

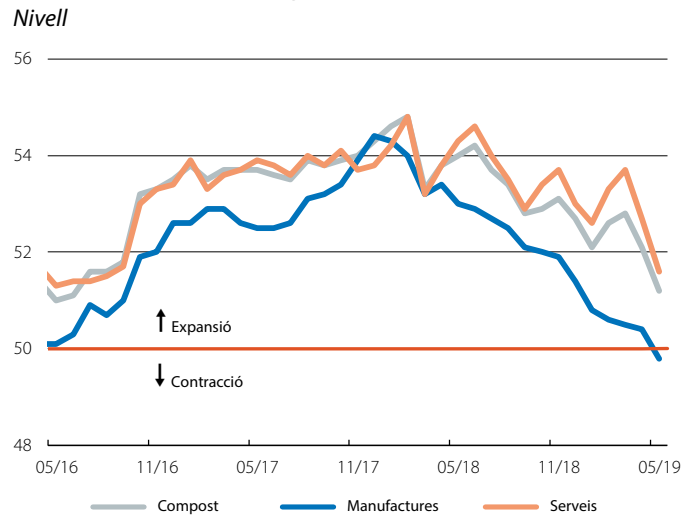
L'expansió global continua, però els riscos augmenten

Lleuger deteriorament de l'escenari macroeconòmic global. D'una banda, unes dades de creixement una mica pitjors del que s'esperava en el 1T en algunes economies emergents de pes (l'Índia, el Brasil i Turquia) ens han empès a una petita rebaixa de la previsió de creixement per al 2019 (del 3,3% al 3,2%), la qual cosa confirma que l'economia global reduirà una marxa enguany (recordem que, el 2018, el creixement va ser del 3,6%). De l'altra, hem vist un deteriorament significatiu dels indicadors de sentiment global en el 2T: l'indicador compost global PMI va caure fins als 51,2 punts al maig (52,1 a l'abril) i, a més a més, l'índex de manufactures es va situar per sota dels 50 punts (el llindar que separa la zona expansiva de la recessiva). Així, les dades indiquen que l'activitat econòmica global ha entrat en una senda una mica més feble, afectada per la major incertesa global.

Augment de les incerteses. Una de les principals raons que fa que assignem una major probabilitat de materialització dels riscos a la baixa és que tot indica que les tensions proteccionistes entre els EUA i la Xina van reaparèixer al maig per quedar-se. Així, les espases continuen enlaire, tal com ho mostra el repunt dels índexs d'incertesa geopolítica, tot i que la represa de les negociacions comercials després de la reunió de Trump i de Xi Jinping durant la cimera del G-20 d'Osaka de final de juny ha suavitzat la situació a curt termini. Així, malgrat que cal esperar algun tipus d'acord entre les dues potències, difícilment serà ambiciós. A més a més, hi ha dos motius que reforcen la visió que la incertesa ha vingut per quedar-se. El primer és que hi ha un risc significatiu que, al final, no s'assoleixi aquest acord: els desacords de fons continuen sense resoldre's, i la Xina ha publicat un Document Blanc en què rebutja que s'hagi beneficiat de transferències forçoses de tecnologia, un dels punts clau del litigi. El segon és que, fins i tot amb un acord, la incertesa no s'esvairà de la nit al dia: els aranzels implementats difícilment es retiraran de forma immediata i alguns focus d'incertesa d'un conflicte tan complex i amb tantes arestes continuaran latents. Si els riscos es materialitzessin, la desacceleració podria ser molt més intensa del que considerem, en bona part a causa dels efectes indirectes causats per la major incertesa, i tant la Xina com els EUA s'enfrontarien a un peatge oneros en termes de creixement (per a les xifres exactes, vegeu el Focus «[L'ame-naça del proteccionisme en l'economia mundial](#)», en aquest mateix Informe Mensual).

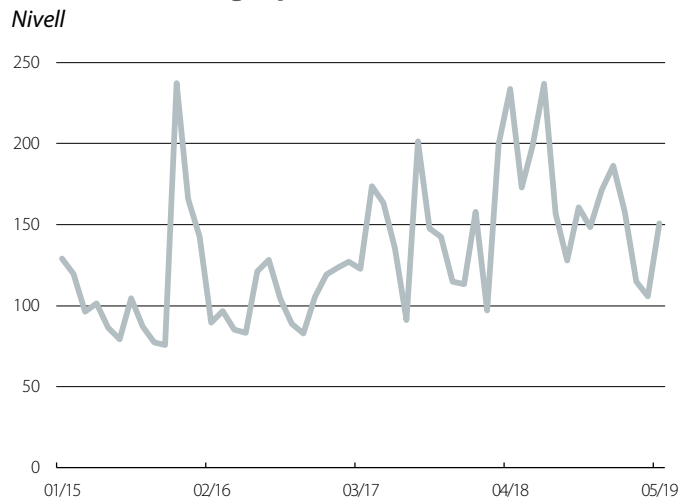
A Europa, la incertesa política torna a repuntar. D'una banda, si el Govern italià no presenta un pla fiscal creïble al juliol, la Comissió Europea va camí de recomanar al Consell Europeu l'obertura d'un procediment de dèficit excessiu (EDP) al país transalpí. Això obligaria l'Executiu italià a incloure prou mesures d'ajust per sanejar els comptes sense perjudicar un creixement econòmic ja prou anèmic en el pressupost del 2020, que s'ha de presentar abans de mitjan octubre del 2019. Les negociacions

Indicadors d'activitat global: PMI



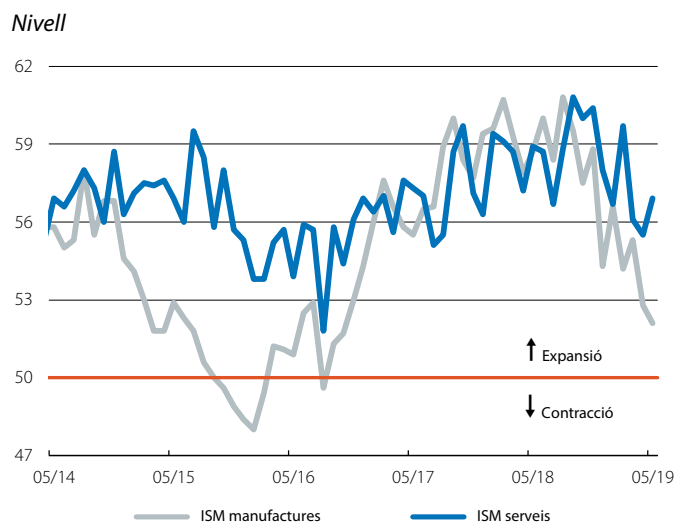
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Índex d'incertesa geopolítica mundial



Font: Base de dades dels economistes Iacovello i Caldara, a partir del percentatge d'articles sobre incertesa geopolítica als principals mitjans de comunicació internacionals.

EUA: indicadors d'activitat



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

entre Roma i Brussel·les seran llargues (l'EDP és un procés essencialment polític i gradual, que atorga prou marge d'acció perquè els països afectats rectifiquin), però és probable que les tensions guanyin pes en els propers mesos. A més a més, el Govern italià es guarda la carta de convocar noves eleccions al final de l'any, la qual cosa podria allargar el procés i intensificar el conflicte. Al Regne Unit, la situació no és gaire més esperançadora: Boris Johnson es perfila com el gran favorit per ser el nou primer ministre, i, malgrat que les dificultats que té el Parlament britànic per consensuar una estratègia de sortida haurien d'aplanar el terreny per a una nova extensió de l'article 50 al final d'octubre, les declaracions en què reitera el compromís d'abandonar la UE a l'octubre intensifiquen el risc que es produeixi un *brexít* desordenat.

ESTATS UNITS

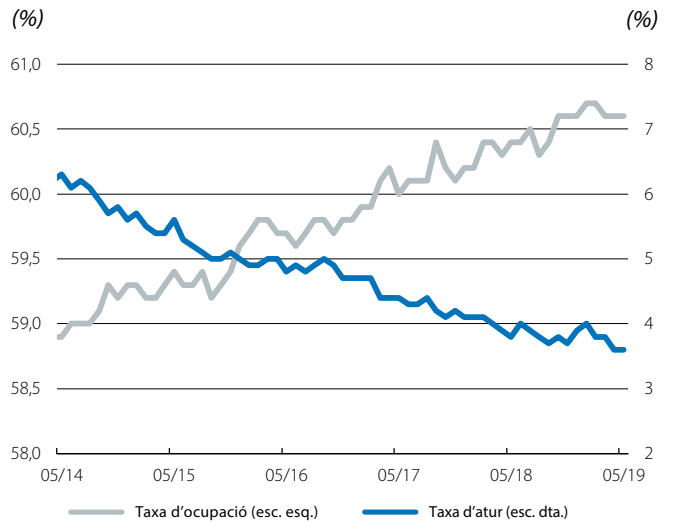
Els indicadors econòmics aguanten prou bé. En particular, el conjunt d'indicadors d'activitat del 2T es manté en terreny raonablement positiu i la lleugera flexió a la baixa és coherent amb la suau desacceleració que esperem per a enguany. Els indicadors de sentiment empresarial (ISM) van reflectir aquesta tendència, ja que van continuar confortablement situats en zona expansiva al maig (és a dir, per damunt dels 50 punts), malgrat que l'índex de manufactures va recular 0,7 punts. D'altra banda, cal destacar que l'embranchida del mercat laboral va donar senyals de suavitzar-se amb la creació de 75.000 llocs de treball al maig (223.000 de mitjana el 2018), una dada raonable si tenim en compte que l'economia nord-americana es troba en una situació de plena ocupació i en una fase més madura del cicle. En aquesta línia, la taxa d'atur continua instal·lada en un baixíssim 3,6% i els salaris van avançar un dinàmic 3,1% interanual.

Les pressions inflacionistes es mantenen contingudes. En concret, la inflació dels EUA es va situar en el 2,0% al maig, el mateix registre que a l'abril, mentre que la inflació subjacent es va situar en l'1,8% (el 2,1% a l'abril). De cara als propers mesos, esperem que la inflació subjacent es mantingui en els nivells actuals, de manera que l'absència de pressions inflacionistes significatives pot afavorir que la Fed dugui a terme alguna baixada de tipus si el context econòmic es deteriora.

EUROPA

L'activitat es modera en el 2T. Després d'un avanç del PIB per damunt del que s'esperava en el 1T (el 0,4% intertrimestral), reflex de la resiliència de la demanda interna, tot indica que, en el segon trimestre, l'economia de la zona de l'euro haurà crescut a un ritme més moderat (el 0,2%-0,3% intertrimestral) i que s'ajusta més a la desacceleració del segon semestre de l'any passat. El desacoblament entre un sector serveis que continua sent dinàmic, gràcies a la resistència de la demanda interna, i un sector industrial que pateix per la incertesa global i per l'alentiment dels fluxos comercials es va tornar a fer patent en els indicadors de sentiment empresarial (PMI): al juny, el PMI de serveis va progressar, mentre que el de manufactures va conti-

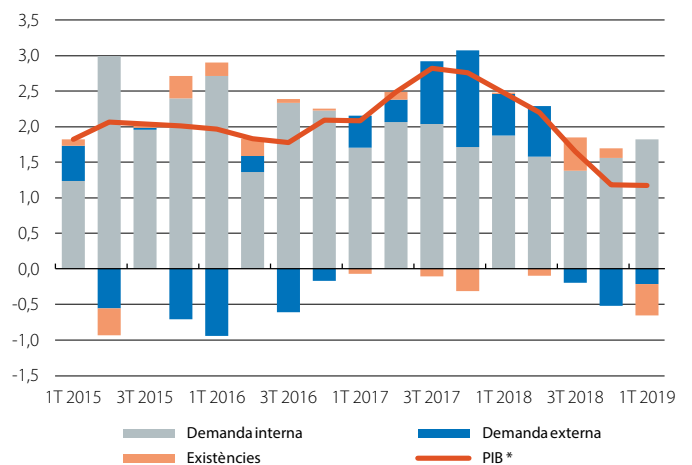
EUA: mercat laboral



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

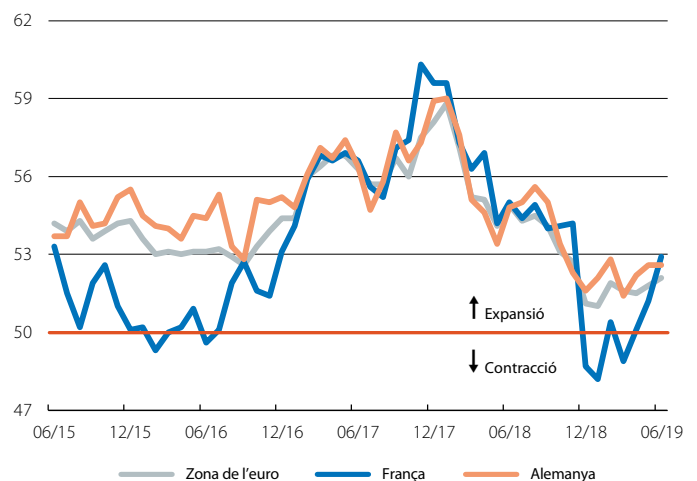
Zona de l'euro: PIB

Contribució al creixement interanual (p. p.)



Nota: * Variació interanual (%). Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: indicador d'activitat PMI compost
Nivell



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

nuar encallat en zona contractiva (47,8 punts). Les previsions del BCE, que, en l'actualització del juny, apunten a una projecció de creixement per al 2019 de l'1,2% (una xifra semblant a la nostra previsió de l'1,3%), reflecteixen l'expectativa d'un creixement moderat. En part, això és fruit d'un entorn global més advers que penalitza la demanda externa, de manera que tant una reconducció de les tensions proteccionistes com la desaparició dels llastos que han perjudicat el sector de l'automòbil podrien donar una mica de tracció al creixement de la zona de l'euro. La inflació, per la seva banda, continua en nivells modestos i es va situar en l'1,2% al maig i al juny, quan es van esvaïr els efectes estacionals que l'havien propulsat temporalment a l'abril per la Setmana Santa.

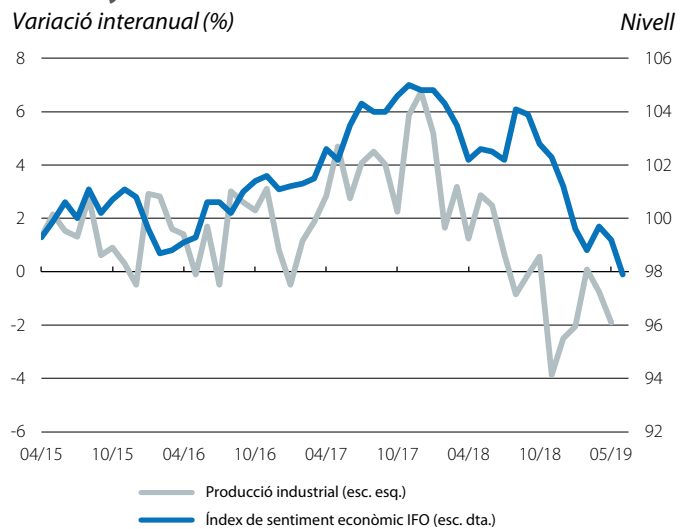
Alemanya no surt del clot. La importància del sector exterior per a l'economia alemanya (el 2018, les exportacions alemanyes de béns i de serveis van representar el 47% del PIB, i, a Espanya, per exemple, només van representar el 34%) explica que s'estigui veient particularment perjudicada per la incertesa i pel menor dinamisme de l'economia global. El sector industrial, molt orientat a l'exportació, es veu perjudicat de forma generalitzada i molt més allà del sector de l'automòbil, tal com ho van reflectir les dades de producció industrial de l'abril (el -1,9% interanual). A més a més, el Bundesbank va indicar, en l'actualització del juny, que espera que el PIB es contregui lleugerament en el 2T. Tot plegat ens ha dut a revisar a la baixa el creixement d'Alemanya en -0,2 p. p. el 2019 i el 2020, fins al 0,8% i l'1,4%, respectivament.

RESTA DEL MÓN

Xina: els indicadors d'activitat continuen pintant una desacceleració. En particular, al maig, la producció industrial i la inversió es van tornar a alentir, i el nostre indicador de creixement, que reflecteix l'estat de l'activitat a partir de l'evolució dels sectors i de les variables més representatius de l'economia real, va continuar descrivint una senda de desacceleració gradual. Tot indica que les autoritats econòmiques del país mantenen un enfocament reactiu, que consisteix a estimular l'economia quan detecten que la desacceleració s'intensifica i, tot seguit, aixecar el peu de l'accelerador quan, gràcies, precisament, a aquest estímul, les dades milloren. En aquest sentit, la Xina té un marge relativament ampli en política monetària (si més no en política fiscal) per implementar noves mesures expansives que permetin evitar una desacceleració abrupta. En aquesta línia, el governador del Banc Central, Yi Gang, ja ha anunciat que estan disposats a actuar si és necessari.

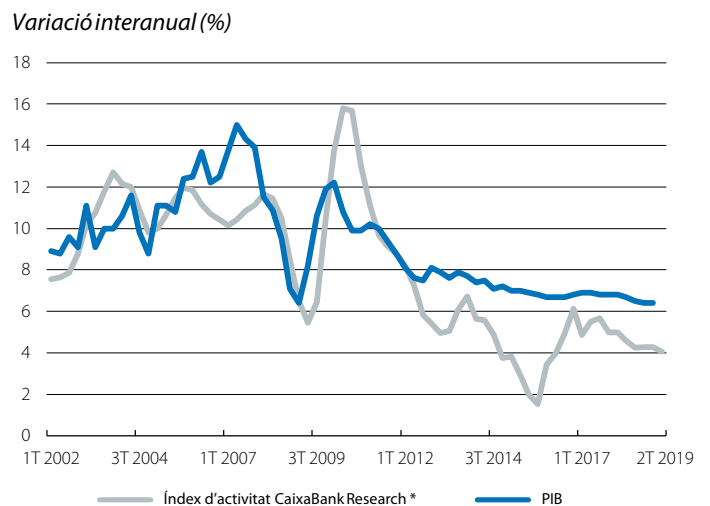
Entre els emergents, Turquia continua en hores baixes. Després de tres trimestres amb fortes caigudes, el PIB de Turquia va agafar una mica d'aire en el 1T 2019 amb un creixement intertrimestral de l'1,3%, tot i que, en termes interanuals, la taxa d'avanç del país encara es va situar en terreny negatiu (el -2,6%). Així i tot, mantenim la nostra previsió per al 2019 en el -2,5%, ja que l'economia turca es troba encara en un context complicat, on els desequilibris continuen molt presents.

Alemanya: indicadors d'activitat



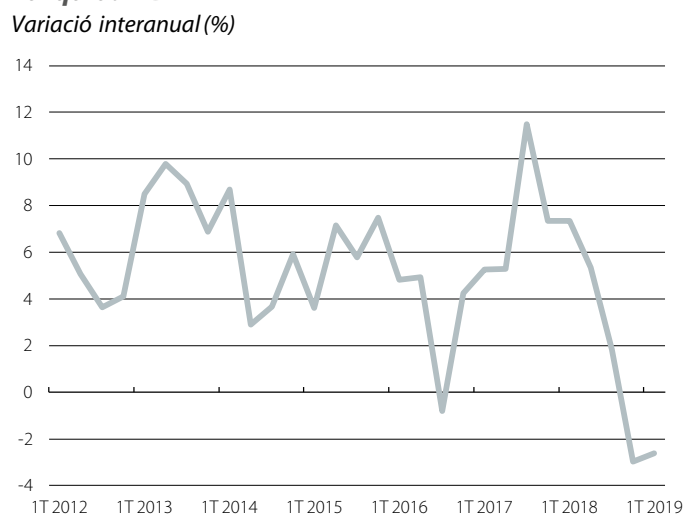
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'oficina d'estadística d'Alemanya i de l'IFO Institute.

Xina: índex d'activitat versus PIB oficial



Nota: * Mitjana mòbil dels quatre últims trimestres de l'Índex d'activitat. Font: CaixaBank Research.

Turquia: PIB



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters.

Portugal es mostra resilient en un entorn global exigent

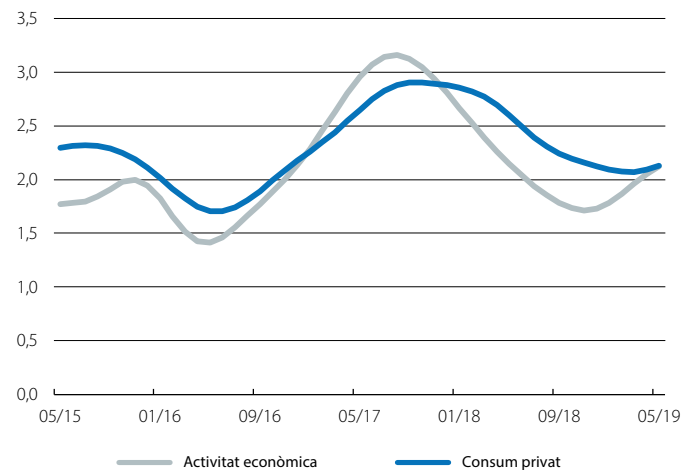
L'activitat avança a bon ritme. Al maig, l'indicador coincident d'activitat elaborat pel Banc de Portugal (que exhibeix una correlació elevada amb el PIB) es va situar en el 2,1%, un registre que se suma al 2,0% de l'abril i que apunta a un creixement de l'activitat en el 2T 2019 proper al 2% (és a dir, en una cota molt semblant a l'avanç del PIB de l'1,8% del primer trimestre de l'any). Per components, la demanda domèstica es manté com el principal motor del creixement, quelcom que queda ben reflectit a la majoria d'indicadors. Per exemple, a més de les bones dades del mercat laboral que es comenten més endavant, l'indicador coincident per al consum de les famílies també es va situar en el 2,1% al maig (el mateix registre que a l'abril i que en la mitjana del 1T 2019), mentre que l'indicador sintètic per a la inversió es va accelerar al començament del segon trimestre. El Banc de Portugal va destacar la fortalesa de la demanda interna i, en especial, de la inversió al Butlletí Econòmic del juny, en què va presentar una actualització de les previsions econòmiques (creixement del PIB de l'1,7% el 2019 i de l'1,6% el 2020-2021), escenari coherent amb el formulat per CaixaBank Research. No obstant això, alguns índexs de confiança suggereixen una major cautela pel que fa al funcionament de la indústria, del comerç i de la construcció en els propers trimestres (per exemple, l'índex de confiança de la indústria ha disminuït fins als -3,3 punts en la mitjana del 2T 2019, en relació amb els -1,4 punts del 1T) i evidencien que l'economia lusitana opera en un entorn exterior més advers.

Les necessitats de finançament enfront de l'exterior han assolit el 0,2% del PIB en el 1T 2019 (acumulat de 4 trimestres). Això representa un deteriorament d'1,3 p. p. en relació amb la capacitat de finançament del 1T 2018 (el +1,1% del PIB) i reflecteix un comportament dispar entre sectors. D'una banda, el sector públic va destacar en positiu, amb unes necessitats de finançament que van disminuir fins al 0,1% del PIB (-0,6 p. p. en relació amb el 1T 2018), gràcies, en bona part, a la reducció dels costos de finançament i a l'augment dels ingressos tributaris i contributius (afavorits, al seu torn, pel bon to del mercat laboral). En canvi, les necessitats de finançament de les empreses no financeres i la capacitat de finançament de les llars es van deteriorar de forma substancial. En concret, les necessitats de les empreses no financeres es veuen arrossegades per la forta recuperació de la inversió i s'han situat en el 2,4% del PIB (+1,6 p. p.). Per la seva banda, la capacitat de finançament de les llars va disminuir fins al 0,4% (-0,4 p. p.), en un context en què la taxa d'estalvi de les famílies continua a la vora dels nivells mínims (en el 4,5% al març del 2019).

El deteriorament de la balança per compte corrent es va frenar a l'abril, quan el dèficit per compte corrent es va situar en l'1,0% del PIB (acumulat de 12 mesos). Aquest registre representa una lleugera millora en relació amb el març (l'1,2%), gràcies a la moderació del dèficit de la balança de rendes (de l'1,6% al març a l'1,2% a l'abril), mentre que la balança de serveis va mantenir un superàvit del 8,2% i el dèficit de la balança de béns

Portugal: indicadors coincidents d'activitat

Variació interanual (%)

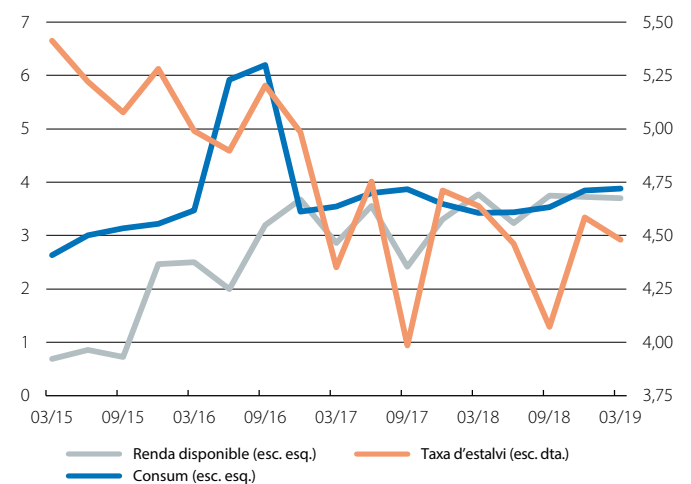


Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.

Portugal: estalvi, renda i consum de les famílies

Variació interanual (%)

(% de la renda disponible)

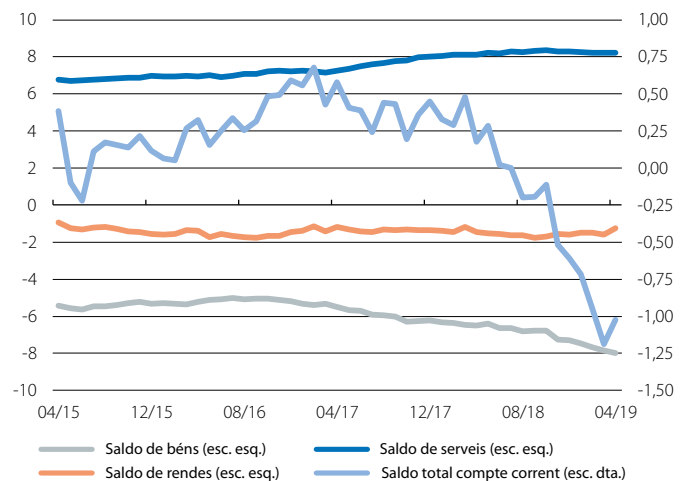


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: balança per compte corrent

(% del PIB)

(% del PIB)



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

va augmentar fins al 8,0% (el 7,8% al març). El deteriorament del saldo per compte corrent des de l'inici de l'any és degut, principalment, a la combinació d'un menor creixement de les exportacions (en un entorn exterior més advers) i de l'augment de la inversió en maquinària i en material de transport (amb el consegüent efecte arrossegament sobre les importacions), i és probable que la tendència persisteixi en els propers trimestres (preveiem un dèficit per compte corrent proper a l'1,8% en el conjunt del 2019).

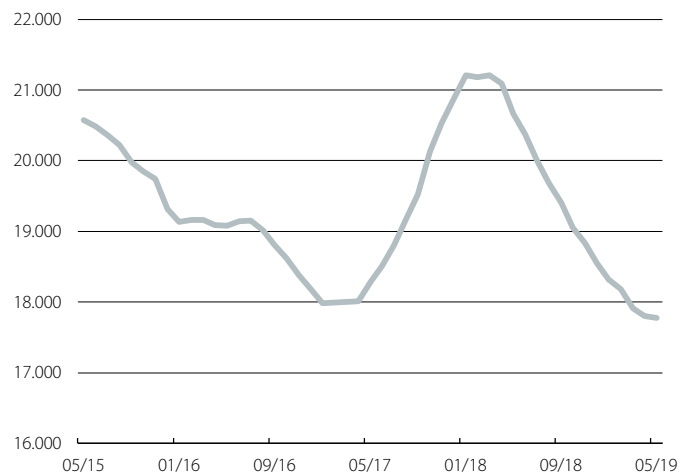
El mercat de treball mostra un bon funcionament. Al maig, la taxa d'atur es va mantenir en el 6,6% (en termes desestacionitzats), la mateixa xifra que a l'abril i 0,5 p. p. per sota del registre del maig del 2018. Per la seva banda, la població ocupada va continuar augmentant (el 0,8% interanual), tot i que de forma molt més moderada que en el passat (el 2,5% al maig del 2018 i el 2,3% en la mitjana del 2018). Aquesta moderació palesa que, després d'anys de recuperació, el mercat laboral s'endinsa en una fase més madura, situació coherent amb la convergència de l'economia cap a creixements més suaus. En aquest mateix sentit, les ofertes d'ocupació rebudes per l'Institut d'Ocupació i Formació Professional es van situar, al maig, una mica per sota de les 18.000 (mitjana mòbil de 12 mesos), la qual cosa representa una reducció propera a les 3.000 ofertes en relació amb el registre del maig del 2018.

El mercat immobiliari manté el dinamisme. En el 1T 2019, el preu de l'habitatge va augmentar un sòlid 9,2% interanual, només 1 dècima per sota del ritme observat en el 4T 2018. Aquesta lleugera moderació va ser deguda a l'alentiment del ritme de creixement dels preus dels habitatges nous (el 6,0% en el 1T 2019, en relació amb el 8,5% del 4T 2018), ja que els preus dels habitatges de segona mà es van accelerar (el 10,0%, en relació amb el 9,5%). Per la seva banda, la construcció d'habitatges es va continuar recuperant, i, en el 1T 2019, es van finalitzar, aproximadament, 3.000 nous habitatges (el +8,4% interanual), un avanç encara considerable (malgrat la significativa moderació en relació amb els trimestres anteriors, quan es van registrar ritmes d'expansió superiors al 20%) i que, sumat a l'augment dels visats d'obra nova (el +16,5% interanual en els quatre primers mesos del 2019), facilitarà la reducció de la bretxa entre la demanda i l'oferta d'habitatges i contribuirà a la moderació del creixement dels preus.

Les noves operacions de crèdit van augmentar el 0,4% en els quatre primers mesos de l'any. Així i tot, aquest registre està condicionat per la caiguda dels nous préstecs a les empreses, afectats per un efecte base relacionat amb una operació creditícia d'import elevat realitzada al gener del 2018. Amb la correcció d'aquest efecte, el total de la nova producció hauria crescut el 5,5% interanual. En el cas de les famílies, les noves operacions de crèdit a l'habitatge es van desaccelerar en l'acumulat dels quatre primers mesos (el 5,6% interanual, en relació amb el 19,6% del 2018) i es van contreure en el cas del crèdit al consum (el -2,9%, en relació amb el +9,3% del 2018). Per la seva banda, el Banc de Portugal va presentar una valoració positiva de l'adequació de les entitats de crèdit a les recomanacions macroprudencials que van entrar en vigor al juliol del 2018 amb l'objectiu de promoure l'estabilitat financera.

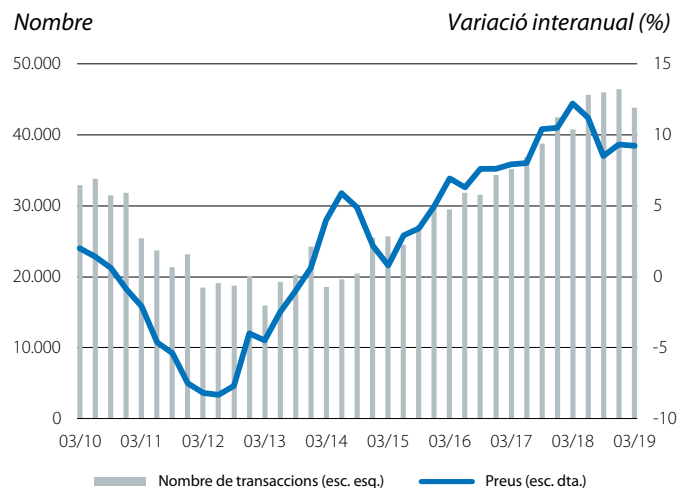
Portugal: ofertes de feina vacants

(Mitjana mòbil de 12 mesos)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal i de la Seguretat Social de Portugal.

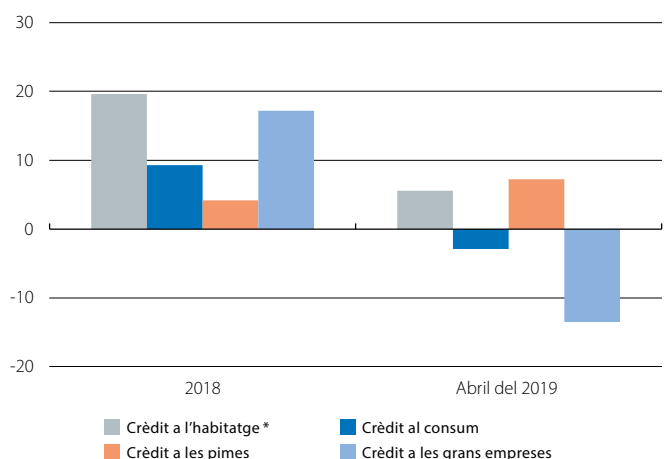
Portugal: preus i transaccions al mercat immobiliari residencial



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

Portugal: nova concessió de crèdit

Variació interanual (%)



Nota: * El crèdit a l'habitatge exclou els refinançaments.

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