Persisten los riesgos en un entorno de desaceleración mundial

Moderación de la actividad global en el 3T. En un contexto de notables focos de incertidumbre geopolítica, que se intensificaron durante el verano, los distintos indicadores publicados en el último mes han ido confirmando la moderación de la actividad económica mundial en el 3T 2019. Así lo reflejan indicadores de actividad como el índice global de sentimiento empresarial (PMI) compuesto, que en agosto se emplazó en un nivel contenido (51,3 puntos, ligeramente por debajo del dato de julio). Por componentes, el índice de manufacturas se mantuvo por debajo del límite de los 50 puntos (49,5), indicativo de contracción en el ámbito manufacturero, mientras que el índice de servicios continuó por encima de los 50 puntos (51,8) pero cada vez más cerca de este umbral. En este sentido, el mes pasado, en CaixaBank Research redujimos ligeramente nuestras previsiones para el crecimiento mundial en 2019 y 2020: ahora en el 3,0% y 3,2%, respectivamente, 2 décimas menos de lo previsto antes del verano.

Una de cal y otra de arena en la guerra comercial que mantienen EE. UU. y China. EE. UU. impuso, a principios de septiembre, la primera ronda de los aranceles que había anunciado en agosto, y China hizo lo propio sobre las importaciones estadounidenses. En concreto, EE. UU. ha aplicado aranceles de un 15% sobre 112.000 millones de importaciones chinas en lo que supone la primera ronda hasta los 300.000 anunciados y China impuso aranceles de entre el 5% y el 10% sobre cerca de 2.000 productos estadounidenses. A pesar de la escalada proteccionista que ello supone, en septiembre también hubo algunos elementos con un tono más constructivo en el plano comercial: EE. UU. y China acordaron reiniciar las negociaciones en octubre, EE. UU. anunció el retraso de algunos de los aranceles sobre las importaciones chinas y China retiró de su lista arancelaria 16 productos estadounidenses. En este sentido, cabe seguir esperando que ambas partes puedan alcanzar un acuerdo de mínimos. Aun así, la incertidumbre ya ha hecho mella en el sentimiento económico y no está claro que un acuerdo eventual sea estable a medio plazo, por lo que la confianza erosionada solo se restaurará de forma gradual y los efectos negativos de las tensiones comerciales sobre la actividad económica se mantendrán en lo que queda de 2019 y a lo largo de 2020.

En Europa, el *brexit* no da respiro, mientras que en Italia se reduce la incertidumbre política. En el Reino Unido, todo parece indicar que es difícil que se produzca un *brexit* duro a finales de octubre. El motivo es que la Cámara de los Comunes aprobó una ley que obliga a pedir una nueva extensión del *brexit* si no se alcanza un acuerdo con la UE antes del 19 de octubre. Además, la suspensión del Parlamento del país hasta el 14 de octubre quedó anulada por el Tribunal Supremo, lo cual refuerza el escenario de extensión a finales de octubre.

Crecimiento del PIB

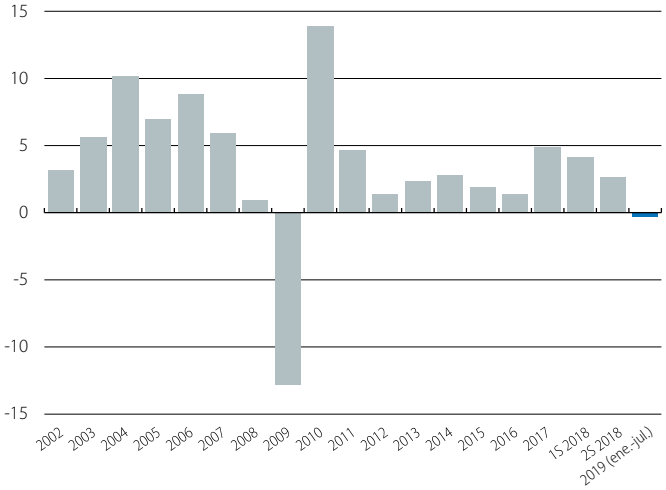
Variación anual (%)

	2018	2019		2020	
	Dato	Previsión actual	Previsión a enero de 2019	Previsión actual	Previsión a enero de 2019
Mundial	3,6	3,0	3,5	3,2	3,5
Países desarrollados	2,2	1,7	2,0	1,4	1,8
Estados Unidos	2,9	2,2	2,3	1,6	1,9
Eurozona	1,9	1,0	1,8	1,1	1,7
Países emergentes	4,5	3,9	4,5	4,4	4,6
China	6,6	6,0	6,2	5,8	6,0

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

Comercio internacional de bienes

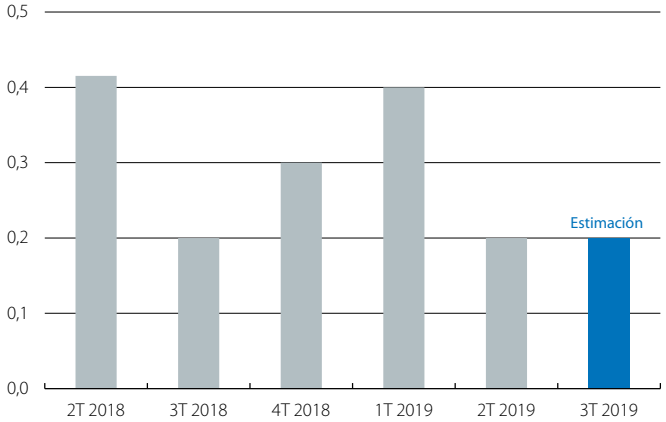
Variación interanual en volúmenes (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de CPB World Trade Monitor (Merchandise).*

Eurozona: estimación del PIB del 3T de CEPR-Eurocoin

Variación intertrimestral (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del modelo de CEPR-Eurocoin para la estimación del 3T 2019.*

Una salida sin acuerdo, no obstante, no queda descartada, y unas elecciones que desembocaran en un nuevo Parlamento con una mayoría pro-*brexit* podrían apoyar esta opción. Por otro lado, en Italia, y tras el colapso del Gobierno en agosto, la alianza entre el Movimiento 5 Estrellas y el Partido Demócrata permitió una nueva formación de Gobierno durante el pasado mes, con una coalición que reduce los riesgos de un nuevo enfrentamiento con la UE en el ámbito fiscal. No obstante, ello no cambia dramáticamente el escenario macroeconómico de Italia, con unos indicadores que siguen siendo débiles.

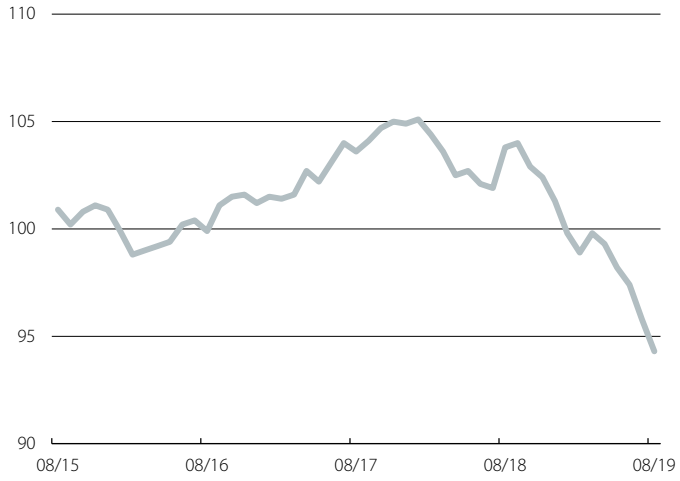
EUROPA

En la eurozona, la debilidad sigue siendo la tónica. Los indicadores de actividad de la eurozona siguen apuntando a avances de actividad muy contenidos. Así, el modelo de previsión en tiempo real del Banco de Italia prevé que el PIB de la eurozona avance un discreto 0,2% intertrimestral en el 3T, el mismo registro que en el trimestre anterior, y claramente por debajo de los avances de 2017 (en el 0,6%). Este dato sugiere que la moderación de la actividad que vive la eurozona desde 2018 continuará en el segundo semestre de 2019. A nivel de país, cabe destacar la debilidad en Alemania. Así, la producción industrial de Alemania sufrió una nueva y acusada caída en julio (–5,3% interanual), lo que contrastó con variaciones relativamente modestas en el resto de las principales economías de la región. En la misma línea, el indicador IFO de actividad empresarial en Alemania se desplomó en julio y agosto.

Incertidumbre comercial y *shock* automovilístico en el núcleo de la desaceleración europea. La incertidumbre generada por el conflicto comercial entre EE. UU. y China es uno de los elementos que más podría estar impactando negativamente a la actividad europea. Aunque otros elementos idiosincráticos, como el *shock* sectorial en la industria automovilística, también están detrás de la ralentización europea. Todo ello es especialmente acusado en el caso de la economía alemana, donde se prevé que el PIB haya vuelto a retroceder en el 3T del año (véase el artículo «Alemania: ¿por qué la locomotora europea está perdiendo gas?» en este mismo *Informe Mensual*). En esta tesitura, en su reunión de septiembre, el BCE presentó un escenario macroeconómico más alicaído y con rebajas en las previsiones de crecimiento e inflación. En concreto, en 2019, el crecimiento esperado por el BCE es del 1,1% (1 décima por debajo de las previsiones de junio) y, en 2020, del 1,2% (2 décimas inferior). Mientras que la inflación general se situaría en el 1,2% en 2019 y en el 1,0% en 2020, 1 y 4 décimas por debajo de lo previsto unos meses atrás, y claramente por debajo del objetivo del BCE (~2%). Por ello, en la reunión, el BCE presentó un nuevo programa de estímulo monetario con los ingredientes esperados por la mayoría de analistas: recorte del tipo de la facilidad de depósitos, reanudación de las compras netas de activos, *tiering* a dos tramos y mejora del atractivo de las TLTRO-III (véase la sección de Mercados Financieros para más detalles sobre las medidas monetarias).

Alemania: índice IFO de actividad empresarial

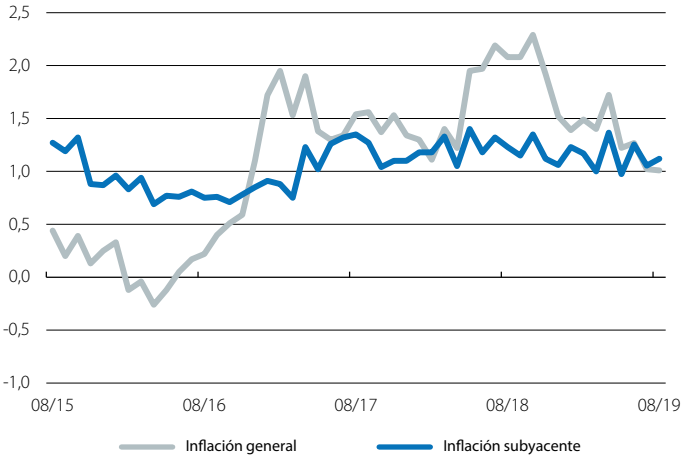
Nivel



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

*Eurozona: IPC **

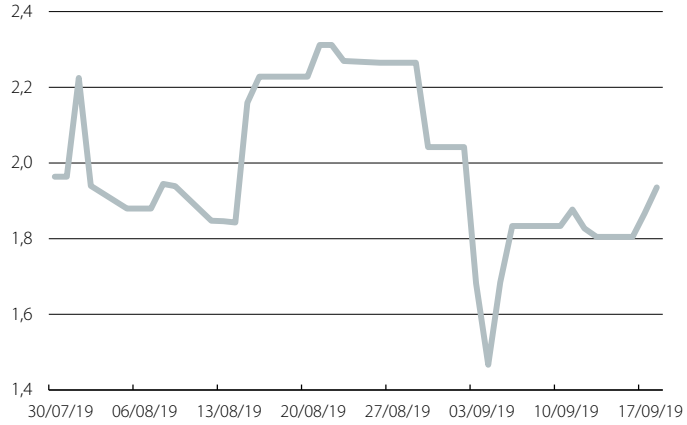
Variación interanual (%)



Nota: ** Los datos se corresponden al IPCA.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

*EE. UU.: estimación del PIB del 3T de la Fed de Atlanta **

Variación intertrimestral anualizada (%)



Nota: ** Cambio de la estimación a medida que van apareciendo indicadores de actividad clave.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir del modelo de Nowcasting de la Fed de Atlanta (GDP Now).*

ESTADOS UNIDOS

Los datos de actividad siguen apuntando a avances considerables, a pesar del conflicto comercial y de la puesta en marcha de la investigación para una posible destitución de Trump. Los modelos de previsión del PIB de las distintas reservas federales sitúan el crecimiento del PIB del 3T en torno al 2,0% en términos intertrimestrales anualizados (eso es, en cotas parecidas a las del 2T). De hecho, se trata de un crecimiento cercano al potencial que atribuimos a la economía estadounidense. En este entorno, una nueva escalada en las tensiones comerciales y nuevas medidas proteccionistas son riesgos destacables sobre la actividad económica del país. Sin embargo, algunas medidas posibles de estímulo fiscal durante 2020 (año electoral), así como la nueva reducción de tipos de interés efectuada por la Fed en su reunión de septiembre pueden contrarrestar parte de estos elementos disruptivos. En concreto, la institución monetaria del país rebajó el tipo de interés de referencia en 25 p. b. hasta el intervalo 1,75%-2,00% alegando el contexto de riesgos globales, puesto que mantuvo prácticamente inalterado su cuadro de perspectivas macroeconómicas: con un crecimiento en torno al 2,0% y sin una aceleración de las presiones inflacionistas a la vista.

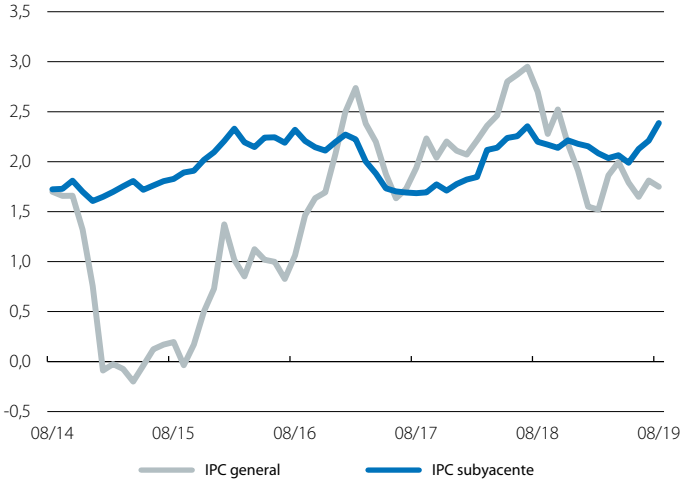
EMERGENTES

La economía china sigue desacelerando, por lo que las autoridades continuarán estimulando la economía. Los principales indicadores de actividad de China se desaceleraron en agosto. En concreto, el crecimiento de la producción industrial se moderó hasta el 4,4% (4,8% en julio), el registro más bajo en 17 años, mientras que las ventas minoristas también se suavizaron, con un crecimiento interanual del 7,5% (7,9% en julio) y lastradas por la caída de las ventas de automóviles (–8,1% interanual). En la misma línea, las exportaciones retrocedieron un 1,0% interanual, lastradas por el conflicto comercial y la desaceleración global. Estos datos apuntan a que la economía china continúa ralentizándose, y lo podría estar haciendo algo por encima de lo que preveíamos hace unos meses. En este contexto, el Ejecutivo del país está apoyando la economía con distintas medidas, como algunas dirigidas a impulsar la inversión en infraestructuras. En concreto, se ha anunciado un incremento de la cuota de bonos emitidos por las corporaciones locales destinados a financiar proyectos de inversión en infraestructuras. Un apoyo que seguirá a lo largo de los próximos trimestres.

El PIB de Turquía se contrajo menos de lo esperado en el 2T. En el 2T 2019, el PIB cayó un 1,5% interanual, menos de lo previsto debido a que la contribución del sector exterior fue significativamente mayor que la de los trimestres anteriores y más que compensó el empeoramiento de la demanda interna. El dato es indicativo de que el ajuste macroeconómico se está materializando con intensidad, especialmente en su dimensión exterior: en el 2T, el saldo por cuenta corriente fue positivo, +0,1% del PIB, una situación que no se daba desde 2002. Con todo, las perspectivas inmediatas seguirán lastradas por la contracción de la demanda interna.

EE. UU.: IPC

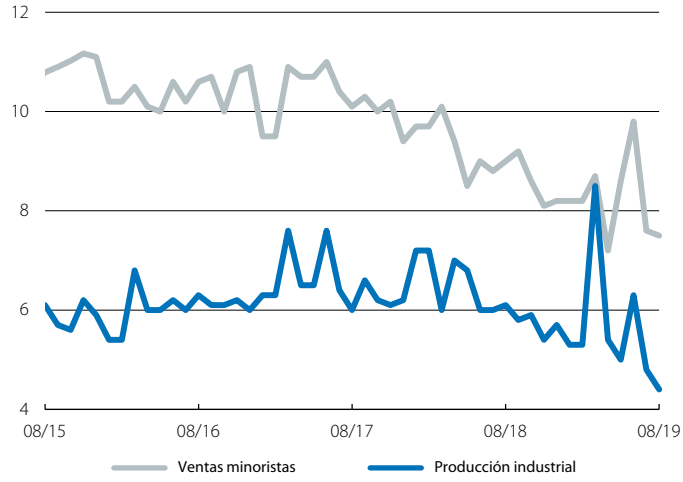
Variación interanual (%)



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

China: indicadores de actividad

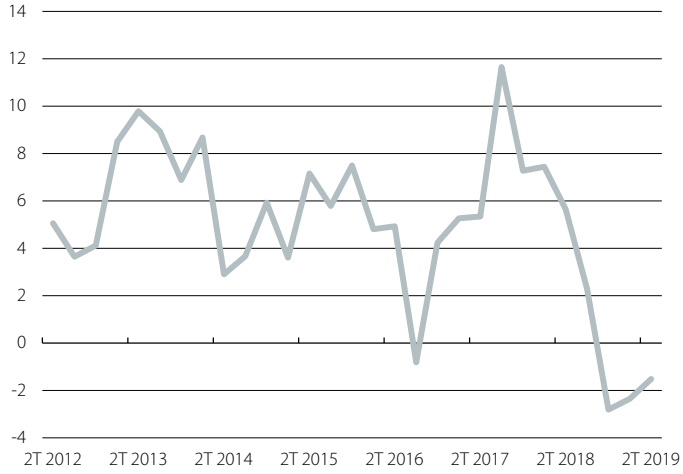
Variación interanual (%)



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

Turquía: PIB

Variación interanual (%)



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

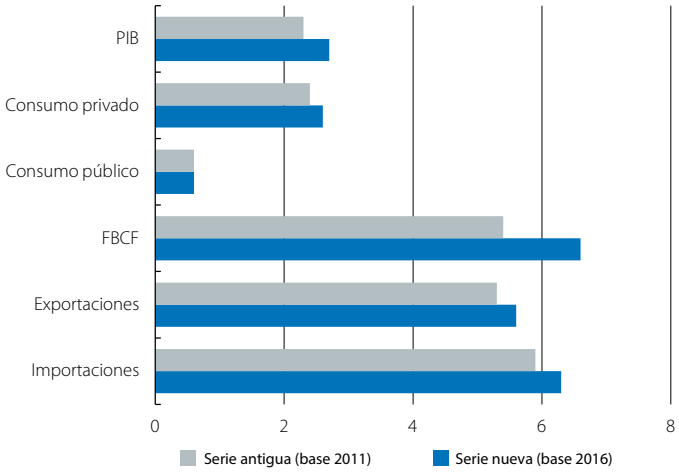
La economía portuguesa muestra un buen desempeño

La revisión estadística de las cuentas nacionales revela un panorama más positivo de la economía portuguesa. En septiembre, el INE realizó una revisión de la serie histórica del PIB que se ha traducido en una mejora significativa de los registros de crecimiento de los últimos tres años. En concreto, según la nueva serie, el PIB avanzó a un ritmo medio anual de 2,7% entre 2016-2018, 0,4 p. p. más que en la serie anterior. Además, un aspecto especialmente destacable fue la revisión al alza de la inversión, cuyo crecimiento medio anual en el trienio fue del 6,6%, 1,2 p. p. más que en la serie anterior, con revisiones al alza de los subcomponentes de construcción, material de transporte y propiedad intelectual. La nueva serie también muestra que, en el primer semestre de 2019, el crecimiento del PIB fue más fuerte (+2,0%, frente al 1,8% estimado anteriormente) hecho que nos lleva a elevar la previsión para el conjunto del año al 1,8%, 1 décima más que lo esperado. Estas revisiones, sin embargo, no modifican la tendencia hacia una ralentización suave del crecimiento. Por un lado, esta desaceleración refleja que la economía se encuentra en una fase más madura del ciclo, en la que es natural que el crecimiento se suavice hasta el potencial. Por otro, en un entorno exterior exigente, la ralentización de la economía global también contribuirá a moderar el crecimiento de la economía portuguesa. En este sentido, el indicador coincidente de actividad del Banco de Portugal (que presenta una fuerte asociación con el PIB) disminuyó en julio hasta el 1,8%.

Las nuevas series también revelan una situación externa más confortable. En particular, tras las revisiones del INE, en el 2T 2019 la capacidad de financiación de la economía se situó en el 0,4% del PIB (datos acumulados de cuatro trimestres), una cifra claramente más positiva que la reflejada en la serie anterior (según la cual el país ya tenía unas necesidades de financiación exterior del 0,1% del PIB) y que, además, indica que se mantiene el proceso de reducción del todavía elevado nivel de deuda externa de Portugal (en torno al 100% del PIB). En la misma línea, la tasa de ahorro de las familias también se revisó al alza para situarse en el 5,9% de la renta disponible bruta en el 2T 2019 (datos acumulados de cuatro trimestres), lo que representa cerca de +1,5 p. p. respecto a la serie anterior. A pesar de estas mejoras de nivel, se mantiene la tendencia de caída gradual del ahorro, pues el consumo continúa creciendo a ritmos superiores a la renta disponible favorecido por la confianza en la evolución del mercado laboral y la situación financiera de las familias (véase el artículo «Tasa de ahorro de las familias portuguesas en mínimos, ¿cuánto debe preocuparnos?» en este mismo *Informe Mensual*).

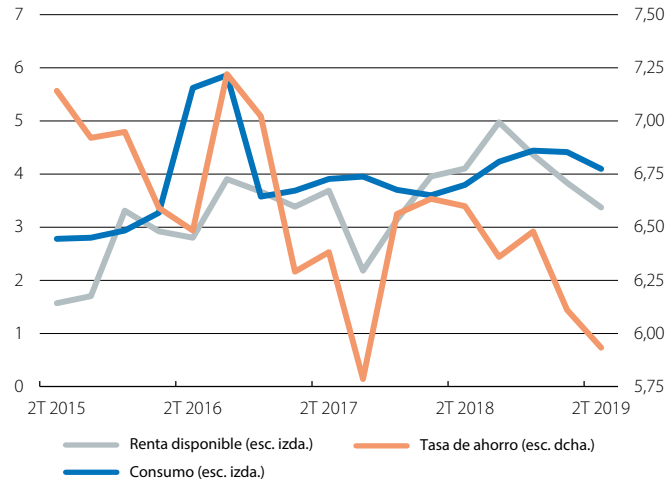
El saldo presupuestario mejoró sustancialmente en el primer semestre. En junio de 2019, el saldo público fue del –0,8% del PIB según los datos de contabilidad nacional (–789 millones de euros), lo que supone una clara mejora respecto al registro

Portugal: PIB y componentes
Crecimiento promedio anual 2016-2018 (%)



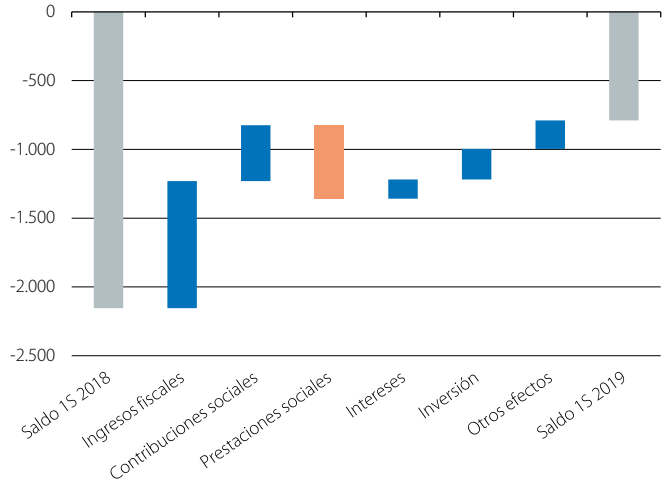
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: ahorro, renta y consumo de los hogares
Variación interanual (%) *(% de renta disponible bruta)*



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

Portugal: saldo del Estado
(millones de euros)



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

del mismo periodo de 2018 (–2,2% del PIB). Esta mejora refleja el crecimiento considerable de los ingresos (5,0%), frente a un aumento moderado del gasto (1,4%), destacando, en este caso, la reducción de los gastos de intereses (–4,2%) y la caída de la inversión (–14,1%). Por su parte, la ejecución presupuestaria mensual sigue evolucionando de forma favorable y alcanzó un superávit de 402 millones de euros con datos hasta agosto, con lo que apuntan a que la mejora de las cuentas públicas continuará en lo que queda de año.

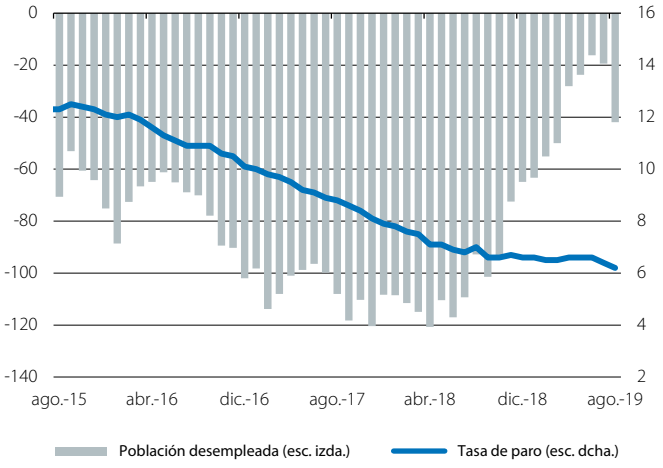
La tasa de paro se sitúa en mínimos de 2002. En agosto, la tasa de paro disminuyó hasta el 6,2% (en términos desestacionalizados), lo que supone una reducción de 0,8 p. p. en los últimos 12 meses. A su vez, el número de personas ocupadas continuó creciendo de forma más moderada que en el pasado (1,1% interanual frente al 2,0% en agosto de 2018 y 2,3% de media en 2018), y alcanzó en agosto el nivel más alto desde principios de 2009. Ambas cifras sorprendieron positivamente, pero de cara a los próximos trimestres cabe esperar una evolución más moderada del mercado laboral debido a que este ha entrado en una fase más madura.

El mercado inmobiliario mantiene el dinamismo. En el 2T 2019, los precios de la vivienda crecieron un 10,1% interanual, 0,9 p. p. más que en el trimestre anterior. Esta tendencia puede explicarse por el aumento del peso de los compradores no residentes en el total de inmuebles transaccionados (han pasado de un 7% de las transacciones en 2017 a un 13% en 2018), así como por el hecho de que estos se concentran en los segmentos más lujosos del mercado (en 2018, el precio medio abonado por los no residentes excedió en un 58% el precio medio pagado por los residentes, lo que puede estar relacionado con el hecho de que la compra de casas de valor superior a 500.000 euros es uno de los requisitos para la obtención de autorización de residencia en Portugal para actividades de inversión). Estas señales, sin embargo, contrastan con la caída del 6,6% interanual de las compraventas en el 2T (su primer retroceso desde el 1T 2013).

La cartera de crédito del sector privado no financiero continúa contrayéndose, con un –1,5% interanual en julio. Por un lado, la cartera de crédito a las familias cayó un 0,8% interanual, en gran medida, por el crédito a la vivienda (–1,5%) y, especialmente, las amortizaciones, dado que las nuevas operaciones de crédito siguen robustas. Por otro lado, la recuperación de las nuevas operaciones de crédito a las empresas no financieras ha permitido una contracción menos acentuada de la cartera de crédito (–2,7% en julio, frente al –6,0% al principio del año). Por último, cabe recordar también que las ventas de carteras de crédito dudoso tienen un impacto negativo en el comportamiento de la cartera de crédito: excluyendo este efecto, la cartera habría aumentado un 2,4% hasta julio.

Portugal: población desempleada y tasa de paro

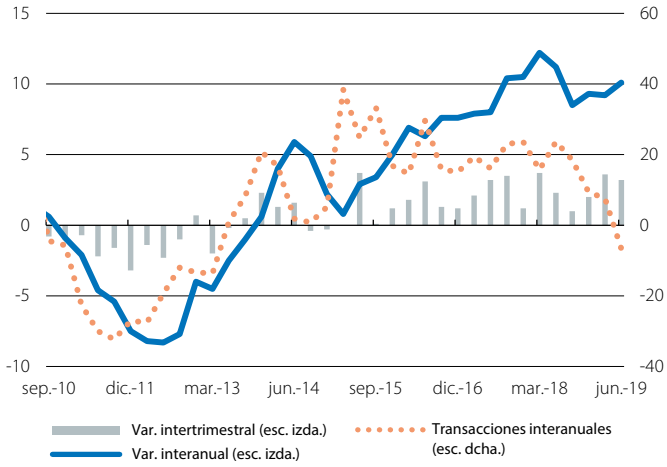
Variación interanual (miles) *(%)*



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

Portugal: precios de la vivienda y transacciones

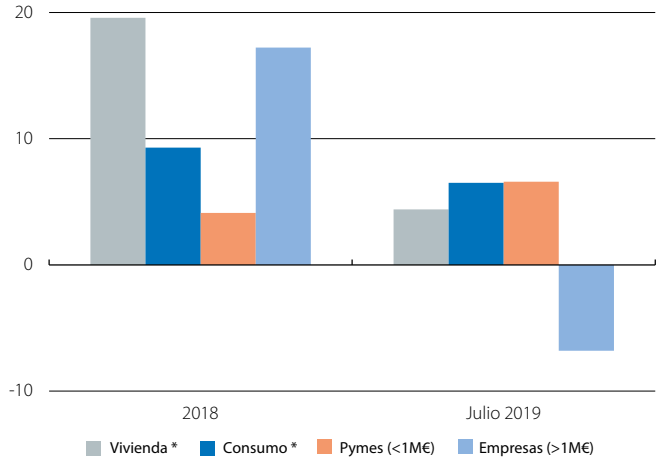
Variación interanual (%) *Variación interanual (%)*



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

Portugal: nuevas operaciones de crédito

Variación interanual (%)



Nota: ** Excluyendo renegociaciones.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.*