

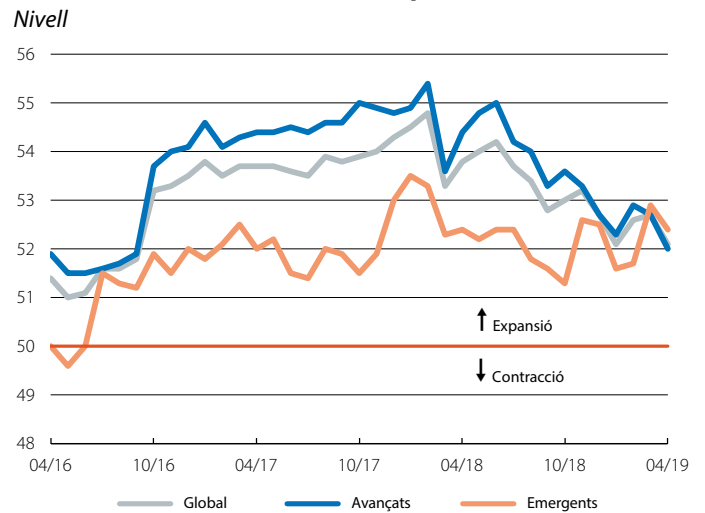
## L'expansió global continua en un entorn d'incertesa

L'economia mundial avança a un ritme més suau. Així ho reflecteixen indicadors com l'índex de sentiment (PMI) compost global, que, des de fa mesos, resisteix moderadament per damunt dels 52 punts (52,1 punts a l'abril), un nivell inferior a la mitjana de 53,6 punts del 2018, però que manté un matalàs amb els 50 punts que delimiten la zona expansiva de la contractiva. Així, els indicadors consoliden l'escenari macroeconòmic de CaixaBank Research, que contempla una desacceleració suau del creixement mundial del 3,6% del 2018 al 3,3% el 2019. Una part d'aquesta moderació respon a llastos temporals en algunes economies clau (en especial a la zona de l'euro), de manera que el ritme d'activitat econòmica podria mostrar un to més positiu a mesura que avanci l'any. No obstant això, com ho destaquen els següents paràgrafs de la conjuntura d'aquest mes, l'entorn és exigent i prevalen importants fonts d'incertesa.

**La negociació comercial entre els EUA i la Xina es complica.** En particular, quan semblava que els EUA i la Xina s'apropaven al tancament d'un acord per canalitzar el conflicte comercial, al maig, es van tornar a intensificar les tensions entre les dues potències. D'una banda, amb l'anunci per part dels EUA d'una pujada aranzelària del 10% al 25% sobre les importacions xineses per valor de 200.000 milions de dòlars, després del qual la Xina va respondre amb aranzels sobre 60.000 milions de dòlars d'importacions nord-americanes. Així mateix, Trump també va amenaçar amb imposar una altra ronda d'aranzels (del 25%) a uns altres 300.000 milions de dòlars d'importacions de la Xina, la qual cosa cobriria el valor total dels béns xinesos importats anualment pels EUA (vegeu el segon gràfic). De l'altra, l'escalada va anar més enllà dels aranzels després que els EUA afegís Huawei a la llista d'empreses que requereixen una «autorització» governamental per a l'adquisició de components i de tecnologia dels EUA. Sens dubte, aquests elements pressionen la Xina perquè aprofundeixi en algunes de les exigències dels EUA en matèria de transferència tecnològica i de propietat intel·lectual abans d'assolir un pacte comercial –la qual cosa sembla avui dia difícil que succeeixi a molt curt termini. No obstant això, també subratllen el risc que les tensions entre els dos països continuïn durant un període més llarg del que s'havia previst inicialment. D'altra banda, els EUA van ajornar fins al final de l'any la decisió sobre les mesures aranzelàries al sector de l'automoció, les quals, en aquest cas, afectarien en especial Europa.

**A Europa, la incertesa política va per barris.** D'una banda, malgrat que les eleccions al Parlament Europeu van comportar un augment del pes de les formacions euroescèptiques, el suport a aquests partits va ser inferior al que auguraven algunes prediccions i el seu pes parlamentari no va arribar al llindar a partir del qual podrien condicionar de forma material el rumb polític-institucional de la UE. De l'altra, al Regne Unit, la primera ministra Theresa May va anunciar la seva dimissió, amb efecte a partir del 7 de juny. Després de la seva dimissió, s'iniciarà la lluita pel lideratge del Partit Conservador, que es podria allargar durant l'estiu. Això s'afegirà a les dificultats existents per acordar una estratègia de consens sobre el *brexit* a la Cambra dels Comuns abans de la nova data límit del 31 d'octubre.

### Indicadors d'activitat: PMI compost



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

### Exportacions de béns nord-americans cap a la Xina

120.000 milions de dòlars



#### Aranzels de la Xina sobre les importacions dels EUA

**Aplicats**  
25% sobre 50.000 milions de dòlars  
13% (de mitjana) sobre 60.000 milions de dòlars

### Exportacions de béns xinesos cap als EUA

540.000 milions de dòlars



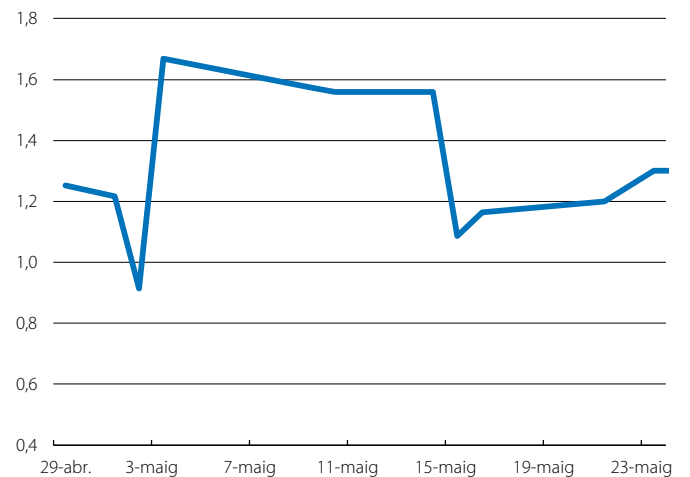
#### Aranzels dels EUA sobre les importacions de la Xina

**Aplicats**  
25% sobre 250.000 milions de dòlars  
**Amenaça**  
? sobre 300.000 milions de dòlars

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de US Foreign Trade (dades de 2018).

### EUA: estimació del PIB en el 2T

Variació intertrimestral anualitzada (%)



Font: CaixaBank Research, a partir del model de Nowcasting de la Fed d'Atlanta.

**ESTATS UNITS**

**Els indicadors apunten a un menor ritme de creixement en el 2T.** En particular, els models de previsió Nowcasting del PIB de les diferents reserves federals situen el creixement per al 2T en l'interval 1,0%-1,5% (en termes intertrimestrals anualitzats). Això confirma que, més enllà de la sorpresa del 1T (el 3,1% intertrimestral anualitzat, amb el suport de factors amb poc recorregut, com els inventaris), l'economia nord-americana avança cap a una moderació gradual del ritme de creixement per la maduresa mateixa del cicle i per l'esvaïment de l'impuls fiscal. Així i tot, a un mes del tancament del trimestre, encara és aviat per valorar amb precisió la magnitud de la desacceleració. De fet, alguns indicadors d'activitat ue hem anat coneixent al llarg del mes sorprenen en positiu, com els índexs manufacturadors del mes de maig elaborats per la Fed de Nova York i la de Filadèlfia, els quals van augmentar de forma considerable. Així mateix, l'índex de confiança del consumidor elaborat pel Conference Board va escalar fins als 134,1 punts al maig (129,2 a l'abril), molt per damunt del que s'esperava i de la mitjana del 2018 (130,1). Finalment, en el pla laboral, es van crear 263.000 llocs de treball a l'abril, una xifra elevada en un context de plena ocupació. A més a més, la taxa d'atur va disminuir fins al nivell més baix en 50 anys (el 3,6%) i els salaris van avançar el 3,2% interanual.

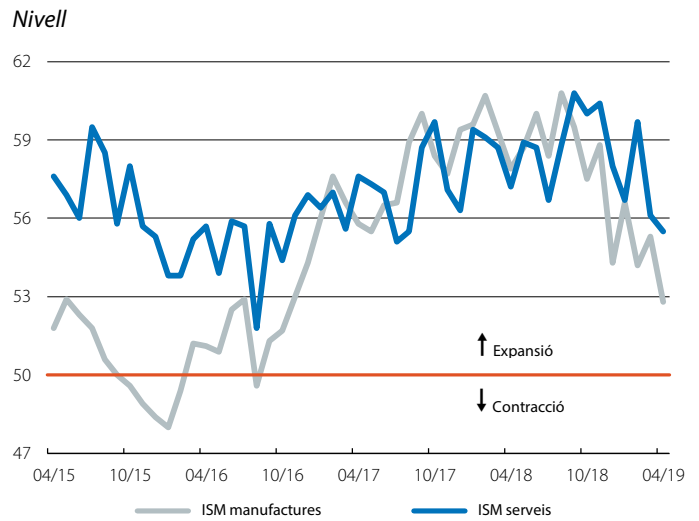
**Les pressions inflacionistes es mantenen contingudes i donen suport a l'estratègia pacient de la Fed.** En concret, la inflació dels EUA va repuntar lleugerament a l'abril i es va situar en el 2,0%, 1 dècima per damunt del registre del mes anterior, empesa, en part, pel preu dels carburants. Per la seva banda, la inflació subjacent es va situar en el 2,1% (el 2,0% al març). De cara als propers mesos, esperem que la inflació subjacent es mantingui en els nivells actuals, coherents amb l'objectiu de la Fed.

**EUROPA**

**L'expansió continua a un ritme moderat.** Malgrat que avança per damunt del que s'esperava en el 1T (el 0,4% intertrimestral i l'1,2% interanual), el creixement de la zona de l'euro es mantindrà en cotes moderades (lleugerament per damunt de l'1,0% interanual), en un context de desacceleració de l'activitat global que afecta, en especial, el comerç i les manufactures. Així ho reflecteix l'última actualització de l'escenari econòmic de la Comissió Europea. En particular, la institució, en l'actualització de previsions de primavera, va rebaixar en 1 dècima la previsió de creixement per a la zona de l'euro a l'1,2% per al 2019 i a l'1,5% per al 2020 (xifres molt semblants a les previsions de CaixaBank Research). Malgrat aquesta revisió, i com ho assenyala la Comissió, el ritme d'activitat podria repuntar lleugerament a partir de la segona meitat de l'any, fins a ritmes més coherents amb el potencial (l'1,4% interanual), a mesura que alguns llastos temporals, com la lenta adaptació del sector de l'automoció a la nova normativa d'emissions i alguns focus d'incertesa política, es vagin atenuant.

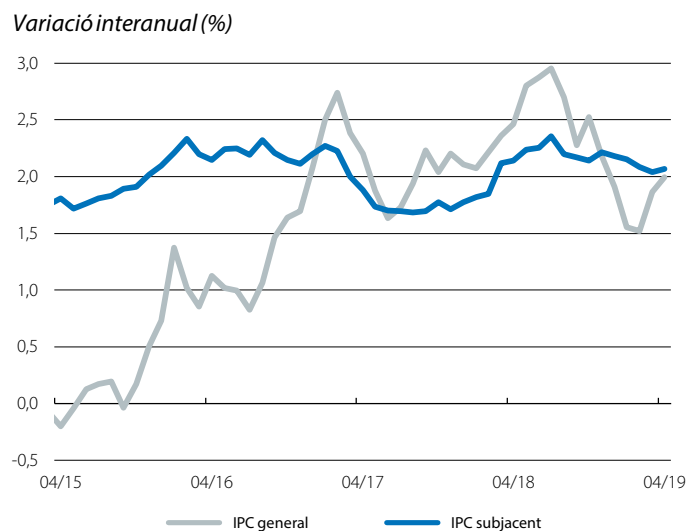
**Alemanya i el Regne Unit van sorprendre a l'alça en el 1T.** L'activitat a Alemanya es va recuperar de l'ensopagada de la segona meitat del 2018 (el -0,2% en el 3T 2018 i el 0,0% en el 4T 2018) i va créixer el 0,4% intertrimestral (el 0,7% interanual), gràcies al bon comportament de la demanda interna. Per la

**EUA: indicadors d'activitat**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

**EUA: IPC**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

**Previsions del PIB de la Comissió Europea**

Variació anual (%)

	Previsió		Variació en relació amb la previsió d'hivern del 2019	
	2019	2020	2019	2020
Zona de l'euro	1,2	1,5	▼ -0,1	▼ -0,1
Alemanya	0,5	1,5	▼ -0,6	▼ -0,2
França	1,3	1,5	=	=
Itàlia	0,1	0,7	▼ -0,1	▼ -0,1
Espanya	2,1	1,9	=	=
Portugal	1,7	1,7	=	=
Regne Unit	1,3	1,3	=	=

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (European Economic Forecast, primavera del 2019).

seva banda, el creixement del PIB al Regne Unit va repuntar fins al 0,5% intertrimestral (el 0,2% en el 4T 2018), malgrat l'elevada incertesa sobre el brexit que es va viure en el 1T.

**Els indicadors d'activitat evolucionen de forma mixta.** Al costat negatiu, l'índex PMI compost per al conjunt de la zona de l'euro es va mantenir gairebé pla al maig (51,6 punts), molt per sota de la mitjana del 2018 (54,5 punts) però en zona encara expansiva (per damunt dels 50 punts). Així mateix, el detall sectorial va mostrar que el PMI de manufactures es manté en zona contractiva (47,8 punts), situació que reflecteix que els llastos sobre els sectors exterior i manufacturer encara no s'han esvaït. Al costat positiu, l'índex de sentiment econòmic (ESI) elaborat per la Comissió Europea va augmentar fins als 105,1 punts, després de 12 mesos de caigudes. En la mateixa línia, la confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro també va repuntar al maig i va assolir els -6,5 punts (-7,0 punts en el 1T). En conjunt, el quadre d'indicadors suggereix que l'activitat econòmica mantindrà un ritme d'avanç moderat en el 2T.

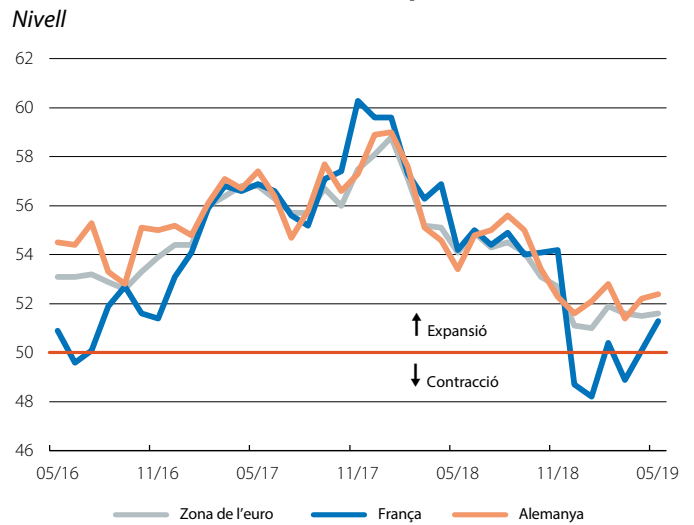
**RESTA DEL MÓN**

**Xina: indicadors d'activitat per sota de les expectatives.** En particular, a l'abril, la producció industrial va moderar el ritme d'avanç fins al 5,4% interanual (el 8,5% al març), mentre que les vendes al detall també van mostrar una dinàmica similar, amb un creixement interanual del 7,2% (el 8,7% al març). Per la seva banda, les exportacions xineses van caure el 2,7% interanual (el +13,8% al març), una dada més negativa del que s'esperava i molt per sota de la mitjana dels 12 últims mesos (el 5,9%). Aquestes xifres evidencien que l'estímul fiscal implementat en el 1T té un recorregut limitat i que, en absència de noves mesures d'estímul, l'economia xinesa es continuarà desaccelerant en els propers trimestres.

**El Japó torna a sorprendre.** El PIB nipó va avançar de forma sòlida en el 1T, amb el 0,5% intertrimestral (el 0,8% interanual), per damunt del ja considerable 0,4% del 4T. No obstant això, malgrat que l'avanç es va situar per damunt de les previsions de la majoria dels analistes, el desglossament per components va mostrar que el creixement va tenir el suport de factors amb poc recorregut (com els inventaris), mentre que el consum privat (el -0,1%) i la inversió no residencial (el -0,3%), pilars de la demanda interna, es van mostrar febles.

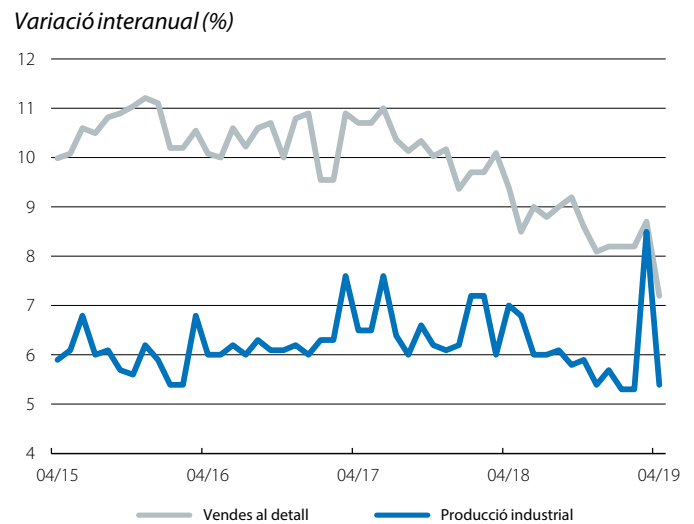
**Entre els emergents, Mèxic i Rússia perden impuls.** Mèxic va sorprendre en negatiu en el 1T, amb una contracció del PIB intertrimestral del -0,2% (avanç de l'1,2% en termes interanuals). Tot i que una part d'aquesta feblesa s'atribueix a disruptcions al sector industrial, l'evolució dels indicadors més recents apunta a un ritme d'activitat més contingut del que s'esperava uns mesos enrere. Així mateix, el PIB del Brasil també es va contreure en el 1T (el -0,2% intertrimestral, en negatiu per primera vegada des del 2016). Per la seva banda, l'economia russa va créixer el 0,5% interanual, significativament per sota del trimestre anterior (el 2,7%), en part per l'efecte negatiu de la pujada de l'IVA de l'inici de l'any. Aquesta xifra confirma la desacceleració prevista el 2019, davant la persistència de la incertesa geopolítica (amb l'amenaça de noves sancions internacionals), i el retorn a taxes de creixement més coherents amb el potencial del país.

**Indicadors d'activitat: PMI compost**



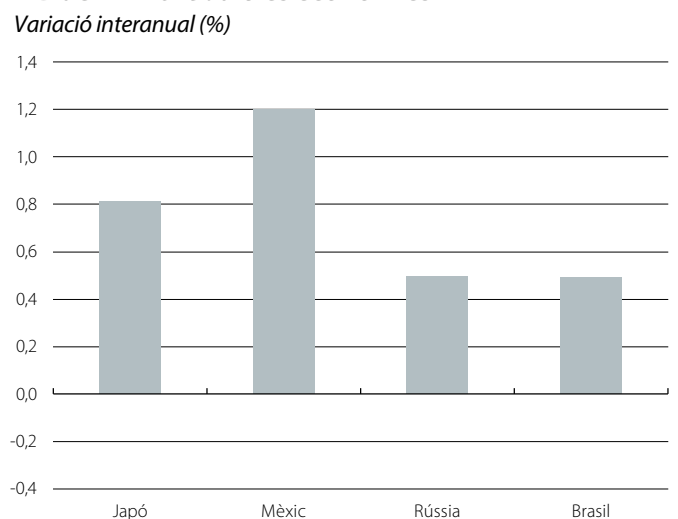
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

**Xina: indicadors d'activitat**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.

**PIB del 1T 2019: altres economies**



Font: CaixaBank Research, a partir dels instituts nacionals d'estadística.

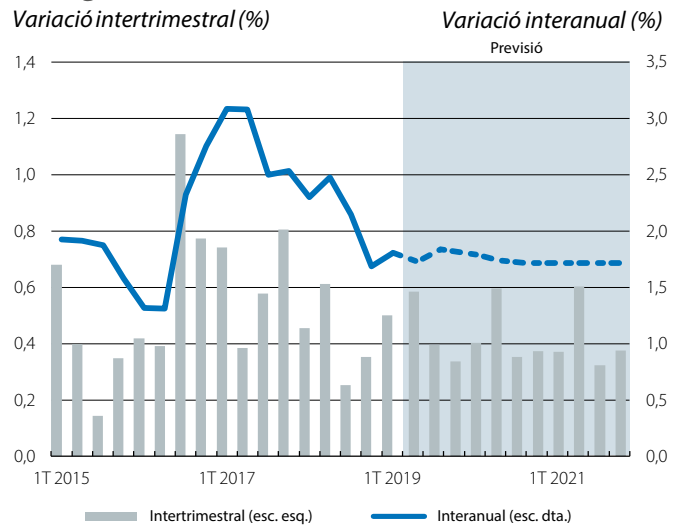
## L'economia portuguesa avança amb dinamisme

**El creixement es manté sòlid.** Les estimacions publicades per l'INE al llarg del mes de maig mostren que el PIB de Portugal va avançar el 0,5% intertrimestral i l'1,8% interanual en el 1T 2019, en els dos casos 1 dècima més que en el 4T 2018. Per components, la demanda interna va aportar 4,8 p. p. a l'avanç interanual, amb el suport de la fortalesa de la inversió (en especial en construcció i en béns d'equipament). En canvi, la demanda externa va tenir una contribució negativa (-3,1 p. p.) pel fort creixement de les importacions, molt per damunt del de les exportacions. Aquestes xifres de creixement són coherents amb el que s'esperava i reforcen la previsió de CaixaBank Research per al creixement del PIB portuguès el 2019 (l'1,8%). En el mateix sentit, en l'actualització del maig de les seves previsions, l'OCDE també pronostica un creixement de l'1,8% per al PIB portuguès, amb el suport del consum privat i de la inversió. Pel que fa al 2T, els indicadors continuen mostrant una evolució favorable de l'economia. Així, a l'abril, l'indicador coincident d'activitat elaborat pel Banc de Portugal es va situar en el 2,0% (l'1,9% en la mitjana del 1T) i l'indicador coincident per al consum també es va situar en el 2,0% (mateix registre que en la mitjana del 1T). Així, doncs, els dos indicadors apunten a un avanç de l'activitat semblant al del trimestre anterior. No obstant això, malgrat aquestes dinàmiques positives, preocupa el deteriorament de l'entorn exterior. Com es detalla tot seguit, la intensificació del dèficit per compte corrent és degut, principalment, a l'embranchada importadora de la inversió, quelcom que pot ser positiu per al potencial de creixement de l'economia a mitjà termini. No obstant això, aquest deteriorament subratlla els riscos a la baixa relacionats amb el sector exterior, ja que es produeix en un escenari d'elevada incertesa geopolítica i de creixement moderat del conjunt de la zona de l'euro.

**El saldo per compte corrent va continuar empitjorant al març.** En particular, el dèficit per compte corrent es va situar en els 2.414 milions d'euros (acumulat de 12 mesos), equivalent al -1,2% del PIB i en clar contrast amb el superàvit del 1T 2018 (el 0,5% del PIB). Aquest deteriorament (de 1,7 p. p.) reflecteix, en gran part, l'embranchada importadora de la inversió, ja que la balança de béns no energètics (que explica 1,0 p. p. del deteriorament) es va veure afectada pel fort creixement de les importacions de béns de capital. Així, cal esperar que això no qüestionï la correcció dels desequilibris exteriors a mitjà termini, tot i que, a curt termini, pot frenar la reducció del deute extern net (que se situa en un elevat 88,6% del PIB). Per la seva banda, el deteriorament del saldo de rendes relacionades amb la inversió estrangera directa va explicar -0,8 p. p., mentre que l'augment de la factura energètica va sostreure -0,4 p. p. i la balança dels serveis turístics es va mantenir en positiu (+0,2 p. p.).

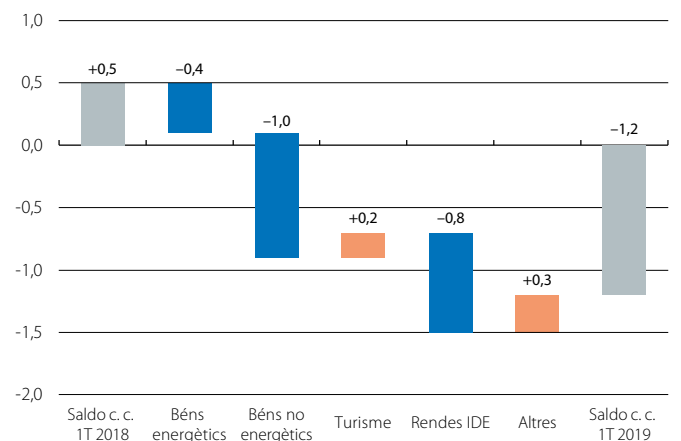
**L'activitat turística manté la dinàmica positiva en el 1T.** En el primer trimestre de l'any, es van registrar 4,4 milions de nous hostes en establiments turístics (el +4,0% en relació amb el 1T

### Portugal: PIB



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

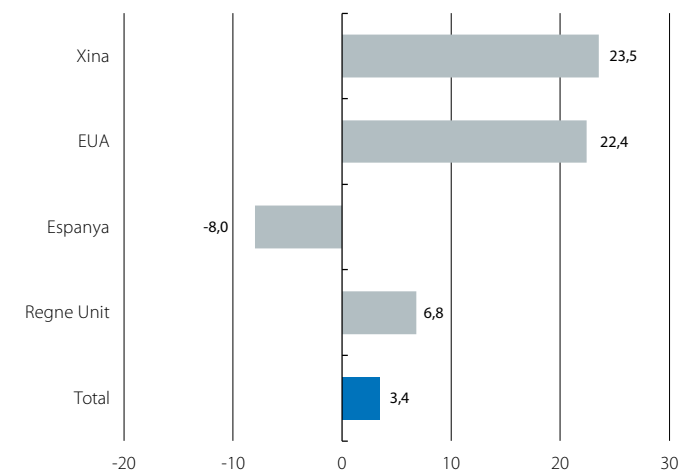
### Portugal: deteriorament de la balança per compte corrent (p. p. del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.

### Portugal: entrada de turistes per origen

Variació interanual (acumulat del gener al març del 2019, %)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

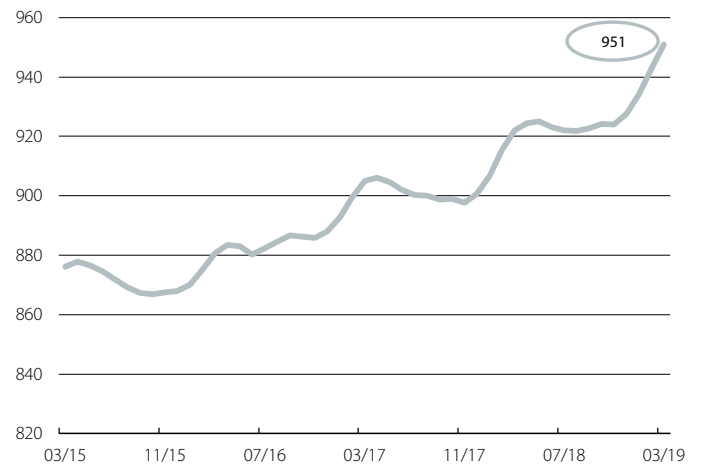
2018). D'aquests hostes, aproximadament 2,5 milions van ser no residents, un augment del 3,4% interanual. Els turistes procedents del Regne Unit van registrar un augment interanual del 6,8% en el 1T (el -4,5% en 2018) i els dels EUA i la Xina van registrar taxes de creixement interanual del 22,4% i del 23,5%, respectivament. Per la seva banda, en el 1T, els ingressos dels establiments d'allotjament turístic es van desaccelerar fins al 4,9% (el 7,3% el 2018), amb una estabilització de l'ingrés mitjà per habitació.

**La bona marxa del mercat laboral dona suport a la demanda domèstica.** En el 1T, la taxa d'atur es va situar en el 6,8%, 1,1 p. p. per sota de la dada del 1T 2018, mentre que la població ocupada va assolir les 4.880.200 persones, una xifra que representa un augment de l'1,5% interanual. Aquesta evolució del ritme de creació d'ocupació, tot i que favorable, revela una certa desacceleració en relació amb el registre del 2018 (amb un creixement interanual mitjà del 2,3%), quelcom previsible a mesura que l'economia s'endinsa en una fase més madura del cicle. Per la seva banda, i arran del bon funcionament del mercat laboral i de l'augment del salari mínim de 580 a 600 euros al començament del 2019, la remuneració bruta mensual mitjana per treballador va augmentar el 3,1% en el 1T.

**El saldo pressupostari continua millorant.** En concret, en l'acumulat fins a l'abril, el saldo es va situar en el -1,8% del PIB (-1.259 milions d'euros), la qual cosa representa una millora clara en relació amb el -3,0% de l'abril del 2018. Això va ser possible gràcies al suport d'un sòlid augment dels ingressos (el 4,5% interanual), molt superior al de les despeses (l'1,1%). Va destacar l'increment dels ingressos fiscals i contributius (el +6,9% interanual), a conseqüència del sòlid creixement econòmic. Entre aquests ingressos, el fort increment dels impostos indirectes (el +9,4%) va estar influït per canvis en els terminis del pagament d'impostos (per a alguns impostos que, normalment, es paguen al final de l'any, es va ampliar el termini fins al començament del 2019), però l'impacte d'aquest factor s'esvaïrà al llarg de l'any. Per la seva banda, els impostos directes van créixer a un ritme inferior, i per sota del mes anterior, a causa de l'avanç del pagament de les devolucions sobre l'impost sobre la renda. En aquest context, els riscos sobre la nostra previsió (del -0,4% del PIB per al conjunt del 2019) estan equilibrats.

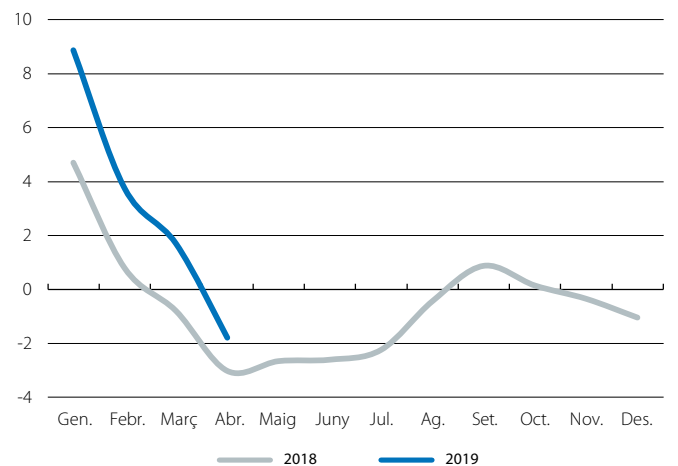
**La cartera de crèdit al sector privat es va contreure el 2,5% interanual al març.** Destaquen la desacceleració del crèdit al consum (del 10,5% interanual del 2018 al 8,7% del març) i la contracció del crèdit a les empreses (el -5,3%), a causa del major dinamisme en les vendes de carteres de crèdit dubtós. Amb l'ajust per aquest efecte, el crèdit a les empreses hauria crescut el 0,5% al març.

**Portugal: remuneració bruta mensual mitjana (Euros)**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal i de la Seguretat Social.

**Portugal: saldo de l'Estat (% del PIB)**



Nota: L'objectiu oficial (comptabilitat nacional) per al saldo públic del 2019 és del -0,2% del PIB.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la DGO i del Pressupost General de l'Estat portuguès 2019.

**Portugal: crèdit al sector privat Març del 2019**

	Saldo (milions d'euros)	Variació interanual (%)
<b>Crèdit a particulars</b>	119.360	-0,8
Crèdit per a habitatge	97.005	-1,5
Crèdit al consum i altres finalitats	22.355	2,4
Consum	15.451	8,7
<b>Crèdit a empreses</b>	69.710	-5,3
No promotors immobiliaris	64.569	-3,9
Promotors immobiliaris	5.141	-20,0
<b>Crèdit total al sector privat *</b>	189.070	-2,5

Nota: \* Crèdit concedit al sector privat no financer.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.