

## La incertidumbre erosiona la expansión global

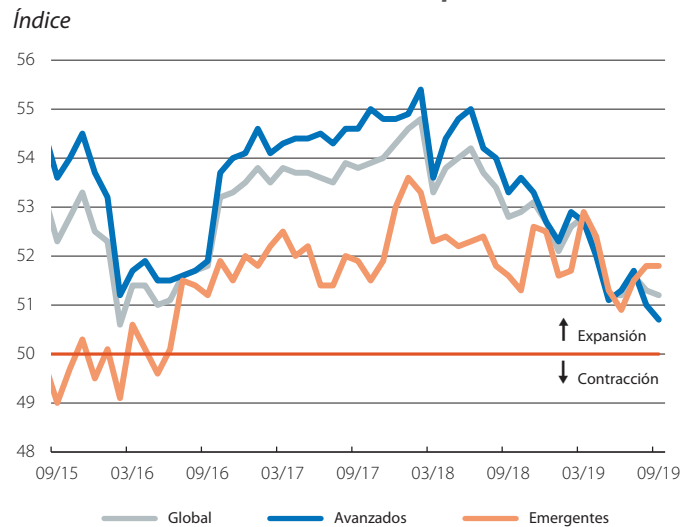
**El crecimiento se modera en la segunda mitad de 2019.** Así lo reflejan indicadores como el índice global de sentimiento empresarial (PMI) compuesto, que mantiene una tendencia a la baja desde hace ya unos meses y en septiembre se emplazó en un nivel contenido (51,2 puntos). En gran parte, ello se debe al debilitamiento del comercio mundial y al enfriamiento generalizado del sector manufacturero (el índice PMI de manufacturas se mantiene por debajo del umbral de los 50 puntos que separa la zona expansiva de la contractiva). No obstante, el sector servicios mantiene –por ahora– su resiliencia (el índice PMI de servicios sigue estando por encima de los 50 puntos), lo que mitiga la desaceleración del ritmo de actividad. Este entorno de menor dinamismo también se refleja en la última actualización del cuadro macroeconómico del FMI, donde la institución volvió a reducir sus previsiones de crecimiento para la economía global en 2019 (del 3,2% que manejaba en julio al 3,0%) tanto para las economías avanzadas como para las emergentes, y mantuvo el balance de riesgos sesgado a la baja. En buena parte, la revisión del Fondo refleja el efecto negativo de las medidas proteccionistas implementadas por EE. UU. y China hasta ahora, y las consecuencias negativas indirectas de las tensiones comerciales entre ambos países. A pesar de esta revisión, el FMI espera un ligero repunte del crecimiento mundial de cara a 2020 hasta el 3,4% (razonablemente en línea con la previsión del 3,2% que manejamos desde CaixaBank Research), aupado por la mejora de la actividad en varias economías emergentes.

**Las tensiones comerciales se mantienen como el principal foco de riesgo para la economía global.** Por un lado, EE. UU. y China anunciaron un acuerdo (dentro del marco de una primera fase de negociaciones) que suspendió el aumento arancelario sobre importaciones chinas previsto para el 15 de octubre, si bien los detalles de dicho acuerdo todavía están por definirse. Con todo, a pesar de este acuerdo y de la intención de ambas partes de seguir negociando en una segunda fase, la incertidumbre seguirá lastrando el crecimiento económico durante los próximos trimestres (puesto que las negociaciones han sufrido más de un vaivén en los últimos trimestres y la confianza de empresas y consumidores se restaurará solo de forma muy gradual). Por otro lado, las tensiones comerciales entre EE. UU. y la UE escalaron después de que la Organización Mundial del Comercio (OMC) dictaminara que la UE había dado ayudas ilegales a Airbus y autorizara a EE. UU. (como compensación) a introducir aranceles por valor de 7.500 millones de euros sobre un abanico de productos europeos (la mayor parte agroalimentarios). A pesar de que estos aranceles pueden ser eliminados en cualquier momento, su introducción (efectiva el 18 de octubre) puede contribuir al deterioro del sentimiento económico.

### EUROPA

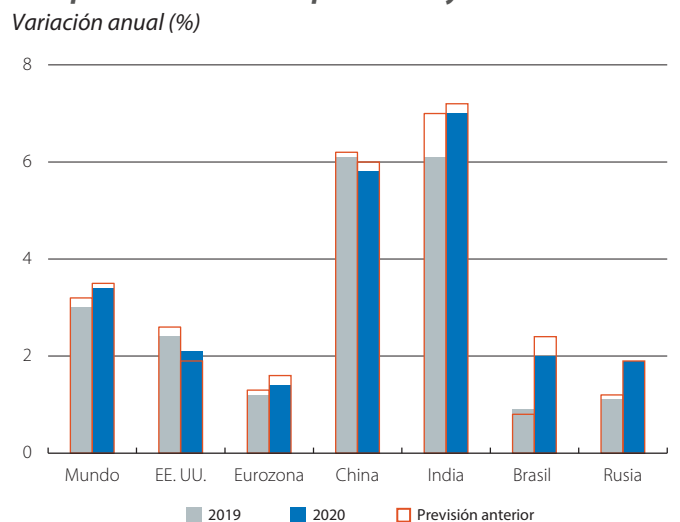
**En Europa, la saga del brexit se alarga y alarga.** En particular, el primer ministro británico Boris Johnson y la UE alcanzaron un nuevo acuerdo para la salida del Reino Unido. No obstante, la

### Indicadores de actividad: PMI compuesto



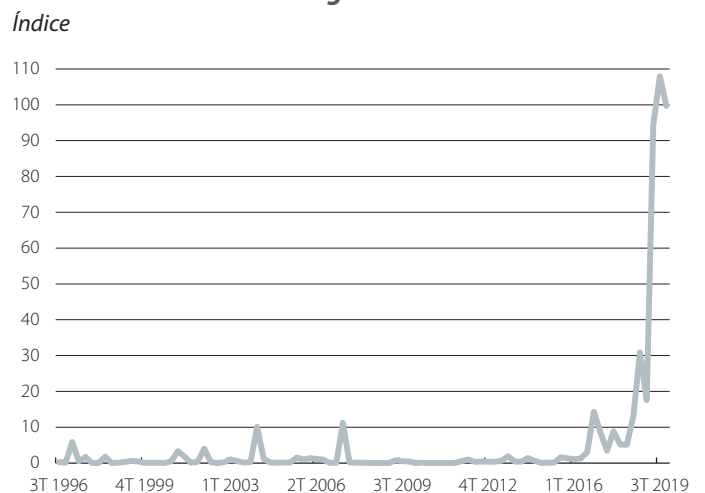
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

### FMI: previsiones del PIB para 2019 y 2020



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre de 2019).

### Incertidumbre comercial global



Fuente: CaixaBank Research, a partir de Ahir, H., Bloom, N. y Furceri, D. (2018), «The World Uncertainty Index», Stanford mimeo.

Cámara de los Comunes dejó en suspenso la ratificación de este acuerdo de salida al requerir que antes se apruebe la legislación necesaria para hacerlo efectivo. Asimismo, puesto que ningún acuerdo fue ratificado antes del 19 de octubre, Johnson se vio forzado por ley a pedir a la UE una nueva extensión (y ya van tres) del *brexít*, esta vez hasta finales de enero de 2020, aunque con la opción de salir antes si el acuerdo de salida logra ser ratificado en las próximas semanas. Si bien esta extensión elimina los temores a un *brexít* desordenado a corto plazo, una salida sin acuerdo más adelante no queda del todo descartada. Por ejemplo, ello podría ocurrir si en las próximas elecciones generales (que se han convocado de forma anticipada para el 12 de diciembre) los partidos pro-*brexít* obtienen suficiente apoyo como para volver a situar la opción de un *brexít* duro sobre la mesa.

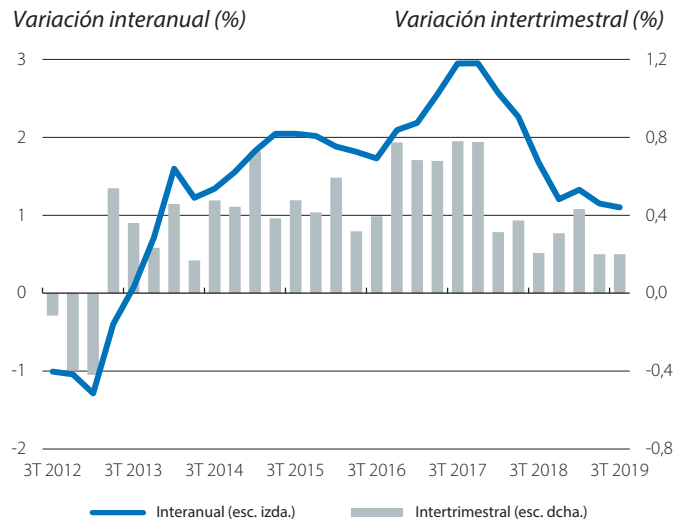
**Mientras que la actividad en la eurozona aguanta el tipo.** En particular, el crecimiento del PIB de la eurozona se mantuvo estable en el 0,2% intertrimestral (1,1% interanual) en el 3T 2019, un ritmo algo por encima de nuestras previsiones y las del consenso de analistas (0,1% intertrimestral). Con todo, el crecimiento continúa en cotas modestas, especialmente por la debilidad de la industria y el sector exterior (ambos penalizados por la desaceleración de la economía mundial y el entorno de incertidumbre global que han traído, entre otros, las tensiones comerciales entre EE.UU. y China y la incógnita del *brexít*), además de otros lastres idiosincráticos, como el *shock* sectorial en la industria automovilística. Todos estos elementos están afectando más a Alemania, país para el que todavía no se conoce el dato de PIB del 3T. De los países de los que sí conocemos datos, destacaron en positivo Francia, donde el crecimiento se mantuvo en el 0,3% intertrimestral en el 3T (1,3% interanual), y España (0,4% intertrimestral). En cambio, la economía italiana mantuvo su tónica de crecimiento bajo de los últimos trimestres (con un avance del 0,1% intertrimestral y 0,3% interanual).

**La demanda interna sigue apoyando la actividad en la eurozona.** En particular, los consumidores siguen beneficiándose de una política monetaria muy acomodaticia y de un mercado laboral que continúa generando empleo (+1,4 millones en el último año, según datos de la encuesta de población activa del 2T 2019, hasta alcanzar los 147 millones de ocupados y superar en casi 3 millones los niveles de empleo máximos de 2008) y cuya tasa de paro se sitúa en mínimos de los últimos 11 años (7,5% en septiembre). Asimismo, la dinámica positiva del mercado laboral va trasladándose poco a poco a salarios (crecieron un 2,2% interanual en el 2T 2019). En este contexto, indicadores de consumo como las ventas minoristas mantienen un desempeño positivo (+2,1% interanual en agosto). No obstante, algunos indicadores de sentimiento relacionados con la demanda también han empezado a flexionar a la baja (el indicador de confianza del consumidor elaborado por la Comisión Europea disminuyó en octubre hasta los -7,6 puntos, mínimo desde principios de 2017).

**ESTADOS UNIDOS**

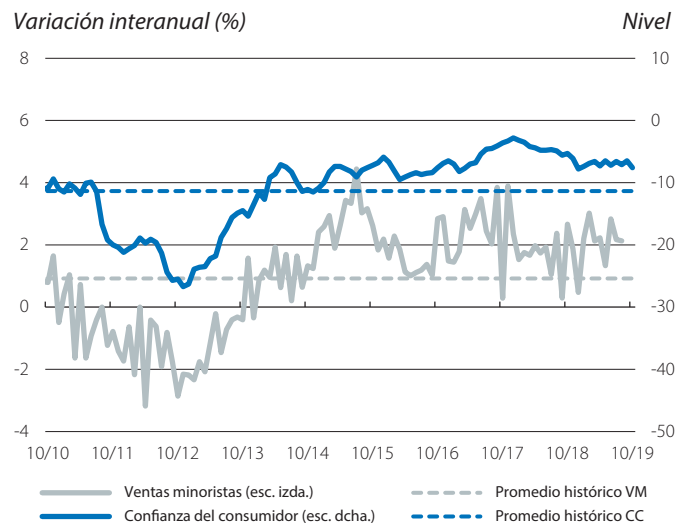
**La economía de EE. UU. mantiene su solidez.** En el 3T, el PIB avanzó un 0,5% intertrimestral (1,9% en términos intertrimestrales anualizados) y un 2,0% interanual, un ritmo similar al

**Eurozona: crecimiento del PIB**



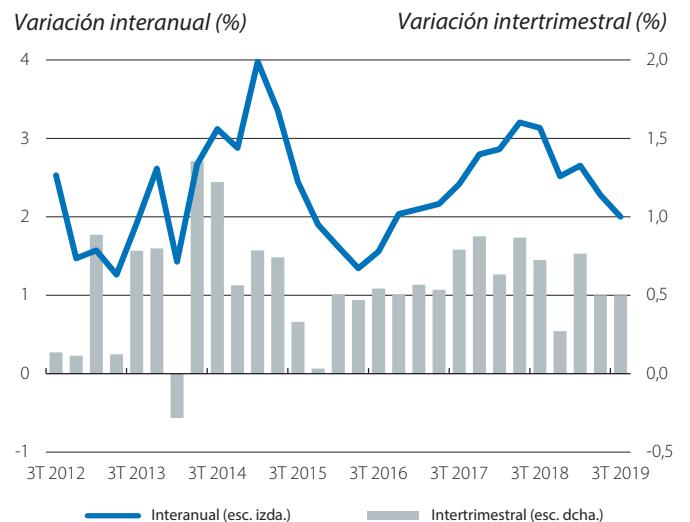
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: indicadores de consumo**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

**EE. UU.: crecimiento del PIB**



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

observado en el 2T 2019 y ligeramente por encima de las previsiones de CaixaBank Research y del consenso de analistas. Se trata de un avance sólido, especialmente dado el contexto de tensiones comerciales que rodea al país norteamericano desde hace unos meses y las medidas proteccionistas ya en marcha. Con todo, de cara a los próximos trimestres es de esperar que el crecimiento de EE. UU. vaya moderándose, en parte por el lastre del conflicto comercial pero también por la propia madurez del ciclo económico. En este sentido, en los últimos meses, algunos indicadores avanzados de actividad, como los índices de sentimiento ISM manufacturero y de servicios, han flexionado sustancialmente a la baja (47,8 y 52,6 puntos en septiembre, respectivamente, cotas no vistas desde 2016). Por otro lado, posibles medidas de estímulo fiscal en 2020 (sobre todo en el ámbito de infraestructuras) y la política monetaria acomodaticia de la Fed pueden actuar como contrapeso y mitigar la desaceleración del crecimiento.

**Pese a los efectos del conflicto comercial sobre la inversión, el mercado laboral y el consumo mantienen un buen tono.**

Por un lado, la inversión empresarial volvió a contraerse por segundo trimestre consecutivo en el 3T (-0,8% intertrimestral), lastrada por la caída en bienes de equipo. Por otro lado, se crearon 136.000 puestos de trabajo en septiembre, una cifra especialmente notable en una economía que se sitúa en pleno empleo desde 2018. Asimismo, la tasa de paro bajó hasta el 3,5%, el nivel más bajo desde diciembre de 1969, y los salarios avanzaron un 2,9% interanual. De este modo, la dinámica positiva del mercado laboral sigue apoyando al consumo privado (que avanzó un 0,7% intertrimestral en el 3T), componente clave del crecimiento y con elevada inercia.

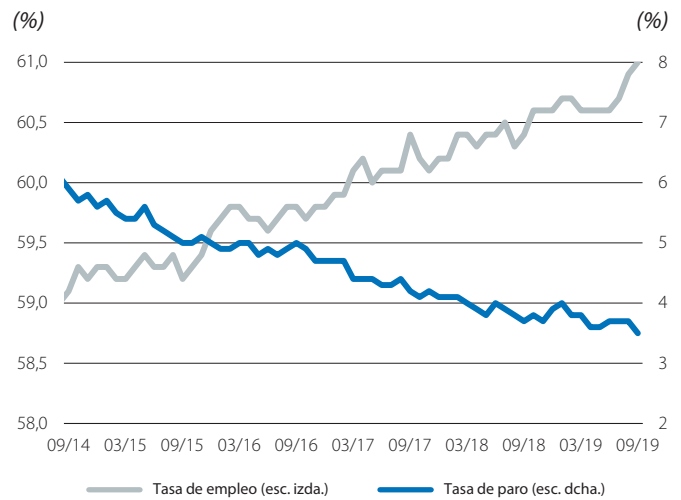
**Sin signos de presiones inflacionistas.** En septiembre, la inflación general se mantuvo estable en el 1,7%. Por su parte, la inflación subyacente, más ligada a la evolución de la actividad económica, se emplazó en niveles más altos (2,4%), aunque sin signos de presiones al alza. En este contexto, la ausencia de tensiones en los precios y la presencia de focos de incertidumbre llevó a la Fed a volver a bajar tipos de interés (por tercera vez este año) en 25 p. b. hasta el intervalo del 1,50%-1,75% (si bien se mantiene cauta respecto a futuros recortes).

**EMERGENTES**

**Y, en China, la desaceleración de la economía no se detiene.**

En particular, el PIB de China avanzó un 6,0% interanual en el 3T 2019, lo que representa una desaceleración de 2 décimas con respecto al registro del 2T y el crecimiento más bajo desde que el país empezó a publicar datos de PIB trimestrales (en 1993). En parte, esta desaceleración refleja la transición estructural de China hacia una economía más terciarizada, que comporta menores ritmos de crecimiento. Pero parte de la desaceleración de los últimos trimestres también está causada por el menor dinamismo del sector industrial y la elevada incertidumbre asociada a la guerra comercial con EE. UU., que ha penalizado a las exportaciones chinas. En los próximos trimestres, prevemos que la economía china continúe ralentizándose de forma gradual. No obstante, las autoridades tienen todavía margen para seguir estimulando la economía, especialmente a través de la política monetaria, y evitar una desaceleración abrupta.

**EE.UU.: mercado laboral**



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

**EE. UU.: IPC**

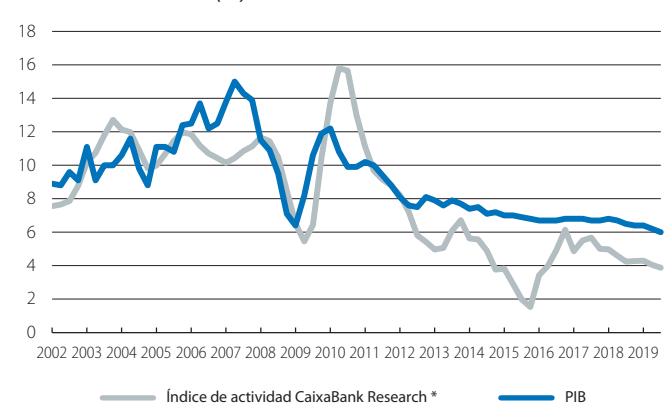
**Variación interanual (%)**



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

**China: PIB vs. indicador de actividad CaixaBank**

**Variación interanual (%)**



Nota: \* Media móvil de los últimos cuatro trimestres del índice de actividad. El crecimiento en el 3T se ha calculado a partir de datos mensuales de julio y agosto. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Popular de China y de la Oficina Nacional de Estadística de China.