por las tensiones comerciales) es la elevada sensibilidad europea a los cambios de la confianza global, al ser una zona más integrada internacionalmente que EE. UU. Así lo reflejan las estimaciones del artículo antes mencionado, que constataban que el llamado canal de incertidumbre era prácticamente de igual intensidad en la eurozona que en EE. UU. y China. Un elemento adicional que intensifica los problemas de crecimiento europeos es la incertidumbre estrictamente política, en particular la que afecta a Italia (a pesar de las expectativas de la formación de una nueva coalición de Gobierno, las dudas sobre su duración no se van a despejar fácilmente) y al Reino Unido. Se trata, en todo caso, de dinámicas que, aun siendo idiosincráticas, probablemente también lastran el sentimiento económico en el resto de Europa.

Recesión británica a las puertas del *brexit*. En el 2T 2019, el PIB descendió un 0,2% intertrimestral, lo que supone un notable retroceso respecto al crecimiento del 0,5% del 1T. En términos interanuales, el crecimiento se desaceleró hasta el 1,2% (1,8% en el 1T). La primera caída del PIB debe interpretarse en el contexto del *brexit*, ya que en gran medida ha sido consecuencia de la reducción de existencias (se revirtió en parte la acumulación extraordinaria del 1T ante lo que entonces se creyó que sería una salida inminente de la UE) y de la contracción de la inversión, afectada por la incertidumbre reinante. Las perspectivas inmediatas no son halagüeñas, toda vez que la probabilidad de un *brexit* sin acuerdo ha aumentado tras la elección del nuevo primer ministro Boris Johnson y su línea negociadora dura, tanto con la UE como internamente (aun así, seguimos pensando que se acabará prorrogando el artículo 50 del Tratado de la UE).

RESTO DEL MUNDO

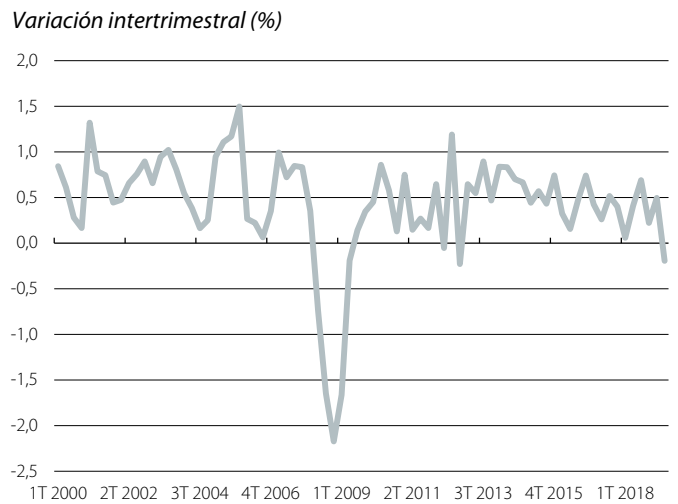
La incertidumbre empieza a lastrar a los emergentes. El ritmo de actividad de los emergentes ha perdido impulso en los meses de verano. Tras un 2018 muy convulso, los emergentes como grupo se habían recuperado en los primeros meses del año, como atestigua la evolución del indicador de actividad del IIF. Sin embargo, a partir de mayo, esa dinámica se trunca, especialmente en su dimensión financiera, cuando se recrudecen las tensiones comerciales. Aunque los datos por países del 2T y de principios del 3T sugieren dinámicas diferenciadas (en consonancia con lo esperado en China; mejor de lo previsto en Turquía y con matices en Brasil; peor de lo previsto en India y México; en plena crisis de deuda en Argentina), el tono general es relativamente gris. En el futuro, el impacto previsible de la guerra comercial sobre el crecimiento chino se cierne como una amenaza para gran parte del bloque emergente.

Alemania: índice IFO de actividad empresarial



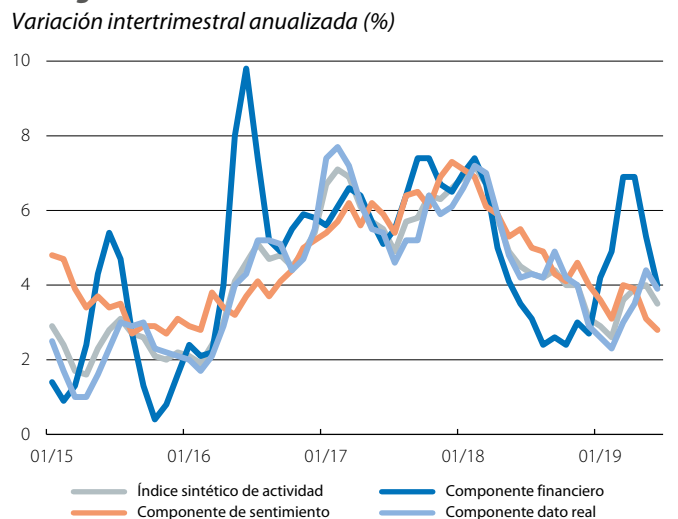
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto IFO.

Reino Unido: PIB



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

Emergentes: indicador sintético de actividad



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

La economía portuguesa resiste bien la desaceleración exterior

La actividad crece a un ritmo sólido. Portugal, al igual que España, sigue destacando en positivo frente a la moderación del crecimiento de la eurozona, como lo ilustran las cifras de actividad publicadas a lo largo del verano. En concreto, frente a la desaceleración del crecimiento del PIB del conjunto de la eurozona (del 0,4% intertrimestral del 1T al 0,2% del 2T), el PIB de Portugal mantuvo un avance de un sólido 0,5% intertrimestral (1,8% interanual) en el segundo trimestre del año (mismos registros que en el 1T). Por componentes de demanda, el crecimiento se apoyó en el consumo de las familias y la inversión (aunque ambos moderaron su avance) y, también, en una contribución menos negativa de la demanda externa. Por sectores, se mantuvo la discordancia entre el buen desempeño del sector servicios (cuya cifra de negocios aumentó un 3,7% en junio) y las dificultades de la industria (-8,0%), en un contraste que se observa de manera generalizada entre las principales economías avanzadas. Por su parte, la construcción también mostró una evolución positiva y, en junio, la cifra de negocios del sector aumentó un 2,8%. Además, a pesar del deterioro del entorno exterior a lo largo del verano que se comenta en las páginas anteriores de este *Informe Mensual*, los últimos indicadores disponibles para Portugal siguen apuntando a un buen desempeño de la actividad. En concreto, en julio, el indicador coincidente de actividad del Banco de Portugal (que presenta una fuerte asociación con el PIB) se estabilizó en el 2,0% interanual (2,0% de media en el 2T), mientras que el indicador de clima económico también permaneció en niveles semejantes a los registrados en los dos meses anteriores. No obstante, aunque a corto plazo los indicadores apuntan a ritmos de crecimiento parecidos a los del trimestre anterior, la intensificación de los riesgos de naturaleza global puede limitar el dinamismo de la economía portuguesa.

La cuenta corriente se mantiene deficitaria en junio. En el acumulado de 12 meses, el déficit de la balanza por cuenta corriente fue de 2.069 millones de euros en junio, lo que equivale al 1,0% del PIB y contrasta con el ligero superávit de 41,5 millones de euros que se había registrado en el mismo periodo del año anterior. Este deterioro se debió, sobre todo, a la balanza de bienes, cuyo déficit empeoró en 3.264 millones de euros. El superávit de la balanza de servicios no varió y el déficit de la balanza de rentas se redujo. En el primer semestre, las exportaciones de bienes y servicios aumentaron un 3,3% y las importaciones crecieron un 7,3%. Las exportaciones de turismo continúan siendo significativas para las cuentas externas (8,3% del PIB) y, en el primer semestre, el número de turistas aumentó un 6,8% (4,8% en 2018). Finalmente, la balanza de capitales registró un superávit del 1,0% del PIB. Por su lado, la posición de inversión internacional neta (PIIN) se situó en el -100,2% del PIB en el segundo trimestre del año (-205.900 millones de euros) y la deuda externa neta se redujo hasta el 87,3%.

Portugal: PIB

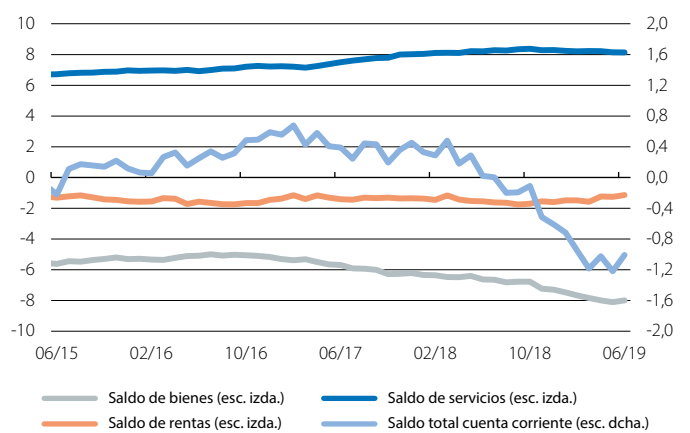
Variación interanual (%)

| | 3T 2018 | 4T 2018 | 1T 2019 | 2T 2019 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| PIB | 2,1 | 1,7 | 1,8 | 1,8 |
| Consumo privado | 2,4 | 2,9 | 2,3 | 1,9 |
| Consumo público | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,4 |
| Inversión | 4,5 | 7,4 | 14,0 | 6,1 |
| Exportaciones | 2,9 | 0,6 | 3,7 | 2,0 |
| Importaciones | 3,5 | 3,8 | 8,1 | 3,1 |

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

Portugal: balanza por cuenta corriente

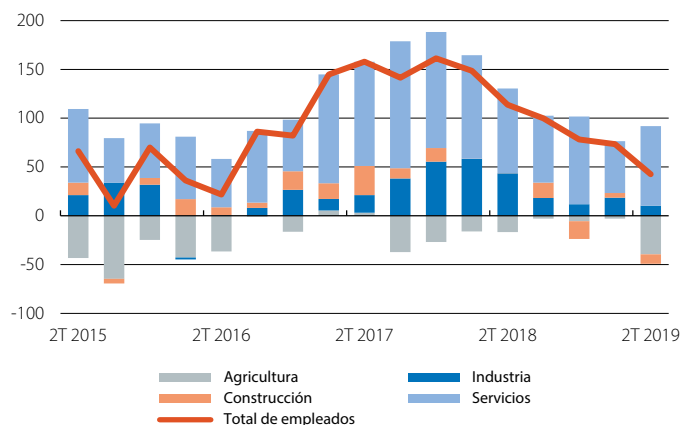
(% del PIB)



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

Portugal: empleo por sectores

Variación interanual (miles)



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

El mercado laboral sigue mejorando, pero más lentamente.

En el 2T 2019, la población ocupada aumentó un 0,9% interanual, un ritmo positivo pero más suave que en el promedio de 2018 (2,3%). Por sectores, la creación de empleo se concentró, principalmente, en los servicios (+81.500 personas), y con un papel destacado del comercio (+25.800). Este crecimiento del empleo vino de la mano de un aumento del 0,4% interanual de la población activa y de una reducción de la tasa de paro hasta el 6,3% (-0,4 p. p. en los últimos 12 meses). Por su parte, la remuneración media mensual neta se situó en los 911 euros por trabajador, una cifra que es 24 euros superior a la del 2T 2018 y con la que se da continuidad a la recuperación gradual de los salarios.

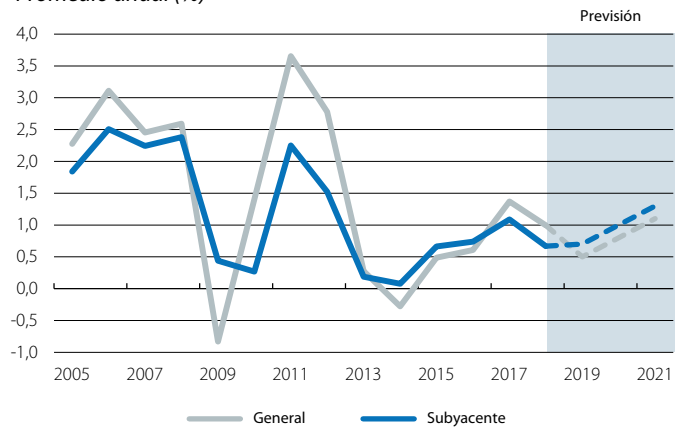
Inflación negativa en julio y agosto. En concreto, por primera vez desde 2015, la inflación general se situó en cotas negativas en los pasados meses de julio (-0,3% interanual) y agosto (-0,1%). Ello reflejó tanto la caída de los precios de restaurantes y hoteles como la reducción del gravamen del IVA aplicado a la electricidad y al gas natural. De este modo, en lo que llevamos de 2019, la inflación viene presentando un perfil más moderado, una dinámica a la que han contribuido algunas medidas tomadas por el Gobierno, como la ampliación de los libros de texto gratuitos a más años escolares y la reducción de los precios de la electricidad, de los billetes de transporte público y sobre las telecomunicaciones.

Las cuentas públicas mejoran de la mano de los ingresos. En julio, el saldo público se situó en el -0,4% del PIB (-445 millones de euros) en términos acumulados del año, lo que representa una mejora sustancial respecto al -2,3% de julio de 2018. Esta mejora se está respaldando en un aumento sólido de los ingresos (6,5% interanual) y que es muy superior al de los gastos (1,6%). Destaca, especialmente, el aumento de los ingresos fiscales y contributivos (+6,1% interanual), que explica casi el 80% del aumento de los ingresos totales. Por su parte, el contenido crecimiento del gasto se debió a la caída de los pagos de intereses y a la baja ejecución de la inversión.

La cartera de crédito al sector privado continúa contrayéndose. En junio, la cartera total de crédito privado disminuyó un 1,3% interanual, lo que se explica por la contracción de la cartera de crédito a las sociedades no financieras (-2,4% interanual; excluyendo las ventas de carteras de crédito de cobro dudoso habría aumentado un 2,6%) y del crédito a las familias (-0,6%). En el segmento de las familias, se produjo una contracción de la cartera de crédito a la vivienda que se explica por las amortizaciones, dado que las nuevas operaciones siguieron aumentando. Por el contrario, el crédito al consumo continuó creciendo de forma sólida. Por su parte, la tasa de morosidad cayó en el 1T 2019 hasta el 8,9%, -0,5 p. p. frente al 4T 2018. Esta disminución se debió a la reducción de los préstamos de cobro dudoso en 1.365 millones de euros respecto al último trimestre de 2018, gracias particularmente al segmento de las sociedades no financieras. Esta mejora se justificaría, en parte, por el dinamismo en las ventas de carteras de crédito de cobro dudoso, una tendencia que se mantendrá en la segunda mitad del año.

Portugal: inflación

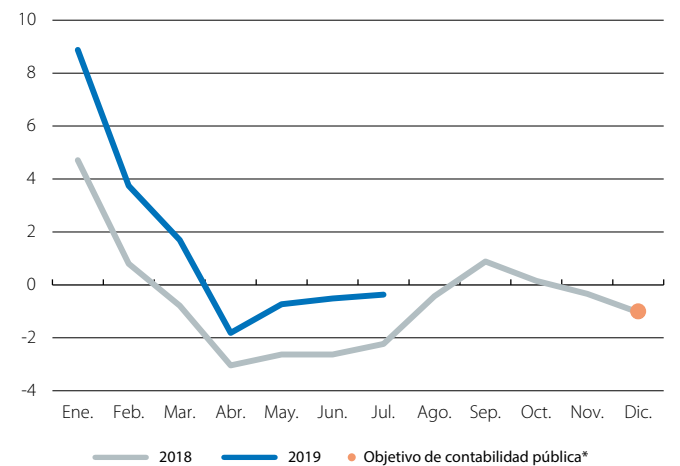
Promedio anual (%)



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

Portugal: saldo del Estado

(% del PIB)



Nota: * El objetivo oficial (en términos de contabilidad nacional) es del -0,2% del PIB en 2019. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DGO y Presupuesto General del Estado 2019.

Portugal: crédito al sector privado

Junio de 2019

| | Saldo (millones de euros) | Variación interanual (%) |
|--|---------------------------|--------------------------|
| Crédito a particulares | 119.652 | -0,6 |
| Crédito para vivienda | 96.829 | -1,4 |
| Crédito al consumo y otros fines | 22.823 | 2,7 |
| Consumo | 15.688 | 8,2 |
| Crédito a empresas | 70.664 | -2,4 |
| No promotores inmobiliarios | 65.676 | -0,9 |
| Promotores inmobiliarios | 4.988 | -18,1 |
| Crédito total al sector privado * | 190.316 | -1,3 |

Nota: * Crédito concedido al sector privado no financiero. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.